

# Informe Mensual



NÚMERO 297

*Quins factors possibiliten la convergència amb la UE?* Pàg. 20

Des de l'adhesió, Espanya ha retallat notablement el diferencial de renda amb la mitjana de la UE

*L'euro, el «Club Med» i l'estabilitat macroeconòmica promesa* Pàg. 33

L'adopció de l'euro ha estat un èxit per a Espanya, però no ha tingut els mateixos resultats a Portugal o a Itàlia

*Està Espanya integrada comercialment a Europa?* Pàg. 57

El comerç exterior espanyol continua molt polaritzat cap a la UE

*Els Fons Europeus: s'esguerra la festa?* Pàg. 63

Espanya deixarà de rebre una bona part de les transferències europees dirigides a reduir l'endarreriment econòmic

# Previsions

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

|   | 2005       | 2006       | 2007       | 2005       |            | 2006       |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|   |            |            |            | III        | IV         | I          | II         | III        | IV         |
| <b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>             |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|   | Previsions |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Producte interior brut</b>             |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Estats Units                              | 3,2        | 3,3        | 2,6        | 3,4        | 3,1        | 3,7        | 3,5        | 3,0        | 3,0        |
| Japó                                      | 2,7        | 2,8        | 1,9        | 2,9        | 4,1        | 3,6        | 2,7        | 2,7        | 2,1        |
| Regne Unit                                | 1,9        | 2,6        | 2,4        | 1,8        | 1,9        | 2,3        | 2,6        | 2,7        | 2,7        |
| Zona de l'euro                            | 1,5        | 2,6        | 1,9        | 1,7        | 1,8        | 2,2        | 2,8        | 2,7        | 2,7        |
| <i>Alemanya</i>                           | 1,1        | 2,5        | 1,3        | 1,5        | 1,7        | 1,9        | 2,7        | 2,8        | 2,6        |
| <i>França</i>                             | 1,2        | 2,0        | 1,8        | 1,4        | 0,9        | 1,4        | 2,6        | 1,8        | 2,1        |
| <b>Preus de consum</b>                    |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Estats Units                              | 3,4        | 3,2        | 1,9        | 3,8        | 3,7        | 3,7        | 4,0        | 3,3        | 1,9        |
| Japó                                      | -0,3       | 0,3        | 0,4        | -0,3       | -0,7       | -0,1       | 0,2        | 0,6        | 0,7        |
| Regne Unit                                | 2,3        | 2,8        | 2,6        | 2,4        | 2,2        | 2,2        | 2,8        | 3,2        | 3,1        |
| Zona de l'euro                            | 2,2        | 2,2        | 2,0        | 2,3        | 2,3        | 2,3        | 2,5        | 2,1        | 1,8        |
| <i>Alemanya</i>                           | 2,0        | 1,7        | 2,4        | 2,1        | 2,3        | 2,0        | 1,9        | 1,6        | 1,4        |
| <i>França</i>                             | 1,7        | 1,7        | 1,7        | 1,9        | 1,6        | 1,8        | 1,5        | 1,8        | 1,9        |
| <b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|   | Previsions |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Agregats macroeconòmics</b>            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Consum de les llars                       | 4,2        | 3,6        | 3,2        | 4,1        | 3,8        | 3,8        | 3,6        | 3,6        | 3,5        |
| Consum de les AP                          | 4,8        | 4,2        | 4,3        | 4,5        | 4,9        | 4,3        | 4,2        | 4,2        | 4,2        |
| Formació bruta de capital fix             | 7,0        | 6,3        | 6,0        | 7,1        | 6,6        | 6,3        | 6,2        | 6,3        | 6,5        |
| <i>Béns d'equipament</i>                  | 9,0        | 9,2        | 8,2        | 8,3        | 8,6        | 8,6        | 9,1        | 9,5        | 9,6        |
| <i>Construcció</i>                        | 6,0        | 6,0        | 5,6        | 6,3        | 5,6        | 5,8        | 5,8        | 6,1        | 6,2        |
| Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB) | 5,2        | 4,8        | 4,4        | 5,2        | 5,0        | 4,9        | 4,8        | 4,8        | 4,7        |
| Exportació de béns i serveis              | 1,5        | 5,2        | 4,2        | 2,5        | 2,3        | 9,5        | 4,9        | 3,2        | 3,5        |
| Importació de béns i serveis              | 7,0        | 7,9        | 6,3        | 7,7        | 6,6        | 12,4       | 7,6        | 6,0        | 6,0        |
| <b>Producte interior brut</b>             | <b>3,5</b> | <b>3,7</b> | <b>3,5</b> | <b>3,6</b> | <b>3,6</b> | <b>3,6</b> | <b>3,7</b> | <b>3,8</b> | <b>3,8</b> |
| <b>Altres variables</b>                   |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Ocupació                                  | 3,1        | 3,1        | 2,7        | 3,3        | 3,2        | 3,2        | 3,1        | 3,0        | 3,0        |
| Taxa d'atur (% població activa)           | 9,2        | 8,5        | 8,1        | 8,4        | 8,7        | 9,1        | 8,5        | 8,1        | 8,2        |
| Índex de preus de consum                  | 3,4        | 3,5        | 2,5        | 3,4        | 3,6        | 4,0        | 3,9        | 3,5        | 2,7        |
| Costos laborals unitaris                  | 2,2        | 2,6        | 2,2        | 1,9        | 2,3        | 2,5        | 2,7        | 2,6        |            |
| Saldo operacions corrents (% PIB)         | -7,5       | -8,8       | -9,7       | -6,8       | -7,0       | -10,6      | -8,2       | -8,5       |            |
| Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)     | -6,5       | -7,9       | -8,8       | -6,0       | -5,9       | -10,3      | -7,7       | -7,9       |            |
| Saldo públic (% PIB)                      | 1,1        | 1,5        | 1,2        |            |            |            |            |            |            |
| <b>MERCATS FINANCERS</b>                  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|   | Previsions |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Tipus d'interès internacionals</b>     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Fed Funds                                 | 3,2        | 5,0        | 5,1        | 3,4        | 4,0        | 4,4        | 4,9        | 5,3        | 5,3        |
| Repo BCE                                  | 2,0        | 2,8        | 3,7        | 2,0        | 2,1        | 2,3        | 2,6        | 2,9        | 3,3        |
| Bons EUA 10 anys                          | 4,3        | 4,8        | 5,2        | 4,2        | 4,5        | 4,6        | 5,1        | 4,9        | 4,7        |
| Bons alemanys 10 anys                     | 3,4        | 3,8        | 4,3        | 3,2        | 3,4        | 3,5        | 4,0        | 3,9        | 3,8        |
| Obligacions 10 anys                       | 3,4        | 3,8        | 4,3        | 3,2        | 3,4        | 3,5        | 4,0        | 3,9        | 3,8        |
| <b>Tipus de canvi</b>                     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| \$/Euro                                   | 1,25       | 1,26       | 1,35       | 1,22       | 1,19       | 1,20       | 1,26       | 1,27       | 1,29       |

## INFORME MENSUAL

Desembre 2006

CAIXA D'ESTALVIS  
I PENSIONS  
DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629,  
planta 6, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.estudis.lacaixa.es  
a/e: informemensual@lacaixa.es

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2005

### ACTIVITAT FINANCERA

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

### PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| Empleats               | 25.254    |
| Oficines               | 5.053     |
| Terminals d'autoservei | 7.208     |
| Targetes               | 8.408.956 |

### OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2006

|                         | Milions €  |
|-------------------------|------------|
| Socials                 | 160        |
| Culturals               | 70         |
| Ciència i medi ambient  | 54         |
| Educatives              | 19         |
| <b>TOTAL PRESSUPOST</b> | <b>303</b> |

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](http://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

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
  - 6 Estats Units
  - 10 Japó
  - 13 Brasil
  - 14 Argentina
- 16 **Unió Europea**
  - 16 Previsions de la CE
  - 18 Zona de l'euro
- 20 **Quins factors possibiliten la convergència amb la UE?**
  - 22 Alemanya
  - 24 França
  - 26 Itàlia
  - 26 Regne Unit
- 28 **Mercats financers**
  - 28 Mercats monetaris i de capital
- 33 **L'euro, el «Club Med» i l'estabilitat macroeconòmica promesa**
- 41 **Conjuntura espanyola**
  - 41 Activitat econòmica
  - 47 Mercat de treball
  - 51 Preus
  - 56 Sector exterior
- 57 **Està Espanya integrada comercialment a Europa?**
  - 62 Sector públic
- 63 **Els Fons Europeus: s'esguerra la festa?**
  - 66 Estalvi i finançament
- 70 **Índex de l'any**

## Europa ens prova

La Unió Europea (UE) no travessa un dels seus millors moments. El 2007 se celebraran els 50 anys de la firma dels tractats de Roma, però fins i tot el logo que ha de presidir les celebracions ha generat discrepàncies entre els Estats membres. La Constitució Europea, el text que havia de fixar els valors, els principis, les competències i les institucions de la Unió en un horitzó temporal a llarg termini, és qüestionada. Es va preveure que entrés en vigor cap al final del 2006, però ara fins i tot ha desaparegut del principal portal d'internet de la UE. A més a més, l'ampliació a 27 membres a partir de l'1 de gener i la perspectiva de futures ampliacions, Turquia inclosa, no contribueixen a l'arrelament del sentiment europeista entre la ciutadania.

A Espanya, però, la percepció de la UE continua essent favorable. El tractat constitucional va obtenir un sí clar en referèndum (amb una participació certament baixa), enfront de les grans reticències que desperta en altres països. L'opinió pública espanyola considera que formar part de la UE és bo i que, valorant els avantatges i els inconvenients, el balanç és francament positiu. Segons l'últim Eurobaròmetre, els espanyols som els més entusiastes davant l'ampliació a Bulgària i Romania, després dels grecs, mentre que, a França o a Alemanya, per exemple, la major part de la població s'hi oposa.

D'on sorgeix aquest sentiment europeista? Potser es tracta de la reacció després de molts anys de viure d'esquenes a la realitat europea i internacional. I hi haurà influït l'horitzó de llibertat, democràcia i prosperitat que la construcció europea representava en els anys en què va iniciar la seva marxa. Però, sens dubte, el factor clau és l'econòmic. Vint anys a la UE han significat un major creixement econòmic i una reducció de la distància en renda per capita amb la mitjana comunitària. Hem percebut un important flux de fons dirigits cap a les regions més endarrerides i cap a la inversió en infraestructures bàsiques. La inflació i l'atur s'han reduït de manera espectacular. La inversió directa a l'exterior supera còmodament el flux d'entrada de capital estranger directe. L'economia espanyola s'ha consolidat en el mapa econòmic mundial.

Però formar part de la UE no és un premi d'una tómbola. Abans, fins i tot, que Felipe González signés el tracta d'adhesió, es van haver d'iniciar complicades reformes per adaptar una economia intervinguda i regulada als paràmetres del mercat als quals obliga el cabal comunitari. Liberalitzar el comerç exterior, obrir els sectors productius a la competència interior i forana, modernitzar les estructures de l'administració pública, reduir el pes de l'Estat i de l'empresa pública en l'economia i un llarg etcètera d'actuacions fiten els anys de la participació espanyola en el club comunitari. Empreses, sindicats, funcionaris i altres molts col·lectius han sabut sacrificar alguns dels seus interessos per obtenir el bé comú. Quan va arribar el moment de la creació de l'euro, de nou l'economia espanyola va posar fil a l'agulla, i el resultat ha estat un llarg període d'expansió del producte i de millora dels indicadors, situació que altres països, que sortien d'una posició similar a l'espanyola, no han estat capaços d'aconseguir.

Formar part de la UE garanteix poca cosa. Són el rigor i la seriositat de tots els agents econòmics els que permeten avançar en la via de convergència cap a la prosperitat. Aquesta és la lliçó que Espanya pot oferir als nous països que recentment s'han incorporat a la Unió.

## RESUM EXECUTIU

**L'economia europea creix per damunt de la nord-americana, la qual cosa constitueix una novetat.**

**Als Estats Units és incerta la reacció del consumidor davant de la reculada del sector immobiliari.**

**A l'altra banda de l'Atlàntic, l'economia de la zona de l'euro assolirà el 2006 el creixement més elevat des del 2000.**

### Europa creix més que els Estats Units

Si es tractés d'un combat de boxa, la crònica posaria l'accent en la inesperada reacció del púgil que semblava a punt de llançar la tovallola però que guanya el seu primer assalt després de molts fracassos. El boxador triomfant és l'economia europea, fins ara per darrere dels Estats Units, el pesant del ring. L'economia europea aconsegueix, per primer cop, col·locar algun bon cop, en forma de taxa de creixement superior. Per acabar d'animar la vetllada, el dòlar, la potent arma nord-americana, perd força i experimenta una notable reculada cap al final de novembre.

El cas és que les últimes dades de l'economia nord-americana han esperonat els escenaris pessimistes, en què la recessió de l'habitatge es trasllada als consumidors mentre la Reserva Federal es veu obligada a apujar els tipus d'interès per controlar les tensions inflacionistes, la qual cosa, al seu torn, agreuja la tendència negativa de l'activitat i fins i tot provoca inestabilitat als mercats financers. Però la realitat no és tan dramàtica. L'ocupació continua pujant, l'atur es manté en mínims i els mercats financers reflecteixen la bona marxa de les empreses. Fins i tot el dèficit comercial ha millorat. A Bush la conjuntura política se li està complicant (Iraq, victòria demòcrata en les legislatives...), però l'economia encara resisteix.

La clau cal buscar-la en el comportament dels consumidors nord-americans en aquest context de reculada del sector immobiliari. Les famílies mouen més de dues tercers parts de l'economia, i, ara com

ara, sembla que l'alegria de la primera meitat de l'any s'ha refredat considerablement. Ara que comença la campanya de Nadal, quan el comerç fa una bona part de la caixa de tot l'any, veurem fins a quin punt podem continuar confiant en el múscul del consumidor nord-americà per tirar de l'economia mundial.

L'altra qüestió clau és la inflació. Ben Bernanke, el banquer central, ha expressat els seus temors en aquest sentit. L'índex de preus de consum es va enfonsar a l'octubre fins a l'1,3%, des del 4% de l'estiu, i també es va reduir el component subjacent, tot i que no gaire. Però, pel que sembla, ningú no ha fet cabal de les bones notícies, ja que l'evolució de l'esmentada inflació subjacent i la pujada dels costos laborals han creat una certa inquietud sobre la reacció de la Fed si la cosa va a més.

A l'altre racó del ring hi ha l'economia de la zona de l'euro. Després de diversos intents fallits de reacció, sembla que aquest cop sí es consolidarà la recuperació. L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) així ho certifica: «L'escenari central dels propers dos anys és de creixement estable una mica per damunt del potencial i d'inflació suau, en un context de progressiva superació de les insuficiències de la demanda agregada». La Comissió Europea també traça un escenari rosat en les seves perspectives de tardor. Després de confirmar que el 2006 la zona de l'euro assolirà el creixement més alt des de l'any 2000, el 2,6%, vaticina taxes una mica per damunt del 2% en els dos anys següents, la qual cosa seria un bon registre.

Els resultats macroeconòmics del tercer trimestre a la zona de l'euro no han estat exactament els esperats. El producte interior brut va créixer el 2,6% en taxa interanual, una dècima menys que en els tres mesos anteriors. Però és que, en el segon trimestre, el creixement va experimentar una forta acceleració, i, per tant, considerem que el resultat actual consolida la recuperació. Una novetat significativa és que, per primer cop des del 2001, l'economia alemanya creix més que la mitjana de la zona de l'euro i torna potser al seu antic –i gairebé oblidat– paper de locomotora del continent. El contrapunt negatiu l'aporta França, que va patir un inesperat alentiment en el tercer trimestre.

Per a l'últim tram de l'any, podem esperar resultats similars. Les vendes al detall reflecteixen una certa alegria del consumidor, sembla que el deteriorament de la balança comercial en els últims mesos s'ha aturat i els principals sectors d'activitat, com la indústria, la construcció i els serveis, mostren un bon to. Mentrestant, els preus es mantenen continguts, gràcies a la sobtada feblesa del barril de petroli, i la inflació subjacent (l'índex general menys aliments i energia) es manté plana força per sota del 2%.

Els temors que desperta la desacceleració nord-americana, combinats amb la successió de bones notícies de la zona de l'euro, han permès a l'euro avançar enfront del dòlar. De fet, la divisa nord-americana ha tingut un mal novembre en general. Sobre el bitllet verd plana l'amenaça de la diversificació de les reserves de divises de les economies asiàtiques emergents, que, amb la Xina al capdavant, han acumulat un enorme volum d'actius denominats en dòlars. L'única alternativa seria l'euro, per bé que un procés d'aquest tipus seria molt progressiu.

Però en l'avanç de l'euro en l'última part del novembre han influït molt directa-

ment les expectatives de noves pujades dels tipus d'interès de referència de l'Eurosistema, enfront de l'escenari de manteniment i de retallada a partir de mitjan 2007 per a la moneda nord-americana. L'euro ha cotitzat per damunt dels 1,31 dòlars i ha marcat el màxim en gairebé dos anys. L'exuberància de l'euro també s'ha notat enfront del franc suís i el ien japonès. Però la fortalesa de l'euro és un arma de doble tall per al nostre boxador europeu. Presa en excés pot pertorbar-ne la recuperació, en dificultar les exportacions i abaratir, encara més, les importacions. Ara com ara, els ministres de finances de la zona de l'euro no han alçat la veu, però, si la tendència no es corregeix, sens dubte totes les mirades es dirigiran cap al Banc Central Europeu per reclamar que la seva actuació no avivi el foc de la revaluació.

### **Economia espanyola: més raons per a l'optimisme**

Comença a ser una rutina. Quan sembla que el creixement de l'economia espanyola ha tocat màxims i que comença una etapa de desacceleració, l'Institut Nacional d'Estadística (INE) ofereix una xifra encara més positiva. En el tercer trimestre, el producte interior brut (PIB) va créixer el 3,8% interanual, una dècima més que en el trimestre anterior, una taxa que no es donava en els cinc últims anys. Com la inflació s'ha reduït i l'economia europea presenta bones perspectives, el ministre d'Economia, Pedro Solbes, es va atrevir a predir que la fase de creixement actual es prolongarà en els propers dos o tres anys.

El motor de l'economia continua essent la demanda interna, en tots els seus components. Cal destacar, en especial, la inversió en maquinària i equipament de les empreses, que s'ha accelerat de nou fins a taxes superiors al 9%. Crida també l'atenció l'augment de velocitat de la construcció, que se situa una dècima per damunt del

**Per primer cop en cinc anys, l'economia alemanya creix més que la mitjana de la zona de l'euro.**

**L'euro guanya terreny enfront del dòlar, per les perspectives de moviments de tipus d'interès.**

**La fortalesa de la demanda interna continua impulsant el creixement de l'economia espanyola.**

**La inversió en equipament i la construcció, lluny de desaccelerar-se, mantenen un comportament molt dinàmic.**

**En els tres últims anys s'han creat més d'1,5 milions de llocs de treball nets, exclusivament al sector serveis (gairebé el 70% del total) i a la construcció (gairebé el 30%).**

**Sorpresa positiva en el creixement de la productivitat, tot i que sigui a costa de l'estancament de l'ocupació industrial.**

6% real. En aquest cas, van bé tots els tipus d'obra, en especial les infraestructures i l'edificació no residencial. Pel que fa al consum de les llars, el ritme d'expansió és alt, el 3,6%, tot i que la despesa ha fluïxat en determinats béns duradors, com els automòbils. En canvi, s'observa un comportament més dinàmic en alimentació, serveis i béns semiduradors, la qual cosa contribueix a equilibrar el balanç global. Finalment, el consum del sector públic s'ha estabilitzat en cotes altes, més del 4% anual.

Els indicadors corresponents a l'últim trimestre de l'any encara són molt escassos i es limiten al mes d'octubre, però la impressió és bona. El consum d'electricitat continua tirant cap amunt, igual que el consum de ciment, les vendes de vehicles industrials i la demanda de crèdit. Les vendes de turismes, per la seva banda, van trencar la tendència a la baixa a l'octubre, per bé que la xifra de l'octubre del 2005 va ser inusualment baixa i la comparació pot dur a conclusions no ajustades.

Pel que fa al sector exterior, les xifres de la comptabilitat nacional trimestral mostren una desacceleració de les importacions i de les exportacions de béns i serveis. Per aquesta raó, la contribució negativa d'aquest component al creixement del PIB es va atenuar lleugerament. De tota manera, en els nou mesos transcorreguts de l'any, el dèficit per compte corrent va pujar al 9,1% del PIB, gairebé 1,5 punts més que en el conjunt del 2005.

Quant a l'ocupació, les xifres de l'Institut Nacional d'Ocupació marquen un lleuger perfil de desacceleració, amb un creixement del total de llocs de treball equivalents a temps complet del 3,0%, la qual cosa representa més de mig milió de llocs de treball creats en l'últim any. La construcció és el sector que es mostra més dinàmic, amb una taxa que arriba ja, ni més ni menys, al 8%. Els serveis privats presen-

ten també una taxa elevada, el 4,0%, per bé que, en aquest cas, es detecta una lleugera desacceleració. En canvi, els serveis públics tendeixen a accelerar-se en els últims trimestres, per bé que el seu ritme d'augment se situa en el 2,1%. A la indústria, en canvi, el to del mercat de treball encara és negatiu, igual que a les branques agrària i pesquera.

D'acord amb les dades de la comptabilitat nacional, en els tres últims anys s'han creat més d'1,5 milions de llocs de treball nets equivalents a temps complet, exclusivament al sector serveis (gairebé el 70% del total) i a la construcció (gairebé el 30%), la qual cosa posa de manifest, un cop més, que aquests sectors són els autèntics pilars de l'actual model de creixement espanyol.

En matèria de preus, els avanços del tercer trimestre van ser força limitats, amb un augment del deflactor del PIB proper encara al 4% interanual, tot i que, en aquest cas, la tendència apunta a una suau desacceleració. Però cal destacar la millora de la productivitat aparent del factor treball (PIB per ocupat a temps complet), que puja dues dècimes en relació amb el trimestre anterior, se situa en el 0,8%, gràcies a l'embranchada de la indústria, i compensa així l'avanç gairebé nul dels serveis privats i el valor negatiu de la construcció.

L'economia espanyola pateix una baixa taxa de productivitat, un diferencial de preus amb la zona de l'euro elevat, una fràgil competitivitat exterior i un dèficit exterior desmesurat. Però, certament, el resultat global i les perspectives són positives. Una prova d'això podem trobar-la al darrer informe de l'OCDE, en què s'assenyala que el principal risc a curt termini és el sector immobiliari. Però no per la possibilitat de l'esclat d'una suposada bombolla immobiliària. Al contrari, el risc és... un enfortiment de la demanda d'habitatges.

28 de novembre de 2006

## CRONOLOGIA

### 2005

- novembre** 1 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4%.  
28 La **corona eslovaca** s'incorpora al Mecanisme de Tipus de Canvi.
- desembre** 1 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,25%.  
13 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,25%.  
17 El Consell Europeu acorda el **marc pressupostari 2007-2013**.  
18 La cimera de Hong Kong de l'**Organització Mundial de Comerç** pacta suprimir el 2013 totes les ajudes a les exportacions agrícoles dels països desenvolupats.

### 2006

- gener** 20 El Govern presenta els avantprojectes de reforma de l'**impost sobre la renda de les persones físiques** i de l'**impost de societats**.  
31 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,50%.
- març** 2 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,50%.  
28 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,75%.  
31 El Govern aprova un **paquet de política econòmica** amb mesures pressupostàries, del mercat hipotecari, sector energètic i transport ferroviari.
- maig** 4 Acord del Govern amb la patronal i amb els sindicats per a una **reforma laboral** orientada a reduir la temporalitat en l'ocupació.  
10 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 5%.
- juny** 8 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,75%.  
29 La **Reserva Federal** augmenta el tipus d'interès de referència fins al 5,25%.
- juliol** 11 El Consell de la UE autoritza **Eslovènia** que adopti l'euro com a divisa a partir de l'1 de gener del 2007.  
24 Suspensió indefinida de les negociacions multilaterals de la **Ronda de Doha** de l'Organització Mundial del Comerç per a major liberalització del comerç internacional.
- agost** 3 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,00%.  
8 El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 78,49 dòlars per barril.  
12 El Consell de Seguretat de les Nacions Unides aprova una resolució d'**alto el foc al Líban** en el conflicte entre Israel i Hezbollah.
- setembre** 26 La Comissió Europea dóna el vist-i-plau a l'entrada a la Unió Europea de **Romania i Bulgària** l'1 de gener del 2007.
- octubre** 5 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,25%.
- novembre** 17 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim històric (12.342,6) amb una alça del 15,2% en relació amb el final del 2005.  
22 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (14.294,6) amb uns guanys acumulats del 33,2% en relació amb el final de desembre del 2005.  
29 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 35/2006 de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de modificació parcial de les lleis dels Impostos de Societats, sobre la Renda dels no Residents i sobre el Patrimoni.

## AGENDA

### Desembre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).  
5 Índex de producció industrial (octubre).  
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
12 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
15 IPC (novembre). Balança de pagaments (setembre). IPC harmonitzat de la UE (novembre).  
19 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).  
20 Cost laboral (tercer trimestre).  
26 Preus industrials (novembre). Comerç exterior (octubre).  
29 Avanç IPC (desembre).

### Gener

- 10 Índex de producció industrial (novembre).  
11 Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
12 IPC (desembre).  
15 Balança de pagaments (octubre).  
17 IPC harmonitzat de la UE (desembre).  
25 Preus industrials (desembre).  
26 Enquesta de població activa (quart trimestre).  
31 Comitè de Mercat Obert de la Fed.



## CONJUNTURA INTERNACIONAL

### La victòria demòcrata modifica l'escenari polític dels Estats Units.

#### Estats Units: aterra com puguis

Nancy Pelosi, la nova líder de la majoria demòcrata al Congrés després de les eleccions legislatives, no solament serà present en els somnis del president George Bush, sinó també en els de Tom Schoewe, director financer de Wal-Mart, el major distribuïdor al detall del món; en els de les autoritats xineses, i també en els de Ben Bernanke, president de la Reserva Federal. La victòria demòcrata del novembre arriba en un moment especial, en què l'economia nord-americana ajusta el ritme de creixement i també les expectatives, amb el dèficit comercial com a teló de fons. La qüestió és si la desacceleració serà un aterratge suau o alguna cosa més.

tinua mostrant signes de feblesa, i el seu final es veu una mica més lluny que unes setmanes enrere. La caiguda dels habitatges iniciats es va intensificar a l'octubre, amb una pèrdua del 27,4% interanual, i els permisos de construcció van cedir un altre rotund 25,9%. El lleuger increment en la venda d'habitatges nous del setembre va ser menys significatiu que la pèrdua del 9,7% en preus, ja que els agents immobiliaris, molt incòmodes per les existències d'habitatges en venda, realitzen importants descomptes per accelerar les col·locacions. Les zones més afectades són les que més han crescut –Florida, Las Vegas i, en especial, els districtes urbans de Califòrnia–, on ja es partia d'uns preus alts abans del cicle alcista.

### El mercat de l'habitatge encara no veu el final del túnel...

El mercat de l'habitatge, principal contribuent a la desacceleració econòmica, con-

La qüestió clau és com tot plegat afectarà el comportament dels consumidors nord-

#### ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|   | 2004 | 2005  | 2005 | 2006  |       |        |       |          |         |
|---|------|-------|------|-------|-------|--------|-------|----------|---------|
|   |      |       | IV   | I     | II    | Juliol | Agost | Setembre | Octubre |
| PIB real                                | 3,9  | 3,2   | 3,1  | 3,7   | 3,5   | –      | 2,9   | –        | –       |
| Vendes al detall                        | 6,2  | 7,2   | 6,3  | 8,3   | 6,6   | 4,8    | 6,3   | 5,2      | 4,5     |
| Confiança del consumidor (*)            | 96,1 | 100,3 | 95,8 | 105,7 | 106,6 | 107,0  | 100,2 | 105,9    | 105,4   |
| Producció industrial                    | 4,1  | 3,2   | 3,0  | 3,3   | 4,6   | 5,0    | 5,0   | 5,8      | 4,9     |
| Índex activitat manufacturera (ISM) (*) | 60,5 | 55,5  | 57,0 | 55,6  | 55,2  | 54,7   | 54,5  | 52,9     | 51,2    |
| Venda d'habitatges unifamiliars         | 10,1 | 6,6   | 3,1  | –11,6 | –14,4 | –28,0  | –19,7 | –14,2    | ...     |
| Taxa d'atur (**)                        | 5,5  | 5,1   | 4,9  | 4,7   | 4,6   | 4,8    | 4,7   | 4,6      | 4,4     |
| Preus de consum                         | 2,7  | 3,4   | 3,7  | 3,7   | 4,0   | 4,2    | 3,8   | 2,1      | 1,3     |
| Balança comercial (***)                 | –611 | –717  | –717 | –740  | –762  | –771   | –782  | –781     | ...     |

NOTES: (\*) Valor.

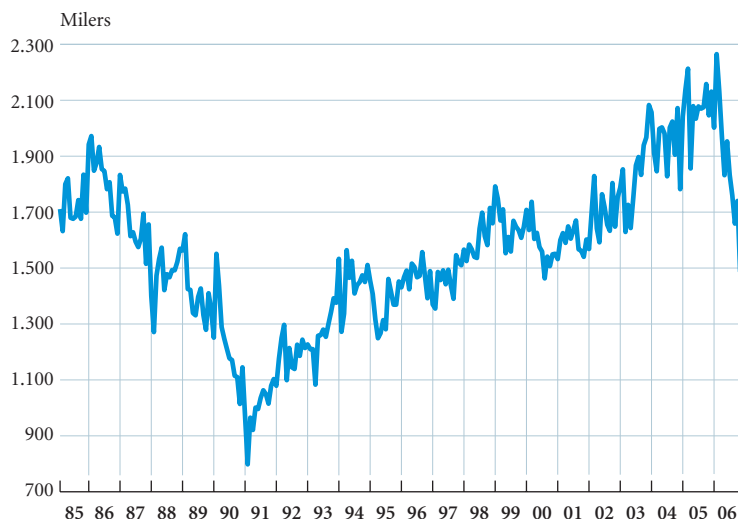
(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

## ESTATS UNITS: L'HABITATGE CONTINUA A LA BAIXA

Habitatges iniciats en termes anuals



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

americans, responsables, amb les seves compres, del 71% de l'activitat econòmica. La feblesa de l'habitatge s'afegeix a la progressiva reducció de l'estalvi de les famílies, que ara ja és un desestalvi, ja que les llars nord-americanes gasten el 0,5% per damunt de la seva renda disponible. Conseqüentment, sembla que el públic comença, a poc a poc, a apaivagar l'ànsia compradora.

