

Informe Mensual



NÚMERO 298

El sector immobiliari i la desacceleració de l'economia nord-americana Pàg. 12

Una crisi profunda de l'immobiliari tindria un efecte important, tot i que no catastròfic, en el conjunt de l'activitat

Continuaran els tipus d'interès reals baixos el 2007? Pàg. 34

L'època de tipus d'interès reals molt baixos apunta al seu final

La competitivitat exterior espanyola resisteix... ara com ara Pàg. 58

La quota mundial de les exportacions espanyoles no evoluciona malament en relació amb la dels nostres principals competidors

La política fiscal per al 2007: la despesa com a protagonista Pàg. 64

Els pressupostos per al 2007 s'inscriuen en un entorn macroeconòmic favorable

Previsions

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

	2005	2006	2007	2006				2007	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL									
	Previsions			Previsions					
Producte interior brut									
Estats Units	3,2	3,3	2,6	3,7	3,5	3,0	3,0	2,6	2,6
Japó	1,9	2,0	1,5	2,7	2,2	1,7	1,4	1,2	1,3
Regne Unit	1,9	2,7	2,4	2,4	2,7	2,9	2,8	2,4	2,6
Zona de l'euro	1,4	2,6	2,1	2,2	2,8	2,7	2,7	2,3	2,0
<i>Alemanya</i>	1,1	2,5	1,4	1,9	2,7	2,8	2,6	1,7	1,3
<i>França</i>	1,2	2,0	2,0	1,3	2,6	1,9	2,1	2,2	1,6
Preus de consum									
Estats Units	3,4	3,2	1,9	3,7	4,0	3,3	1,8	2,0	1,5
Japó	-0,3	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
Regne Unit	2,3	2,8	2,6	2,2	2,8	3,2	3,1	3,1	2,5
Zona de l'euro	2,2	2,2	2,0	2,3	2,5	2,1	1,8	2,2	1,8
<i>Alemanya</i>	2,0	1,7	2,3	2,0	1,9	1,6	1,3	2,5	2,3
<i>França</i>	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,3	1,4	1,3
ECONOMIA ESPANYOLA									
	Previsions			Previsions					
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	4,2	3,6	3,2	3,8	3,6	3,6	3,5	3,3	3,2
Consum de les AP	4,8	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3
Formació bruta de capital fix	7,0	6,3	6,0	6,3	6,2	6,3	6,5	6,3	6,3
<i>Béns d'equipament</i>	9,0	9,2	8,2	8,6	9,1	9,5	9,6	9,2	8,7
<i>Construcció</i>	6,0	6,0	5,6	5,8	5,8	6,1	6,2	6,0	5,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,2	4,8	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,6	4,5
Exportació de béns i serveis	1,5	5,2	4,2	9,5	4,9	3,2	3,5	3,8	4,1
Importació de béns i serveis	7,0	7,9	6,2	12,4	7,6	6,0	6,0	5,8	6,2
Producte interior brut	3,5	3,7	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,6
Altres variables									
Ocupació	3,1	3,1	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8
Taxa d'atur (% població activa)	9,2	8,5	8,0	9,1	8,5	8,1	8,2	8,1	8,0
Índex de preus de consum	3,4	3,5	2,5	4,0	3,9	3,5	2,6	2,6	2,3
Costos laborals unitaris	2,2	2,6	2,2	2,5	2,7	2,6			
Saldo operacions corrents (% PIB)	-7,5	-8,8	-9,7	-10,6	-8,2	-8,5			
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-6,5	-7,9	-8,8	-10,3	-7,7	-7,9			
Saldo públic (% PIB)	1,1	1,4	1,0						
MERCATS FINANCERS									
	Previsions			Previsions					
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	3,2	5,0	5,0	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,1
Repo BCE	2,0	2,8	3,8	2,3	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8
Bons EUA 10 anys	4,3	4,8	5,1	4,6	5,1	4,9	4,6	4,8	5,0
Bons alemanys 10 anys	3,4	3,8	4,4	3,5	4,0	3,9	3,8	3,9	4,3
Obligacions 10 anys	3,4	3,8	4,4	3,5	4,0	3,9	3,8	3,9	4,3
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,25	1,26	1,35	1,20	1,26	1,27	1,29	1,36	1,37

INFORME MENSUAL

Gener 2007

CAIXA D'ESTALVIS
I PENSIONS
DE BARCELONA

Servei d'Estudis

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

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2005

ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	169.470
Crèdits sobre clients	113.857
Resultat atribuït al Grup	1.495

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	25.254
Oficines	5.053
Terminals d'autoservei	7.208
Targetes	8.408.956

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2006

Milions €

Socials	160
Culturals	70
Ciència i medi ambient	54
Educatives	19

TOTAL PRESSUPOST

303

Converteix el teu PDA en una font d'informació sincronitzant-lo amb l'Informe Mensual i/o amb els principals indicadors econòmics.

L'Informe Mensual edició PDA és un resum de la situació econòmica i de l'evolució dels mercats financers, tant en l'àmbit internacional com en l'interior, amb especial atenció al marc europeu i a la zona de l'euro.