Les vendes al detall de l'octubre, un cop exclosos els importants però erràtics components d'automòbils i benzina, van créixer el 5,0% interanual, o el 2,2% si s'exclouen les pujades de preus no energètics, en clara desacceleració en relació amb el mes anterior. A aquesta relativa feblesa es van afegir les revisions a la baixa dels mesos anteriors, de manera que es trenca clarament la tendència de força sostinguda predominant fins al final de l'estiu. En aquest context, són significatives les pitjors expectatives de Wal-Mart, l'empresa al detall més gran del món, i també les dels seus rivals, Home Depot i Target, per la major feblesa del mercat in-

terior. Això explica que la campanya demòcrata «desperta Wal-Mart» de millores socials pugui fer perdre el son a més d'un.

El sentiment empresarial és, en general, una mica més assossegat, amb un índex de l'Institute of Supply Management de l'octubre que en manufactures va recular lleugerament fins als 52,1 punts, però que va repuntar en serveis fins al nivell dels 57,1, el més alt des del maig. El component de preus es continua moderant amb força, mentre que el de comandes per a l'exportació guanya força. La producció industrial també manté un to relativament elevat. Tot i la momentània desacceleració de l'octubre, va créixer el 4,9% interanual, amb especial intensitat en els llocs d'alt valor afegit.

La inflació de l'octubre, millor del que s'esperava, també va proporcionar un cert assossec. Va haver-hi una desacceleració gran i una altra petita, però va ser precisament aquesta última la més rellevant. L'índex general va passar a créixer l'1,3% interanual, quan a l'estiu el ritme

**...mentre que no sembla que els consumidors puguin forçar gaire més les despeses, atès el desestalvi en què incorren.**

**El sentiment empresarial i la producció industrial apunten, però, a una desacceleració més suau.**

## ESTATS UNITS: ELS CONSUMIDORS ALENTEIXEN LA DESPESA

Variació interanual de les vendes al detall reals sense automòbils ni benzina (\*)



NOTA: (\*) Dades deflactades per l'índex de preus sense energia ni aliments.

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

**La moderació de la inflació evitarà tensions, amb permís del mercat laboral.**

d'avanç se situava en el 4%, a causa de la moderació del preu del petroli i per efectes de base. A la tardor del 2005, la combinació de l'huracà *Katrina* amb la consegüent tensió dels mercats energètics va empènyer els preus fins a un cim que, vist des de l'octubre del 2006, encara semblava molt alt, situació que explica els baixos increments interanuals. Però és la moderació del component subjacent el que ha de marcar tendència i treure pressió a la Reserva Federal, on les intencions de Bernanke d'establir un objectiu explícit d'inflació no són ben vistes per la nova majoria demòcrata al Congrés. Per sectors, oci, alimentació i salut tenen una tendència d'estabilitat, mentre que educació i lloguers mostren una tònica a l'alça.

**El dèficit comercial es modera seguint l'alentiment de la demanda interna i la força exportadora.**

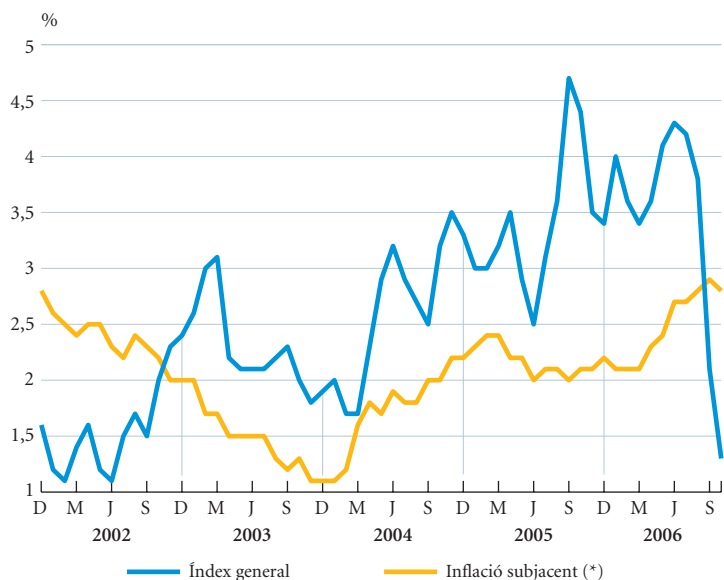
Al centre del debat sobre l'evolució futura dels preus hi ha el mercat laboral. La creació de llocs de treball de l'octubre va ser millor del que s'esperava, acompanyada de revisions a l'alça de mesos anteriors. La taxa d'atur del 4,4% és històricament

baixa, i les anunciades revisions a l'alça suggereixen que la força del mercat laboral és més intensa del que sembla a les estadístiques. Això hauria de donar suport al consum i compensar, en part, els efectes de la caiguda de l'habitatge. L'aspecte més inflacionista del mercat laboral és l'increment dels costos laborals unitaris, però, en un entorn de menor consum, les empreses tindran problemes a l'hora de traspasar els increments de costos als consumidors.

El dèficit exterior de l'agost va ser l'1,0% inferior al del mateix període de l'any anterior, situació que no es donava des del març del 2002. La desacceleració de les importacions, que van guanyar el 9,4% interanual, va ser el principal agent d'aquesta reducció del dèficit, mentre que les exportacions es van accelerar i van créixer el 15,8% interanual. L'evolució de la demanda interna i el manteniment dels preus del petroli haurien de donar continuïtat a aquest procés i amansir els cants de sirena que se senten al Congrés. L'eco-

## ESTATS UNITS: BAIXA L'IPC

Variació interanual de l'IPC



NOTA: (\*) Exclou aliments i energia.

FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

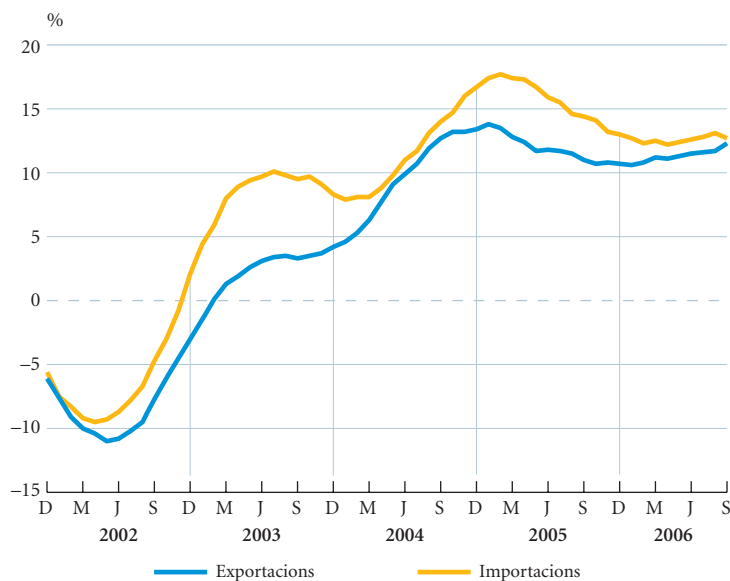
nomia nord-americana encara així el seu aterratge amb menys consum, però amb uns preus i un sector exterior en la via de la moderació que han de facilitar la tasca.

La victòria demòcrata no ha d'afectar gaire l'agenda econòmica en la lluita contra la inflació i en la reducció del dèficit. Una altra cosa és el cas de Wal-Mart, que

**El creixement a la baixa és un risc més gran que la inflació.**

## ESTATS UNITS: LES EXPORTACIONS TANQUEN LA BRETXA

Variació interanual de la mitjana mensual dels 12 últims mesos



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

il·lustra que el risc més gran és un creixement a la baixa.

### El Japó manté el cycle gràcies als exportadors

Shimzo Abe, el flamant nou primer ministre del Japó, té una ambiciosa agenda que va més enllà dels èxits del seu popular antecessor, Junichiro Koizumi. Després de jugar un paper més rellevant de l'habitual en la crisi nord-coreana, els plans d'Abe

inclouen, ni més ni menys, provar d'enllestir l'economia dual del Japó, gràcies, entre altres coses, a una reducció selectiva d'impostos. En efecte, a l'economia del sol naixent conviuen un sector exportador molt competitiu amb una agricultura i uns serveis relativament endarrerits, situació que sovint acaba afectant el creixement de la demanda interna.

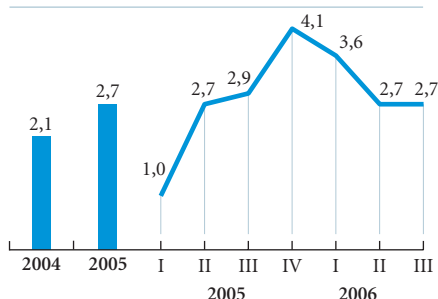
Ateses les dades del producte interior brut (PIB) del tercer trimestre, els plans del primer ministre no podien ser més

**L'economia japonesa creix al 2,7%, però el consum intern fluïxeja.**

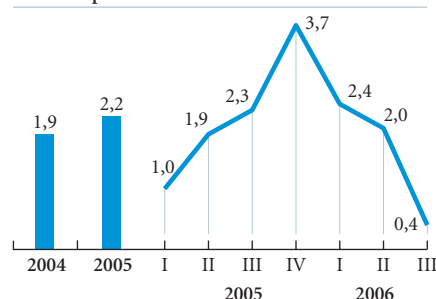
## EVOLUCIÓ DEL PIB DE JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

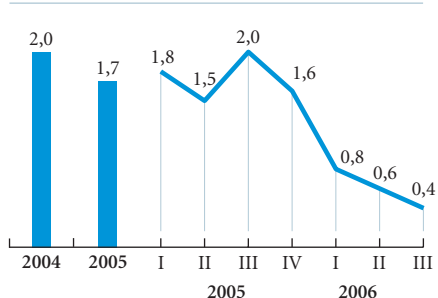
PIB



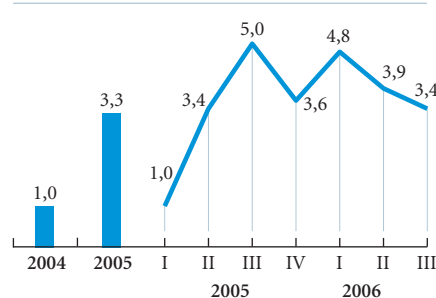
Consum privat



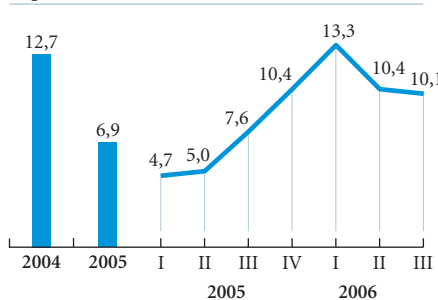
Consum públic



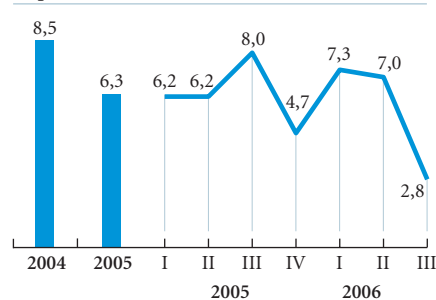
Formació bruta del capital fix



Exportacions de béns i serveis



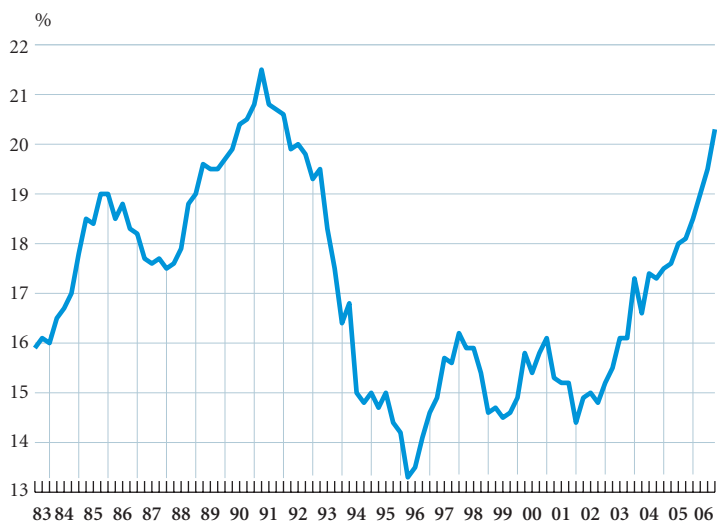
Imports de béns i serveis



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

## JAPÓ: UN PATRÓ JA CONEGUT

Participació en el producte interior brut del sector exterior més la inversió en equipament



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

oportuns. L'economia va continuar creixent, el 2,7% interanual, i va millorar així algunes expectatives malastrugues que apuntaven fins i tot al final del cycle expansiu. No obstant això, les bones notícies acaben aquí. La recuperació es va basar, en un principi, en el sector exterior, a l'empara del fort creixement de la Xina i dels Estats Units. Això va reactivar la demanda interna, i, així, durant l'any 2005, el consum privat va ostentar el protagonisme del creixement. No obstant això, l'alegria ha durat poc, i ara els pilars de l'expansió són, altre cop, els tradicionals, concretament el sector exterior i la inversió en equipament, principalment de les empreses exportadores.

Els dos sectors van contribuir a gairebé tot el creixement en relació amb el trimestre anterior. El consum privat va drenar creixement, però va ser compensat pel cycle alcista en l'acumulació d'existències. Reforçant aquest patró, la participació de la inversió en equipament i el saldo comercial en el total de l'economia ha passat en

cinc anys del 14,4% al 20,3%, el nivell més elevat des del 1991. Amb la diferència que, el 1991, el consum privat creixia gairebé el 3% interanual i ara ho fa al 0,4%, un ritme apàtic fins i tot considerant els factors meteorològics desfavorables del tercer trimestre. El sector públic, condicionat pels nivells de deute acumulats, continua també drenant forces a l'avanç. L'habitatge s'estanca, tot i que, ara com ara, no encalla el creixement.

Ja fa un cert temps que els indicadors de demanda confirmen aquesta feblesa del consum. Les vendes al detall van avançar al setembre el 0,3% interanual, dins una tendència d'estancament que, si tenim en compte l'evolució dels preus, es transforma en una reculada. Les vendes d'automòbils dels 12 últims mesos fins a l'octubre també van continuar disminuint. El mercat immobiliari presenta senyals una mica més ambigus. A Tòquio, continua la reducció del nombre de vendes, però els preus, més enllà de vaivens a curt termini, encara mantenen una tendència a l'alça molt lleugera. Aquesta apatia dels

**La inversió en equipament i el sector exterior suporten la totalitat del creixement.**

**Les vendes al detall llanguexen i les de cotxes continuen a la baixa.**

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|  | 2004 | 2005 | 2006 |      |      |      |        |       |          |
|--|------|------|------|------|------|------|--------|-------|----------|
|  |      |      | IV   | I    | II   | III  | Juliol | Agost | Setembre |
| PIB real                                 | 2,1  | 2,7  | 4,1  | 3,6  | 2,7  | 2,7  | –      | 2,7   | –        |
| Vendes al detall                         | –0,9 | 1,4  | 0,7  | 0,6  | –0,2 | 0,5  | 0,0    | 1,1   | 0,3      |
| Producció industrial                     | 5,3  | 1,5  | 3,6  | 2,8  | 3,7  | 5,3  | 5,0    | 5,8   | 4,9      |
| Índex activitat empresarial (Tankan) (*) | 20,5 | 18,0 | 21,0 | 20,0 | 21,0 | 24,0 | –      | 24,0  | –        |
| Habitatges iniciats                      | 2,6  | 3,8  | 6,9  | 4,9  | 8,8  | –0,7 | –7,7   | 1,9   | 4,0      |
| Taxa d'atur (**)                         | 4,7  | 4,4  | 4,5  | 4,2  | 4,1  | 4,1  | 4,1    | 4,1   | 4,2      |
| Preus de consum                          | 0,0  | –0,3 | –0,7 | –0,1 | 0,2  | 0,6  | 0,3    | 0,9   | 0,6      |
| Balança comercial (***)                  | 13,9 | 10,2 | 10,2 | 9,5  | 9,1  | 8,9  | 9,2    | 9,2   | 8,9      |

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

### El bon comportament del mercat laboral coincideix amb un increment de l'estalvi.

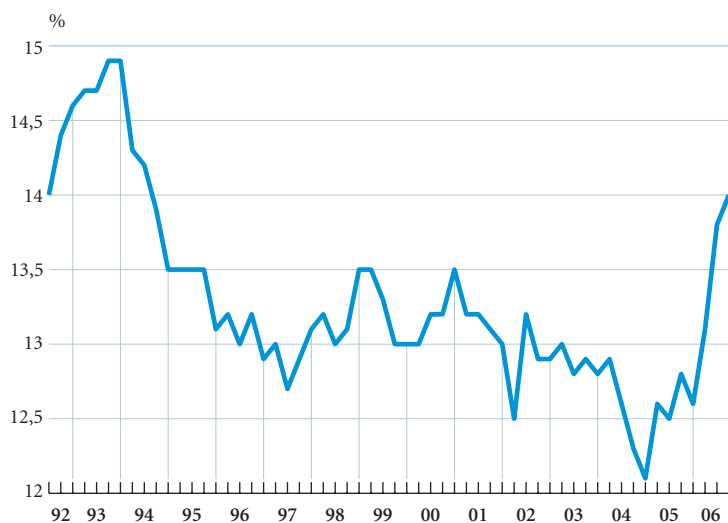
indicadors de demanda contrasta amb els suports que arriben del mercat laboral, amb una taxa d'atur del 4,2% de la població activa i uns salaris que evolucionen a l'alça. Un contrast que només s'ex-

plica per l'augment de l'estalvi de les famílies que ha dominat al llarg del 2006.

La producció industrial, amb un creixement del 4,9% interanual, que se situa a

## ELS JAPONESOS SÓN CAUTS

Taxa d'estalvi dels empleats en relació amb els ingressos (\*)



NOTA: (\*) Mitjana dels 12 últims mesos.

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

la banda alta dels tres últims anys, ofereix una imatge més vigorosa de la marxa econòmica. En aquest mateix context, les comandes de maquinària continuen a l'alça, tot i els efectes puntuals, i apunten a una certa continuïtat de la força inversora, tot i que, en aquest sentit, el total de préstecs bancaris a grans empreses va continuar a l'octubre i va disminuir des dels nivells del juliol.

Els preus es van mantenir en terreny positiu. Sense incloure els volàtils aliments frescos, van guanyar el 0,2% interanual. Persisteix la tendència a l'alça, tot i que és menor que la prevista a l'estiu i caldrà veure'n el comportament un cop quedin mitigats els efectes del preu del petroli. On això últim tindrà un clar efecte positiu serà al sector exterior. Els alts i baixos provocats pel preu de l'energia importada desvirtuen l'evolució del superàvit comercial, però, en els últims mesos, el protagonisme cal buscar-lo clarament en la força creixent de les exportacions, que ja voregen el 15% del total del PIB i són un exponent fidel del Japó que, en aquests moments, contribueix a l'avanç de l'economia. El problema d'aquest patró és l'alta dependència de la Xina i dels Estats Units en un moment en què les dues potències encaren l'alentiment de les seves respectives demandes.

## Brasil guanya fora el que perd dins

L'economia brasilera ha vist nivells de creixement molt baixos que no faciliten al nou govern de Lula el manteniment de l'estabilitat macroeconòmica, tot i que, per al tercer trimestre, s'espera una recuperació del creixement.

Els indicadors mensuals de demanda ofereixen una imatge millor de cara al creixement del tercer trimestre, amb unes vendes al detall que, a l'octubre, es van accelerar fins al 10,1% interanual. Les compres d'automòbils també van sortir amb força de la seva letargia i van créixer el 14,8%. La creu de la moneda cal buscar-la, aquest cop, al costat de l'oferta, amb una producció industrial que va lluitar a l'octubre. No obstant això, la petita reculada de producció de béns d'inversió es pot atribuir a una aturada en el camí després de dos mesos previs amb forts creixements.

La inflació manté la línia de moderació, gràcies al menor ritme d'activitat i a la tasca de contenció de la despesa governamental, amb uns preus que, a l'octubre, van guanyar el 3,3% interanual. Segons les dades de la regió de São Paulo, la taxa d'atur també va millorar al setembre fins al 15,3% de la població activa, una millo-

**Brasil espera una recuperació del creixement per al tercer trimestre.**

**La demanda guanya força en els últims mesos i l'atur baixa, tot i que encara és alt.**

**El control de la inflació continua donant fruits.**

### BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|                           | 2004 | 2005 | 2005 |      | 2006 |        |       |          |         |
|---------------------------|------|------|------|------|------|--------|-------|----------|---------|
|                           |      |      | IV   | I    | II   | Juliol | Agost | Setembre | Octubre |
| PIB real                  | 4,9  | 2,3  | 1,5  | 2,6  | 1,7  | –      | ...   | –        | –       |
| Producció industrial      | 8,3  | 3,1  | 1,3  | 4,6  | 0,9  | 3,5    | 3,2   | 1,3      | ...     |
| Taxa d'atur São Paulo (*) | 18,8 | 17,0 | 16,4 | 16,3 | 16,9 | 16,7   | 16,0  | 15,3     | ...     |
| Preus de consum           | 6,6  | 6,9  | 6,1  | 5,5  | 4,3  | 4,0    | 3,8   | 3,7      | 3,3     |
| Balança comercial (**)    | 33,7 | 44,8 | 44,8 | 45,7 | 44,5 | 45,1   | 46,0  | 46,1     | 46,3    |

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

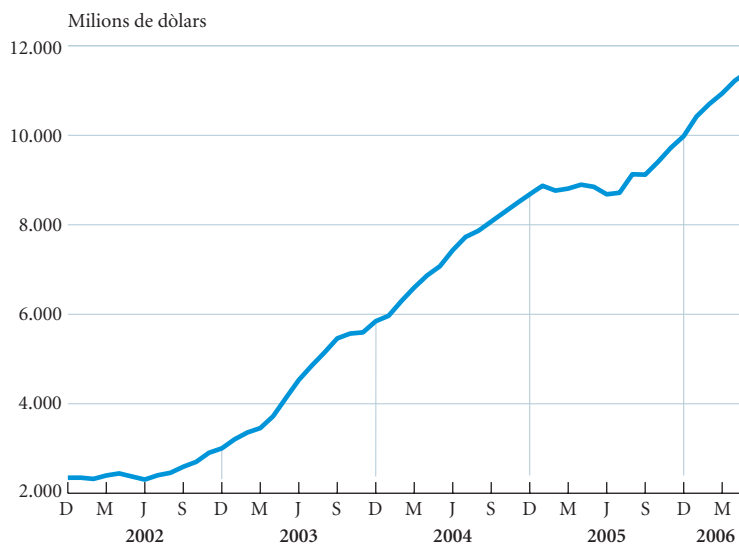
(\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

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



## BRASIL: LA XINA CONTINUA ESSENT UNA OPORTUNITAT

Exportacions de mercaderies a la Xina dels 12 últims mesos



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

**El sector exterior continua essent un punt fort gràcies a la Xina i a les primeres matèries.**

**Argentina espera la continuïtat del creixement en el tercer trimestre.**

**Els indicadors de demanda avancen cap als nivells previs a la crisi.**

ra que, malgrat tot, hauria de prosseguir per poder mantenir l'estabilitat.

És al sector exterior on l'economia brasilera mostra la seva cara més favorable. Després d'un respir en el segon trimestre, les exportacions van tornar a mostrar un to fort i van créixer a l'octubre el 18,5% interanual. Així, el superàvit comercial dels 12 últims mesos fins a l'octubre va continuar creixent fins als 46.300 milions de dòlars. Són aquí significatius els avantatges que l'economia brasilera obté de la vitalitat xinesa, amb unes exportacions de mercaderies cap al gegant groc que gairebé s'han sextuplicat en cinc anys i que cada cop representen una fracció més gran. El 2001 només el 0,9% del total de mercaderies que arribaven a la Xina provenien del Brasil, mentre que, cap a la meitat del 2006, s'ha arribat ja a l'1,6%. En els últims mesos, també ha millorat la relació d'intercanvi, amb exportacions més cares en relació amb les importacions, a causa, sobretot, de l'evolució dels mercats de primeres matèries. No obstant això, aquesta millora també posa de ma-

nifest la doble dependència del sector exterior, tant del creixement xinès com dels preus de les primeres matèries.

### Argentina espera continuar creixent

L'economia argentina continua creixent amb força i, atesos els indicadors dels últims mesos, espera un tercer trimestre robust en què prossegueixi aquesta tendència. El principal punt que cal corregir de la locomotora argentina continua essent la inflació.

Les vendes al detall continuen creixent a un ritme vertiginós després d'uns tímids dubtes al començament de l'estiu. Així, al setembre, van guanyar el 26,5% interanual a la regió de Buenos Aires. Les vendes als grans magatzems també van créixer el 21,6% en el mateix període. L'adquisició d'automòbils exemplifica la força de la recuperació argentina i la seva situació en relació amb els nivells anteriors a la crisi. En els 12 últims mesos fins a l'octubre, les vendes d'automòbils van

## ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

avançar el 28,3% i es van situar ja en el 61,5% del màxim històric del març de 1998. Queda camí per recórrer, però cal recordar que el 2004 el nivell se situava en el 37%, i que el punt més baix es va col·locar en el 14%.

Pel que fa a l'oferta, l'expansió continua amb un vigor renovat. La producció industrial de l'octubre es va accelerar fins al 7,7% interanual, amb un manteniment

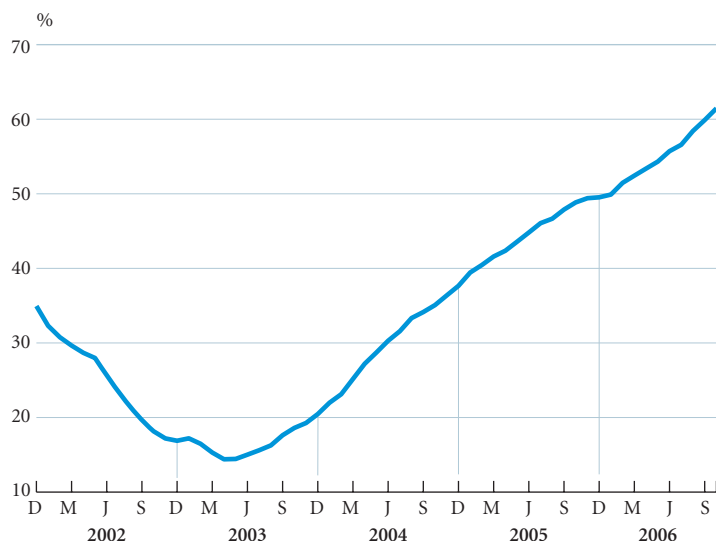
de l'índex d'activitat industrial i una certa moderació a la construcció.

La inflació argentina continua essent l'ombra del present cicle expansiu. A l'octubre, l'avanç del 10,5% interanual va representar la continuïtat d'un nivell que encara és alt a la regió. La taxa d'atur del tercer trimestre es va reduir lleugerament fins al 10,2% de la població activa, i el superàvit comercial continua estable.

**La inflació continua essent el risc més important.**

## ELS ARGENTINS TORNEN A COMPRAR COTXES

Vendas d'automòbils dels 12 últims mesos en relació amb el màxim de 1998



FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

## UNIÓ EUROPEA

**La Comissió Europea preveu un creixement a la zona de l'euro del 2,6% el 2006 i del 2,1% el 2007...**

**...sense gaires tensions en els preus.**

### La Comissió Europea augura un 2007 menys expansiu

Les previsions de tardor de la Comissió Europea esbossen un escenari benigne per a la Unió Europea (UE) i per la zona de l'euro. Després de confirmar que enguany el creixement serà el millor des del 2000, amb el 2,8% i el 2,6% a la UE i a la zona de l'euro, respectivament, les perspectives per als dos propers exercicis són més contingudes. Concretament, s'espera que la UE creixi el 2,4% el 2007 i el 2008, mentre que la zona de l'euro arribaria al 2,1% el 2007 i al 2,2% el 2008.

Aquest ritme expansiu, per damunt del potencial de creixement, no es farà a costa d'un empitjorament inflacionista, ja

que l'increment de l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat cedirà tres dècimes entre els anys 2006 i 2008 tant a la Unió com a la zona de l'euro. Significativament, tot i els alts preus de l'energia, no es preveu que les tensions inflacionistes es traslladin a altres components de l'IPC, és a dir, no s'esperen efectes de segona ronda.

Aquesta via de suau desacceleració econòmica deriva d'un entorn econòmic global positiu però en moderat alentiment i d'un cert tensionament de la política econòmica (tant monetària com fiscal). Així i tot, subsisteixen factors positius que proporcionaran un suport al creixement: unes condicions financeres suaus i una evolució positiva dels beneficis empresarials. Tot plegat hauria de conduir a un

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

|                                      | 2004       | 2005       | Previsions actuals tardor 2006 |            |            | Diferència amb la primavera de 2006 (2) |            |
|--------------------------------------|------------|------------|--------------------------------|------------|------------|---|------------|
|                                      |            |            | 2006                           | 2007       | 2008       | 2006                                    | 2007       |
| <b>Producte interior brut</b>        | <b>2,0</b> | <b>1,4</b> | <b>2,6</b>                     | <b>2,1</b> | <b>2,2</b> | <b>0,5</b>                              | <b>0,3</b> |
| Consum                               | 1,5        | 1,4        | 2,0                            | 1,6        | 2,1        | 0,3                                     | 0,2        |
| Inversió                             | 2,3        | 2,5        | 4,3                            | 3,0        | 3,0        | 0,1                                     | 0,6        |
| Ocupació                             | 0,7        | 0,7        | 1,4                            | 1,2        | 1,1        | 0,5                                     | 0,4        |
| Taxa d'atur (3)                      | 8,9        | 8,6        | 8,0                            | 7,7        | 7,4        | -0,4                                    | -0,5       |
| Inflació (4)                         | 2,1        | 2,2        | 2,2                            | 2,1        | 1,9        | 0,0                                     | -0,1       |
| Saldo públic (% del PIB)             | -2,8       | -2,4       | -2,0                           | -1,5       | -1,3       | 0,4                                     | 0,8        |
| Deute públic (% del PIB)             | 69,7       | 70,6       | 69,4                           | 68,0       | 66,9       | -1,1                                    | 2,1        |
| Saldo per compte corrent (% del PIB) | 0,8        | 0,0        | -0,1                           | 0,1        | 0,1        | 0,4                                     | 0,4        |
| <i>Creixement del PIB a la UE-25</i> | <i>2,4</i> | <i>1,7</i> | <i>2,8</i>                     | <i>2,4</i> | <i>2,4</i> | <i>0,5</i>                              | <i>0,2</i> |

NOTES: (1) Variació anual en percentatge llevat d'indicació expressa.

(2) Un signe «+» («-») significa una xifra positiva més alta (més baixa) o una negativa més baixa (més alta) comparat amb la primavera de 2005.

(3) Percentatge de la població activa.

(4) Índex de preus de consum harmonitzat.

FONT: Comissió Europea.

## PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Tardor 2006

|                       | PIB (*)    |            |            | Inflació (**) |            |            | Atur (***) |            |            |
|-----------------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                       | 2006       | 2007       | 2008       | 2006          | 2007       | 2008       | 2006       | 2007       | 2008       |
| Bèlgica               | 2,7        | 2,3        | 2,2        | 2,4           | 1,8        | 1,7        | 8,6        | 8,5        | 8,4        |
| Alemanya              | 2,4        | 1,2        | 2,0        | 1,8           | 2,2        | 1,2        | 8,9        | 8,4        | 7,8        |
| Grècia                | 3,8        | 3,7        | 3,7        | 3,3           | 3,3        | 3,3        | 9,3        | 8,9        | 8,6        |
| Espanya               | 3,8        | 3,4        | 3,3        | 3,6           | 2,8        | 2,7        | 8,1        | 7,9        | 7,4        |
| França                | 2,2        | 2,3        | 2,1        | 2,0           | 1,8        | 1,9        | 9,3        | 9,0        | 8,7        |
| Irlanda               | 5,3        | 5,3        | 4,3        | 2,9           | 2,7        | 2,2        | 4,3        | 4,5        | 4,8        |
| Itàlia                | 1,7        | 1,4        | 1,4        | 2,3           | 2,0        | 1,9        | 7,1        | 7,0        | 7,0        |
| Luxemburg             | 5,5        | 4,5        | 4,2        | 3,2           | 2,2        | 1,8        | 4,6        | 4,4        | 4,1        |
| Països Baixos         | 3,0        | 2,9        | 2,6        | 1,6           | 1,8        | 2,3        | 3,9        | 3,0        | 2,7        |
| Àustria               | 3,1        | 2,6        | 2,1        | 1,8           | 1,8        | 1,7        | 5,1        | 5,1        | 5,1        |
| Portugal              | 1,2        | 1,5        | 1,7        | 2,9           | 2,2        | 2,1        | 7,6        | 7,7        | 7,7        |
| Eslovènia             | 4,8        | 4,2        | 4,5        | 2,5           | 2,5        | 2,6        | 6,1        | 6,1        | 6,0        |
| Finlàndia             | 4,9        | 3,0        | 2,6        | 1,3           | 1,5        | 1,6        | 7,7        | 7,4        | 7,3        |
| <b>Zona de l'euro</b> | <b>2,6</b> | <b>2,1</b> | <b>2,2</b> | <b>2,2</b>    | <b>2,1</b> | <b>1,9</b> | <b>8,0</b> | <b>7,7</b> | <b>7,4</b> |

NOTES: (\*) Percentatge de variació real.

(\*\*) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat.

(\*\*\*) Percentatge de la població activa.

FONT: Comissió Europea.

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

Tardor 2006

|                 | PIB (*)    |            |            | Inflació (**) |            |            | Atur (***) |            |            |
|-----------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                 | 2006       | 2007       | 2008       | 2006          | 2007       | 2008       | 2006       | 2007       | 2008       |
| República Txeca | 6,0        | 5,1        | 4,7        | 2,5           | 2,7        | 2,9        | 7,4        | 7,1        | 6,9        |
| Dinamarca       | 3,0        | 2,3        | 2,2        | 2,0           | 2,0        | 1,9        | 3,8        | 3,5        | 3,5        |
| Estònia         | 10,9       | 9,5        | 8,4        | 4,4           | 4,2        | 4,6        | 5,4        | 3,8        | 3,1        |
| Xipre           | 3,8        | 3,8        | 3,9        | 2,4           | 2,0        | 2,4        | 5,4        | 5,5        | 5,6        |
| Letònia         | 11,0       | 8,9        | 8,0        | 6,7           | 5,8        | 5,4        | 7,4        | 7,2        | 7,0        |
| Lituània        | 7,8        | 7,0        | 6,5        | 3,8           | 4,6        | 3,3        | 5,9        | 5,2        | 5,2        |
| Hongria         | 4,0        | 2,4        | 2,7        | 3,9           | 6,8        | 3,9        | 7,3        | 7,7        | 7,7        |
| Malta           | 2,3        | 2,1        | 2,2        | 3,0           | 2,6        | 2,4        | 7,0        | 7,0        | 6,9        |
| Polònia         | 5,2        | 4,7        | 4,8        | 1,4           | 2,5        | 2,8        | 13,9       | 12,2       | 11,6       |
| Eslovàquia      | 6,7        | 7,2        | 5,7        | 4,5           | 3,4        | 2,5        | 14,3       | 13,3       | 12,9       |
| Suècia          | 4,0        | 3,3        | 3,1        | 1,5           | 1,6        | 1,8        | 7,3        | 7,4        | 7,1        |
| Regne Unit      | 2,7        | 2,6        | 2,4        | 2,4           | 2,2        | 2,0        | 5,3        | 5,0        | 4,8        |
| <b>UE-25</b>    | <b>2,8</b> | <b>2,4</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b>    | <b>2,3</b> | <b>2,0</b> | <b>8,0</b> | <b>7,6</b> | <b>7,3</b> |
| <i>EUA</i>      | 3,4        | 2,3        | 2,8        | 3,4           | 2,5        | 1,9        | 4,7        | 5,1        | 5,4        |
| <i>Japó</i>     | 2,7        | 2,3        | 2,1        | 0,3           | 0,4        | 0,7        | 4,3        | 4,3        | 4,3        |

NOTES: (\*) Percentatge de variació real.

(\*\*) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat, excepte per als Estats Units i Japó, que és l'índex de preus de consum nacional.

(\*\*\*) Percentatge de la població activa.

FONT: Comissió Europea.

**Preocupa que el creixement mundial sigui menor del que estava previst, el preu del petroli i l'evolució immobiliària.**

**La zona de l'euro creix el 2,6% en el tercer trimestre, un ritme que es mantindrà fins al final de l'any.**

patró de creixement en què els dos principals motors serien la formació bruta de capital fix i la contribució del sector exterior el 2007, per donar pas a un major protagonisme del consum el 2008.

L'escenari que es dibuixa, favorable, presenta certs riscos, segons l'executiu comunitari, entre els quals podem destacar la possibilitat d'una desacceleració mundial més intensa del que estava previst (en especial, el risc d'un comportament més negatiu de l'esperat als Estats Units), l'ocurrència de nous episodis de tensionament del preu del cru i una hipotètica correcció del mercat immobiliari.

Un altre element significatiu de les previsions de la Comissió Europea fa referència a la distribució del creixement per països. En línia amb el que ha succeït al llarg dels darrers mesos, els estats més dinàmics són la majoria dels països de l'ampliació, juntament amb Grècia i Irlanda. No obstant això, la principal novetat és que per al 2008 s'espera una ma-

jor contribució de dues de les grans economies de la zona de l'euro, Alemanya i França. En termes generals, a mesura que avança l'escenari, les diferències de creixement al si de la Unió tendeixen a reduir-se en part.

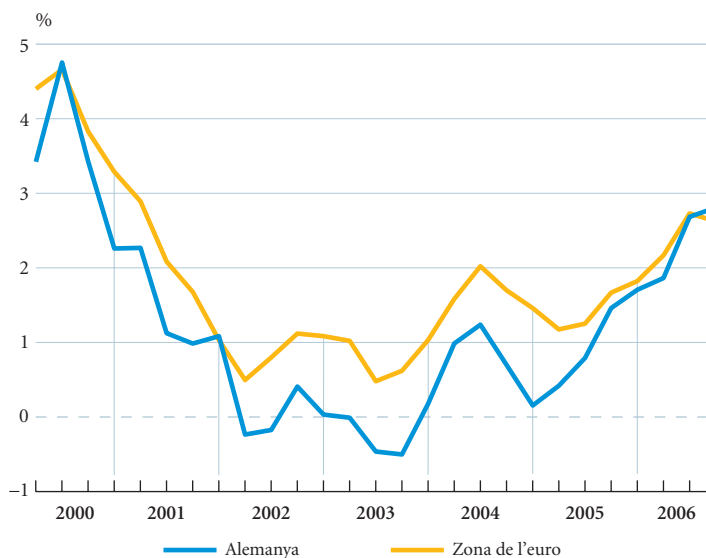
Finalment, cal destacar que la millora de l'activitat permetrà un ritme de recaptació fiscal superior a l'esperat, la qual cosa facilitarà una certa correcció dels desequilibris pressupostaris. A la zona de l'euro, es confia que es pugui passar d'un dèficit públic del 2,0% del PIB el 2006 a l'1,3% el 2008, i per una senda similar discorrerà la UE en conjunt.

### Zona de l'euro: consolidació de l'expansió

La zona de l'euro va créixer el 2,6% interanual en el tercer trimestre, segons les estimacions preliminars. Tot i que, certament, es tracta d'un cert alentiment en relació amb el 2,7% del segon trimestre, és un resultat esperat després de la

#### ALEMANYA CREIX MÉS QUE LA ZONA DE L'EURO PER PRIMER COP EN CINQ ANYS

Variació interanual del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat, Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

forta acceleració del creixement en el primer semestre de l'any i que, de fet, consolida l'expansió econòmica. Una novetat significativa del tercer trimestre és que, per primera vegada, l'economia alemanya creix més que la de la zona de l'euro des del 2001, fet que indica un major protagonisme germànic en l'expansió econòmica europea. El contrapunt negatiu l'aporta França, que ha patit un alentiment inesperat en el tercer trimestre.

A partir d'aquest punt, les previsions apunten a un final d'any en un ritme similar al del tercer trimestre, per després entrar en una fase menys dinàmica a mesura que avanci el 2007. Tot i que encara no es disposa del detall per components, els indicadors disponibles anticipen que la demanda interna haurà estat un dels elements clau d'aquesta consolidació cíclica.

Així ho indica, per exemple, el to relatiu més positiu de les vendes al detall en el tercer trimestre, una tendència que podria continuar a curt termini, segons es desprèn de la suau recuperació de la confiança del consumidor fins a l'octubre.

Un altre component de la demanda en bona línia és la inversió. El seu indicador més significatiu, la producció industrial de béns d'equipament, va registrar al setembre un avanç del 4,8% interanual, no gaire diferent de la mitjana del segon trimestre.

I si la demanda interna es recupera progressivament, la demanda externa continua capitalitzant un entorn internacional favorable. Al setembre, les exportacions es van situar el 9,5% per damunt del nivell d'un any enrere. Aquesta evolució, juntament amb una desacceleració moderada de les importacions, permet que l'ampliació del dèficit comercial (en saldo acumulat de 12 mesos) es redueixi en aquest mes de setembre.

Els indicadors d'oferta també confirmen que l'expansió s'estén a la majoria de sectors. A més del bon moment industrial –la suau desacceleració de la producció industrial del setembre és, fonamentalment, una correcció del resultat atípicament fort de l'agost–, ara es comença a disposar d'evidències d'un to més positiu als serveis i a la construcció. En els dos casos, els respec-

**La demanda interna comença a remuntar el vol sense que el sector exterior abandoni el seu paper fonamental.**

## ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|                              | 2004 | 2005 | 2005 |       | 2006  |       | 2006   |       |          |         |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|---------|
|                              |      |      | III  | IV    | I     | II    | Juliol | Agost | Setembre | Octubre |
| PIB                          | 1,7  | 1,5  | 1,7  | 1,8   | 2,2   | 2,7   | –      | 2,6   | –        | –       |
| Vendes al detall             | 1,5  | 1,3  | 1,5  | 1,3   | 0,8   | 1,6   | 1,9    | 2,5   | 1,3      | ...     |
| Confiança del consumidor (*) | –14  | –14  | –15  | –13   | –11   | –10   | –8     | –9    | –8       | –8      |
| Producció industrial         | 2,0  | 1,2  | 1,4  | 2,1   | 3,3   | 4,1   | 3,4    | 5,5   | 3,3      | ...     |
| Sentiment econòmic (*)       | 99,8 | 98,4 | 98,0 | 100,6 | 103,0 | 107,2 | 108,6  | 108,5 | 109,3    | 110,3   |
| Taxa d'atur (**)             | 8,9  | 8,6  | 8,6  | 8,5   | 8,1   | 7,8   | 7,8    | 7,8   | 7,8      | ...     |
| Preus de consum              | 2,1  | 2,2  | 2,3  | 2,3   | 2,3   | 2,5   | 2,4    | 2,3   | 1,7      | 1,6     |
| Balança comercial (***)      | 80,4 | 43,6 | 36,6 | 24,9  | 6,2   | –7,3  | –18,1  | –20,5 | –19,8    | ...     |

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.

**L'energia facilita que la inflació es desacceleri a l'1,6%.**

tius indicadors de confiança confirmen que la recuperació del segon i del tercer trimestre es manté al començament del quart.

L'evolució en matèria de preus també és satisfactòria. L'IPC harmonitzat es continua beneficiant de l'evolució de l'energia. Gràcies al fet que aquest component va caure, en termes interanuals, el 0,5%, l'índex general es va desaccelerar a l'oc-

tubre en una dècima, de l'1,7% del setembre a l'1,6%. Tot i aquesta evolució positiva, les perspectives per al que queda d'any són d'un cert tensionament, en part pel fet que el drenatge que exerceix l'energia es reduirà en el tram final de l'exercici. La taxa d'atur, per la seva banda, es va mantenir al setembre en el 7,8% de la població activa per cinquè mes consecutiu.

## Quins factors possibiliten la convergència amb la UE?

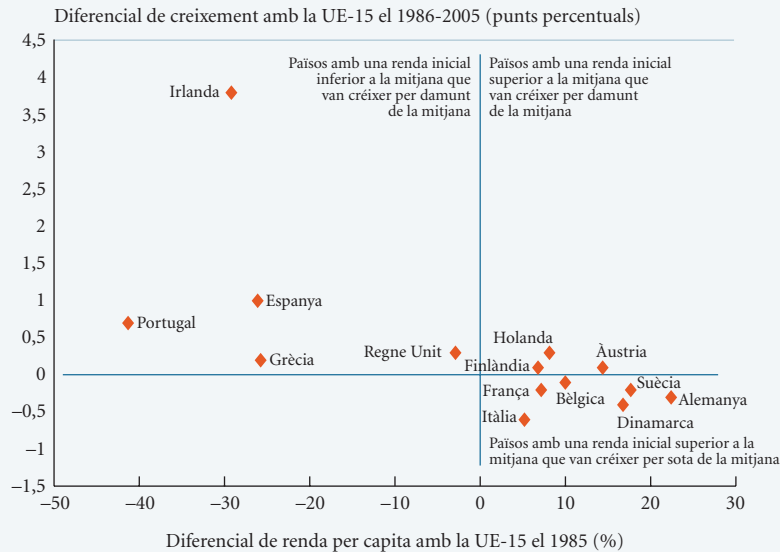
La gran esperança dels països aspirants a ingressar a la Unió Europea (UE) és l'anomenada convergència real. El somni que avui comparteixen Bulgària i Romania de retallar el diferencial de renda amb els països de la UE era també el somni d'Espanya i Portugal el 1985. És fundada aquesta esperança? Aquest requadre repassa els fonaments teòrics que inviten a l'optimisme i analitza si realment hi ha hagut una tendència a la convergència en els vint últims anys.

Una àmplia gamma de models teòrics de creixement econòmic prediuen que la taxa de creixement d'un país està inversament relacionada amb el seu nivell de renda. La causa fonamental perquè els països pobres tendeixin a créixer més ràpidament és l'existència de rendiments decreixents a l'acumulació de capital. És a dir, l'augment de la producció resultant d'una inversió en capital tendeix a ser més gran quant menor és la quantitat de capital del qual ja disposa l'economia. No obstant això, aquesta hipòtesi no implica una convergència a un mateix nivell de renda, ja que els països poden diferir en aspectes fonamentals que determinen el nivell de renda a llarg termini. L'anomenada convergència condicional només postula que els països tendiran a créixer més ràpidament quan més allunyats estiguin del seu nivell de renda a llarg termini. I què té a veure tot això amb la UE?

Aquest marc analític suggereix que un país que ingressa a la UE pot incrementar la seva taxa de creixement mitjançant dos mecanismes: en primer lloc, l'adhesió a la Unió pot afavorir una millora en els aspectes fonamentals que determinen el nivell de renda a llarg termini. Entre aquests factors hi ha una major estabilitat política i macroeconòmica, una millora en el marc regulador i en el funcionament de la justícia, inversions en infraestructures i una obertura al comerç exterior. En segon lloc, el lliure flux de capital i de treballadors dins de la Unió podrà accelerar el ritme de convergència, ja que el treball i el capital tendiran a moure's cap als països on la remuneració sigui més alta (els països rics per als treballadors i els països menys rics per al capital).

Sembla que l'experiència dels vint últims anys confirma l'existència de convergència real. Com es pot observar al gràfic següent, els cinc països amb una renda per capita inferior a la de la UE-15 el 1985 (Portugal, Irlanda, Espanya, Grècia i el Regne Unit) van experimentar un creixement superior a la mitjana en els vint anys següents. Estadísticament, la correlació entre nivell de renda inicial i creixement és negativa i significativa (en especial quan s'exclou Luxemburg, una economia que, tot i ser relativament rica, ha experimentat un fort creixement gràcies a l'expansió del sector financer).

## ELS PAÏSOS AMB NIVELLS DE RENDA MÉS BÀTIXOS EL 1985 VAN CRÉIXER PER DAMUNT DE LA MITJANA EL 1986-2005

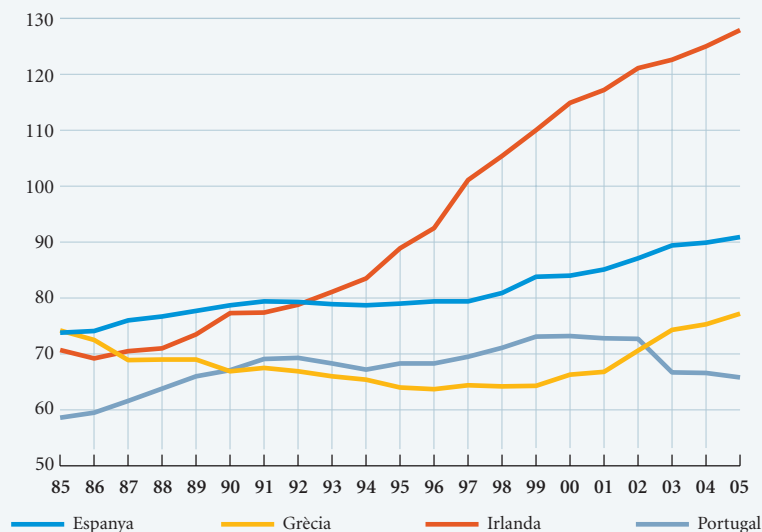


FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

Així i tot, llevat del cas d'Irlanda, el ritme de convergència ha estat lent. Espanya, per exemple, va trigar disset anys a reduir a la meitat el diferencial de renda amb la UE-15, fita que Portugal i Grècia encara no han assolit. Després d'un inici prometedori, Portugal ha experimentat un estancament del nivell relatiu de renda des del

## EVOLUCIÓ DEL PIB PER CAPITA ALS QUATRE PAÏSOS MÉS POBRES DE LA UNIÓ EL 1985

En percentatge del PIB per capita a la UE-15



FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.



començament dels noranta. Irlanda, en canvi, amb unes taxes de creixement espectaculars des de l'inici de 1990, s'ha convertit en el país més ric de la UE-15, després de Luxemburg. Segons diversos observadors, el miracle del «Tigre Celta» es va basar en un bon aprofitament de les transferències de la UE, en un seguit de reformes als mercats de treball i productes consensuades entre els agents socials i en una consolidació fiscal compatible amb una reducció impositiva per a treballadors i empreses. Tot plegat són reformes pendents al nostre país veí.

La convergència d'Espanya s'ha accelerat des del final dels noranta fins a situar el PIB per capita en el 91% del nivell de la UE-15. L'espectacular augment de la taxa d'ocupació, del 50% al 65% de la població en edat de treballar en els deu últims anys, ha estat clau per reduir el diferencial de renda. I encara queda marge per augmentar la taxa d'ocupació. La mala notícia és que la productivitat del treball no solament no ha contribuït a la convergència, sinó que ha tingut una aportació negativa. En part, això és una conseqüència del ràpid creixement de l'ocupació, que ha comportat la incorporació al mercat de treball de persones amb menys formació i, atesos els costos d'ajustament en l'estoc de capital, un lent progrés en l'acumulació de capital per treballador. Però també és simptomàtic de problemes més fonamentals relacionats amb la qualitat de la nostra educació, amb la falta d'inversió en recerca i desenvolupament i amb rigideses en mercats de productes i treball que limiten la capacitat d'innovació en la nostra economia.

Les lliçons per als nous membres de la Unió són clares. Formar part del club no és cap panacea, i els països continuen tenint un ampli marge per encertar o errar en les polítiques que afecten el creixement. Benvinguts i triïn amb cura.

## DIFERENCIAL DE RENDA ENTRE ESPANYA I LA UE-15

Punts percentuals

|   | 1985 | 2005 |
|---|------|------|
| Diferencial en PIB per capita a preus corrents            | 44,2 | 21,1 |
| Diferencial en PIB per capita ajustat per poder de compra | 26,2 | 9,1  |
| <i>Contribucions de:</i>                                  |      |      |
| Diferències en població en edat de treballar              | 3,1  | -3,0 |
| Diferències en la taxa d'ocupació                         | 23,2 | 3,8  |
| Diferències en producte per treballador                   | -0,1 | 8,3  |

NOTA: Per a la descomposició del diferencial de renda s'utilitza la identitat:

$$\frac{\text{PIB}}{\text{persona}} = \frac{\text{Població en edat de treballar}}{\text{Població total}} \times \frac{\text{Ocupació total}}{\text{Població en edat de treballar}} \times \frac{\text{PIB}}{\text{Ocupació total}}$$

FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

**Alemanya creix el 2,8% en el tercer trimestre, gràcies al sector exterior i a la reactivació del consum...**

### Alemanya: la locomotora europea ha tornat

Alemanya va créixer en el tercer trimestre el 2,8% interanual, en lleugera acceleració en relació amb el 2,7% del segon trimestre. Es tracta del millor creixement des del

2000. La intensificació del dinamisme alemany va ser deguda, exclusivament, a l'augment de la contribució positiva del sector exterior, que va aportar 0,7 punts percentuals a la variació del PIB (0,6 punts percentuals en el trimestre precedent).

## ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|   | 2004 | 2005  | 2005  |       |       | 2006  |         |          |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|
|   |      |       | IV    | I     | II    | III   | Octubre | Novembre |
| PIB                                     | 0,8  | 1,1   | 1,7   | 1,9   | 2,7   | 2,8   | –       | ...      |
| Vendes al detall                        | 2,1  | 1,3   | 0,2   | 0,7   | 0,4   | –0,1  | ...     | ...      |
| Producció industrial                    | 2,4  | 2,9   | 4,7   | 4,6   | 5,8   | 6,5   | ...     | ...      |
| Índex d'activitat empresarial (IFO) (*) | 95,4 | 95,5  | 98,7  | 103,6 | 106,1 | 105,2 | 105,3   | 106,8    |
| Taxa d'atur (**)                        | 10,6 | 11,7  | 11,4  | 11,3  | 11,0  | 10,6  | 10,4    | ...      |
| Preus de consum                         | 1,6  | 2,0   | 2,2   | 2,1   | 1,9   | 1,6   | 1,1     | ...      |
| Balança comercial (***)                 | 149  | 157,3 | 160,4 | 157,5 | 154,1 | 150,8 | ...     | ...      |

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.

En canvi, el creixement de la demanda interna es va mantenir inalterada en el 2,1% interanual, pel fet que l'expansió del consum privat i públic va ser compensada per la desaceleració de la inversió. El major impuls del consum privat va ser degut al fet que les famílies germàniques han avançat les decisions de despesa per la imminent pujada de l'impost sobre el valor afegit al gener del 2007. Aquest procés s'estendrà al quart trimestre, la qual cosa garanteix un final d'any positiu en matèria de creixement a Alemanya.

Aquesta expansió continua el seu curs entre les acaballes del tercer trimestre i el començament del quart. Des de la perspectiva de la demanda, l'indicador més rellevant en el moment actual, per calibrar la intensitat del pols germànic, és segurament la confiança del consumidor. Significativament, el deteriorament anotat a l'octubre materialitza la principal paradoxa de l'economia alemanya: mentre que la situació actual és percebuda com a progressivament millor, els consumidors albiren una situació futura menys satisfactòria. Reflex, en

definitiva, de la incertesa que genera l'augment fiscal del començament del 2007.

La situació es repeteix al costat de l'oferta. Així, tot i que l'indicador IFO d'activitat empresarial es manté en nivells elevats (106,8 punts al novembre), els empresaris enquestats perceben una conjuntura actual notablement més positiva que la que esperen en el futur, a causa de preocupacions com l'esmentat ajustament fiscal o l'impacte de l'apreciació esperada de l'euro en les exportacions. En definitiva, el moment actual és positiu. Indicadors no qualitius, com la producció industrial, que va créixer un 6,3% interanual al setembre, o la inflació, en l'1,1% interanual a l'octubre, així ho indiquen. Però el futur és percebut amb inquietud.

En qualsevol cas, la recuperació permet mitigar algun dels desequilibris més apressants de l'economia germànica. Així, l'augment de la recaptació fiscal facilita la reducció del dèficit públic. Es tracta de corregir una situació que el ministre de finances Peer Steinbrück va

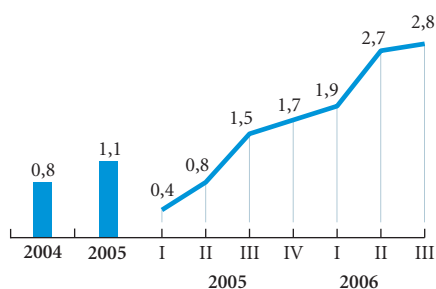
**...una expansió que es prolonga al quart trimestre de l'any.**

**L'expansió permet controlar el dèficit públic.**

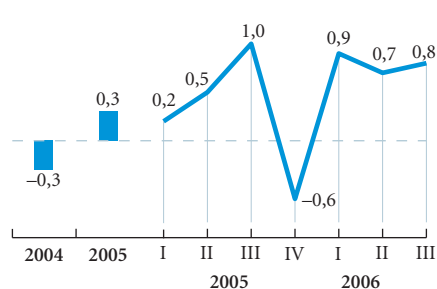
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ALEMANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

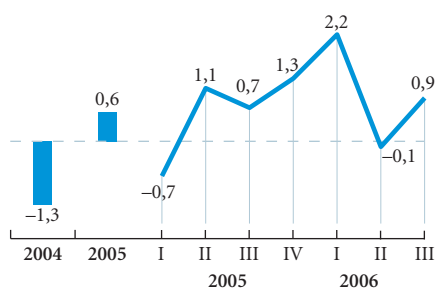
PIB



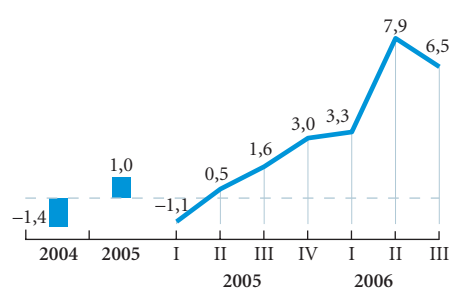
Consum privat



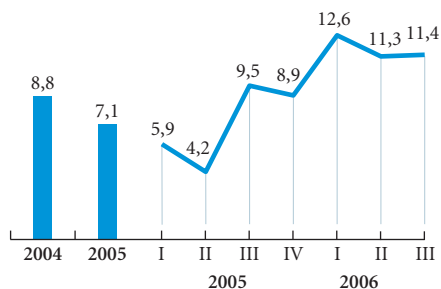
Consum públic



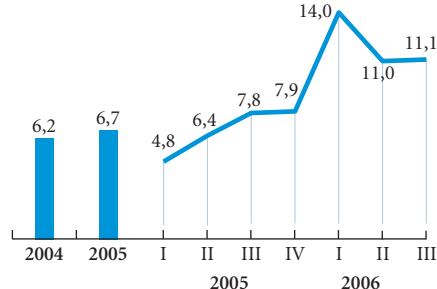
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

**El creixement gal en el tercer trimestre, només de l'1,8%, decep i enterboleix les perspectives immediates.**

qualificar d'«haver viscut per damunt de les nostres possibilitats». Les xifres avançades pel ministre són coherents amb les últimes estimacions que utilitza la Comissió Europea i que podrien permetre que el dèficit públic del 2006 se situés en el 2,3% del PIB, vuit dècimes per sota del nivell previst en la primavera passada. El 2005 el dèficit públic va ser del 3,2%. Un altre dels desequilibris que progressivament es tanquen és l'atur: des de l'inici de l'any, la taxa d'atur ha caigut un punt

percentual, de l'11,4% del gener al 10,4% de l'octubre.

### França: ensopgada en el tercer trimestre

El PIB francès va presentar un decebedor creixement nul en el tercer trimestre en relació amb els tres mesos anteriors. Un resultat inesperat que ha sorprès el mateix equip del ministre d'economia,

Thierry Breton, que ha qualificat aquest resultat d'«accident estadístic». Desgraciadament, la composició del quadre macroeconòmic del tercer trimestre no permet desempallegar-se del problema amb un argument tan feble. Així, la pèrdua de ritme en tots els components de la demanda evidencia que la tònica dels propers trimestres no serà gaire positiva.

En taxa interanual, el creixement francès va ser de l'1,8%, vuit dècimes menys que en el segon trimestre. El component de la demanda interna que va cedir amb més intensitat va ser la formació bruta de capital fix, que va créixer el 3,2% interanual, enfront del 4,5% anterior. Lleugerament inferior va ser la desacceleració del consum privat i públic, dos components que van recular tres i quatre dècimes percentuals, respectivament, en relació amb les taxes de variació interanual del segon trimestre. Per la seva banda, el drenatge a la variació del PIB del sector exterior va arribar al punt percentual, superior a l'aturada del 0,6% del segon trimestre.

Els indicadors mensuals publicats amb prou feines compensen la percepció de sobtat empitjorament cíclic. Pel que fa a la demanda, l'element més destacable és

la modesta millora de la confiança del consumidor, que, a l'octubre, ascendia fins al nivell dels vuit punts negatius (nou punts negatius al setembre). També des de la perspectiva de la demanda, la dada d'exportacions és positiva, ja que creix el 7% interanual al setembre i permet estabilitzar el dèficit comercial acumulat de dotze mesos en els 2.400 milions d'euros.

Aquests modestos resultats queden enterbolits per la dada negativa, pel que fa a l'oferta, de la producció industrial, que es va situar al setembre el 0,7% per sota del nivell d'un any abans. El principal responsable d'aquest deteriorament del sector secundari és la producció industrial d'automòbils, que acumula una caiguda del 7,5% des del gener.