Està disponible per als PDA amb sistemes Palm, Pocket PC i Windows CE.

Més informació a www.estudis.lacaixa.es



La informació i les opinions contingudes en aquest informe procedeixen de fonts que considerem fiables. Aquest document té només propòsits informatius, per la qual cosa "la Caixa" no es responsabilitza de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies del Servei d'Estudis i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

L'any 2007 davant la globalització i els seus riscos

Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
 - 6 Previsions OCDE
 - 9 Estats Units
- 12 **El sector immobiliari i la desacceleració de l'economia nord-americana**
 - 15 Japó
 - 17 Xina
 - 19 Mèxic
- 21 **Unió Europea**
 - 21 Zona de l'euro
 - 23 Alemanya
 - 25 França
 - 26 Itàlia
 - 27 Regne Unit
- 28 **Mercats financers**
 - 28 Mercats monetaris i de capital
- 34 **Continuaran els tipus d'interès reals baixos el 2007?**
- 40 **Conjuntura espanyola**
 - 40 Activitat econòmica
 - 46 Mercat de treball
 - 52 Preus
 - 57 Sector exterior
- 58 **La competitivitat exterior espanyola resisteix... ara com ara**
 - 63 Sector públic
- 64 **La política fiscal per al 2007: la despesa com a protagonista**
 - 68 Estalvi i finançament

Diuen que un pessimista és un optimista que s'ha cansat de ser-ho. En termes d'evolució econòmica internacional, el contrari sembla més encertat. En els últims anys, els resultats de creixement i d'inflació han millorat sistemàticament les previsions inicials. Al final de cada exercici, els pessimistes, els qui anteposen els riscos a les oportunitats, han d'acabar donant la raó als optimistes. L'economia mundial travessa una de les fases més brillants de les últimes dècades i supera amenaces tan delicades com enfonsaments borsaris, crisis financeres, preus de primeres matèries en màxims històrics, atemptats terroristes, guerres o desastres naturals. Davant l'any 2007 que comença, proliferen els pronòstics, com és habitual. I, com també és tradicional, la previsió més general és la d'anticipar una certa desacceleració del creixement, una estabilització dels desequilibris, una moderació dels mercats... Ens tornarem a equivocar?

Més enllà del detall de les prediccions i de l'encert dels pronòstics, el més important és entendre el moment present de l'economia i els fonaments d'aquest cicle expansiu. Al seu informe sobre les perspectives econòmiques mundials per al 2007, el Banc Mundial explica la situació actual per la globalització de les economies. Els elevats ritmes de creixement, el ferm avanç dels països emergents i la millora del nivell de vida en una magnitud sense precedents s'expliquen per la progressiva integració del comerç, les finances, la tecnologia, les idees i les persones. L'informe es pregunta si continuarà aquest procés d'integració. Si la hipòtesi central es compleix, tenim globalització per a una bona estona: entre els anys 2006 i 2030, el creixement econòmic mundial superarà el registrat entre 1980 i 2005, la renda per capita dels països en desenvolupament també augmentarà més ràpid i la pobresa al món disminuirà de manera considerable, tot i l'augment de la població.

Però, sense anar tan lluny en el temps, l'actual context de globalització presenta també dos riscos ben seriosos. Un cal buscar-lo en els molt elevats desequilibris en les balances corrents. L'enorme dèficit dels Estats Units, induït per la despesa de consum, requereix grans volums d'estalvi exterior, provinent gairebé exclusivament de les economies asiàtiques emergents. Com es diu i es repeteix en tots els informes sobre l'economia internacional, aquest desequilibri no es pot ampliar indefinidament. I la seva correcció, si es produeix sobtadament, sigui mitjançant una aturada en el consum nord-americà o per la modificació dels tipus de canvi, podria malmetre l'actual cicle expansiu.

L'altre risc rau en les creixents tensions que planteja el procés de globalització. L'abundant liquiditat, els baixos tipus d'interès i l'optimisme generalitzat han provocat una inflació d'actius que es manifesta, sobretot, en l'exuberància del sector immobiliari en molts països. A més a més, el creixement dels beneficis empresarials i les favorables condicions de finançament propicien una intensa onada d'operacions de compra i adquisició d'empreses i la proliferació d'instruments financers d'alt risc. En canvi, la pressió competitiva dels països emergents pressiona a la baixa els salaris dels llocs de treball poc qualificats als països desenvolupats, obliga a deslocalitzar determinades indústries cap a països de baix cost i estimula la immigració de treballadors estrangers que accepten sous baixos, situació que obre el ventall salarial i incrementa les desigualtats. En definitiva, les tensions de la globalització plantegen riscos rellevants que cal tenir en compte perquè els seus efectes positius perdurin durant molts anys.

RESUM EXECUTIU

Les perspectives de creixement de l'economia internacional continuen essent molt favorables.

Un dels principals riscos apunta als Estats Units, per la incertesa sobre l'abast del col·lapse de l'edificació residencial.

Una dada positiva és la recuperació d'Alemanya, després de molts anys de resultats mediocres.

El que ens espera el 2007

L'expansió continua, amb riscos a la baixa.

El 2006 els països en desenvolupament han crescut el 7% en termes reals, més del doble que els desenvolupats. El 2007 es repetirà la història, per bé que a un ritme una mica inferior, i el mateix val per al 2008. No hi ha raons per pensar que l'extraordinària expansió del creixement i del comerç mundial dels últims anys s'hagi de frenar substancialment. Els tipus d'interès poden ser una mica més elevats, el dèficit exterior nord-americà una mica més contingut, el mercat immobiliari pot caure una mica més, la locomotora xinesa podria refredar-se una mica, no es poden descartar turbulències financeres. En general, però, les anàlisis no aconsegueixen identificar la classe de risc capaç de sabotejar el robust moment econòmic internacional. Llevat que es produeixi una desafortunada combinació d'aquests riscos o que aparegui el factor imprevist de caràcter geopolític que frustri totes les previsions.

Estats Units: tocats per no enfonsats. Al sector immobiliari nord-americà li correspon el protagonisme a l'hora d'esmentar els riscos de l'economia global. La seqüència dels fets s'inicia en el col·lapse del sector, que generaria una gran inquietud entre les famílies, que frenarien la despesa de consum i desencadenarien així una espiral recessiva. La primera etapa, la del col·lapse del sector, és la que es recorre ara, amb un descens del 25% en l'activitat i una retallada del 4% en els preus. No obstant això, ara com ara no hi ha evidència que els consumidors hagin retallat les despeses. La capacitat adquisitiva de les famílies puja gràcies a l'augment de l'ocupació i a

la retallada de la inflació. La Fed està atenta per intervenir amb la seva cura d'emergència: una retallada de tipus d'interès. Ara com ara, ens inclinem per l'escenari de desacceleració suau (creixement del 2%-2,5% el 2007) enfront del pessimisme (menys de l'1,5%).

Xina: més fusta. La rutilant estrella de l'economia internacional dels últims anys continuarà brillant. Els altres BRIX (grans economies emergents: Brasil, Rússia, Índia i Xina) també, llevat del Brasil, però la Xina marca la pauta, amb creixements anuals reals de dos dígitos. No obstant això, la intensa i creixent orientació exportadora de la maquinària industrial xinesa no deixa de ser una anomalia, quan rere seu hi ha un ingent exèrcit de mà d'obra que subsisteix de l'agricultura i que té un nivell de consum que no s'ha compassat amb el desenvolupament industrial. Al llarg del 2007, s'haurien de produir senyals de canvis –graduals, no cal dir-ho, com correspon a la mentalitat oriental– que apuntin a una menor preponderància de la inversió sobre el consum, a un menor pes dels conglomerats estatals, a un cert sanejament del sistema bancari, a una revaloració del iuan i, fins i tot, a una millora dels dèficits institucionals: drets de propietat, transparència comptable, supervisió bancària, etc.

Alemanya resorgeix. L'antiga locomotora europea fa temps que es va convertir en el llast de l'economia continental. La mala gestió de la reunificació del 1990 i la resistència a acceptar les reformes estructurals necessàries han generat una economia amb molt atur, molt dèficit públic i escàs creixement. Però sembla que les vaques magres

han quedat enrere. L'índex IFO de confiança empresarial del desembre ha retornat, sorprenentment, als nivells assolits durant la reunificació. No és casualitat. L'economia alemanya ha superat els millors pronòstics del 2006 i va pel mateix camí el 2007. El consum privat es revifa i el superàvit de la primera potència exportadora mundial creix. Una bona notícia per a economies com l'espanyola, que troben al mercat alemany una important destinació de les exportacions de béns i serveis.

UE a 27, € a 13. L'1 de gener del 2007, Bulgària i Romania se sumaran a la Unió Europea (UE), que quedarà constituïda per 27 estats membres. Amb aquest pas, la UE incorpora gairebé 30 milions d'habitants, de manera que la població total s'aproparà als 500 milions (492,8). En termes econòmics, el producte interior brut (PIB) de la UE augmenta menys de l'1%, ja que les dues noves economies presenten un nivell de renda per capita molt modest (al voltant del 33% de la mitjana de la UE 25). Els dos països ostenten una taxa d'inflació superior a la mitjana de la UE 25 i un atur més alt, però les taxes a la UE 27 no es modifiquen a causa de l'escàs pes dels nous socis. En l'àmbit monetari, la zona de l'euro també s'amplia, gràcies a la incorporació d'Eslovènia, un dels nous membres de la UE després de l'ampliació de maig del 2004. No obstant això, aquesta antiga part del territori iugoslau, amb 2 milions d'habitants i un PIB equivalent al de la província de Sevilla, no alterarà la projecció de la moneda única.