Pel que fa al front dels preus, la tendència a l'estabilitat exhibida en els últims mesos es manté. Així, l'IPC amb prou feines creix l'1,1% interanual a l'octubre, percentatge similar a l'1,2% del setembre, mentre que el nucli subjacent, que descompta les partides més volàtils, augmenta només l'1,2% en relació amb un any abans. La taxa d'atur també millora lleugerament. Va caure dues dècimes percentuals a l'octubre i es va situar en el 8,8% de la població activa.

**Preocupen els indicadors de l'activitat industrial, llastada per la caiguda de la producció d'automòbils.**

**Millora la inflació i es redueix la taxa d'atur.**

## FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

**Itàlia consolida progressivament una certa expansió i creix l'1,7% en el tercer trimestre.**

**La indústria capitalitza la recuperació i ofereix els resultats més positius des del 2000.**

**Després de diversos trimestres deprimit, sembla que el consum privat comença a canviar de terç.**

**El creixement britànic arriba al 2,7% en el tercer trimestre, gràcies a la potència del consum...**

## **Itàlia: la indústria capitaneja la millora**

Itàlia entra progressivament en una etapa de certa expansió econòmica. Tot i que, certament, les xifres són comparades amb un 2005 molt pobre, que els mateixos italians han batejat com a «annus horribilis», l'estimació preliminar del tercer trimestre ha presentat un creixement de l'1,7% interanual. Aquesta xifra ha anat acompanyada de la revisió a l'alça del creixement en el primer semestre, que ara es calcula en l'1,7% interanual. Cal recordar que, el 2005, l'avanç del PIB va ser del 0,1%.

El principal beneficiari és la indústria, que, després de caure en termes de producció en tots els exercicis del 2001 al 2005, enguany ha remuntat el vol. Així, al setembre, la producció industrial es va situar l'1,8% per damunt del nivell d'un any enrere. El comportament més positiu de les exportacions explica, en part, aquesta revifada del sector secundari.

Un altre front que tendeix a millorar és el del consum privat. Fins al setembre, les vendes al detall creixien l'1,8% interanual i corroboraven les expectatives positives generades per la recuperació de la confiança del consumidor en els últims me-

sos. El pols de la demanda interna, més positiu, no ha comportat, fins ara, un repunt de les tensions inflacionistes, ja que, a l'octubre, l'IPC se situava en l'1,8% interanual, tres dècimes per sota de la xifra del setembre.

## **Regne Unit: la inflació preocupa**

El creixement del tercer trimestre, del 2,7% interanual (2,6% en el segon trimestre), confirma que l'etapa de bonança econòmica que gaudeix el Regne Unit es prolonga. En particular, el bon comportament del consum privat (creixement del 2,4% interanual, 2,3% en el trimestre precedent) i del consum públic (passa del 2,1% del segon trimestre al 2,5% actual) dona un fons de resistència que expirarà de forma progressiva el 2007. L'embranchada del consum, juntament amb la menor aportació negativa del sector exterior, han permès compensar amb escreix la desacceleració de la inversió.

Aquest bon resultat ha anat acompanyat de la publicació d'altres indicadors que confirmen la imatge d'activitat sostinguda, en especial pel que fa a la demanda. Les vendes al detall van créixer el 4,0% a l'octubre i van prolongar l'excel·lent registre de la mitjana del tercer trimestre

## **ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

|                        | 2004 | 2005 | 2005 |       |       |       | 2006   |       |          |         |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|---------|
|                        |      |      | IV   | I     | II    | III   | Juliol | Agost | Setembre | Octubre |
| PIB                    | 0,9  | 0,1  | 0,5  | 1,7   | 1,7   | 1,7   | -      | 1,7   | -        | -       |
| Vendes al detall       | -0,4 | 0,4  | 1,9  | 0,5   | 1,9   | 1,6   | 1,1    | 2,0   | 1,8      | ...     |
| Producció industrial   | -0,5 | -0,9 | 0,4  | 2,7   | 1,7   | 1,4   | 1,1    | 1,4   | 1,8      | ...     |
| Taxa d'atur (*)        | 8,0  | 7,7  | 7,5  | 7,3   | 7,0   | ...   | -      | ...   | -        | -       |
| Preus de consum        | 2,2  | 1,9  | 2,2  | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,2    | 2,2   | 2,1      | 1,8     |
| Balança comercial (**) | -1,2 | -9,4 | -8,5 | -12,9 | -16,5 | -21,3 | -20,6  | -21,4 | -21,9    | ...     |

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

(3,7%). La confiança del consumidor va recuperar, també a l'octubre, els nivells positius del començament del 2006 i va millorar més de tres punts en relació amb el mes de setembre.

Fruit d'aquest dinamisme, la taxa d'atur es manté en el 3,0% entre març i octubre. Menys positiva és l'evolució de la indústria, que amb prou feines millora. El creixement mínim de la producció industrial al setembre (0,4% interanual) és una recuperació massa modesta en relació amb

els deprimits nivells del primer semestre. Així i tot, el principal repte actual de l'economia britànica és aconseguir una progressiva reconducció de la situació d'inflació, relativament alta, sense afectar gaire l'activitat. El manteniment de la inflació en el 3,2% interanual al setembre i a l'octubre, que contrasta força amb la desacceleració de la majoria d'economies europees, i les previsions de tensions inflacionistes a l'horitzó expliquen la decisió recent del Banc d'Anglaterra de situar el tipus d'intervenció en el 5%.

**...que es manté al començament del quart trimestre.**

### REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

|                        | 2004  | 2005  | 2005  |       | 2006  |       |        |       |          |         |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|---------|
|                        |       |       | IV    | I     | II    | III   | Juliol | Agost | Setembre | Octubre |
| PIB                    | 3,3   | 1,9   | 1,9   | 2,3   | 2,6   | 2,7   | –      | 2,7   | –        | –       |
| Vendes al detall       | 6,0   | 1,9   | 2,5   | 1,7   | 3,4   | 3,7   | 3,9    | 4,3   | 3,0      | 4,0     |
| Producció industrial   | 0,8   | –1,8  | –2,6  | –1,0  | –0,7  | 0,2   | –0,6   | 0,6   | 0,4      | ...     |
| Taxa d'atur (*)        | 2,7   | 2,7   | 2,8   | 2,9   | 3,0   | 3,0   | 3,0    | 3,0   | 3,0      | 3,0     |
| Preus de consum        | 2,2   | 2,2   | 2,3   | 2,2   | 2,8   | 3,2   | 3,1    | 3,3   | 3,2      | 3,2     |
| Balança comercial (**) | –56,1 | –64,6 | –67,3 | –72,1 | –76,0 | –79,6 | –79,1  | –79,5 | –80,1    | ...     |

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

### Baixa la inflació, però els bancs centrals no se'n refien

El descens del preu del petroli des del rècord històric de l'agost ha propiciat, en els últims mesos, una moderació de la inflació a la majoria de països. No obstant això, tot i que les diverses zones geogràfiques se situen en diferents fases del cicle econòmic, els principals banquers centrals coincideixen en una cosa: cal no abaixar la guàrdia davant la inflació.

Als Estats Units, els indicadors macroeconòmics apareguts en les últimes setmanes han ofert contrastos pel que fa a la inflació i al creixement. D'aquesta mane-

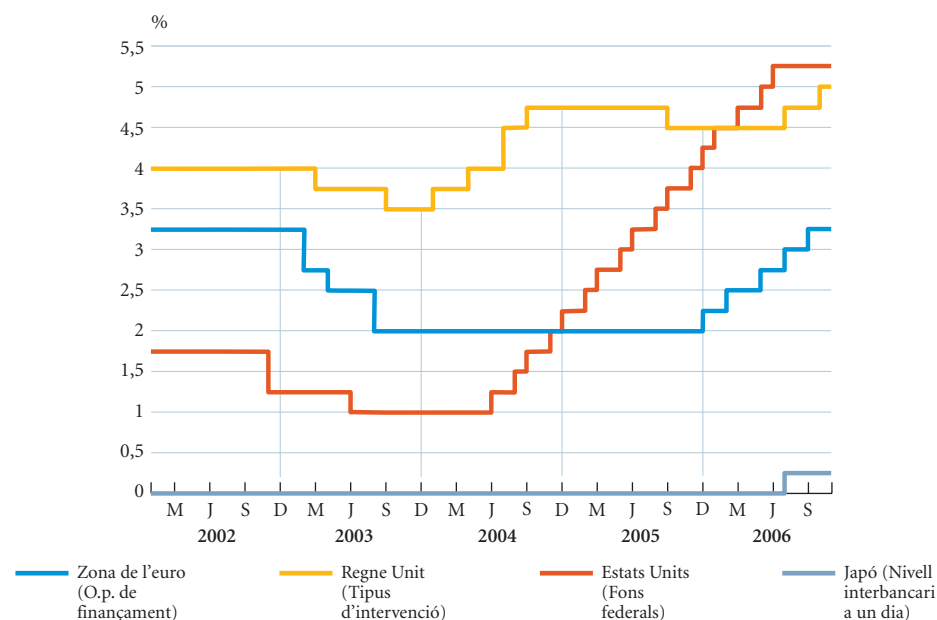
ra, la Reserva Federal es continua debatent entre la necessitat de mantenir-se a l'aguait davant els possibles riscos inflacionistes i la conveniència de donar suport a l'activitat econòmica per evitar una aturada sobtada per la via del mercat immobiliari. En conjunt, sembla que, ara com ara, l'escenari deriva cap una tònica de desacceleració econòmica relativament suau.

En aquest marc, la Fed manté una posició de cautela, com ho palesen les actes de l'última reunió del Comitè Federal de Mercat Obert. Així, el més probable és que, en la propera cita del 12 de desembre, la Fed deixi el tipus d'interès oficial

**Perspectives de manteniment del tipus oficial de la Fed en els propers mesos.**

### EL BANC D'ANGLATERRA APUJA EL TIPUS D'INTERÈS OFICIAL

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

en el 5,25% per quart cop consecutiu i que no variï aquesta posició en els primers mesos del 2007, abans de procedir a alguna retallada.

El Banc Central Europeu (BCE) no va modificar els tipus d'interès de referència a la reunió del començament de novembre, tal com s'esperava. No obstant això, el president Jean-Claude Trichet va apuntar a un nou increment en la propera reunió del 7 de desembre, la qual cosa situaria el tipus d'interès de l'Eurosistema en el 3,50%. La seva anàlisi es basava en el fet que, en una conjuntura de recuperació econòmica i amb uns agregats monetaris disparats, el correcte era aproximar el tipus d'interès oficial al nivell neutral. Al

llarg de novembre, diversos dirigents del BCE van expressar la seva preocupació per la inflació, tot i haver caigut fins a l'1,6% a l'octubre.

El mateix Trichet va emfatitzar la importància del seguiment dels agregats monetaris com a indicadors de les tendències futures del nivell dels preus. Atès que l'agregat monetari ampli M3 es va expandir a un ritme anual del 8,5% al setembre, enfront de la referència del 4,5%, no és un despropòsit predir que els tipus d'interès del BCE continuaran pujant el 2007.

El Banc d'Anglaterra no va defraudar a la reunió del 9 de novembre. Va procedir a una altra pujada del tipus d'interès amb

**El Banc Central Europeu es prepara per pujar els tipus el 7 de desembre.**

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

Mitjanes mensuals, en percentatge anual

|              | Zona de l'euro    |                           | Estats Units |  | Japó           | Regne Unit     |   | Suïssa         |      |
|--------------|-------------------|---------------------------|--------------|--|----------------|----------------|---|----------------|------|
|              | Subhastes BCE (2) | Euríbor (5)<br>Tres mesos | Un any       | Nivell objectiu de Reserva Federal (3) | Tres mesos (5) | Tres mesos (5) | Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)<br>Tres mesos (5) | Tres mesos (5) |      |
| <b>2005</b>  |                   |                           |              |  |                |                |   |                |      |
| Octubre      | 2,06              | 2,20                      | 2,41         | 3,75                                   | 4,17           | 0,09           | 4,50  | 4,59           | 0,81 |
| Novembre     | 2,06              | 2,36                      | 2,68         | 4,00                                   | 4,35           | 0,09           | 4,50  | 4,62           | 0,95 |
| Desembre     | 2,28              | 2,47                      | 2,78         | 4,16                                   | 4,49           | 0,09           | 4,50  | 4,64           | 1,02 |
| <b>2006</b>  |                   |                           |              |  |                |                |   |                |      |
| Gener        | 2,30              | 2,51                      | 2,83         | 4,26                                   | 4,60           | 0,10           | 4,50  | 4,60           | 1,01 |
| Febrer       | 2,31              | 2,60                      | 2,91         | 4,50                                   | 4,76           | 0,11           | 4,50  | 4,58           | 1,09 |
| Març         | 2,56              | 2,72                      | 3,11         | 4,54                                   | 4,92           | 0,12           | 4,50  | 4,59           | 1,21 |
| Abril        | 2,58              | 2,79                      | 3,22         | 4,75                                   | 5,07           | 0,13           | 4,50  | 4,63           | 1,28 |
| Maig         | 2,58              | 2,89                      | 3,31         | 5,00                                   | 5,18           | 0,19           | 4,50  | 4,70           | 1,40 |
| Juny         | 2,76              | 2,99                      | 3,40         | 5,03                                   | 5,38           | 0,31           | 4,50  | 4,73           | 1,48 |
| Juliol       | 2,80              | 3,10                      | 3,54         | 5,25                                   | 5,50           | 0,40           | 4,50  | 4,73           | 1,53 |
| Agost        | 2,98              | 3,23                      | 3,62         | 5,25                                   | 5,42           | 0,44           | 4,73  | 4,94           | 1,61 |
| Setembre     | 3,03              | 3,34                      | 3,72         | 5,25                                   | 5,38           | 0,44           | 4,75  | 5,03           | 1,74 |
| Octubre (*)  | 3,23              | 3,50                      | 3,80         | 5,25                                   | 5,37           | 0,44           | 4,75  | 5,13           | 1,85 |
| Novembre (1) | 3,30              | 3,63                      | 3,85         | 5,25                                   | 5,37           | 0,49           | 5,00  | 5,24           | 1,94 |

NOTES: (\*) Xifres provisionals.

(1) Dia 28.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%), 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%).

(3) Últimes dates de variació: 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%).

(4) Últimes dates de variació: 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%), 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%).

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

FONTS: Bancs centrals nacionals, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.



## El Banc del Japó també apujarà aviat el tipus d'interès de referència.

què remunera els actius de caixa bancaris en 25 punts bàsics i va dur-lo fins al 5,00%, la cota més alta dels cinc últims anys. La decisió de l'autoritat econòmica britànica va ser deguda al fet que la reactivació econòmica en curs feia perillar l'estabilitat dels preus a mitjà termini. No obstant això, més tard, va presentar unes projeccions per a la inflació que se situaven en línia amb l'objectiu a mitjà termini, la qual cosa limita l'abast de possibles nous augmentos dels tipus d'interès.

## Les autoritats monetàries de l'Índia, Noruega i Austràlia limiten les seves polítiques.

El governador del Banc del Japó, Toshihiko Fukui, va manifestar que el banc central nipó adoptarà una posició preventiva per afrontar els riscos inflacionistes. Per tant, s'espera un altre augment del nivell objectiu del tipus diari interbancari a un dia, que quedaria en el 0,50%.

## La desacceleració econòmica als Estats Units afegeix pressió a la baixa sobre el dòlar.

D'altra banda, altres bancs centrals han intensificat la política monetària restrictiva en les últimes setmanes i han contribuït a reduir una liquiditat global encara abundant. Així, el dia 31 d'octubre, el Banc de l'Índia va apujar un dels seus tipus d'interès de referència, el de recom-

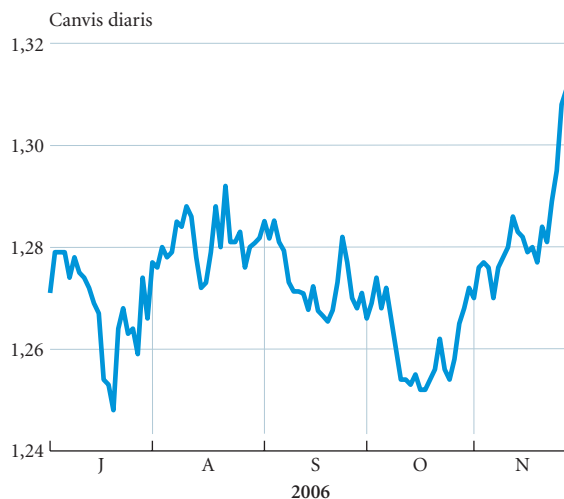
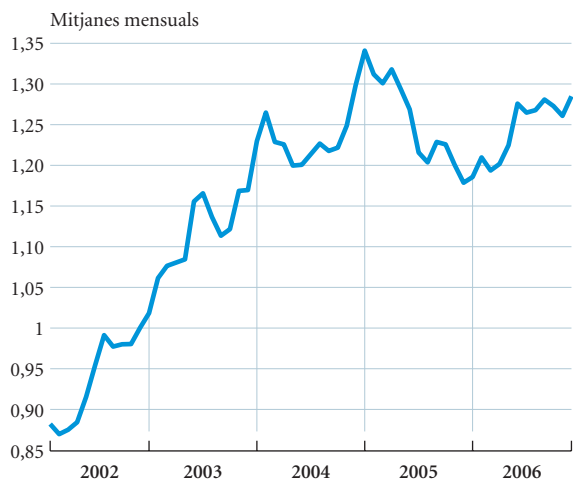
pra, en 25 punts bàsics fins al 7,25%. L'endemà, el Banc de Noruega va augmentar el tipus d'interès dels seus dipòsits en un quart de punt fins al 3,25% per mantenir controlades les expectatives inflacionistes i donar suport a la corona d'aquest país nòrdic. Una setmana més tard, el Banc d'Austràlia també va incrementar el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics fins a situar-lo en el 6,25%.

## L'euro recupera el vigor

En les últimes setmanes, el dòlar ha estat sotmès a una certa pressió a la baixa a causa de la moderació de les expectatives sobre els tipus d'interès de la Reserva Federal i en revifar-se el debat sobre l'impacte de la diversificació de les reserves de divises dels bancs centrals. En aquesta ocasió, van ser uns comentaris del governador del Banc de la Xina sobre un pla per diversificar les seves reserves, les més grans del món, el que va afeblir la moneda nord-americana, tot i que, de fet, no eren cap novetat. No obstant això, el bitllet verd ha suportat força bé la tensió,

## L'EURO MARCA EL MÀXIM DELS VINT ÚLTIMS MESOS EN RELACIÓ AMB EL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Les dades arriben fins al 28 de novembre.

FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Octubre 2006

|   | Última sessió del mes |                           | Tipus de canvi mitjà | Dades mensuals |                 |       | Tipus de canvi 28-11-06 |
|---|-----------------------|---------------------------|----------------------|----------------|-----------------|-------|-------------------------|
|   | Tipus de canvi        | % de variació mensual (2) |                      | % variació (2) |                 |       |                         |
|   |                       |                           |                      | Mensual        | s/desembre 2005 | Anual |                         |
| <b>Enfront al dòlar dels Estats Units</b> |                       |                           |                      |                |                 |       |                         |
| Ien japonès                               | 116,9                 | -1,0                      | 118,6                | 1,2            | 0,2             | 3,3   | 116,2                   |
| Lliura esterlina (1)                      | 1,908                 | 1,9                       | 1,876                | -0,5           | 7,5             | 6,3   | 1,952                   |
| Franc suís                                | 1,244                 | -0,5                      | 1,260                | 1,3            | -3,5            | -2,1  | 1,203                   |
| Dòlar canadenc                            | 1,123                 | 0,4                       | 1,128                | 1,1            | -2,9            | -4,2  | 1,131                   |
| Pes mexicà                                | 10,77                 | -1,9                      | 10,89                | -0,8           | 2,5             | 0,6   | 11,03                   |
| Índex efectiu nominal (4)                 | 107,4                 | -0,7                      | 108,4                | 0,3            | -3,0            | -2,9  | 106,8                   |
| <b>Enfront a l'euro</b>                   |                       |                           |                      |                |                 |       |                         |
| Dòlar dels EUA                            | 1,270                 | 0,3                       | 1,261                | -0,9           | 6,4             | 5,0   | 1,315                   |
| Ien japonès                               | 149,6                 | 0,2                       | 149,7                | 0,4            | 6,5             | 8,4   | 153,0                   |
| Franc suís                                | 1,589                 | 0,0                       | 1,590                | 0,4            | 2,7             | 2,6   | 1,587                   |
| Lliura esterlina                          | 0,669                 | -1,4                      | 0,673                | -0,4           | -1,0            | -1,3  | 0,676                   |
| Corona sueca                              | 9,212                 | -0,7                      | 9,253                | -0,1           | -1,9            | -1,8  | 9,068                   |
| Corona danesa (3)                         | 7,454                 | -0,1                      | 7,456                | -0,1           | 0,0             | -0,1  | 7,455                   |
| Zloty polonès                             | 3,873                 | -2,5                      | 3,901                | -1,6           | 1,3             | -0,5  | 3,837                   |
| Corona txeca                              | 28,22                 | -0,4                      | 28,29                | -0,3           | -2,3            | -4,7  | 28,06                   |
| Forint hongarès                           | 260,2                 | -4,7                      | 267,1                | -2,7           | 5,7             | 6,1   | 258,6                   |
| Índex efectiu nominal (5)                 | 103,6                 | -0,5                      | 103,6                | -0,5           | 2,9             | 2,2   | 105,4                   |

NOTES: (1) Unitats per lliura esterlina.

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

(3) La corona danesa té una paritat central enfront a 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 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.

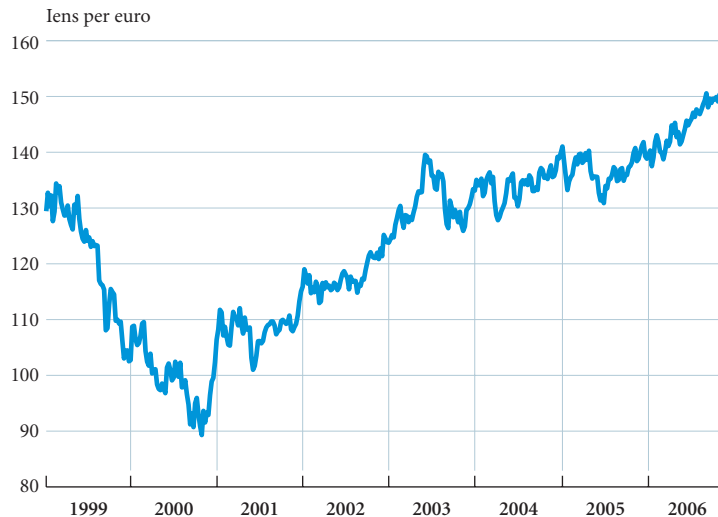
FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

amb el suport d'un diferencial de tipus d'interès al seu favor enfront de les principals divises i d'unes dades del dèficit comercial del setembre més positives del que s'esperava. Així i tot, durant l'última setmana de novembre, el dòlar se situava al voltant del 5% per sota del nivell inicial de l'any en relació amb un ampli conjunt de monedes.

Al novembre, l'euro ha tendit a enfortir-se en consolidar-se la perspectiva d'una nova alça del tipus d'interès de l'Eurosystema al començament de desembre i d'altres possibles increments el 2007. D'a-

questa manera, la moneda única europea va recuperar terreny enfront del dòlar i va arribar a cotitzar a més d'1,31 dòlars en l'última setmana del mes, màxim dels últims vint mesos. Així mateix, en la tercera setmana del mes, va marcar la màxima cotització enfront del franc suís des del març del 2000 (1,60 francs). Igualment, la divisa europea va anotar un rècord històric enfront del ien japonès en pagar-se a 153,0 iens cap al final del mes. En relació amb una àmplia cistella de monedes dels seus principals socis comercials, l'euro presentava una pujada propera al 5% sobre el final de desembre del 2005.

## L'EURO REGISTRA UN MÀXIM HISTÒRIC ENFRONT DEL IEN AL NOVEMBRE



NOTA: Les dades arriben fins al 23 de novembre.  
FONT: Thomson Financial Datastream.

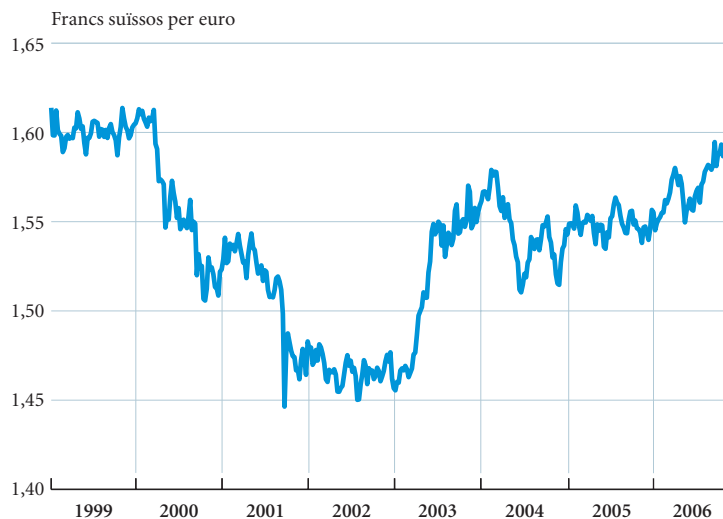
**La lliura esterlina anota la màxima cotització enfront del dòlar des del 1992.**

A l'altra banda del canal de la Mànega, la lliura esterlina va pujar amb l'increment del tipus d'interès oficial del Banc d'Anglaterra el dia 9 de novembre. En l'última setmana del mes, va arribar a 1,952 dòlars, la cota màxima des del setembre del 1992, i, en relació amb un extens grup de divises en l'última setmana del mes, mostrava un augment del 6% al llarg de l'exercici.

L'altra gran divisa de reserva, el ien japonès, continua deprimida i es manté a la vora de nivells mínims i infravalorada. L'ampli diferencial de tipus d'interès en contra seu l'ha continuat pressionant al novembre. Així, enfront de l'euro, s'havia depreciat el 9% des del començament del 2005.

**El ien continua infravalorat.**

## EL FRANC SUÍS ES REPLEGA ENFRONT DE L'EURO



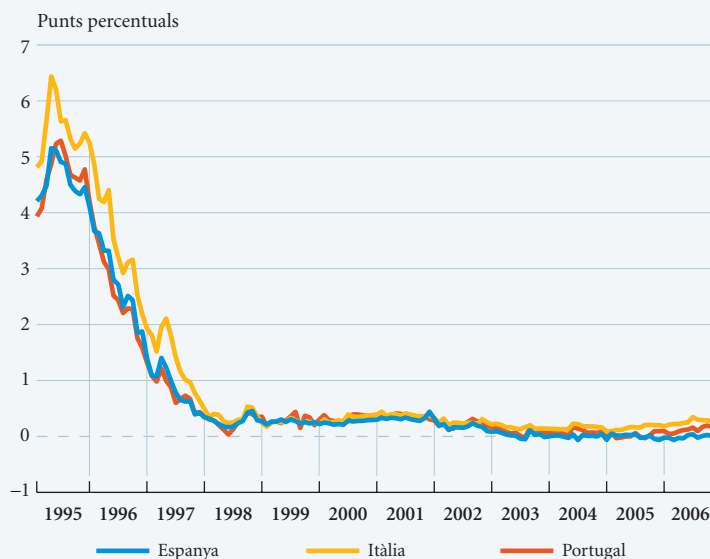
NOTA: Les dades arriben fins al 24 de novembre.  
FONT: Thomson Financial Datastream.

## L'euro, el «Club Med» i l'estabilitat macroeconòmica promesa

L'adopció de la moneda única exigia aconseguir prèviament l'estabilitat macroeconòmica, en el cas dels països amb un historial poc acceptable en aquest front, com Espanya, Portugal o Itàlia. Estats amb monedes febles, freqüents devaluacions competitives, bancs centrals amb escassa autonomia i baix prestigi antiinflacionista i una gestió de les finances públiques que tendia a exacerbar els desequilibris recurrents de les seves economies més que a mitigar-los. El procés cap a l'euro, culminació de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), exigia als estats que pretenien integrar-s'hi i abandonar les seves monedes nacionals realitzar un notable esforç d'equilibri pressupostari, controlar les pressions inflacionistes, registrar un nivell de tipus d'interès relativament propers, oferir una certa estabilitat canviària i blindar l'autonomia dels bancs centrals. Es tractava, en definitiva, d'assegurar un grau de convergència nominal suficient que limités els efectes perniciosos de certes pràctiques nacionals sobre l'estabilitat de la futura moneda única.

### ESPANYA, ITÀLIA I PORTUGAL ENTREN AL CLUB DE L'ESTABILITAT MACROECONÒMICA

Diferencial del tipus d'interès a 10 anys nacional en relació amb l'alemany



FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Onze estats, en un primer moment, més Grècia, posteriorment, van superar aquest repte. De tots, els tres esmentats més amunt havien de ser els grans beneficiats per la nova cultura d'estabilitat macroeconòmica, precisament perquè no en tenien. En última instància, aquesta cultura de rigor macroeconòmic havia de comportar un major creixement en el futur. No obstant això, sembla que només l'economia espanyola ha capitalitzat aquest canvi, ja que el comportament de Portugal i d'Itàlia ha estat, pel cap baix, decebedor. Per què?

Comencem per Portugal. Les perspectives d'integració a la UEM, fruit de l'esforç de convergència nominal, van conduir a un descens significatiu dels tipus d'interès a llarg termini (de l'11,6% el 1995 al 4,1% el 1999, en termes nominals, via que ha prosseguit en situar-se en el 3,7% el 2005). L'efecte d'aquest procés va ser ràpid: entre 1995 i 2001, l'economia va créixer a un ritme mitjà anual del 3,8%, arran d'un auge notable del consum derivat,

sobretot, d'un *boom* de crèdit. La desaparició de la restricció exterior va comportar que desequilibris interns com el creixement dels salaris per damunt de la productivitat, amb el consegüent deteriorament de la competitivitat exterior, no tinguessin la compensació d'una devaluació. L'abast del deteriorament de competitivitat el demostra el fet que els costos laborals unitaris nominals –salari per unitat de producte– se situessin el 2001 el 25% per damunt del 1995. En obert contrast, la zona de l'euro ofería un increment del 7% en el mateix període.