Tipus d'interès a l'alça, però l'enigma no es resol. Amb la probable excepció de la Fed, una bona part dels bancs centrals apujaran els tipus d'interès de referència al llarg del 2007. A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) es troba en plena fase alcista. El punt d'arribada podria situar-se al voltant del 4% i s'assoliria en els primers mesos de l'exercici que comença si els indicadors d'inflació i d'activitat mantenen els bons resultats. El Banc d'Anglaterra

també pot apujar el tipus d'interès clau. Al Japó, l'autoritat monetària no s'ha atrevit al desembre a apujar el tipus de referència, ara en el 0,50%, però, si la marxa de l'economia nipona no es trunca, podríem assistir a més d'un moviment tensionador. La gran incògnita són encara els tipus d'interès a llarg termini. Les pujades dels tipus d'interès monetaris al llarg del 2006 no han arrossegat a l'alça els tipus a llarg termini, de manera que les corbes de rendiments (la diferència entre tipus curts i llargs) s'han aplanat i, fins i tot, s'han invertit, com en el cas dels Estats Units. Els mercats anticipen una recessió? Al seu últim butlletí mensual, el BCE apunta a una reducció de les primes per termini de venciment en el cas de la zona de l'euro. En aquest Informe Mensual, argumentem sobre el canvi de preferències en els esquemes d'estalvi i inversió globals com a clau per entendre el misteri dels tipus.

Immigració: benedicció o problema? A les escoles d'economia, ensenyen que els factors de producció són el capital (físic o immaterial) i el treball. A Espanya, les sorpreses positives que ha donat l'economia en els últims anys han vingut, fonamentalment, de la inesperada aportació del factor treball. El panorama del mercat laboral s'ha transformat radicalment des del final dels anys noranta, quan la demografia nacional apuntava clarament a un horitzó de decadència. De llavors ençà, grans contingents d'immigrants han cobert una demanda de treball sorprenentment alta, han entrat en la dinàmica del consum i, fins i tot, s'han apuntat al costum nacional de demanar una hipoteca per comprar pis. També envien diners als seus familiars al país d'origen, i Espanya és el principal emissor europeu de remeses d'emigrants. A l'hora de fer previsions, el problema és que la informació sobre immigració és endarrerida i deficient, a causa de la immigració irregular. El 2005 van ser més de 600.000, el 2006 sembla que la xifra no serà inferior. Ateses les favorables perspec-

L'any 2007 comença amb les ampliacions de la UE, de 25 a 27 estats membres (Bulgària i Romania), i de la zona de l'euro, de 12 a 13 (Eslovènia).

Amb la probable excepció dels Estats Units, s'esperen pujades dels tipus d'interès de referència als principals bancs centrals, però subsisteix la incògnita sobre l'evolució dels tipus a llarg termini.

El corrent migratori cap a Espanya és un element bàsic per explicar l'evolució econòmica recent.

La demanda interior continuarà tirant de l'economia, tot i que cal esperar una certa desacceleració en la construcció i un avanç més compassat en la despesa de consum.

Perspectives favorables per a la inflació el 2007, però el desequilibri exterior es continuarà agreujant.

L'economia espanyola és a poca distància de la convergència amb la mitjana de la UE, però hi ha encara un marge considerable en la millora de la productivitat.

tives de creixement i d'ocupació, les coses no han de canviar gaire el 2007.

El totxo: un any més? En els comentaris sobre l'economia espanyola, és un lloc comú censurar el «model de creixement excessivament dependent del totxo» i trobar a faltar un creixement basat en sectors d'elevat valor afegit i en exportacions d'alta tecnologia. Doncs bé, el 2007 no ens portarà grans novetats en aquest sentit. El consens de previsions que elabora la Fundació de les Caixes d'Estalvis preveu una desacceleració continguda a la construcció, que passaria del 6,2% el 2006 al 5,4% el 2007. Tenint en compte que l'activitat en obra civil continuarà essent elevada, és l'edificació residencial la part que hauria de patir una moderació més intensa. Ja es perceben alguns senyals, com l'allargament dels terminis de venda de pisos. Però també és cert que, en l'última part del 2006, s'han disparat els visats d'obra nova i el crèdit a promotors, tot i que això podria obeir a la pròxima entrada en vigor del Codi Tècnic d'Edificació.

La demanda nacional, locomotora. Tampoc no cal dramatitzar amb el «model econòmic». La inversió en equipament creix i creixerà més que la destinada a la construcció, la qual cosa és un bon senyal. La despesa en recerca puja al ritme del producte interior brut nominal, que no és poc. El consum privat es moderarà suauement al llarg del 2007, encara amb el fons de fortaleza que li proporcionen les rendes salarials, la millora de la capacitat adquisitiva i unes condicions financeres encara laxes. Ah! I la minireforma fiscal aprovada fa poc, que proporcionarà un petit marge de despesa extra a les famílies.

Els caps de l'hidra. En la mitologia grega, l'hidra era una mena d'aterradora serp marina dotada de diversos caps. En la conjuntura espanyola, l'hidra presentava tradicionalment quatre caps: atur, inflació, dèficit exterior i dèficit públic. Afortunadament, alguns caps han estat tallats. Sembla que el

dèficit públic ha passat a la història gràcies a l'eficaç gestió dels últims governs. La taxa d'atur encara és elevada, però s'apropa a la mitjana comunitària. La inflació presenta un diferencial considerable en relació amb la mitjana de la zona de l'euro, però les perspectives per al 2007 són de moderació, de manera que la mitjana de l'any podria caure fins al 2,5%, un punt menys que el 2006. Queda el dèficit exterior. Aquí no es preveuen millores, sinó el contrari. Les exportacions no van malament, però l'embranchada de la demanda interna intensifica el desequilibri. Però fins i tot aquest cap de l'hidra ja no és el que era, ja que un dèficit en euros, amb Espanya com una regió més de la unió monetària, té un significat que no és comparable amb el dèficit tradicional en pessetes.

Convergent, que és gerundi. Un dels últims actes del Govern el 2006 ha estat la presentació del Programa d'Estabilitat, un document que ha de ser aprovat pel Consell de Ministres de la UE. L'economia espanyola és un alumne avantatjat en termes de creixement, i el ministre Solbes ho ha aprofitat per subratllar que, d'aquí a poc temps, assolirem el PIB per capita mitjà de la Unió. Segons les últimes dades d'Eurostat, Espanya se situava el 2005 en el 98% de la mitjana, un punt més que el 2004. Cal reconèixer, però, que l'última ampliació ha aprofitat la meta, en incorporar països de renda baixa. En relació amb la mitjana de l'antiga UE 15, encara ens situem en el 93%. L'avanç cap a la convergència s'alenteix per culpa de la productivitat, més baixa i amb un avanç més lent a Espanya. Al Programa d'Estabilitat, però, apareix un raig d'esperança: el creixement de la productivitat per empleat augmenta progressivament i passa d'un escàs 0,4% el 2005 a l'1,0% el 2009. Aquest resultat seria possible gràcies a les reformes de caràcter estructural iniciades i a les que encara cal iniciar. Tant de bo els bons propòsits es converteixin en realitat.

27 de desembre de 2006

CRONOLOGIA

2005

- 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, 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 una major liberalització del comerç internacional.
- agost**
- 3 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,00%.
 - 8 El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 78,49 dòlars per barril.
 - 12 El Consell de Seguretat de les Nacions Unides aprova una resolució d'**alto el foc al Líban** en el conflicte entre Israel i Hezbol·là.
- setembre**
- 26 La Comissió Europea dona 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**
- 29 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 35/2006 sobre reformes 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.
- desembre**
- 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,50%.
 - 15 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (14.387,6) amb uns guanys acumulats del 34,0% en relació amb el final de desembre del 2005.
 - 27 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim històric (12.510,6) amb una alça del 16,7% en relació amb el final del 2005.

AGENDA

Gener

- 3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
- 10 Índex de producció industrial (novembre).
- 11 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 12 IPC (desembre).
- 15 Balança de pagaments (octubre).
- 19 IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- 25 Preus industrials (desembre).
- 26 Enquesta de població activa (quart trimestre).
- 31 PIB dels Estats Units (quart trimestre). Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Febrer

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
Índex de producció industrial (desembre).
- 8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13 Avanç PIB d'Espanya (quart trimestre).
- 14 PIB de la UE (quart trimestre).
- 15 Balança de pagaments (novembre).
- 20 IPC (gener).
- 21 Comptabilitat nacional trimestral (quart trimestre).
- 26 Preus industrials (gener).
- 28 IPC harmonitzat de la UE (gener).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'OCDE veu una moderada desacceleració per al 2007, amb una reactivació el 2008.

Europa ha d'agafar el relleu dels Estats Units, però la Xina continua.

Amaina la tensió en el preu del petroli...

...i els desequilibris de balança de pagaments, juntament amb l'habitatge, són el risc més seriós.

Previsions OCDE: una recomposició del creixement mirant els desequilibris exteriors

L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) preveu un creixement del 3,2% el 2006 per al conjunt dels 30 països membres. Per al 2007, l'Organització espera un alentiment del ritme de creixement fins al 2,5%, quatre dècimes per sota de les anteriors previsions de primavera. El 2008 l'activitat experimentaria un cert revifament fins al 2,7%. Més que una desacceleració, ens trobem davant una redistribució del creixement, amb els Estats Units i el Japó en un procés d'aterratge suau i amb la zona de l'euro agafant el relleu, on la força del consum ha de solidificar la recuperació. Per la seva banda, la Xina, l'Índia i Rússia continuaran exhibint creixements robustos.

Els Estats Units es desacceleraran sensiblement. Amb la feblesa del mercat de l'habitatge i amb una inflació subjacent a la baixa, ajudada pel final de les alces del petroli, tot i un cert tensionament al mercat laboral, el creixement es reduirà del 3,3% del 2006 al 2,4% el 2007 i es recuperarà fins al 2,7% el 2008. El finançament del dèficit exterior continua essent suficient, gràcies als baixos rendiments que accepten els inversors en dòlars i al manteniment de la posició deutora exterior dels Estats Units, pels beneficis dels actius a l'estranger, a causa de la depreciació del dòlar. La correcció del dèficit comercial serà lenta. Per la seva banda, el Japó haurà de créixer al voltant del 2,0%, tot i que la feblesa dels salaris és un risc a la baixa.