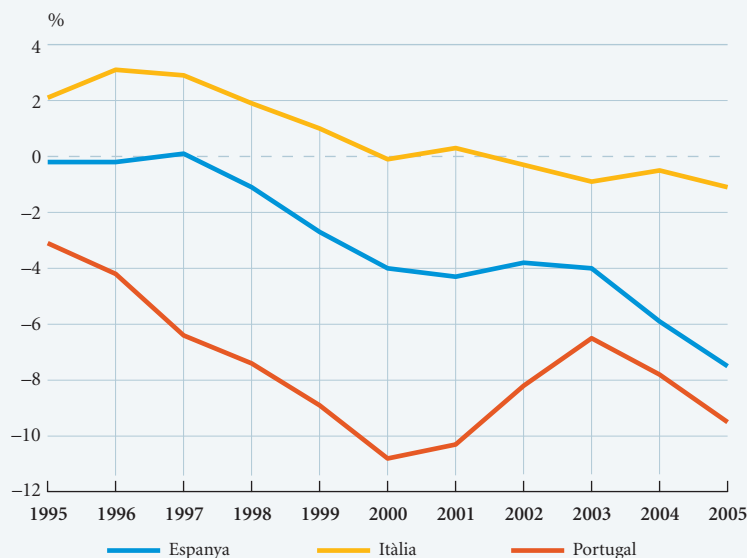
A partir de l'any 2002, l'economia de Portugal s'atura. El creixement mitjà anual entre els anys 2002 i 2005 és només del 0,3%, situació propiciada pel fet que la progressiva recuperació de l'estalvi privat deprimeix el consum de les famílies. Això no impedeix que els desequilibris anteriors tendeixin a fer-se crònics. Els salaris continuen creixent per damunt de la productivitat i el dèficit per compte corrent es manté en nivells elevats (9,5% del PIB el 2005). A més a més, altres desequilibris emergeixen, i el més amenaçant és el dèficit públic, que arriba al 6,0% del PIB el 2005.

El cas italià és diferent. El dèficit per compte corrent era amb prou feines de l'1,1% del PIB el 2005 i la taxa d'atur s'ha reduït en 3,5 punts percentuals en l'última dècada. Però el gran desequilibri és el dèficit públic, molt vinculat a l'atonía i a la manca de dinamisme econòmic. En l'última dècada, el creixement ha estat només de l'1,4%. És el resultat, sobretot, d'una economia que perd competitivitat a marxes forçades, ja que els costos laborals unitaris nominals creixen 27 punts entre 1995 i 2005, xifra superior a la zona de l'euro en 14 punts percentuals.

Espanya, en canvi, ha escapat fins ara del trist destí lusità i italià. Com és conegut, el creixement espanyol en l'última dècada –i, en especial, en el període 1997-2005, quan l'economia va créixer el 3,8% de mitjana anual– ha estat notable i ha permès reduir un dels seus problemes tradicionals, l'elevat nivell d'atur. Però també cal recordar que, en la fase final de l'actual cicle, la inflació ha tornat a repuntar; els salaris nominals, tot i créixer amb

### ESPANYA I PORTUGAL APROFITEN L'ESTADA EN L'EURO PER EVITAR LA RESTRICCIÓ EXTERIOR

Saldo de la balança per compte corrent en percentatge del PIB



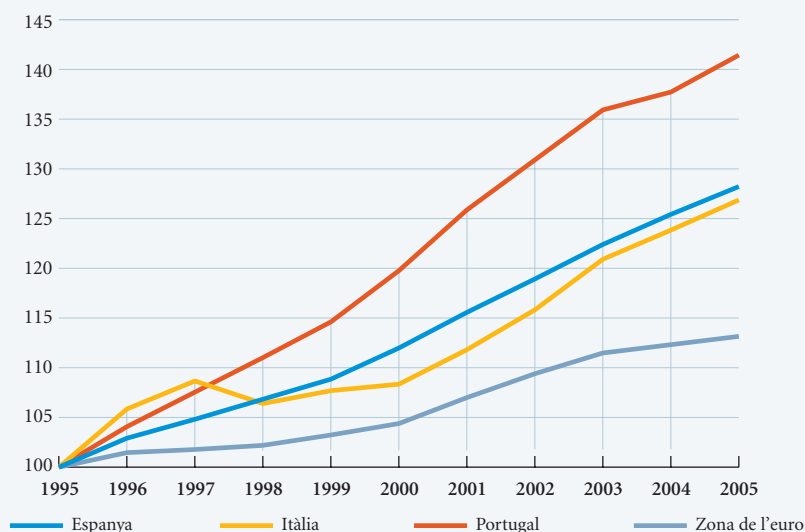
FONT: Comissió Europea.

moderació, superen la mitjana europea, i, finalment, el desequilibri per compte corrent s'ha disparat, arran d'un esforç inversor molt orientat a la construcció.

Què ha fallat a Portugal i a Itàlia? Si s'han beneficiat del nou entorn d'estabilitat, per què no han estat capaços d'aprofitar-lo? No és fàcil determinar inequívocament un únic responsable, però del breu examen anterior sí es poden descartar alguns sospitosos habituals. En cap dels tres països l'evolució de la productivitat ajuda a millorar la competitivitat exterior. I tampoc no és que l'historial inflacionista espanyol sigui envejable, comparat amb l'italià o el lusità. Fetes aquestes constatacions, només cal deduir que una diferència notable és la del rigor pressupostari. Amb l'arribada de l'euro, el procés de convergència nominal s'inverteix en l'àmbit clau de les finances públiques a Portugal i Itàlia, però no a Espanya.

### TRES PAÏSOS AMB PROBLEMES DE COMPETITIVITAT EXTERIOR

Índex de costos laborals unitaris nominals (1995 = 100)



FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

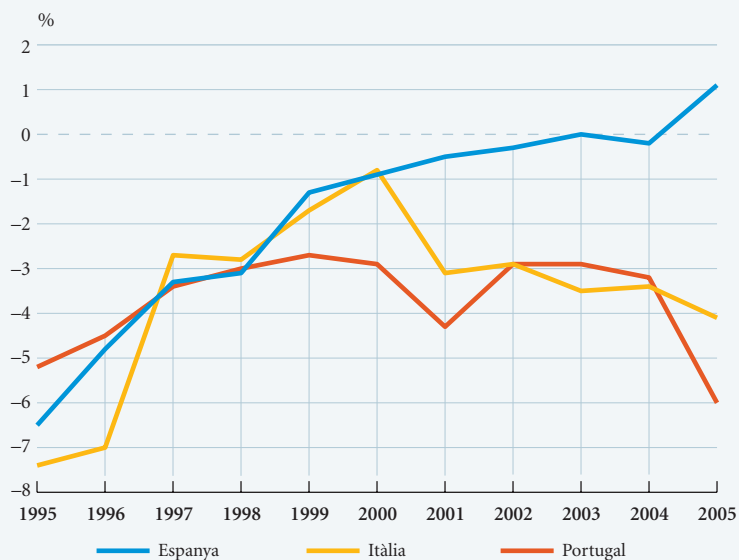
Concretament, el dèficit públic portuguès duplica amb escreix l'existent el 1998, a les portes de la UEM. Itàlia, per la seva banda, registra el 2005 un nivell de dèficit superior, del 4,1% del PIB, enfront del 2,8% del 1998. Espanya, en canvi, ha sorprès tothom sumant cinc exercicis consecutius amb la correcció de les finances públiques i ha assolit un superàvit pressupostari el 2005. És rellevant aquest factor diferencial? Quin és el paper del rigor pressupostari en el millor rendiment econòmic espanyol?

Des d'un punt de vista teòric, per regla general s'accepta la premissa que una tònica insostenible de dèficit públic tendirà a reduir en el futur el creixement econòmic esperat, ja que es drenen recursos que es destinarien, sense desequilibri pressupostari, a la inversió. De tota manera, a la zona de l'euro, l'estalvi nacional ja no és el límit a la capacitat d'inversió del país. El que passa amb els països que, com Itàlia i Portugal, no controlen el dèficit és que els recursos procedents de la resta de la zona de l'euro no els aprofita el sector privat, situació que sí es dona a Espanya. Un segon canal pel qual un dèficit públic excessiu afecta el creixement és mitjançant una prima de risc-país superior a la que suporten els socis de la unió monetària amb polítiques més ortodoxes, situació que

conduïx a un tipus d'interès més elevat. Finalment, una tendència creixent al desequilibri pressupostari fa que els agents econòmics esperin futurs increments de la pressió fiscal, la qual cosa té efectes negatius sobre la inversió i sobre l'activitat econòmica en general.

### ESPANYA GUANYA EN RIGOR PRESSUPOSTARI A PORTUGAL I ITÀLIA

Saldo pressupostari públic, en percentatge del PIB



FONT: Comissió Europea.

Tot i que, certament, aquests efectes s'haurien de materialitzar a mitjà termini i, per tant, haurien de tenir només un impacte moderat en l'horitzó temporal plantejat aquí, el que sembla indubtable és que els agents econòmics albiren, sobretot, la qualitat de la cultura d'estabilitat macroeconòmica –i anticipen que s'eviten els problemes enunciats més amunt– en funció de la seriositat i del rigor en la gestió de les finances públiques. En aquest camp, el recorregut espanyol és millor que l'italià o que el portuguès. En altres paraules, tot i que és veritat que la cultura de l'estabilitat macroeconòmica és el que els economistes anomenen un bé públic internacional, que a Espanya li ve donat per la seva pertinença a la UEM, el cert és que ha fet més que els seus socis, Itàlia i Portugal, per aprofitar-lo.

Tot i el bon gust de boca que deixa el treball ben fet al front de la consolidació pressupostària, aquesta tasca pot quedar-se curta a l'hora d'afrontar el futur en una unió monetària. De nou cal esmentar aquí el que s'ha dit més amunt: Espanya s'ha beneficiat de la desaparició de la restricció exterior i ha absorbit sense gaires tensions la inflació, inclosa la d'actius. Així mateix, el *mix* sectorial espanyol –amb una forta aportació de la construcció i del turisme– ha permès trampejar amb més bons resultats els anys posteriors a la integració monetària, en especial en comparació amb Itàlia, on l'especialització sectorial ha funcionat pitjor. No obstant això, de cara al futur, queda la imprescindible recuperació de la competitivitat exterior, que podrà fer-se per la via difícil (la millora de la productivitat) o per la dolorosa (la moderació dels salaris nominals).

## Els rendiments dels bons públics es col·loquen en nivells baixos

Al llarg del segon semestre, les rendibilitats dels bons públics dels Estats Units han tendit a moderar-se, un cop aturades les pujades de tipus d'interès de la Reserva Federal i un cop constatat l'alentiment del creixement econòmic. La caiguda del mercat immobiliari ha pesat més en el mercat que les declaracions alcistes de diversos dirigents de la Fed i ha posat el punt de mira en les possibles retallades dels tipus d'interès oficials el 2007. A més a més, les expectatives d'inflació han disminuït lleugerament. D'altra banda, les compres dels bons del Tresor per part dels bancs centrals asiàtics i d'inversions institucionals continuen pressionant els rendiments del deute públic cap avall.

La corba de tipus d'interès nord-americans continua invertida, és a dir, els tipus d'interès a curt termini són supe-

rioros als tipus a llarg termini, situació poc habitual que apunta a l'existència de riscos de recessió. No obstant això, alguns factors distorsionadors limiten aquest diagnòstic.

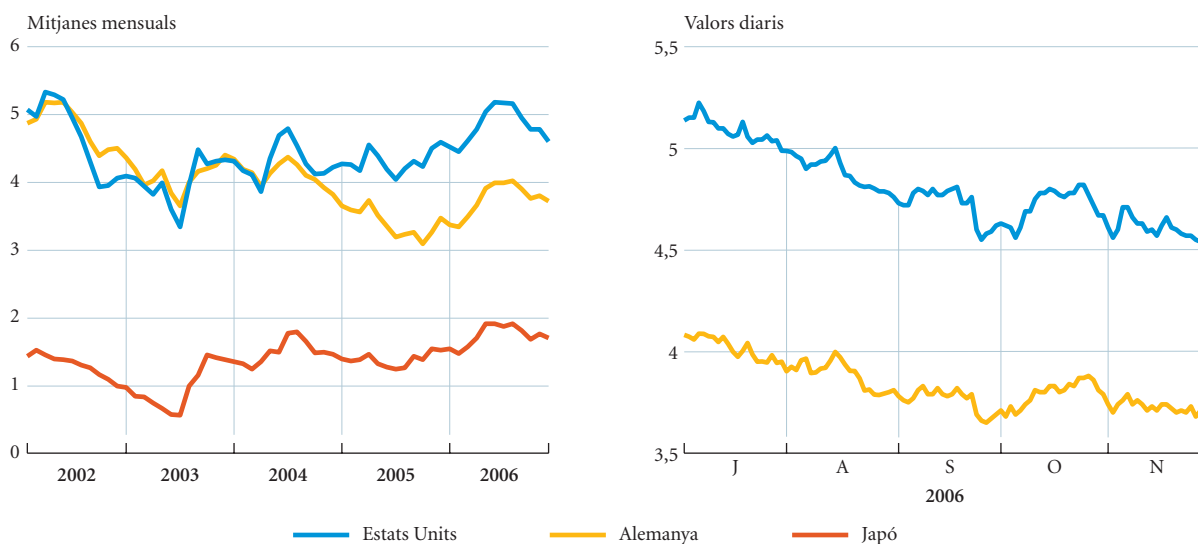
A Europa, les rendibilitats dels bons alemanys a 10 anys van seguir les nord-americanes en les primeres setmanes de novembre. El diferencial de tipus d'interès a llarg termini entre el dòlar i l'euro va disminuir lleugerament fins a uns 83 punts bàsics. Cal destacar que, al final de la segona setmana del mes, la corba de tipus d'interès del deute públic alemany entre els 2 i els 10 anys es va invertir a conseqüència del repunt del termini més curt per l'expectativa de noves alces del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. No obstant això, es va tractar d'un fenomen puntual. Així i tot, l'aplanament de la corba de tipus d'interès en l'últim període indica que es descompta que queda poc recorregut a l'alça per al tipus d'interès de l'Eurosistema.

**La corba de tipus d'interès als Estats Units continua invertida...**

**...i l'alemanya s'inverteix puntualment en un tram.**

### ES REDUEIX LLEUGERAMENT EL DIFERENCIAL DE TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ENTRE EL DÒLAR I L'EURO

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 28 de novembre.  
 FONTS: Banc d'Espanya i Thomson Financial Datastream.



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

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

|              | 2004 | 2005 | 2006 |      |      |         |             |
|--------------|------|------|------|------|------|---------|-------------|
|              |      |      | I    | II   | III  | Octubre | 28 novembre |
| Estats Units | 4,31 | 4,33 | 4,61 | 5,13 | 4,96 | 4,78    | 4,51        |
| Japó         | 1,50 | 1,39 | 1,58 | 1,90 | 1,80 | 1,76    | 1,66        |
| Alemanya     | 4,07 | 3,38 | 3,50 | 3,96 | 3,89 | 3,80    | 3,68        |
| França       | 4,10 | 3,41 | 3,51 | 3,99 | 3,90 | 3,81    | 3,70        |
| Itàlia       | 4,24 | 3,56 | 3,71 | 4,27 | 4,18 | 4,07    | 3,93        |
| Espanya      | 4,10 | 3,39 | 3,49 | 3,97 | 3,89 | 3,81    | 3,69        |
| Regne Unit   | 4,93 | 4,47 | 4,23 | 4,65 | 4,67 | 4,67    | 4,53        |
| Suïssa       | 2,57 | 2,04 | 2,18 | 2,67 | 2,61 | 2,45    | 2,29        |

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

**La bona ratxa empeny nombroses borses a rècords històrics al novembre.**

### Les borses encaren l'últim tram de l'exercici amb optimisme

Un cop superat amb èxit el mes d'octubre, que té fama de malastruc, els mercats borsaris han continuat la bona ratxa en les primeres setmanes de novembre. Uns resultats empresarials més positius del que s'esperava, una liquiditat encara abundant, el descens del preu del cru i una elevada dosi de fusions i adquisicions han estat la recepta de l'èxit que ha dut nombroses borses a màxims anuals o històrics.

**Persisteixen els riscos per a les borses nord-americanes.**

Als Estats Units, l'índex tradicional Dow Jones Industrials ha continuat marcant nous rècords històrics. L'índex més ampli Standard & Poor's 500 encara se situa per sota del màxim de l'any 2000, però presenta un notable balanç acumulat. Tots els sectors econòmics presenten considerables plusvàlues sobre el mes de desembre, encapçalats per les telecomunicacions. A l'altre extrem, hi ha el sector sanitari-farmacèutic, afectat negativament per la victòria del partit demòcrata en les recents eleccions legislatives, atès que alguns dels seus dirigents van declarar la intenció de retallar els preus dels

**Un consorci de bancs d'inversió repta les borses europees amb una nova plataforma de negociació.**

medicaments. L'índex Nasdaq, representatiu dels valors tecnològics, també s'ha recuperat força en els últims mesos –va arribar a perdre la par de l'exercici al maig–, tot i que és lluny dels cims del 2000. Malgrat aquests èxits, subsisteix el risc d'una desacceleració econòmica més intensa del que s'esperava, que afectaria negativament les borses.

A la zona de l'euro, l'índex DJ Eurostoxx 50, que engloba les empreses més grans de la zona, també ha aconseguit considerables avanços en els onze primers mesos de l'any. Els principals parquets del continent mostraven guanys sobre el mes de desembre de dos dígits.

Cal destacar que un consorci de set bancs d'inversió (Citigroup, Crèdit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley i UBS) ha anunciat el proper llançament d'una nova plataforma de negociació d'accions a nivell europeu arran de la directiva de mercats financers (Mifid). Això representarà un nou repte per a les borses europees, immerses en un procés de consolidació, ja que pensen retallar els preus de transacció.

## ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSSES MUNDIALS

31-10-2006

|                              | Índex (*) | % variació mensual | % variació acumulada | % variació anual | Cotització a 28-11-06 |  |
|------------------------------|-----------|--------------------|----------------------|------------------|-----------------------|--|
|                              |           |                    |                      |                  | % variació acumulada  | % variació sobre la mateixa data de 2003 |
| Nova York                    |           |                    |                      |                  |                       |  |
| <i>Dow Jones</i>             | 12.080,7  | 3,4                | 12,7                 | 15,7             | 13,2                  | 24,1                                     |
| <i>Standard &amp; Poor's</i> | 1.377,9   | 3,2                | 10,4                 | 14,2             | 11,1                  | 31,0                                     |
| <i>Nasdaq</i>                | 2.366,7   | 4,8                | 7,3                  | 11,6             | 9,4                   | 23,1                                     |
| Tòquio                       | 16.399,4  | 1,7                | 1,8                  | 20,5             | -1,6                  | 57,0                                     |
| Londres                      | 6.129,2   | 2,8                | 9,1                  | 15,3             | 7,2                   | 38,8                                     |
| Zona de l'euro               | 4.004,8   | 2,7                | 11,9                 | 20,6             | 11,1                  | 51,1                                     |
| <i>Frankfurt</i>             | 6.268,9   | 4,4                | 15,9                 | 27,2             | 16,1                  | 67,7                                     |
| <i>París</i>                 | 5.348,7   | 1,9                | 13,4                 | 20,6             | 12,5                  | 54,9                                     |
| <i>Amsterdam</i>             | 486,6     | 0,6                | 11,4                 | 23,4             | 9,5                   | 44,0                                     |
| <i>Milà</i>                  | 30.392,0  | 3,3                | 13,5                 | 21,3             | 15,0                  | 53,1                                     |
| <i>Madrid</i>                | 13.753,0  | 6,3                | 28,1                 | 31,1             | 27,9                  | 89,3                                     |
| Zuric                        | 8.569,7   | 1,7                | 13,0                 | 21,8             | 11,6                  | 59,1                                     |
| Hong Kong                    | 18.324,4  | 4,5                | 23,2                 | 27,4             | 25,3                  | 51,3                                     |
| Buenos Aires                 | 1.781,7   | 8,8                | 15,4                 | 10,7             | 23,6                  | 91,4                                     |
| São Paulo                    | 39.262,0  | 7,7                | 17,4                 | 30,0             | 22,7                  | 103,4                                    |

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

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

A Espanya, l'índex IBEX 35 va continuar enlluernant i va encadenar deu setmanes d'alces consecutives fins a la tercera de novembre. Un impressionant ascens dels beneficis de les grans empreses i de les operacions empresarials va continuar impulsant el selectiu espanyol cap a nous rècords. Així, en la segona setmana de novembre, l'IBEX 35 va superar transitòriament els 14.000 punts i, en l'última setmana d'aquest mes, va superar un augment acumulat del 27%.

Fora de la zona de l'euro, el mercat britànic també va assolir un màxim anual en

la tercera setmana de novembre. En canvi, la borsa japonesa era l'única entre les principals que no aconseguia recuperar-se. Així, en l'última setmana del mes, presentava números vermells, en part arran de l'espectacular pujada del 40,2% experimentada el 2005.

Els mercats dels països emergents també s'han situat en màxims històrics, en general, i han reflectit la bona conjuntura que travessen. En particular, les borses de Polònia, Hong Kong, Índia, Indonèsia, Singapur, Sud-àfrica, Brasil, Mèxic i Venèçuela van anotar cotes màximes històriques al novembre.

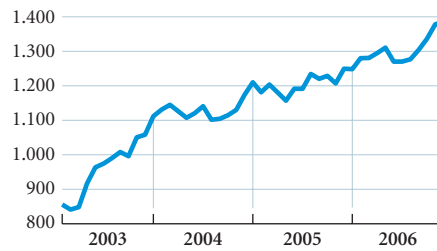
**L'IBEX 35 encadena nous màxims històrics.**

**Les borses emergents també es col·loquen en cotes màximes.**

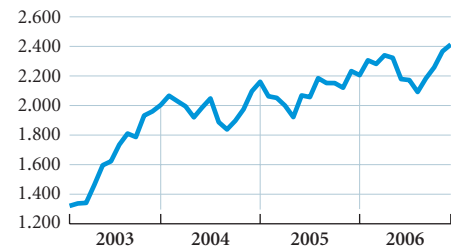
## BORSES INTERNACIONALS

Índexs al final del mes

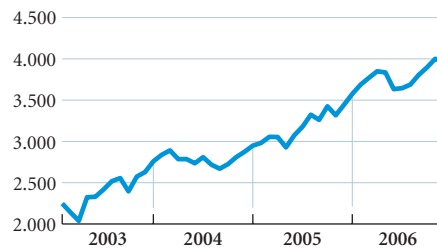
Nova York (Standard & Poor's 500)



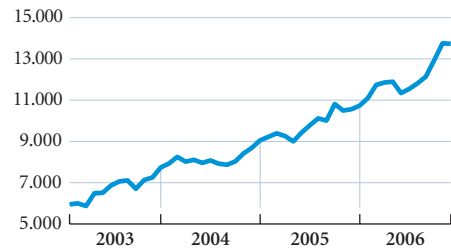
Índex Nasdaq dels Estats Units



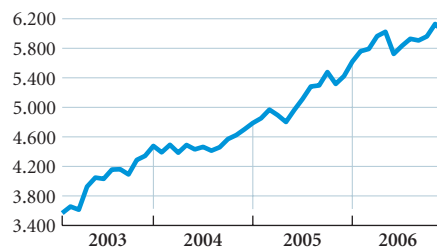
Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



Madrid (IBEX 35)



Londres (Financial Times 100)



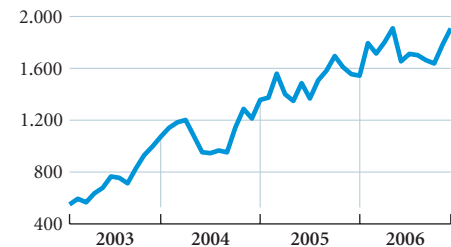
Tòquio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



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

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

### L'economia espanyola es manté encara en franca expansió

En el tercer trimestre d'enguany, el producte interior brut (PIB) generat per l'economia espanyola va empènyer la seva taxa de creixement interanual al 3,8%, una dècima més que en el trimestre precedent. Aquesta suau acceleració va respondre, exclusivament, a l'aportació menys negativa del sector exterior, que va restar un punt percentual al creixement del PIB (una dècima menys que en el període anterior). La contribució de la demanda nacional es va mantenir estable en 4,8 punts.

El vigor de la demanda interna es va generalitzar a gairebé tots els components, però de manera molt destacada a la inversió, tant en béns d'equipament com en construcció, que van accelerar el seu ritme expansiu. Per la seva banda, el creixement global del consum final de les llars es va estabilitzar en el 3,6%, tot i que la despesa va fluïxegar en determinats béns duradors, com els automòbils. En canvi, es va observar un comportament més dinàmic de la despesa en alimentació, serveis i béns semiduradors, la qual cosa va contribuir a equilibrar el balanç global.

**El creixement del PIB continua augmentant gràcies a la menor contribució negativa del sector exterior.**

### INDICADORS DE DEMANDA

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

|   | 2004  | 2005  | 2005  |       | 2006  |       |       |         |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|   |       |       | III   | IV    | I     | II    | III   | Octubre |
| <b>Consum</b>                                 |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Producció de béns de consum (*)               | -0,1  | 0,9   | 1,4   | 0,9   | 0,6   | 2,1   | 1,6   | ...     |
| Importació de béns de consum (**)             | 13,4  | 7,9   | 7,8   | 8,6   | 20,5  | 5,9   | 2,4   | ...     |
| Matriculacions d'automòbils                   | 9,8   | 0,8   | 2,3   | -4,5  | 2,4   | -4,3  | -5,3  | 5,8     |
| Crèdit al consum de béns duradors             | 5,5   | 15,0  | 17,3  | 19,7  | 17,6  | 15,6  | ...   | -       |
| Indicador de confiança dels consumidors (***) | -10,5 | -10,8 | -11,4 | -11,2 | -12,5 | -12,7 | -13,7 | -11,0   |
| <b>Inversió</b>                               |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Producció de béns d'equipament (*)            | 1,9   | -0,1  | -1,3  | 0,8   | 6,7   | 7,6   | 7,5   | ...     |
| Importació de béns d'equipament (**)          | 14,9  | 20,4  | 13,5  | 8,2   | 10,0  | -5,0  | 6,5   | ...     |
| Matriculació de vehicles industrials          | 11,7  | 13,2  | 13,9  | 11,5  | 7,4   | -0,2  | 0,5   | 10,0    |
| <b>Comerç exterior (**)</b>                   |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Importacions no energètiques                  | 9,8   | 6,0   | 4,7   | 4,5   | 13,7  | 4,7   | 8,9   | ...     |
| Exportacions                                  | 5,2   | 0,2   | 1,2   | 0,1   | 12,7  | 3,7   | 1,7   | ...     |

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

(\*\*) En volum.

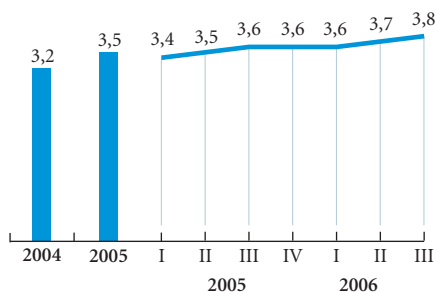
(\*\*\*) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

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

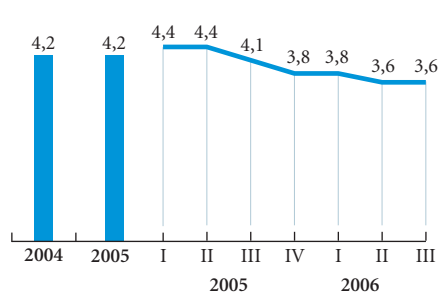
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (\*)

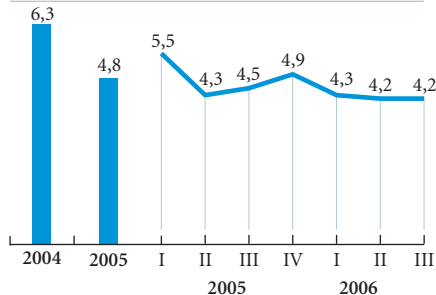
PIB



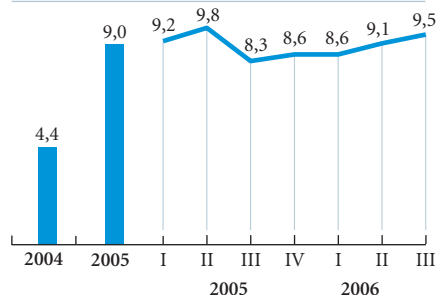
Consum de les llars



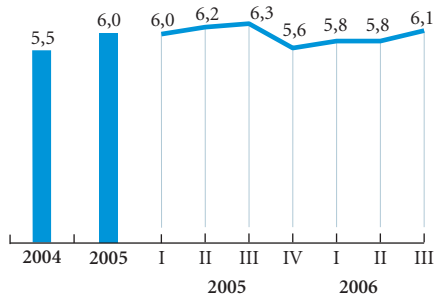
Consum públic



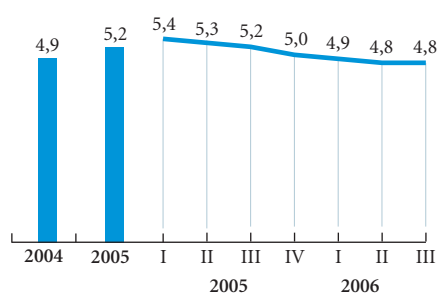
Inversió en béns d'equipament



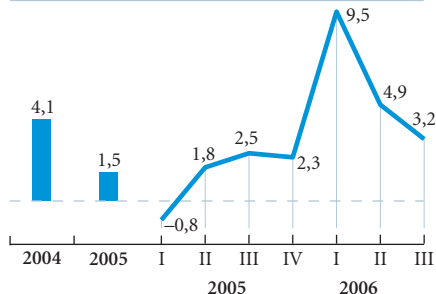
Inversió en construcció



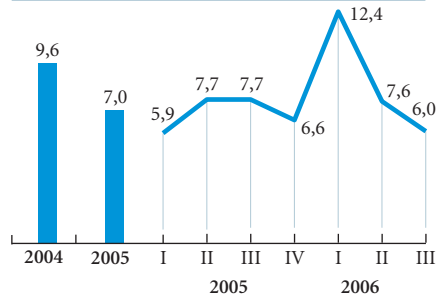
Demanda nacional (\*\*)



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



NOTES: (\*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

(\*\*) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Aquesta situació amb prou feines ha variat en la recta final de l'any. Cal advertir, en aquest sentit, que el creixement interanual de les vendes d'automòbils a l'octubre és poc significatiu, en ser objecte de comparació amb la xifra inusualment baixa de l'octubre del 2005. El creixement estable que manté el consum privat s'explica, sobretot, per l'avanç constant de l'ocupació i per l'evolució de la remuneració d'assalariats, sense que afecti gaire,

ara com ara, l'exigu nivell de confiança que mostren els consumidors des de fa uns mesos.