Europa agafarà el relleu, amb una estimació de creixement revisada a l'alça. Per al 2007, s'espera que, gràcies al consum, les economies de la zona de l'euro guanyin el 2,2%, que s'ha de mantenir el 2008. Les expectatives d'Alemanya també han millorat, amb un producte interior brut (PIB) que el 2007 ha d'avançar l'1,8%, to clarament millor que l'1,0% previst anteriorment. El 2008 l'activitat continuarà guanyant força i creixerà el 2,1%. França, amb avanços del 2,2% i del 2,3%, també manté el pas. Itàlia veu millores en unes expectatives que mesos enrere no semblaven gens esperançadores, mentre que Espanya amb prou feines suavitzarà el fort nivell d'activitat exhibit el 2006 (3,6%) i creixerà el 3,3% el 2007 i el 3,1% el 2008.

El preu del petroli deixarà de pressionar a l'alça, a causa de la moderació de la demanda (principalment als Estats Units), de l'incipient efecte de substitutius com el gas natural i d'una percepció que les tensions geopolítiques estan descomptades o no s'han d'agreuja. No obstant això, el temps requerit per a l'adequació de les infraestructures complica l'ajustament de l'oferta i impedeix grans rebaixes de preus.

L'escenari continua essent positiu, però el principal risc són els desequilibris exteriors. Un canvi de percepció que dificulti el finançament i la progressiva correcció del dèficit comercial nord-americà podria afectar negativament la valoració dels actius nord-americans, en especial l'habitatge, amb efectes negatius per al consum i el nivell d'activitat. En molts països, continua avançant el preu de l'ha-

PERSPECTIVES ECONÒMIQUES DE L'OCDE (1)

	2004	2005	2006	2007	2008
PIB (2)					
Estats Units	3,9	3,2	3,3	2,4	2,7
Japó	2,3	2,7	2,8	2,0	2,0
Alemanya	0,8	1,1	2,6	1,8	2,1
França	2,0	1,2	2,1	2,2	2,3
Itàlia	0,9	0,1	1,8	1,4	1,6
Regne Unit	3,3	1,9	2,6	2,6	2,8
Espanya	3,2	3,5	3,7	3,3	3,1
Zona de l'euro	1,7	1,5	2,6	2,2	2,3
OCDE	3,2	2,7	3,2	2,5	2,7
Inflació (3)					
Estats Units	2,7	3,4	3,3	2,3	2,3
Japó	0,0	-0,6	0,3	0,3	0,8
Alemanya	1,8	1,9	1,7	1,9	1,0
França	2,3	1,9	2,0	1,4	1,6
Itàlia	2,3	2,2	2,2	1,9	2,0
Regne Unit	1,3	2,0	2,2	2,0	1,9
Espanya	3,1	3,4	3,5	2,7	3,2
Zona de l'euro	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8
OCDE	2,3	2,0	2,2	2,2	2,1
Atur (4)					
Estats Units	5,5	5,1	4,6	4,8	5,1
Japó	4,7	4,4	4,2	3,9	3,6
Alemanya	9,2	9,1	8,0	7,7	7,2
França	10,0	9,9	9,1	8,5	8,2
Itàlia	8,1	7,8	7,1	6,8	6,5
Regne Unit	4,7	4,8	5,5	5,7	5,8
Espanya	10,5	9,2	8,4	7,8	7,6
Zona de l'euro	8,9	8,6	7,9	7,4	7,1
OCDE	6,7	6,5	6,0	5,8	5,7
Balança per compte corrent (5)					
Estats Units	-5,7	-6,4	-6,6	-6,5	-6,6
Japó	3,7	3,7	3,8	4,5	5,3
Alemanya	3,7	4,2	4,0	4,8	5,2
França	-0,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8
Itàlia	-0,9	-1,6	-2,2	-2,2	-2,6
Regne Unit	-1,6	-2,2	-2,4	-2,0	-2,1
Espanya	-5,3	-7,4	-8,8	-9,2	-9,6
Zona de l'euro	0,8	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
OCDE	-1,2	-1,7	-2,0	-1,9	-1,8
Comerç mundial (6)					
	10,3	7,5	9,6	7,7	8,4

NOTES : (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 13 de novembre de 2006 (1 dòlar = 118,1 iens = 0,780 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 20 de novembre de 2006.

(2) Taxes percentuals de variació en termes reals.

(3) Taxes percentuals de variació del deflactor del PIB.

(4) En percentatge sobre població activa.

(5) En percentatge del PIB.

(6) Mitjana aritmètica de les taxes percentuals de creixement anual de les importacions i exportacions mundials en volum.

FONT: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics.

bitatge, que, en general, es manté car. El risc d'un reajustament de preus, amb els consegüents efectes sobre la demanda dels consumidors existeix. No obstant això, les desacceleracions recents al Regne Unit, Holanda, Austràlia i Finlàndia han tingut menys efectes sobre el consum del que es temia, tot i que sempre caldrà tenir en compte la situació específica de cada país.