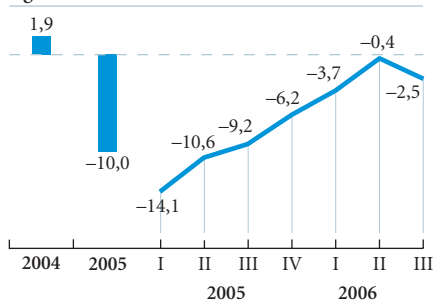
En l'àmbit públic, l'avanç de la remuneració d'assalariats va compensar la desacceleració de l'adquisició de béns i serveis, la qual cosa va comportar l'estabilització de la taxa interanual en el 4,2%. Pel que fa a la inversió, cal destacar la notable acceleració de la demanda de béns d'equipament,

**La inversió, tant en béns d'equipament com en construcció, manté un fort dinamisme.**

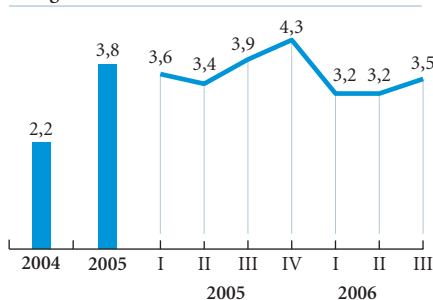
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (\*)

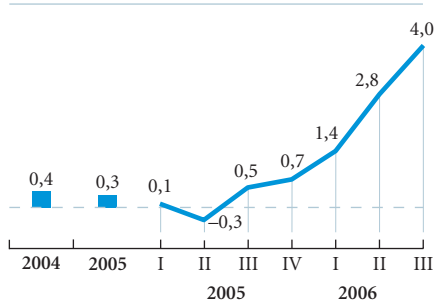
### Agricultura



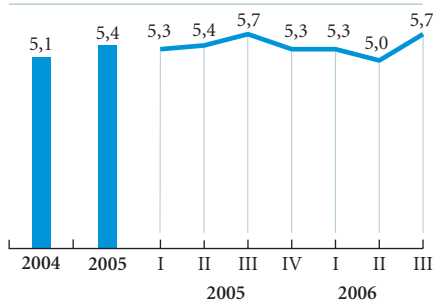
### Energia



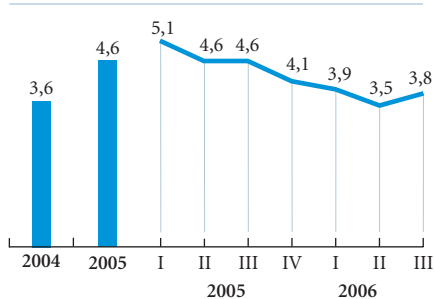
### Indústria



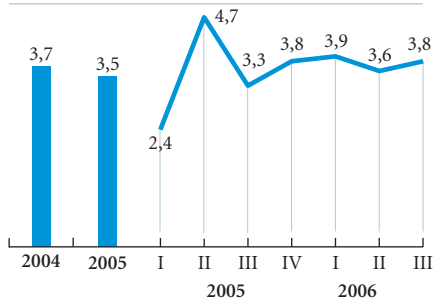
### Construcció



### Serveis de mercat



### Serveis de no mercat



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

## INDICADORS D'OFERTA

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

|   | 2004 | 2005 | 2005 |      | 2006 |      |      |         |
|---|------|------|------|------|------|------|------|---------|
|   |      |      | III  | IV   | I    | II   | III  | Octubre |
| <b>Indústria</b>                            |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Consum d'electricitat (1)                   | 4,2  | 3,4  | 2,9  | 2,7  | 2,0  | 3,2  | 5,8  | 4,2     |
| Índex de producció industrial (2)           | 1,6  | 0,7  | 0,7  | 1,6  | 2,6  | 4,0  | 4,0  | ...     |
| Indicador de confiança a la indústria (3)   | -2,5 | -4,9 | -4,8 | -4,0 | -5,4 | -2,7 | -2,3 | -2,0    |
| Utilització capacitat productiva (4)        | 79,8 | 80,2 | 81,1 | 80,7 | 79,7 | 80,5 | 80,3 | 81,6    |
| Importació béns interm. no energ. (5)       | 6,6  | 1,6  | 0,6  | 1,1  | 10,3 | 6,4  | 13,8 | ...     |
| <b>Construcció</b>                          |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Consum de ciment                            | 3,9  | 7,3  | 7,8  | 6,1  | 17,1 | 2,7  | 4,0  | 12,0    |
| Indicador de confiança a la construcció (3) | 13,6 | 22,4 | 22,7 | 28,3 | 15,3 | 11,7 | 14,7 | 13,0    |
| Habitatges (visats obra nova)               | 8,0  | 6,2  | 2,8  | 10,6 | 18,5 | 6,3  | 23,7 | ...     |
| Licitació oficial                           | 18,3 | 18,5 | 3,1  | 36,9 | 15,0 | 34,6 | 17,3 | ...     |
| <b>Serveis</b>                              |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Vendes comerç minorista                     | 5,5  | 4,4  | 4,4  | 3,8  | 5,2  | 3,8  | 5,9  | ...     |
| Turistes estrangers                         | 3,1  | 6,5  | 8,1  | 4,8  | 0,6  | 9,5  | 3,7  | 3,6     |
| Ingressos turisme                           | 3,8  | 5,8  | 13,9 | 4,9  | -7,6 | 3,0  | 3,3  | ...     |
| Mercaderies ferrocarril (T-km)              | -3,5 | -3,2 | -2,3 | 11,0 | 8,1  | -2,7 | -3,3 | ...     |
| Tràfic aeri passatgers                      | 8,0  | 9,2  | 10,3 | 9,2  | 5,2  | 10,1 | 4,5  | 6,1     |
| Consum de gasoil automoció                  | 6,7  | 5,0  | 5,2  | 4,3  | 8,7  | 4,5  | 3,9  | ...     |

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.

### S'accelera el creixement del VAB de la indústria...

que van anotar un creixement interanual del 9,5% en el tercer trimestre, gairebé mig punt més que en els tres mesos precedents, resultat coherent amb l'evolució dels corresponents indicadors d'activitat.

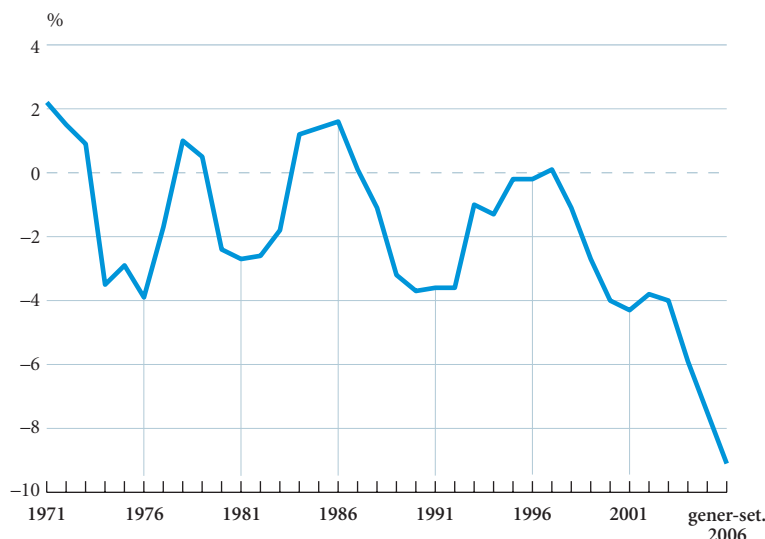
El ritme expansiu de la inversió en construcció també va augmentar al 6,1% (tres dècimes més que en el segon trimestre), amb una contribució significativa de tots els tipus d'obra, però, en especial, de l'obra civil i de l'edificació no residencial. Els indicadors més avançats relatius a la construcció d'habitatges (visats d'obra nova) i a l'obra pública (licitació oficial) continuen apuntant a un ritme de construcció elevat en els propers mesos.

Pel que fa a l'oferta, a més del renovat dinamisme de la construcció, el valor afegit brut (VAB) de la qual va créixer el 5,7% (set dècimes més que en el trimestre anterior), resultat coherent amb la fortalesa de la demanda, també cal destacar l'acceleració del creixement de la indústria (va passar del 2,8% al 4,0% interanual). Les perspectives d'aquest sector, en la recta final de l'any, continuen essent favorables, d'acord amb els índexs d'utilització de la capacitat de producció i amb la situació de la cartera de comandes al començament del quart trimestre.

El ritme d'avanç dels serveis també es va incrementar durant el tercer trimestre

## EL DÈFICIT EXTERIOR CONTINUA AUGMENTANT

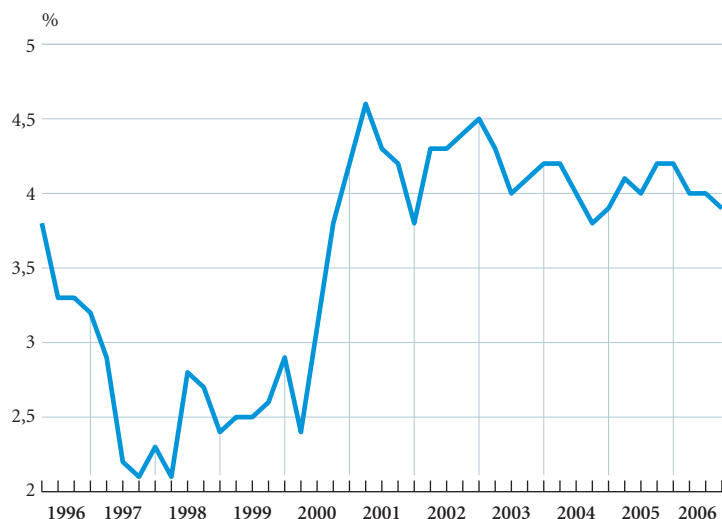
Dèficit per compte corrent sobre el PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

## ELS PREUS TENDEIXEN A DESACCELERAR-SE LLEUGERAMENT

Variació interanual del deflactor del PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

(del 3,5% al 3,8%), de manera molt similar a les branques de mercat i a la resta. Les activitats més dinàmiques van ser les vinculades amb el turisme, la intermediació financera, els serveis a empreses i, amb menys pes, el comerç al detall. Finalment, apartant-se de la pauta general de l'eco-

nomia, les taxes negatives de les branques agrària i pesquera es van intensificar, resultat coherent amb l'evolució de les activitats corresponents.

Al sector exterior, es va registrar una sensible desacceleració de les exportacions i

**...i també augmenta el ritme d'avanç als serveis.**



**El dèficit exterior amb prou feines millora...**

**...però el creixement de la productivitat del treball augmenta dues dècimes, a causa, exclusivament, del bon comportament de la indústria.**

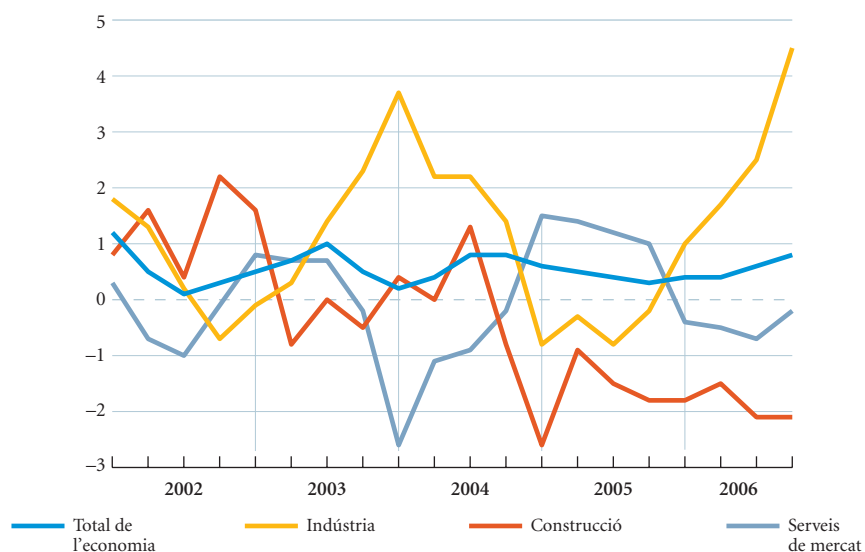
de les importacions, el major pes de les quals, però, explica la millora en una dècima de la contribució d'aquest sector al creixement del PIB. Es tracta d'un progrés molt limitat, que amb prou feines incideix en la millora del desequilibri global del sector. Així, en els nou primers mesos de l'any, el dèficit per compte corrent es va enfilar al 9,1% del PIB, prop d'1,5 punts més que en el conjunt del 2005.

En matèria de preus, els avanços fins al tercer trimestre també van ser força limitats, amb un augment del deflactor

del PIB proper encara al 4% interanual, tot i que, en aquest cas, la tendència apunta a una suau desacceleració. D'altra banda, la variació interanual de la productivitat aparent del factor treball (PIB per ocupat a temps complet) augmenta dues dècimes i se situa en el 0,8%, gràcies a l'embranchada de la indústria, la productivitat de la qual va créixer a un ritme del 4,5% en el tercer trimestre i va compensar l'avanç gairebé nul dels serveis de mercat i el valor negatiu de la construcció, tal com es pot apreciar al gràfic adjunt.

### L'ECONOMIA ESPANYOLA ESTÀ CONDICIONADA PEL LENT AVANÇ DE LA PRODUCTIVITAT

Percentatge de variació del PIB per lloc de treball equivalent a temps complet



FONTS: INE i elaboració pròpia.

## Mercat de treball

### L'ocupació manté un renovat dinamisme

L'excel·lent conjuntura que viu l'economia espanyola es reflecteix en el fort dinamisme que manté el mercat de treball. En aquest context, el total d'afiliats a la Seguretat Social va créixer el 3,1% interanual a l'octubre. Cal advertir que la desacceleració que ha patit aquesta taxa en els últims mesos és més aparent que real, ja que el procés de normalització de treballadors estrangers desenvolupat el 2005 (que va fer aflorar ocupació ja existent) va inflar les xifres d'afiliació corresponents a aquest any.

Un cop finalitzats els efectes d'aquesta regularització, el total d'afiliats estrangers encara continua creixent a un ritme molt alt (8,4% interanual a l'octubre). Però també al col·lectiu de treballadors espanyols, que no es va veure afectat per la regularització, el creixement total d'afiliats s'ha mantingut força estable en els tres últims anys, al voltant d'una taxa lleugerament inferior al 2,5%, que fins i tot ha tendit a accelerar-se en els últims mesos.

Com s'ha dit al principi, el creixement sostingut de l'economia espanyola, alimentat en l'última etapa pel fort augment

**El total d'afiliacions a la Seguretat Social continua en ascens...**

**...gràcies al creixement sostingut de l'economia.**

### INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

|                                       | 2004        | 2005       | 2005       |            | 2006        |            |            | Octubre     |
|---------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
|                                       |             |            | III        | IV         | I           | II         | III        |             |
| <b>Afiliats a la Seguretat Social</b> |             |            |            |            |             |            |            |             |
| Assalariats                           | 2,7         | 4,8        | 5,9        | 6,3        | 6,3         | 5,3        | 3,9        | 3,4         |
| <i>Indústria</i>                      | -0,5        | -0,5       | -0,3       | -0,4       | -0,3        | -0,0       | -0,0       | 0,0         |
| <i>Construcció</i>                    | 5,6         | 8,6        | 10,0       | 10,9       | 11,0        | 9,5        | 7,5        | 6,9         |
| <i>Serveis</i>                        | 3,9         | 5,7        | 6,4        | 6,8        | 6,6         | 5,8        | 4,6        | 3,9         |
| No assalariats                        | 3,2         | 2,6        | 2,5        | 2,4        | 2,3         | 2,2        | 2,1        | 2,2         |
| <b>Total</b>                          | <b>2,8</b>  | <b>4,4</b> | <b>5,3</b> | <b>5,6</b> | <b>5,5</b>  | <b>4,8</b> | <b>3,6</b> | <b>3,1</b>  |
| <b>Població ocupada (*)</b>           | <b>3,9</b>  | <b>5,6</b> | <b>5,9</b> | <b>5,6</b> | <b>4,9</b>  | <b>4,2</b> | <b>3,7</b> | -           |
| <b>Llocs de treball (**)</b>          | <b>2,6</b>  | <b>3,1</b> | <b>3,3</b> | <b>3,2</b> | <b>3,2</b>  | <b>3,1</b> | <b>3,0</b> | -           |
| <b>Contractes registrats (***)</b>    |             |            |            |            |             |            |            |             |
| Indefinitos                           | 11,8        | 8,7        | 10,0       | 16,1       | 25,6        | 16,1       | 46,6       | 61,7        |
| Temporals                             | 11,4        | 4,6        | 9,7        | 8,9        | 13,7        | 5,5        | 0,5        | 6,1         |
| <b>Total</b>                          | <b>11,5</b> | <b>5,0</b> | <b>9,8</b> | <b>9,5</b> | <b>15,0</b> | <b>6,4</b> | <b>4,1</b> | <b>11,1</b> |

NOTES: (\*) Estimació de l'enquesta de població activa (les variacions corresponents a 2005 estan corregides de l'impacte dels canvis metodològics).

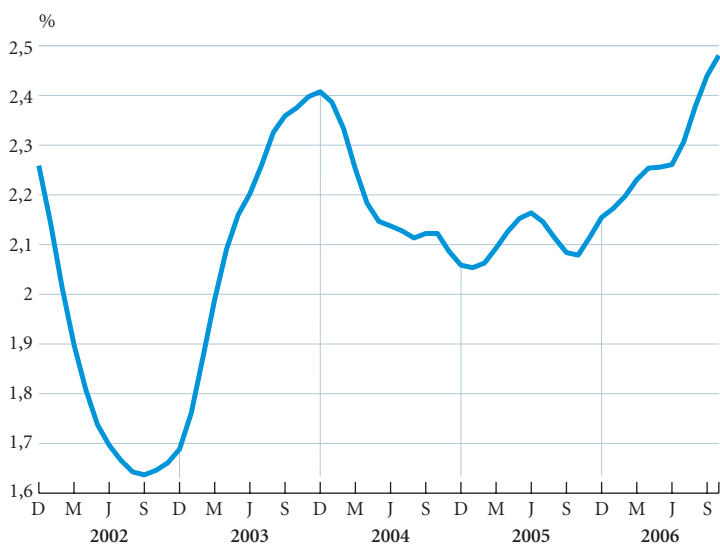
(\*\*) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(\*\*\*) A l'INEM.

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

## S'ACCELERA EL CREIXEMENT DEL TOTAL D'AFILIATS ESPANYOLS A LA SEGURETAT SOCIAL

Variació interanual del total de treballadors espanyols afiliats a la Seguretat Social



NOTA: Sèrie de cicle tendència.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

**Augmenten els contractes indefinits, després de les mesures adoptades pel Govern per a la millora del creixement i de l'ocupació.**

de la població estrangera, explica l'avanç espectacular del total d'afiliats al sistema de la Seguretat Social. En els tres últims anys, aquest augment ha superat els dos milions de persones (prop de 900.000 són treballadors estrangers). Gràcies a aquest fort ritme d'afiliació, es preveu que el superàvit de la Seguretat Social arribi enguany als 11.900 milions d'euros (al voltant de l'1,2% del PIB) i superi els càlculs inicials més optimistes.

Però el bon moment actual no hauria d'amagar l'important repte que haurà d'afrontar, a mitjà i a llarg termini, el sistema públic de pensions, derivat de l'augment de l'esperança de vida i de la baixa taxa de fecunditat que es registra al nostre país. Tot i el baló d'oxigen que ha representat la immigració, les projeccions realitzades pel grup de treball creat per la Comissió Europea apunten a un fort increment de la despesa pública en pensions a partir del 2020, que, segons els càlculs esmentats, es podria aproximar al

16% del PIB en l'horitzó del 2045, el doble que en l'actualitat.

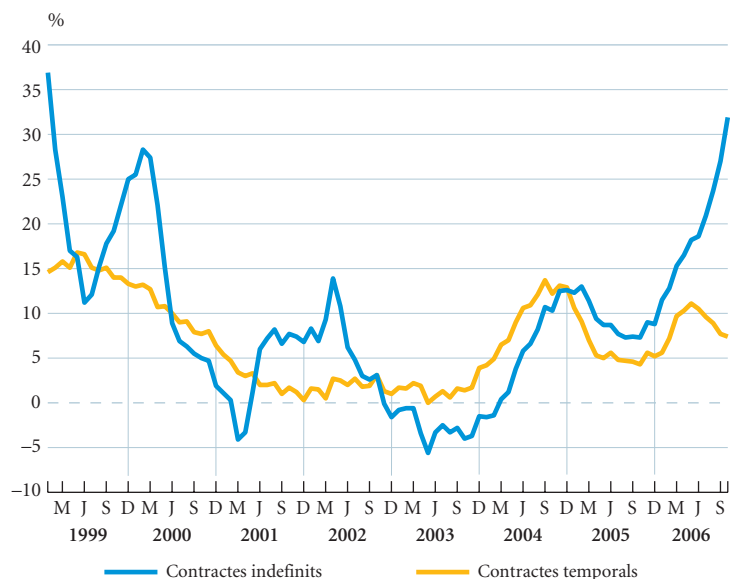
Tornant al moment present, sembla que un dels punts febles del mercat laboral espanyol, l'elevada taxa de temporalitat, ha mostrat últimament un to més favorable. En efecte, el total de contractes indefinits ha crescut acceleradament en els últims mesos, amb el suport de les mesures de foment previstes a l'acord per a la millora del creixement i de l'ocupació que van subscriure al maig el Govern, la patronal i els sindicats.

Pel que fa a l'ocupació, les xifres de la comptabilitat nacional trimestral confirmen les impressions expressades més amunt. En el tercer trimestre, el total de llocs de treball equivalents a temps complet va créixer el 3,0% (taxa molt similar a la corresponent a les afiliacions a la Seguretat Social) i va marcar també un lleuger perfil de desacceleració. Des del punt de vista de l'ocupació, la construcció és el

**La construcció és el sector que manté el ritme de creació d'ocupació més intens.**

## FORT CREIXEMENT DELS CONTRACTES DE DURADA INDEFINIDA

Contractes registrats a l'INEM: variació de l'acumulat dels 12 últims mesos en relació amb el mateix període de l'any anterior



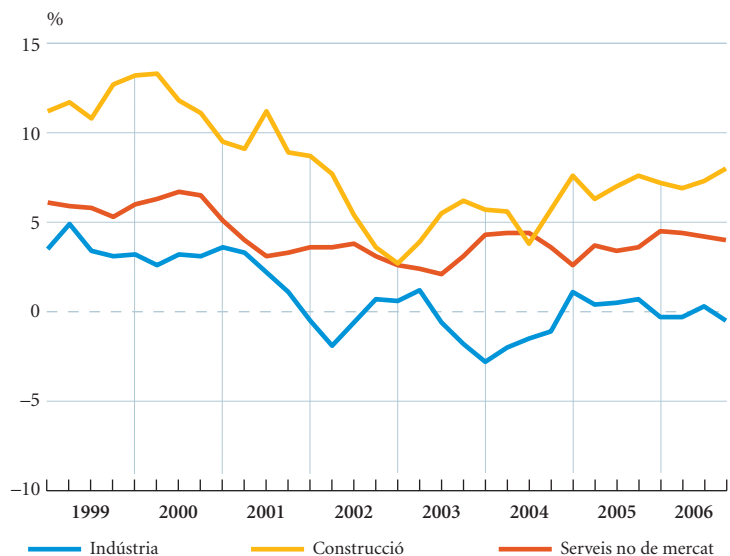
FONTS: Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

sector que es mostra més dinàmic, amb un augment de l'ocupació equivalent del 8,0% interanual, que es mostra, a més a més, en constant acceleració. L'ocupació va recuperar també un to més dinàmic

en els serveis no de mercat, amb un creixement interanual del 2,1%, enfront de l'1,0% registrat en el trimestre anterior. La indústria, per la seva banda, va mantenir la tònica d'estancament mostrada

## INTENS RITME DE CREACIÓ D'OCUPACIÓ A LA CONSTRUCCIÓ

Variació interanual dels llocs de treball equivalents a temps complet



FONTS: INE i elaboració pròpia.

en els trimestres precedents, amb una lleugera caiguda, aquest cop, del 0,5%.

D'acord amb les dades de la comptabilitat nacional, en els tres últims anys s'han creat més d'1,5 milions de llocs de treball equivalents a temps complet, exclusivament al sector serveis (gairebé el 70% del total) i a la construcció (gairebé el 30%), la qual cosa mostra, un cop més, que aquests sectors són els autèntics pilars de l'actual model de creixement espanyol.

En un altre ordre de coses, la remuneració dels assalariats va créixer en conjunt el 6,6%, arran de l'augment de l'ocupació assalariada (3,0% interanual) i de l'increment de la remuneració mitjana, que es va situar en el 3,4%, una dècima més que en el període precedent. Aquests resultats, units al lent avanç de la productivitat de l'economia espanyola (malgrat la lleugera millora observada al llarg d'enguany), van determinar un creixement del cost laboral per unitat de producte del 2,6%, una dècima inferior al corresponent a l'exer-

cici precedent, però per damunt encara del corresponent a la mitjana de la Unió Europea.

### L'atur registrat reflecteix una clara tendència a la baixa

A l'octubre, la xifra d'aturats registrats a les llistes de l'Institut Nacional d'Ocupació (INEM) va patir un augment estacional de 26.670 persones en relació amb el mes precedent. D'acord amb aquest caràcter puntual, els sectors en què es va concentrar aquest augment van ser els serveis (22.294 aturats més), afectats per l'acabament de la temporada alta turística, i els demandants d'una primera feina (5.922), entre els quals figuren els qui s'incorporen per primer cop al mercat laboral un cop acabat el seu període d'estudis.

Dit això, el cert és que l'atur registrat indica una clara tendència descendent en els últims mesos.

### Augment estacional de l'atur registrat a l'octubre.

## ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Octubre 2006

|                    | Aturats          | Variació sobre desembre 2005 |             | Variació sobre el mateix període de l'any anterior |             | % participació |
|--------------------|------------------|------------------------------|-------------|--|-------------|----------------|
|                    |                  | Absoluta                     | %           | Absoluta   | %           |                |
| <b>Per sectors</b> |                  |                              |             |  |             |                |
| Agricultura        | 62.937           | -2.290                       | -3,5        | -3.199   | -4,8        | 3,2            |
| Indústria          | 276.553          | -24.766                      | -8,2        | -16.571  | -5,7        | 13,9           |
| Construcció        | 213.405          | -31.695                      | -12,9       | -7.177   | -3,3        | 10,7           |
| Serveis            | 1.215.596        | -50.793                      | -4,0        | -34.380  | -2,8        | 61,0           |
| Primera ocupació   | 224.345          | -557                         | -0,2        | 1.302  | 0,6         | 11,3           |
| <b>Per sexes</b>   |                  |                              |             |  |             |                |
| Homes              | 762.491          | -89.472                      | -10,5       | -41.286  | -5,1        | 38,3           |
| Dones              | 1.230.345        | -20.629                      | -1,6        | -18.739  | -1,5        | 61,7           |
| <b>Per edats</b>   |                  |                              |             |  |             |                |
| Menors de 25 anys  | 250.284          | -25.611                      | -9,3        | -27.817  | -10,0       | 12,6           |
| Resta d'edats      | 1.742.552        | -84.490                      | -4,6        | -32.208  | -1,8        | 87,4           |
| <b>TOTAL</b>       | <b>1.992.836</b> | <b>-110.101</b>              | <b>-5,2</b> | <b>-60.025</b>                                     | <b>-2,9</b> | <b>100,0</b>   |

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

## Preus

### L'IPC cau al nivell més baix dels últims dos anys i mig

Els preus van evolucionar positivament a l'octubre. D'aquesta manera, la taxa d'inflació de preus de consum va baixar per tercer cop consecutiu i va mostrar una variació anual del 2,5%, el nivell més baix de la inflació des del març del 2004. Aquest descens va ser degut, sobretot, a la caiguda dels carburants i dels lubricants arran de la davallada del preu del petroli. També va influir-hi positivament una intensa reducció dels preus dels paquets turístics. La inflació subjacent, que constitueix el nucli més estable de la inflació, va disminuir en una dècima fins al 2,8%. D'aquesta manera, la inflació general es va col·lo-

car per sota de la subjacent per primer cop en dos anys i mig.

La disminució dels preus dels carburants va ser notable, amb un decrement en els dotze últims mesos del 7,4%, la taxa anual més baixa des del desembre del 2001. L'evolució d'altres productes energètics no va ser tan favorable, però, malgrat tot, el conjunt dels productes energètics va caure l'1,9% en els dotze últims mesos.

Els aliments van moderar lleugerament la progressió dels preus i van presentar una alça anual del 4,4%. Això va ser possible per la desacceleració dels preus dels aliments frescos, la taxa de variació inter-

**La inflació baixa per tercer cop consecutiu fins al 2,5%.**

### L'ÍNDEX GENERAL BAIXA PER SOTA DE LA SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## FORTA CAIGUDA DELS CARBURANTS EN ELS ÚLTIMS MESOS

Variació interanual del grup de carburants i lubricants de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

### Els paquets turístics i el peix ajuden a moderar la inflació.

anual dels quals va baixar quatre dècimes gràcies al descens del peix i de la carn d'oví, entre altres. Així i tot, els preus dels aliments sense elaborar creixien el 5,2% en l'últim any. Aquestes tensions dels preus alimentaris semblen atribuïbles,

sobretot, a una demanda més elevada, propiciada pel turisme i pel creixement demogràfic. Un cas a part és l'oli, amb una pujada anual del 20% per algunes restriccions en l'oferta. De tota manera, la palma se l'enduen les patates, que es

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Octubre

|  | Índex<br>(*) | % variació<br>mensual |             | % variació<br>s/desembre anterior |            | % variació<br>anual |             |
|--|--------------|-----------------------|-------------|-----------------------------------|------------|---------------------|-------------|
|  |              | 2005                  | 2006        | 2005                              | 2006       | 2005                | 2006        |
| <b>Per classes de despesa</b>                      |              |                       |             |                                   |            |                     |             |
| Aliments i begudes no alcohòliques                 | 122,4        | 0,2                   | -0,1        | 2,2                               | 2,5        | 2,9                 | 4,4         |
| Begudes alcohòliques i tabac                       | 122,8        | 0,2                   | 0,0         | 4,9                               | 0,8        | 4,9                 | 0,9         |
| Vestit i calçat                                    | 119,7        | 8,9                   | 9,1         | -0,5                              | -0,6       | 1,6                 | 1,3         |
| Habitatge  | 122,7        | 0,6                   | -0,3        | 5,9                               | 4,8        | 5,8                 | 4,9         |
| Parament   | 111,4        | 0,4                   | 0,4         | 1,5                               | 2,0        | 2,2                 | 2,6         |
| Medicina   | 108,0        | 0,0                   | 0,1         | 0,7                               | 1,5        | 0,8                 | 1,5         |
| Transport  | 118,7        | -0,7                  | -1,9        | 9,1                               | 1,7        | 7,1                 | -1,0        |
| Comunicacions                                      | 90,5         | -0,1                  | -0,2        | -1,5                              | -1,0       | -1,9                | -1,2        |
| Oci i cultura                                      | 102,7        | -0,5                  | -1,1        | -0,2                              | -1,2       | -0,2                | -0,3        |
| Ensenyament  | 125,6        | 2,4                   | 2,4         | 3,8                               | 3,7        | 4,5                 | 4,0         |
| Hotels, cafès i restaurants                        | 125,9        | -0,0                  | 0,0         | 3,9                               | 4,1        | 4,3                 | 4,4         |
| Altres   | 119,2        | 0,2                   | 0,2         | 3,0                               | 3,6        | 3,2                 | 4,0         |
| <b>Agrupacions</b>                                 |              |                       |             |                                   |            |                     |             |
| Aliments amb elaboració                            | 119,6        | 0,2                   | 0,0         | 2,5                               | 2,1        | 2,9                 | 3,4         |
| Aliments sense elaboració                          | 128,3        | 0,2                   | -0,2        | 2,7                               | 2,6        | 3,6                 | 5,2         |
| Conjunt no alimentari                              | 117,0        | 1,0                   | 0,6         | 3,6                               | 2,1        | 3,6                 | 2,0         |
| Béns industrials                                   | 112,6        | 1,8                   | 1,1         | 3,8                               | 1,0        | 3,5                 | 0,4         |
| <i>Productes energètics</i>                        | <i>121,6</i> | <i>-0,7</i>           | <i>-3,5</i> | <i>15,4</i>                       | <i>2,9</i> | <i>11,2</i>         | <i>-1,9</i> |
| <i>Carburants i combustibles</i>                   | <i>125,9</i> | <i>-0,9</i>           | <i>-4,7</i> | <i>20,4</i>                       | <i>2,2</i> | <i>14,6</i>         | <i>-4,1</i> |
| <i>Béns industrials sense productes energètics</i> | <i>109,8</i> | <i>2,8</i>            | <i>2,7</i>  | <i>0,3</i>                        | <i>0,4</i> | <i>1,1</i>          | <i>1,3</i>  |
| Serveis  | 122,1        | 0,1                   | -0,0        | 3,5                               | 3,3        | 3,8                 | 3,8         |
| Inflació subjacent (**)                            | 117,0        | 1,1                   | 0,9         | 2,1                               | 2,0        | 2,6                 | 2,8         |
| <b>ÍNDEX GENERAL</b>                               | <b>118,3</b> | <b>0,8</b>            | <b>0,4</b>  | <b>3,4</b>                        | <b>2,1</b> | <b>3,5</b>          | <b>2,5</b>  |

NOTES : (\*) Base 2001 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

van enfilars el 23% en el mateix període. En canvi, el tabac només va pujar el 0,2% en els dotze últims mesos, tot i l'increment dels impostos, ja que les tabaqueries no el van repercutir en la seva totalitat.