Sembla que la política monetària restrictiva dels Estats Units ja ha acabat, mentre que, a la zona de l'euro, ha d'evolu-

cionar cap a condicions menys laxes. Els tipus d'interès a llarg continuen apuntant lleugerament a l'alça, però menys clarament que cap a la meitat de l'any. Els beneficis empresarials continuen mostrant un bon to, augmenten les diferències de renda i els productors de primeres matèries incrementen uns guanys difícilment sostenibles. Les balances fiscals presenten una millora general, en especial als Estats Units, però es troben a faltar polítiques que, aprofitant l'actual moment de bonança, neutralitzin els dèficits estructurals.

PERSPECTIVES FINANCERES DE L'OCDE (1)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dèficit (-) o superàvit (+) públic (2)						
Estats Units	-4,8	-4,6	-3,7	-2,3	-2,8	-3,0
Japó	-8,0	-6,3	-5,3	-4,6	-4,0	-3,7
Alemanya	-4,0	-3,7	-3,2	-2,3	-1,4	-1,3
França	-4,2	-3,7	-2,9	-2,7	-2,5	-2,3
Itàlia	-3,5	-3,5	-4,3	-4,8	-3,2	-3,3
Regne Unit	-3,4	-3,3	-3,4	-3,0	-2,7	-2,6
Espanya	0,0	-0,2	1,1	1,4	1,2	1,4
Zona de l'euro	-3,1	-2,8	-2,4	-2,1	-1,5	-1,4
OCDE	-4,0	-3,4	-2,7	-2,0	-2,0	-2,0
Tipus d'interès a curt termini (3)						
Estats Units	1,2	1,6	3,5	5,2	5,3	5,0
Japó	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,9
Regne Unit	3,7	4,6	4,7	4,8	5,0	4,8
Zona de l'euro	2,3	2,1	2,2	3,1	3,8	4,0
Tipus d'interès a llarg termini (4)						
Estats Units	4,0	4,3	4,3	4,8	4,8	4,9
Japó	1,0	1,5	1,4	1,8	2,1	2,7
Alemanya	4,1	4,0	3,4	3,8	4,0	4,2
França	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,2
Itàlia	4,3	4,3	3,6	4,1	4,3	4,6
Regne Unit	4,5	4,9	4,4	4,5	4,7	4,8
Espanya	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,2
Zona de l'euro	4,1	4,1	3,4	3,8	4,0	4,3

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 13 de novembre del 2006 (1 dòlar = 118,1 iens = 0,780 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 20 de novembre de 2006.

(2) En percentatge del PIB.

(3) Tipus d'interès a 3 mesos als mercats monetaris nacionals.

(4) Tipus del deute públic de les emissions més representatives de cada país.

FONT: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics.

Estats Units: por a la feblesa de l'habitatge

La percepció dels observadors econòmics a vegades canvia tan de pressa com les estacions. En les calors de l'estiu passat, les perspectives del 2007 estaven tènnyides de dramatisme i auguraven una desacceleració amb inflació, el pitjor dels móns possibles, que posaria a prova el nou president de la Reserva Federal, el banc central dels Estats Units. Prop ja de l'hivern, les coses pinten una mica millor, i l'aterratge suau amb inflació moderada és una hipòtesi força raonable. Mesos enrere, el final del *boom* de l'habitatge tenia l'efecte retardat d'encarir els lloguers, situació a la qual s'afegien el petroli i els costos laborals. Així, la inflació tirava a l'alça en l'inoportú moment en què el mercat immobiliari començava a minar el creixement. De llavors ençà, el petroli ha moderat els ímpetus, i tot fa pensar que continuarà així, els costos laborals s'han revisat a la baixa i els perills inflacionistes han amainat. A més a més, la Reserva Federal, tot i continuar mostrant el zel antiinflacionista al qual obli-

ga el seu mandat, ha trobat un aliat imprevist en els mercats financers, que han relaxat les condicions de liquiditat de l'economia. Sense necessitat d'abaixar els tipus oficials, l'activitat té un suport important, que també reflecteix que els riscos en relació amb l'escenari central són a la baixa.

Atès aquest escenari, l'economia nord-americana, que creixia al 3,0% interanual en el tercer trimestre i que espera, per al total del 2006, un avanç proper al 3,3%, comptem amb un increment proper al 2,5% el 2007. Els components que protagonitzaran aquesta desacceleració seran la inversió en habitatges i el consum privat, a parts iguals en termes absoluts. Seguirà així, durant un temps, el fort ajustament de l'oferta immobiliària, però el consum tindrà una retirada ordenada, amb tendència a la baixa i amb suports que han de fer que la desacceleració sigui suau. S'esgoten l'efecte riquesa i el refinançament dels habitatges, amb hipoteques sobre immobles ja pagats a tipus d'interès baixos destinades al consum, i ens trobem en una situació

Als Estats Units, els temors a una desacceleració són més grans que la por a les tensions inflacionistes.