Els béns industrials no energètics van continuar continguts a causa de la competència internacional. Així, la taxa de variació anual dels seus preus va romandre en l'1,3%.

Per la seva banda, els serveis, més resguardats de la competència, van créixer a una taxa que gairebé va arribar al triple, el 3,8%, per bé que va disminuir una dècima de punt. Cal destacar que, en un marc d'intensificació de la competència, els preus de les comunicacions es van reduir l'1,2% en els dotze últims mesos. En canvi, els hotels i restaurants van continuar presentant augments de preus del 4,4% en el mateix període.



## REDUCCIÓ DEL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO

Punts percentuals de variació interanual



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

**L'IPC probablement acabarà l'exercici amb una alça inferior al 3%.**

**El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro disminueix fins a un punt percentual.**

**Els preus industrials es moderen, sobretot pel component energètic.**

La bona marxa dels preus –cal recordar que al juliol van augmentar el 4,0% anual– podria prosseguir en els propers mesos gràcies a la moderació dels preus dels aliments. No obstant això, el comportament dels preus energètics probablement no serà tan favorable. D'aquesta manera, és possible que l'IPC acabi l'exercici a la vora dels nivells actuals, per sota del 3%, la qual cosa representaria una millora en relació amb el 3,7% del 2005.

D'altra banda, l'índex de preus harmonitzat amb la Unió Europea va pujar el 2,6% des de l'octubre del 2005 a l'octubre del 2006. Atès que, en el mateix període, l'IPC harmonitzat de la Unió Monetària Europea va pujar l'1,6%, el diferencial d'inflació va disminuir fins a un punt percentual, situació que no es donava des d'un any enrere. Cal apuntar que la reducció d'aquest diferencial en els últims mesos és deguda, en part, al pes superior que els carburants tenen en l'IPC espanyol.

### Desacceleració dels preus a l'engròs

El creixement dels preus industrials es va continuar moderant a l'octubre, de manera que la taxa de variació interanual va davallar fins al 3,4%, la més baixa des del maig del 2004. Aquest descens va ser degut, sobretot, a la forta reculada dels preus de l'energia, l'augment interanual dels quals es va reduir al 0,6%, quan al maig se situava en el 17,8%. A més a més, l'alentiment dels preus dels béns de consum fins al 2,3% anual també va contribuir-hi.

En canvi, els preus dels béns intermedis amb prou feines s'han desaccelerat. La seva taxa de variació anual ha passat del 7,2% de l'agost al 6,9% de l'octubre, de manera que només ha repercutit parcialment fins ara el decrement dels preus de l'energia. Cal destacar que els preus metal·lúrgics presentaven una alça interanual del 22,1% a l'octubre, a conseqüència, principalment, de l'extraordinari ascens dels preus dels metalls.

Pel que fa als preus exteriors, s'aprecia igualment un alleujament de les pressions inflacionistes. Així, els preus d'importació només van pujar el 0,8% en els dotze últims mesos fins al setembre, segons les dades de les duanes. D'acord amb aquesta font, els preus dels béns de capital es van reduir el 5% en el mateix període.

D'altra banda, cap a la meitat de novembre, l'Institut Nacional d'Estadística va publicar per primer cop sèries d'índexs de preus d'exportació i d'importació de productes industrials amb una metodologia basada en enquestes a les empreses exportadores i importadores, similar a la

utilitzada per al càlcul de les estadístiques dels preus industrials. El nou índex de preus d'importació recull també una desacceleració dels preus d'importació en els últims mesos, fins a registrar una variació del 3,1% en el període setembre 2005-setembre 2006. Els preus dels béns d'equipament també cauen, però menys, el 0,2% sobre el mateix mes de l'any anterior.

Finalment, els preus percebuts pels agricultors es van mostrar continguts en els mesos d'estiu, amb una alça interanual del 0,6% a l'agost. Aquesta moderació es podria traslladar als preus alimentaris de consum en alguns mesos.

**La nova sèrie de preus d'importacions també indica un alentiment dels preus.**

**Contenció dels preus agraris en origen.**

## INDICADORS D'INFLACIÓ

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

|             | Preus agraris | Índex de preus industrials |                |                   |                 |                 | Preus d'importació |                |                 |                 | Deflactor del PIB (*) |
|-------------|---------------|----------------------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|--------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
|             |               | Índex general              | Béns de consum | Béns d'equipament | Béns intermedis | Béns energètics | Total              | Béns de consum | Béns de capital | Béns intermedis |                       |
| <b>2005</b> |               |                            |                |                   |                 |                 |                    |                |                 |                 |                       |
| Agost       | 9,2           | 4,9                        | 2,5            | 1,8               | 2,9             | 16,4            | 6,1                | -0,3           | -0,3            | 11,1            | 4,2                   |
| Setembre    | 6,7           | 5,4                        | 2,6            | 1,9               | 3,2             | 17,9            | 4,3                | -0,6           | 4,2             | 7,0             | -                     |
| Octubre     | -0,8          | 5,0                        | 3,0            | 1,9               | 3,1             | 15,2            | 4,8                | 0,8            | 14,0            | 5,3             | -                     |
| Novembre    | 2,0           | 4,9                        | 3,1            | 2,0               | 3,2             | 14,7            | 3,8                | 3,3            | -0,8            | 5,6             | 4,1                   |
| Desembre    | 2,1           | 5,2                        | 3,2            | 2,0               | 3,2             | 15,6            | 7,1                | 0,9            | 10,2            | 8,9             | -                     |
| <b>2006</b> |               |                            |                |                   |                 |                 |                    |                |                 |                 |                       |
| Gener       | 4,0           | 6,3                        | 3,5            | 2,1               | 3,6             | 20,6            | 5,6                | -6,5           | -5,1            | 15,2            | -                     |
| Febrer      | 0,8           | 6,3                        | 3,6            | 2,1               | 3,9             | 20,1            | 6,6                | 2,5            | 3,2             | 9,2             | 4,0                   |
| Març        | -10,2         | 5,8                        | 3,3            | 2,0               | 4,6             | 16,4            | 6,0                | 2,7            | 7,5             | 7,2             | -                     |
| Abril       | -8,1          | 5,7                        | 2,9            | 2,2               | 5,1             | 15,4            | 7,4                | 3,2            | -4,2            | 11,7            | -                     |
| Maig        | -3,6          | 6,6                        | 3,2            | 2,3               | 6,1             | 17,8            | 6,1                | 4,2            | -0,6            | 8,2             | 4,0                   |
| Juny        | 6,0           | 6,3                        | 3,5            | 2,3               | 6,8             | 14,6            | 1,7                | -1,5           | -3,2            | 4,2             | -                     |
| Juliol      | 0,7           | 6,4                        | 3,6            | 2,4               | 7,0             | 13,9            | 1,1                | 0,5            | -7,3            | 3,1             | -                     |
| Agost       | 0,6           | 5,7                        | 3,2            | 2,5               | 7,2             | 10,2            | 2,3                | -0,6           | -0,5            | 4,0             | 3,8                   |
| Setembre    | ...           | 4,2                        | 2,7            | 2,5               | 6,7             | 4,1             | 0,8                | 2,4            | -5,0            | 1,0             | -                     |
| Octubre     | ...           | 3,4                        | 2,3            | 2,4               | 6,9             | 0,6             | ...                | ...            | ...             | ...             | -                     |

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

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

## Sector exterior

### El dèficit comercial continua amenaçant

El dèficit comercial acumulat dels dotze últims mesos va ser al setembre el 17,9% superior al del mateix període de l'any anterior. Tot i el nivell assolit i aquest ritme d'avanç, la tònica de correcció ja ha començat. La incipient desacceleració iniciada en la primavera del 2005 continua, i la principal novetat dels últims mesos

continua essent el despertar de les exportacions, la taxa d'avanç de les quals, tot i créixer per sota de les importacions, fruit de la demanda interna, sempre forta, ha passat dels nivells propers al 5% de les acaballes del 2005 a vorejar ara ritmes del 10%. El lleuger relaxament del setembre sembla, en aquests moments, puntual. Gairebé tota aquesta millora del to exportador cal buscar-la en els béns de consum, que han abandonat l'apatia, i en la força

**El dèficit comercial continua, però el ritme de creixement de les exportacions s'apropa al de les importacions.**

### COMERÇ EXTERIOR

Acumulat 12 últims mesos fins setembre de 2006

|                               | Importacions    |                           |                | Exportacions    |                           |                | Saldo           | Taxa de cobertura (%) |
|-------------------------------|-----------------|---------------------------|----------------|-----------------|---------------------------|----------------|-----------------|-----------------------|
|                               | Milions d'euros | % variació anual en valor | % participació | Milions d'euros | % variació anual en valor | % participació | Milions d'euros |                       |
| <b>Per grups de productes</b> |                 |                           |                |                 |                           |                |                 |                       |
| Energètics                    | 39.618          | 32,4                      | 15,6           | 7.633           | 28,2                      | 4,6            | -31.986         | 19,3                  |
| Béns de consum                | 71.665          | 10,1                      | 28,3           | 61.735          | 5,5                       | 37,2           | -9.930          | 86,1                  |
| <i>Alimentaris</i>            | 14.416          | 5,0                       | 5,7            | 19.729          | 6,9                       | 11,9           | 5.314           | 136,9                 |
| <i>No alimentaris</i>         | 57.250          | 11,5                      | 22,6           | 42.006          | 4,8                       | 25,3           | -15.244         | 73,4                  |
| Béns de capital               | 27.583          | 5,2                       | 10,9           | 17.030          | 21,8                      | 10,3           | -10.553         | 61,7                  |
| Béns intermedis no energètics | 114.435         | 9,7                       | 45,2           | 79.675          | 8,9                       | 48,0           | -34.760         | 69,6                  |
| <b>Per àrees geogràfiques</b> |                 |                           |                |                 |                           |                |                 |                       |
| Zona de l'euro                | 124.609         | 6,2                       | 49,2           | 93.207          | 5,4                       | 56,1           | -31.401         | 74,8                  |
| Resta Unió Europea 25         | 24.997          | 12,9                      | 9,9            | 23.708          | 8,4                       | 14,3           | -1.289          | 94,8                  |
| Rússia                        | 7.007           | 43,3                      | 2,8            | 1.381           | 35,1                      | 0,8            | -5.626          | 19,7                  |
| Estats Units                  | 8.030           | 0,5                       | 3,2            | 7.259           | 20,2                      | 4,4            | -772            | 90,4                  |
| Xina                          | 13.197          | 21,2                      | 5,2            | 466             | 119,1                     | 0,3            | -12.732         | 3,5                   |
| Japó                          | 5.793           | -1,5                      | 2,3            | 1.249           | 8,3                       | 0,8            | -4.543          | 21,6                  |
| Resta d'Àsia                  | 22.651          | 25,1                      | 8,9            | 6.504           | 5,8                       | 3,9            | -16.147         | 28,7                  |
| Amèrica Llatina               | 21.334          | 32,6                      | 8,4            | 4.309           | -0,5                      | 2,6            | -17.025         | 20,2                  |
| OPEP                          | 14.209          | 46,5                      | 5,6            | 10.144          | 37,9                      | 6,1            | -4.065          | 71,4                  |
| Resta                         | 11.474          | -8,8                      | 4,5            | 17.846          | 19,0                      | 10,7           | 6.372           | 155,5                 |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>253.301</b>  | <b>12,3</b>               | <b>100,0</b>   | <b>166.073</b>  | <b>9,6</b>                | <b>100,0</b>   | <b>-87.229</b>  | <b>65,6</b>           |

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

constant dels béns de capital. Les taxes de creixement de les dues partides han presentat forts increments, mentre que els béns intermedis, gairebé la meitat de les exportacions no energètiques, mantenen el ritme dels últims anys.

No obstant això, al costat importador les coses tenen una mica més d'inèrcia. La desacceleració de les importacions no energètiques, el 85% del total, continua essent lenta, si és que encara existeix. La desacceleració més important dels últims mesos cal buscar-la en les compres energètiques.

Per països i àrees geogràfiques, les exportacions a l'Amèrica Llatina, que només són el 6,1% del total, van contribuir, però,

a la meitat de l'acceleració, mentre que les destinades a la zona de l'euro, que representen el 56% del total, només van aportar una quarta part.

En aquest sentit, les importacions per àrees geogràfiques constitueixen el revers de la moneda, i és que les nostres compres a Àsia van contribuir a la quarta part, en termes absoluts, del creixement interanual registrat en els dotze últims mesos fins al setembre, gairebé el mateix que la zona de l'euro, el nostre principal soci comercial. Així, per exemple, importem de la Xina 28 cops més del que exportem. També van guanyar dinamisme les importacions de la resta de la Unió Europea, on creix la importància relativa dels nous membres.

**Els guanys exportadors se centren a l'Amèrica Llatina, però es deixen Àsia.**

**Creixen les importacions d'Àsia i de l'est d'Europa.**

## Està Espanya integrada comercialment a Europa?

El comerç exterior espanyol ha protagonitzat una de les principals transformacions econòmiques des de l'ingrés d'Espanya a la llavors Comunitat Econòmica Europea (CEE). Amb el tractat d'adhesió, es va acordar un desmantellament gradual dels aranzels que va culminar al gener de 1993 i que va coincidir en el temps amb la consolidació d'un mercat únic europeu. Vint anys és prou temps per fer balanç i analitzar si la disminució de les barreres comercials s'ha traduït en una major integració del mercat espanyol a Europa, pel que fa al volum de comerç i al nivell dels preus.

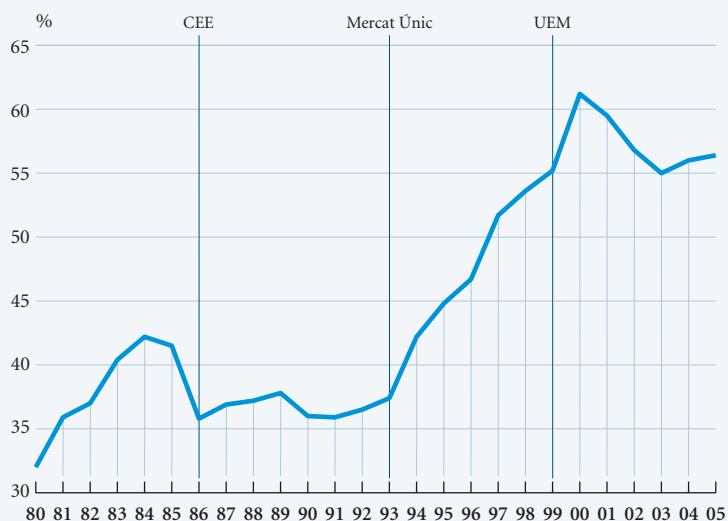
En general, si un país elimina un aranzel, augmenten les importacions i el consum intern del bé afectat i se'n redueix la producció interna. Si la liberalització és preferencial, és a dir, si la reducció de l'aranzel s'aplica no de forma general sinó només a un grup de països, com en el cas de la Unió Europea (UE), pot tenir un doble efecte: creació de comerç i desviament de comerç. Si la unió genera substitució de producció domèstica menys eficient per importacions de béns procedents d'altres països membres, crearà comerç. Si, en canvi, la liberalització preferencial genera substitució d'importacions procedents de tercers països més eficients per importacions des de països membres que es veuen afavorits per la liberalització, el resultat serà una desviació de comerç.

L'adhesió d'Espanya a la CEE va comportar no solament una liberalització preferencial amb els països membres, sinó també una reducció dels aranzels amb altres països, conseqüència de l'adopció de la política aranzelària comuna, menys proteccionista que l'espanyola. Per aquest motiu, esperaríem un augment net del comerç, tot i que amb la possibilitat d'un cert desviament provocat per la liberalització preferencial a la UE. L'evidència apunta al fet que, en el cas d'Espanya, els dos efectes han estat importants.

El gràfic següent suggereix que la major creació de comerç va ocórrer a partir de l'entrada en vigor del mercat únic europeu el 1993, tot i que la liberalització comercial espanyola havia començat a Espanya molt abans. El desmantellament gradual dels aranzels espanyols amb la CEE i la seva reducció en relació amb la resta del món s'havien iniciat el 1986, i el 90% ja havia culminat al gener de 1992. Pel que fa a les restriccions quantitatives (quotes) entre Espanya i la CEE, tenien l'any 1990 com a data límit, i la majoria ja havien estat anul·lades el 1986. Des del 1993 es registra un elevat creixement tant de les exportacions com de les importacions, de manera que la taxa d'obertura comercial de l'economia, mesurada com a percentatge de les importacions més exportacions totals sobre el PIB, va passar del 41% el 1985 al 56% el 2005.

## MÉS OBERTS A L'EXTERIOR

Exportacions i importacions sobre el PIB



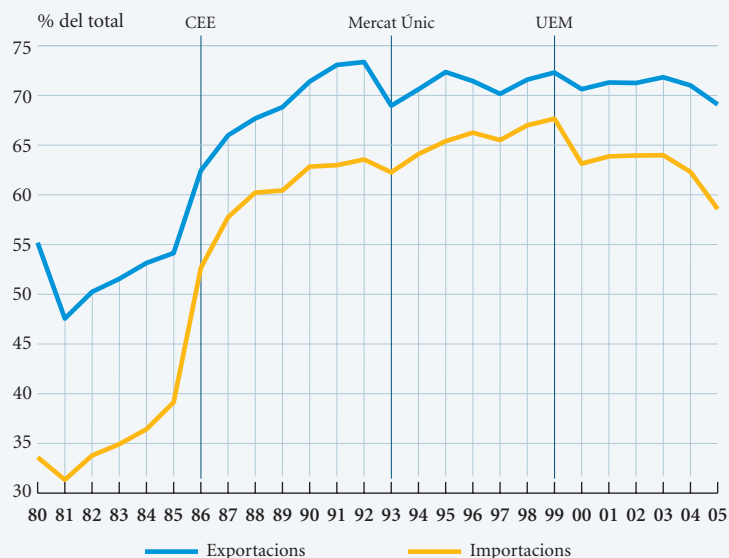
FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

En el període anterior a l'any 1993, en canvi, sembla que domina el fenomen del desviament de comerç. Tal com ho mostra el gràfic següent, el canvi de patró comercial és notable a partir del 1986. Mentre que l'obertura comercial va variar poc, els intercanvis amb la UE van guanyar pes. El percentatge de les nostres exportacions dirigides a la UE-15 va passar d'una mitjana anual del 50% entre 1976 i 1985 a superar el 70% el 1992. Pel que fa a les importacions, van passar d'una mitjana del 34% del total durant el primer període al 63,5% el 1992.

En general, ha baixat el pes relatiu del comerç amb la resta de països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), i els Estats Units són una de les «víctimes» més notables. Entre 1981 i 2005, el percentatge de les exportacions espanyoles destinades als Estats Units va baixar del 10% al 4%, i la quota de les nord-americanes al nostre mercat va passar del 10,9% inicial al 3,4% el 2005.

## MÉS INTEGRATS COMERCIALMENT

Exportacions i importacions amb la UE-15

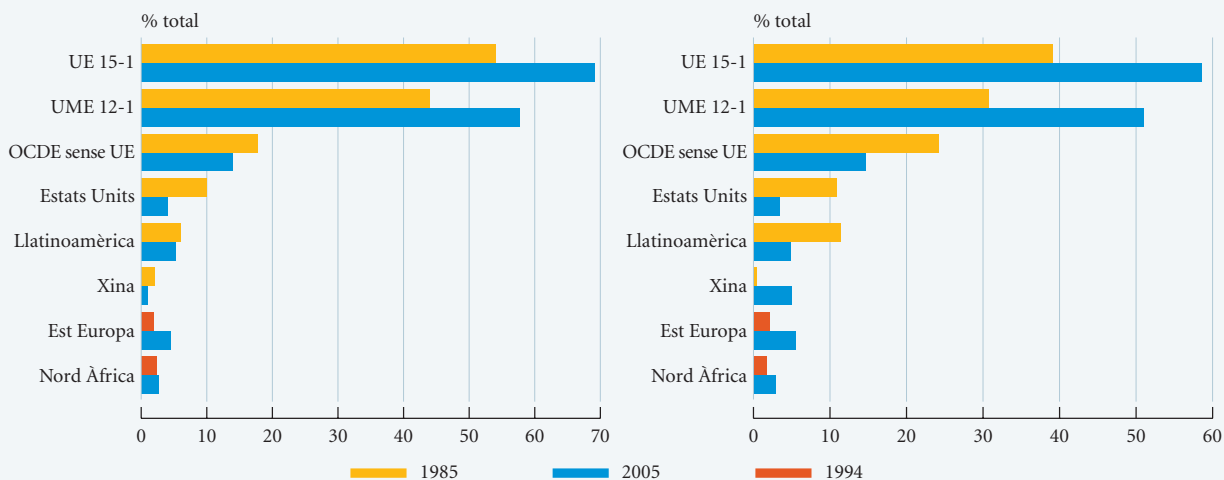


FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

## EL COMERÇ EXTERIOR ES POLARITZA CAP A LA UE

Destinació de les exportacions espanyoles

Origen de les importacions espanyoles



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

A més d'un augment del comerç amb els socis comunitaris, un altre dels resultats esperats de reduir les barreres al comerç i d'una major integració dels mercats seria la convergència dels preus de béns comercials a l'interior de la UE.

Imaginem el cas extrem en què tant els costos de transport com els de distribució fossin zero i en què els impostos fossin els mateixos a tots els països membres. En aquest cas, el preu d'un cotxe produït a Alemanya reflectiria només els costos de producció i esperariem que fos el mateix en un concessionari alemany o en un concessionari espanyol o en un concessionari francès. És obvi que ni els costos de transport ni els de distribució són zero i que els impostos varien d'un país a un altre, però sí és cert que no hi ha aranzels ni barreres duaneres des del 1993 entre Espanya i la UE, que els costos de transport s'han reduït, que internet ha facilitat la comercialització i que s'ha avançat en l'harmonització dels impostos i de les polítiques a la unió. Per això esperariem que la dispersió dels preus dins de la unió s'hagués reduït.

L'evidència empírica dóna suport a aquesta hipòtesi. Diversos estudis aporten dades que indiquen que el nivell de convergència en els preus de béns comercials a la UE i a la Unió Econòmica i Monetària (UEM) va ser especialment evident al començament dels noranta. Tot i haver-se alentit, la convergència en preus de béns comercials ha continuat en l'última dècada. En un article recent, John Rogers, del Banc de la Reserva Federal dels Estats Units, analitza la convergència de preus entre els països de la UE sector per sector i conclou que la dispersió dels preus dels béns comercials es va reduir notablement a Europa entre els anys 1990 i 2001 i que la reducció més important va tenir lloc entre 1991 i 1994.<sup>(1)</sup> El mateix estudi atribueix la menor dispersió de preus a la major harmonització dels impostos, a la menor dispersió en rendes per capita entre els països europeus i, amb menys pes, a la major obertura comercial i a la política monetària comuna. Rogers també argumenta que, a conseqüència d'aquest procés, la dispersió de preus a la zona de l'euro és ara força similar a l'existent als Estats Units.

Els preus dels béns comercials a Espanya també han tendit a convergir amb els de la Unió Europea. Tal com ho mostra la taula següent, els preus de roba i calçat, parament de la llar i maquinària, que se situaven entre el 84% i el 93% de la mitjana de la UE-15 el 1995, van augmentar i es van situar entre el 96% i el 100% de la mitjana el 2004. Els preus dels aliments i de les begudes no alcohòliques, que s'han allunyat de la mitjana de la Unió, són l'excepció a aquest patró.

En definitiva, l'augment significatiu dels nostres intercanvis comercials amb la UE, en part a costa d'un menor volum relatiu de comerç amb la resta del món, mostra una major integració de la nostra economia a Europa. Les dades de preus, tot i ser menys concloents, apunten també en la mateixa direcció.

#### PREUS DELS BÉNS COMERCIALS A ESPANYA

Mitjana UE-15 = 100

|  | 1995        | 2004        |
|--|-------------|-------------|
| Aliments i begudes no alcohòliques             | 90,2        | 81,3        |
| Begudes alcohòliques i tabac                   | 64,4        | 69,6        |
| Roba i calçat                                  | 92,5        | 100,2       |
| Parament de la llar                            | 89,6        | 98,1        |
| Maquinària                                     | 84,0        | 96,3        |
| <b>Total béns (comercials i no comercials)</b> | <b>84,5</b> | <b>89,6</b> |

FONT: Eurostat.

(1) Rogers, J., 2006, «Monetary Union, Price Level Convergence, and Inflation: How Close is Europe to the United States?», Journal of Monetary Economics (forthcoming) and International Finance Discussion Paper 2002-740, Board of Governors of the Federal Reserve System.

## El dèficit corrent continua però canvien els culpables

El dèficit per compte corrent va continuar creixent al setembre, amb un acumulat dels dotze últims mesos que va superar els 80.000 milions d'euros. Però el que crida més l'atenció des del gener d'enguany és que el component que més ha contribuït al creixement del dèficit en els últims anys, la balança comercial, és ara, gràcies al costat dels ingressos, el que frena el creixement, mentre que és la balança de serveis la que més contribueix a accelerar-lo. Pel que fa als serveis, el turisme, permanent estrella mediàtica al país, té, però, una contribució passiva des de l'inici del 2006, mentre que són la resta de serveis els que més contribueixen a

empitjorar la balança corrent. De l'empitjorament en termes absoluts de 20.390 milions d'euros del dèficit corrent en l'últim any, 13.009 corresponen al major dèficit comercial i 3.054 al de serveis.

La balança financera va continuar reposant sobre les inversions de cartera. Les inversions directes netes van continuar a la baixa a causa de la forta inversió espanyola a l'exterior. Les entrades a Espanya segueixen una tendència de lenta recuperació des dels mínims de les acaballes del 2004, però continua el declivi en el component d'immobles. El sector, que representa una mica més de la quarta part de les entrades totals, es va situar al setembre el 31% per sota del màxim del 2003.

**S'alenteix el dèficit comercial, però les pèrdues de la balança de serveis no turístics s'incrementen.**

**L'entrada d'inversió directa creix amb parsimònia.**

### BALANÇA DE PAGAMENTS

Acumulat 12 últims mesos en milions d'euros

|                                      | Agost 2005     | Agost 2006     | % variació   |
|--------------------------------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>Balança corrent</b>               |                |                |              |
| Balança comercial                    | -64.580        | -77.589        | 20,1         |
| Serveis                              | 22.542         | 19.487         | -13,6        |
| <i>Turisme</i>                       | 25.900         | 25.558         | -1,3         |
| <i>Altres serveis</i>                | -3.358         | -6.070         | 80,8         |
| Total                                |                |                |              |
| Rendes                               | -16.099        | -18.422        | 14,4         |
| Transferències                       | -1.745         | -3.748         | 114,8        |
| <b>Total</b>                         | <b>-59.882</b> | <b>-80.272</b> | <b>34,1</b>  |
| <b>Compte de capital</b>             | <b>7.661</b>   | <b>6.139</b>   | <b>-19,9</b> |
| <b>Balança financera</b>             |                |                |              |
| Inversions directes                  | -30.679        | -40.629        | 32,4         |
| Inversions de cartera                | 81.711         | 173.571        | 112,4        |
| Altres inversions                    | 1.321          | -35.928        |              |
| <b>Total</b>                         | <b>51.199</b>  | <b>97.559</b>  | <b>90,5</b>  |
| Errors i omissions                   | 146            | -4.700         |              |
| Variació d'actius del Banc d'Espanya | 876            | -18.725        |              |

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 ingressos tributaris creixen a bon ritme.

### Augmenta el superàvit públic fins a l'octubre

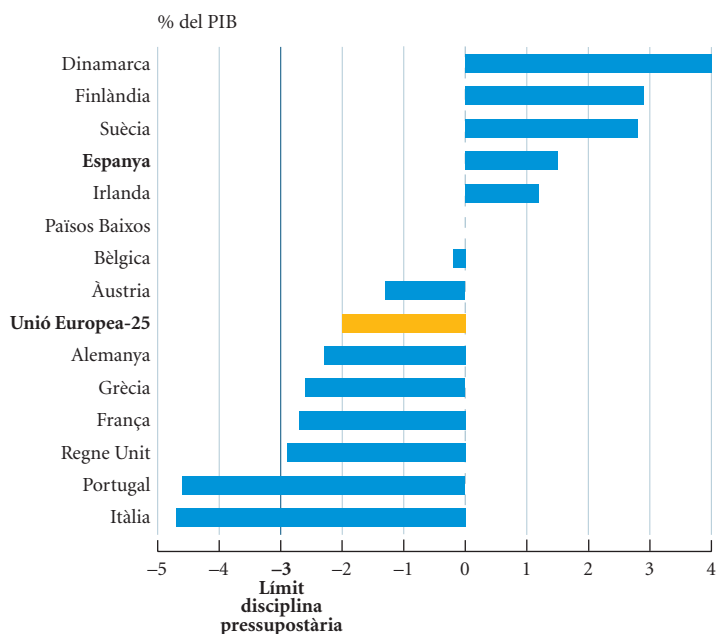
Els comptes públics continuen evolucionant de forma favorable. Els ingressos no financers de l'Estat van augmentar fins als 123.850 milions d'euros en els deu primers mesos de l'any, amb una alça del 10,7% en relació amb el mateix període del 2005 en termes homogenis. Cal destacar el creixement del 14,8% de la recaptació de l'impost sobre la renda de les persones físiques, tant per les retencions del treball com per la liquidació anual de l'exercici 2005. Els ingressos per l'impost de societats van créixer el 15,9% fins a l'octubre i van reflectir la bona marxa dels resultats em-

presarials. Pel que fa als impostos indirectes, les entrades van pujar al 8,7%. De tots, l'impost sobre el valor afegit va créixer l'11,6%, mentre que els impostos especials només es van incrementar el 0,7%.

D'altra banda, les despeses segueixen una progressió força continguda, amb un creixement acumulat del 5,9%, gràcies, sobretot, a una caiguda de l'11,5% dels pagaments per interessos del deute. D'aquesta manera, l'Estat va assolir un superàvit de 18.587 milions d'euros. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, comptabilitzant els ingressos i les despeses en funció de la meritació, el superàvit registrat en els deu primers mesos de l'exercici va

### ESPANYA, AL COSTAT VIRTUÓS

Saldo del sector públic previst per al 2006



FONT: Comissió Europea.

pujar al 2,5% del producte interior brut (PIB), enfront del 2,2% del PIB en el mateix període del 2005. Tot i aquesta evolució favorable, cal tenir en compte que, en els propers mesos, augmentaran les despeses d'inversió i també les corrents, de manera que el superàvit probablement es

reduirà en termes relatius. D'aquesta manera, el saldo del conjunt de les administracions públiques es col·locarà en línia amb les previsions de la Comissió Europea, que situen Espanya al grup capdavanter pel que fa a aquest indicador macroeconòmic.

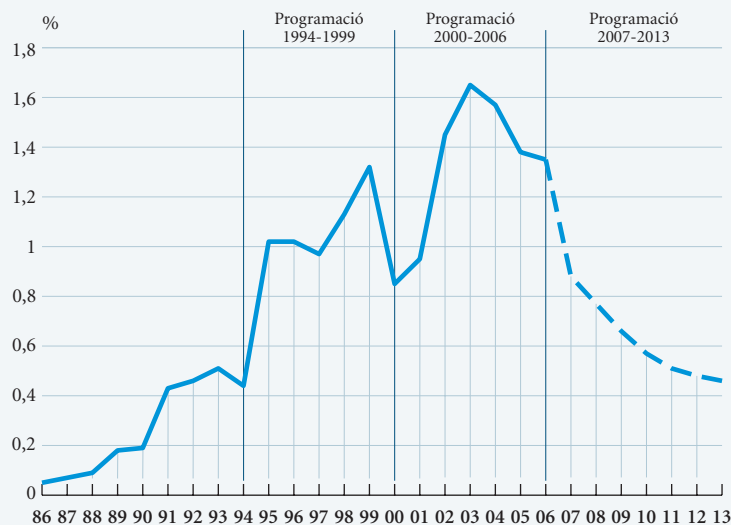
## Els Fons Europeus: s'esguerra la festa?

Des de la seva entrada a la Comunitat Europea, Espanya ha rebut un volum considerable de Fons Europeus. Aquestes transferències han estat equivalents, de mitjana, al 0,8% del PIB anual i van arribar a representar un màxim de l'1,6% del PIB el 2003. No obstant això, el creixement de l'economia espanyola i l'ampliació de la Unió a 25 membres comportaran una reducció progressiva dels recursos provinents de Brussel·les. Quin ha estat l'efecte d'aquestes transferències sobre l'economia espanyola? Quin impacte suposarà la seva reducció en els propers anys?

Comencem per una breu introducció als Fons Europeus. Aquest terme aglutina diferents programes de transferències de la Unió Europea (UE) –els anomenats Fons Estructurals i el Fons de Cohesió–, la principal finalitat dels quals és reduir l'endarreriment econòmic dels membres més desfavorits. Els Fons Estructurals són atorgats per a programes que cerquen, sobretot, tres objectius: facilitar la convergència de les regions més endarrerides, facilitar la reconversió econòmica i social de les zones amb problemes estructurals i, finalment, promocionar la

### ELS FONS EUROPEUS PERDEN PES

Fons Europeus rebuts per Espanya en relació amb el PIB (\*)



NOTA: (\*) Fons Europeus i PIB mesurats a preus constants del 2004.

FONTS: Dades per a 1986-1994, Correa i Manzanedo-López (2002); dades per a 1995-2005, Banc d'Espanya; dades per a 2006-2013, Comissió Europea. Elaboració pròpia.

creació d'ocupació i millorar la formació dels treballadors. A diferència del Fons Estructurals, els de Cohesió són concedits per a projectes específics realitzables a qualsevol punt del territori de l'estat membre. En els dos casos, l'ajuda europea sol anar condicionada al cofinançament d'una part dels projectes amb fons nacionals i fons privats.

En 20 anys, Espanya ha rebut més de 91.000 milions d'euros (en preus del 2004), sumant els Fons Estructurals i els de Cohesió. El país partia com un dels més endarrerits de la UE, amb un PIB per capita que representava el 73% de la mitjana de la UE-15 (mesurat en paritats de poder de compra). Després de l'ampliació de la Unió a 25 membres, la posició relativa d'Espanya ha millorat significativament, de manera que el volum de recursos provinents de Brussel·les disminuirà. Cal destacar, però, que l'evolució positiva de l'economia espanyola ja implicaria una disminució dels ajuts europeus. D'una banda, el PIB per capita del conjunt del país supera el 91% de la mitjana de la UE-15 el 2006, de manera que Espanya deixaria de ser candidata a rebre Fons de Cohesió –el límit del PIB per capita per rebre'ls se situa en el 90%–. De l'altra, el nombre de regions escollibles com a objectiu 1 per als Fons Estructurals es va reduir de 7 a 4 entre els anys 1995 i 2003.

Quin ha estat, doncs, el paper dels Fons Europeus en l'evolució de l'economia espanyola? Els Fons Europeus han afectat l'economia espanyola per mitjà de diversos canals. D'una banda, el seu efecte més immediat ha estat sobre la demanda agregada. En la mesura que les ajudes europees no siguin un mer substitut d'inversions que s'haurien realitzat igualment de manera interna, la demanda per part del sector públic augmenta i, amb ella, el PIB. Aquest efecte tendeix a ser més important quan els factors de producció domèstics no s'utilitzen plenament. Si, en canvi, l'economia opera al seu màxim potencial, una despesa més elevada tendirà a incrementar la inflació i les importacions.

Els projectes finançats amb Fons Europeus tenen també un impacte positiu i a llarg termini sobre el producte, el qual deriva d'una major acumulació de capital, entès en sentit ampli –capital públic (infraestructures, etc.) i capital humà o coneixement–. Aquests «nous» tipus de capital permeten millorar el rendiment que s'extreu de la resta de factors de producció. Al seu torn, atesa la major productivitat d'aquests factors «tradicionals», les empreses n'acumulen més, de manera que el creixement de la producció encara és més gran. La magnitud de l'efecte final depèn de la composició d'aquestes inversions. En general, és més probable que inversions en infraestructures productives, capital humà o projectes d'R+D tinguin un impacte més gran que qualsevol altre tipus de despesa, com, per exemple, els ajuts directes a empreses o sectors en dificultats (els quals, per definició, tenen una baixa productivitat).

## ELS FONDS EUROPEUS A ESPANYA

|           | Fons Europeus (*) |                  |                   |              | PIB per capita (inici del període) (**) |               |
|-----------|-------------------|------------------|-------------------|--------------|---|---------------|
|           | Total             | Infraestructures | Ajudes a empreses | Capital humà | % de la UE-15                           | % de la UE-25 |
| 1986-1993 | 8.182             | 3.956            | 2.097             | 2.129        | 72,50                                   | ...           |
| 1994-1999 | 27.763            | 14.496           | 6.209             | 7.058        | 78,70                                   | 87,40         |
| 2000-2006 | 54.671            | 27.272           | 17.049            | 10.350       | 84,00                                   | 92,14         |
| 2007-2013 | 31.457            | 15.692           | 9.810             | 5.955        | 91,72                                   | 98,67         |

NOTES: (\*) Milions d'euros del 2004.

(\*\*) PIB mesurat en paritats de poder de compra.

FONTS: Les dades sobre el total de fons rebuts provenen de Correa, M.D. i J. Manzanedo (2002) per al període 1986-1999 i de la Comissió Europea per al període 2000-2013. Les dades sobre el repartiment en grans àrees provenen de les estimacions de De la Fuente, A. (2003) per al període 1994-1999 i de Sosvilla-Rivero, S. i E. García (2006) per al període 2000-2006. La classificació per al període 2007-2013 s'ha realitzat segons els pesos del període anterior. Les dades sobre el PIB per capita provenen de la base de dades AMECO de la Comissió Europea.

Diversos estudis han intentat quantificar els efectes dels Fons Europeus sobre el PIB. Les estimacions disponibles indiquen que els diferents programes d'ajuts van tenir un impacte positiu equivalent a gairebé 0,3 punts percentuals addicionals sobre la taxa de creixement del PIB per al període 2000-2006 –xifra que es correspon bé amb les estimacions de la resposta del creixement del producte a augments del capital públic a Espanya–. Les magnituds que els diferents estudis presenten suggereixen efectes multiplicadors significatius dels Fons Europeus, els quals haurien estat més intensos per al període 1994-1999, resultat que es podria explicar pels baixos nivells de capital públic i humà dels quals es partia. Des d'aquesta perspectiva, el rendiment mostrat pels Fons Europeus rebuts en el darrer període constitueix un bon objectiu a assolir pels fons disponibles entre els anys 2007 i 2013.

#### ELS EFECTES DELS FONDS EUROPEUS ENTRE ELS ANYS 2000 I 2006

| Taxa de creixement del PIB observada (en %) | Taxa de creixement del PIB sense Fons Europeus (*) (en %) |
|---|---|
| 2,88  | 2,60  |

NOTES: Les taxes de creixement són anuals i acumulatives.

(\*) Simulació basada en el model HERMIN.

FONT: Sosvilla-Rivero, S. i E. García (2006).

Per acabar, paga la pena remarcar que els Fons Europeus no «desapareixen», ja que ens deixen com a llegat un entorn millor per a la producció. El canvi experimentat en el nivell d'infraestructures i de coneixement contribueix de forma permanent a la capacitat productiva del país. En qualsevol cas, la progressiva disminució dels Fons Europeus implica que el sector públic haurà d'assumir una major proporció del cost d'aquestes inversions. Aquesta situació atorga encara més importància a la prioritització dels projectes d'inversió pública sota criteris de rendibilitat.

## Estalvi i finançament

**El finançament al sector privat creix al ritme més alt de l'última dècada.**

### El finançament a les empreses es dispara

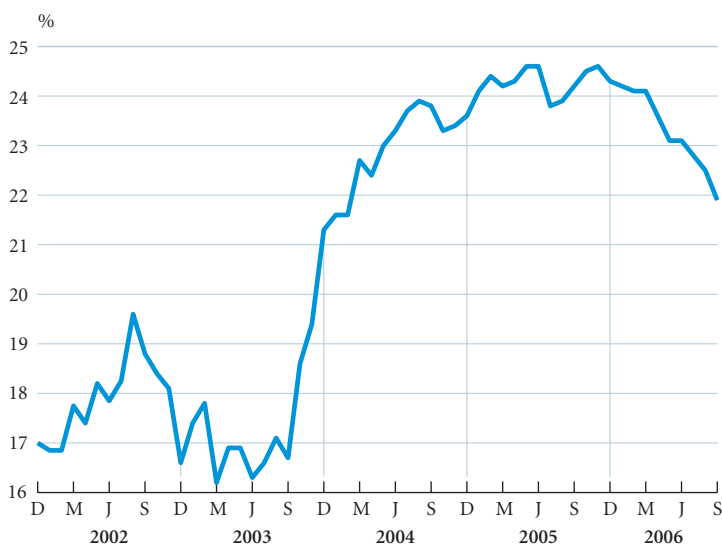
De forma progressiva, els tipus d'interès dels préstecs i crèdits al sector privat han continuat pujant i han assolit els nivells més alts dels últims anys. De mitjana, se situaven en el 4,85% al setembre, 106 punts bàsics per damunt del mateix mes de l'any anterior. El tipus d'interès dels préstecs per a l'habitatge se situava en un nivell inferior, el 4,52%, en realitzar-se majoritàriament amb garantia hipotecària. El tipus d'interès dels préstecs al consum es col·locava en el 7,41%, nivell igual al del mes precedent, en un marc de forta competència entre les entitats en aquest segment del mercat.

No obstant això, els tipus d'interès continuen essent relativament baixos en termes reals, és a dir, descomptant la inflació. A més a més, la conjuntura, en ser bones les perspectives del mercat laboral, també continua impulsant la demanda de crèdit. D'aquesta manera, el finançament a empreses i famílies es continua expandint a taxes molt altes, amb una variació anual del 24,1% al setembre, la taxa més alta, com a mínim, de l'última dècada. Aquesta acceleració és deguda a les empreses, el finançament de les quals es va enfilar fins al 26,9% en els dotze últims mesos fins al setembre.

Dins del crèdit a les empreses, el ritme de creixement del comercial, destinat a fi-

### ES CONFIRMA LA DESACCELERACIÓ DEL CRÈDIT BANCARI PER A L'HABITATGE

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



FONT: Banc d'Espanya.

Setembre 2006

|                               | Saldo            | Variació any actual |             | Variació 12 mesos |             | % participació |
|-------------------------------|------------------|---------------------|-------------|-------------------|-------------|----------------|
|                               | Milions d'euros  | Milions d'euros     | %           | Milions d'euros   | %           |                |
| Crèdit comercial              | 79.446           | 4.085               | 5,4         | 11.817            | 17,5        | 5,6            |
| Deutors amb garantia real (*) | 867.434          | 138.147             | 18,9        | 184.738           | 27,1        | 61,1           |
| Altres deutors a termini      | 393.300          | 68.004              | 20,9        | 81.221            | 26,0        | 27,7           |
| Deutors a la vista            | 29.692           | 1.634               | 5,8         | 3.765             | 14,5        | 2,1            |
| Arrendaments financers        | 39.224           | 4.230               | 12,1        | 5.966             | 17,9        | 2,8            |
| Crèdits dubtosos              | 10.896           | 1.265               | 13,1        | 1.245             | 12,9        | 0,8            |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>1.419.992</b> | <b>217.364</b>      | <b>18,1</b> | <b>288.752</b>    | <b>25,5</b> | <b>100,0</b>   |

NOTA: (\*) La major part correspon a garantia hipotecària.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

nançar el capital circulant, es va revifar en l'últim període i va créixer el 17,5% en els dotze últims mesos. Per la seva banda, els arrendaments financers, indicador del finançament de béns d'inversió, van augmentar a un ritme similar en l'últim any, tot i que amb un perfil més estable.

Pel que fa al finançament destinat a les famílies, l'increment anual es va continuar moderant al setembre fins al 20,6%. Aquest alentiment, tot i créixer a un ritme anual del 21,9%, és degut als préstecs per a la compra d'habitatge. Aquesta evolució s'explica parcialment pels elevats preus que han assolit les cases, la qual cosa limita la demanda tot i les favorables condicions de finançament. Aquesta desacceleració contrasta amb la pujança del crèdit a les empreses, destinat, sobre tot, al sector immobiliari.

D'altra banda, els actius dubtosos del sector privat de les entitats creditícies van augmentar el 12,9% des del setembre del 2005. Així, la taxa de morositat va baixar lleugerament fins al 0,77% després de dos mesos d'ascensos i es va situar en un nivell proper al mínim històric.

### Creix la retribució dels dipòsits

Al setembre, la retribució dels dipòsits a termini dels particulars va superar, de mitjana, la inflació per primer cop en els últims anys, gràcies a la transmissió de la pujada del tipus oficial de l'Eurosistema i a la recent caiguda de la taxa de variació dels preus. En aquest context, els dipòsits bancaris del sector privat van continuar creixent a un ritme fort al setembre i van doblar el corresponent a la zona de l'euro en termes anuals, però una mica inferior al dels crèdits. D'aquesta manera, les entitats financeres es van veure obligades a finançar la bretxa entre els crèdits i els dipòsits, principalment mitjançant emissions de valors, com cèdules hipotecàries o bons titulitzats.

D'altra banda, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va arribar als 256.568 milions d'euros al final del mes d'octubre, amb una alça del 6,3% en l'últim any. Al llarg dels deu primers mesos de l'exercici, s'ha produït un transvasament des dels fons de renda fixa cap als fons globals, que possibilita l'obtenció de més guanys, tot i que a costa de més risc. No obstant això, a l'octubre el diner fresc es va dirigir, especialment,

**La desacceleració de les hipoteques de les famílies contrasta amb la pujança del crèdit a les empreses.**

**Els dipòsits del sector privat pugen a un ritme que dobla el de la zona de l'euro.**

## DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Setembre 2006

|                                    | Saldo            |                 | Variació any actual |                 | Variació 12 mesos |              | % participació |
|------------------------------------|------------------|-----------------|---------------------|-----------------|-------------------|--------------|----------------|
|                                    | Milions d'euros  | Milions d'euros | %                   | Milions d'euros | %                 |              |                |
| A la vista i d'estalvi (*)         | 427.730          | 31.540          | 8,0                 | 51.821          | 13,8              | 40,5         |                |
| A termini fins a 2 anys            | 229.446          | 38.926          | 20,4                | 46.119          | 25,2              | 21,7         |                |
| A termini a més de 2 anys          | 298.465          | 58.983          | 24,6                | 89.204          | 42,6              | 28,3         |                |
| Cessions temporals                 | 70.284           | -2.762          | -3,8                | -2.617          | -3,6              | 6,7          |                |
| <b>Total</b>                       | <b>1.025.927</b> | <b>126.689</b>  | <b>14,1</b>         | <b>184.529</b>  | <b>21,9</b>       | <b>97,2</b>  |                |
| <b>Dipòsits en monedes no euro</b> | <b>29.053</b>    | <b>13.414</b>   | <b>85,8</b>         | <b>16.710</b>   | <b>135,4</b>      | <b>2,8</b>   |                |
| <b>TOTAL</b>                       | <b>1.054.980</b> | <b>140.103</b>  | <b>15,3</b>         | <b>201.239</b>  | <b>23,6</b>       | <b>100,0</b> |                |

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

**El rendiment mitjà anual dels fons d'inversió mobiliària, més del doble que la inflació.**

cap a la renda variable europea, a causa de les seves perspectives més favorables. De fet, la renda variable europea presentava una elevada rendibilitat anual, su-

perior al 20%, superada només per la renda variable nacional i per la dels mercats emergents. El rendiment mitjà dels fons d'inversió en els dotze últims me-

## LA REFORMA FISCAL SOBRE L'ESTALVI

| Producte   | Fiscalitat   |  |
|--|--|--|
|  | Abans de la reforma  | A partir de l'1 de gener del 2007  |
| <b>Dipòsits i renda fixa</b>                             |  |  |
| Fins a 2 anys  | Al tipus marginal  | 18%  |
| Més de 2 anys  | Bonificació del 40% sobre els interessos   | 18%  |
| <b>Dividends</b>   | Amb caràcter general computació pel 140%, però s'aplica una deducció en la quota líquida del 40% | 18%, però amb exempció de fins a 1.500 euros anuals  |
| <b>Plusvàlues</b>  |  |  |
| Fins a 1 any   | Al tipus marginal  | 18%  |
| Més d'1 any  | 15%  | 18%  |
| <b>Assegurances de vida (individual)</b>                 |  |  |
| Prestacions en forma de capital                          | Al tipus marginal, però amb reducció del 40% a partir de 2 anys i del 75% a partir de 5 anys     | 18%  |
| Prestacions com a rendes                                 | S'apliquen uns coeficients per a la integració a la base imposable. Al tipus marginal            | Es redueixen els coeficients per a la integració a la base imposable. 18%  |
| Nou producte: Pla Individual d'Estalvi Sistemàtic (PIES) | -  | Exempció dels rendiments fins a la constitució de les rendes vitalícies (mínim 10 anys), després tributació al 18% |
| <b>Plans de pensions</b>                                 |  |  |
| Prestacions en forma de pagament únic                    | Reducció del 40% en l'import de la prestació   | No hi ha cap reducció  |

FONTS: BOE, Butlletí Oficial de les Corts Generals i elaboració pròpia.

sos va ser del 5,3%, més del doble que la inflació.

En un altre ordre de coses, al començament de novembre el Congrés dels Diputats va aprovar definitivament la llei de reforma de l'impost sobre la renda de les persones físiques. Aquesta norma legislativa, que entrarà en vigor a partir de l'1 de gener del 2007, té un important impacte sobre la fiscalitat dels productes d'estalvi, motiu pel qual passem, tot seguit, a comentar-ne les principals novetats.

Un dels objectius de la nova llei és la neutralitat en el tractament fiscal dels diferents productes financers d'estalvi i inversió, de manera que la tria dels diferents instruments es basi en el seu rendiment intrínsec i no en consideracions de rendibilitat financera i fiscal. Per aquest motiu, amb caràcter general s'estableix una tributació a un tipus únic del 18% dels rendiments, que no s'integraran a la resta de la base imposable. Això comporta modificacions que afecten més o menys els diferents productes financers en funció de la fiscalitat vigent fins ara i que es resumeixen al quadre adjunt. D'altra banda, la tarifa de l'impost se simplifica de cinc a quatre trams, i es redueix el tipus màxim del 45% al 43%.

Els interessos dels dipòsits i de la renda fixa generats en un termini fins a 2 anys s'integraven fins ara en la base imposable i tributaven al tipus marginal; els generats a més de 2 anys tenien una bonificació del 40%. A partir de l'1 de gener del 2007, passaran a tributar tots a un tipus del 18%, independentment del període d'obtenció. Pel que fa als dividendes, s'anul·la l'actual règim de còmput, que inclou una deducció de la quota del 40% per atenuar la doble tributació (ja que es

graven en l'impost de societats), i passen també a tenir un tipus del 18%, per bé que amb una exempció de 1.500 euros anuals.

Pel que fa a les plusvàlues, per exemple les provinents de la compravenda d'accions o de participacions de fons d'inversió, que fins ara tributaven al tipus marginal si el termini d'obtenció era fins a 1 any i al 15% si havien estat generades en més d'un any, ara passaran a tributar homogèniament al 18%. Això normalment representa un tracte fiscal més favorable per a les plusvàlues a curt termini, mentre que el reservat per a les plusvàlues a llarg termini empitjora lleugerament.

Quant a les assegurances de vida, se suprimeixen les reduccions existents fins ara del 40% per als rendiments generats a partir de 2 anys, i del 75% a partir de 5 anys, si les prestacions eren en forma de pagament únic. Això s'explica perquè un altre dels objectius de la llei és incentivar el cobrament de les prestacions en forma de renda. A més a més, s'introdueix un nou producte d'assegurances: el pla individual d'estalvi sistemàtic (PIES), que tindrà una durada mínima de 10 anys. Pel que fa als plans de pensions, se suprimeix la reducció del 40% en l'import de la prestació en forma de pagament únic.

La reforma de la fiscalitat de l'estalvi té, sens dubte, aspectes positius i representa una simplificació. No obstant això, ha suscitat algunes crítiques, perquè introdueix inestabilitat en el tractament fiscal dels productes a llarg termini, la qual cosa dificulta la planificació, i pot generar escepticisme. Així mateix, s'ha apuntat que el nou tractament fiscal dels interessos afavorirà l'endeutament de les empreses.

**S'aprova definitivament la reforma fiscal de l'estalvi, amb l'objectiu de la neutralitat fiscal...**

**...que, no obstant això, suscita crítiques perquè afavoreix l'endeutament de les empreses.**



# ÍNDEX 2006

## Requadres temàtics publicats a l'Informe Mensual

|                     |   | PÀGINA |
|---------------------|---|--------|
| <b>Gener</b>        | <b>PERSPECTIVES ECONÒMIQUES</b>   |        |
|                     | Un tema generacional, vaques grasses i vaques magres                                | 12     |
|                     | Serà el 2006 l'any d'Alemanya?  | 26     |
|                     | EUA, o l'apetència insaciable d'estalvi internacional                               | 36     |
|                     | Perspectives de l'economia espanyola el 2006: horitzó clar                          | 46     |
|                     | El sector exterior, clau del creixement del 2006                                    | 61     |
| <b>Febrer</b>       | <b>MERCAT DE TREBALL</b>  |        |
|                     | El veritable repte de l'ocupació nord-americana                                     | 9      |
|                     | El mercat de treball a la UE: una globalització a petita escala                     | 22     |
|                     | La immigració esperona el creixement de l'economia espanyola                        | 43     |
|                     | Reforma del mercat laboral: un decàleg  | 51     |
| <b>Març</b>         | <b>IMPOSTOS</b>   |        |
|                     | Treballar surt molt car a Europa: la fiscalitat sobre l'ocupació                    | 20     |
|                     | Cal reduir l'impost de societats?   | 65     |
|                     | Fiscalitat de l'automòbil: la reforma pendent                                       | 56     |
|                     | Qui paga els impostos a Espanya?  | 44     |
| <b>Abril</b>        | <b>IMMOBILIARI</b>  |        |
|                     | Les disparitats del mercat immobiliari als Estats Units                             | 8      |
|                     | El mercat hipotecari europeu, un mercat poc comú                                    | 24     |
|                     | La demografia dona suport a l'auge de l'habitatge a Espanya                         | 42     |
|                     | Serà el 2006 un any de correcció dels preus de l'habitatge?                         | 54     |
| <b>Maig</b>         | <b>CONSUM</b>   |        |
|                     | Les tres raons de la frugalitat xinesa  | 9      |
|                     | Per què Europa no consumeix més?  | 24     |
|                     | És excessiu el creixement del consum a Espanya?                                     | 46     |
|                     | La modernització dels mercats financers potencia l'efecte riquesa                   | 69     |
| <b>Juny</b>         | <b>TURISME</b>  |        |
|                     | El turisme del segle XXI: motor del creixement global                               | 17     |
|                     | El turista espanyol guanya la partida a l'estranger                                 | 42     |
|                     | Turisme i sector immobiliari: una nova era?   | 44     |
|                     | El nou turista ja és aquí   | 62     |
| <b>Juliol-agost</b> | <b>PRODUCTIVITAT</b>  |        |
|                     | Ocupació i productivitat: objectius incompatibles?                                  | 20     |
|                     | Per què es desaccelera la productivitat total dels factors de l'economia espanyola? | 38     |
|                     | A la recerca de la productivitat perduda  | 43     |
|                     | Productivitat del treball i modalitats de contractació                              | 49     |

|                 |  |    |
|-----------------|--|----|
| <b>Setembre</b> | <b>DESEQUILIBRIS DE LA BALANÇA DE PAGAMENTS</b>                              |    |
|                 | Estats Units: una lectura positiva del dèficit per compte corrent            | 10 |
|                 | Amèrica i Xina, o la falla de la cigala i la formiga                         | 17 |
|                 | Resultats pobres en competitivitat   | 53 |
|                 | El dèficit corrent a Espanya: Hi ha llum al final del túnel?                 | 60 |
|                 | Els inversors espanyols descobreixen Europa                                  | 65 |
| <b>Octubre</b>  | <b>INMIGRACIÓ</b>  |    |
|                 | La immigració a Espanya i als Estats Units: una qüestió de gènere            | 12 |
|                 | On és el lampista polonès? Mite i realitat sobre l'allau migratòria de l'Est | 29 |
|                 | Mercat laboral i immigració: Cap a on anem?                                  | 46 |
|                 | Els efectes de la immigració sobre l'ocupació i els salaris                  | 51 |
|                 | Com afecta la immigració l'Estat del benestar?                               | 62 |
| <b>Novembre</b> | <b>LA XINA I L'ÍNDIA</b>   |    |
|                 | Índia, seguint el deixant de la Xina   | 12 |
|                 | Xina: on són els emprenedors?  | 19 |
|                 | Índia i Xina, socis o competidors globals de la Unió Europea?                | 28 |
|                 | El drac xinès treu el cap a Espanya  | 63 |
| <b>Desembre</b> | <b>20 ANYS A LA UE</b>   |    |
|                 | Quins factors possibiliten la convergència amb la UE?                        | 20 |
|                 | L'euro, el «Club Med» i l'estabilitat macroeconòmica promesa                 | 33 |
|                 | Està Espanya integrada comercialment a Europa?                               | 57 |
|                 | Els Fons Europeus: s'esguerra la festa?                                      | 63 |

## Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

[www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)

Correu electrònic:

[publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto: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 2006.

Selección de indicadores

Edició completa disponible a Internet

### ■ COL-LECCIÓ ESTUDIS ECONÒMICS

18. **L'economia de l'art** (Exhaurit)  
Bruno Frey
19. **La reforma de les pensions davant la revisió del pacte de Toledo**  
José A. Herce i Javier Alonso Meseguer
20. **L'ampliació de la Unió Europea a l'Est d'Europa**
21. **Del ral a l'euro. Una història de la pesseta** José Luis García Delgado i José María Serrano Sanz (directors)
22. **Com tractar amb Brussel·les. El lobby a la Unió Europea**  
Robin Pedler
23. **Creixement i ocupació en les empreses industrials**  
Ángel Hermosilla i Natalia Ortega
24. **La regulació del comerç internacional: del GATT a l'OMC** (Exhaurit) Montserrat Millet
25. **Fallides i suspensions de pagaments: claus per a la reforma concursal**  
Fernando Cerdá i Ignacio Sancho
26. **L'euro: balanç dels tres primers anys**  
Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz i Valentí Sabaté
27. **L'ampliació de la Unió Europea. Efectes sobre l'economia espanyola**  
Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero i Francisco J. Velázquez

Versió anglesa: **European Union enlargement. Effects on the Spanish economy** (Exhaurit)

28. **Internet: situació actual i perspectives** Fèlix Badia
29. **El govern de l'empresa** (Exhaurit)  
Vicente Salas Fumás
30. **La banca a l'Amèrica Llatina. Reformes recents i perspectives**  
Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero i Maria Pilar Buil
31. **Els nous instruments de la gestió pública** Guillem López Casasnovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza i Ivan Planas Miret
32. **La competitivitat de l'economia espanyola: inflació, productivitat i especialització** Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Àngel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci i Ezequiel Uriel
33. **La creació d'empreses. Un enfocament gerencial**  
Josep Maria Veciana
34. **Política agrària comuna: balanç i perspectives** José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

### ■ COL-LECCIÓ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

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

### ■ COL-LECCIÓ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

## Consell Assessor del Servei d'Estudis

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

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