Amb condicions financeres més laxes, el creixement de l'activitat per al 2007 s'hauria d'apropar al 2,5%.

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	III	Octubre	Novembre
PIB real	3,9	3,2	3,1	3,7	3,5	3,0	-	...
Vendes al detall	6,2	7,2	6,3	8,3	6,6	5,5	4,9	5,6
Confiança del consumidor (*)	96,1	100,3	95,8	105,7	106,6	104,4	105,1	102,9
Producció industrial	2,5	3,2	3,2	3,3	4,2	5,0	4,7	3,8
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	57,0	55,6	55,2	54,0	51,2	49,5
Venda d'habitatges unifamiliars	10,1	6,6	3,1	-11,6	-14,4	-22,5	-25,4	...
Taxa d'atur (**)	5,5	5,1	4,9	4,7	4,6	4,7	4,4	4,5
Preus de consum	2,7	3,4	3,7	3,7	4,0	3,3	1,3	2,0
Balança comercial (***)	-611	-717	-717	-740	-761	-779	-772	...

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.

La desacceleració se centra en l'habitatge, mentre que el consum té suports, tot i que tendirà lleugerament a la baixa.

d'estalvi en mínims, però la relativa fortalesa del mercat laboral i la millora de les condicions financeres mitiguen les reculades. El tipus hipotecari ha passat del 6,8% del final de juliol al 6,1% del desembre, i la prima de risc per als deutes de les empreses s'apropa al mínim històric. El problema no és tant el 2007, sinó el que vindrà després, ja que la situació de baix estalvi pot impedir, per un temps, el retorn al to robust imperant el 2005. Unes millors condicions financeres que també fan esperar que la inversió no compliqui la situació. El dèficit exterior es corregirà lentament, però, en la línia dels últims trimestres, no hauria de sostreure creixement.

Les vendes al detall, sense automòbils ni consum de benzina, van guanyar al novembre el 6,1% interanual, ritme superior a l'esperat, que, tot i no recuperar encara la robusta tendència de l'estiu, exhibeix un apreciable fons de fortaleza. En termes reals, descomptant l'augment de preus no energètics, s'ha passat de créixer el 2,2% al 3,5%. Els sectors que

més força continuen mostrant van ser l'electrònica, l'alimentació i el petit comerç. Per la seva banda, sembla que la volàtil venda d'automòbils surt del túnel, amb un increment del 5,0% interanual. L'índex de confiança del consumidor del Conference Board va cedir dos punts fins al nivell de 102,9, pèrdua moderada que el deixa per damunt del mínim de l'agost.

Des del punt de vista empresarial, les coses tenen un biaix diferent en funció del sector del qual es tracti. En manufactures, l'índex de l'Institute for Supply Management va baixar fins als 49,5 punts i es va situar per sota de la frontera dels 50 punts per primer cop des de l'abril del 2003, de manera que dominen ja els qui veuen menys activitat. En serveis, la situació s'inverteix, ja que l'índex es va recuperar uns convinents 58,9 punts. En conjunt, el veredicté empresarial continua apuntant a un alentiment moderat, situació que cal valorar si recordem que els beneficis es mantenen en màxims en relació amb el PIB.

Per als empresaris, la indústria cedeix més que els serveis.

ESTATS UNITS: ELS CONSUMIDORS RESISTEIXEN

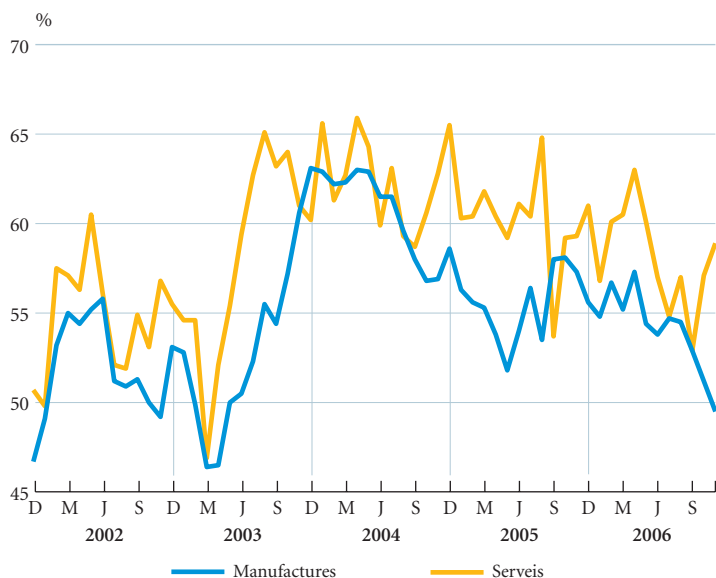
Vendes al detall sense automòbils ni benzina, variació interanual



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: ELS SERVEIS, MILLOR QUE LA INDÚSTRIA

Nivell dels índexs de l'ISM



FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

Continua la reculada de l'activitat al mercat immobiliari, amb una reducció de l'oferta que hauria de contribuir a limitar les davallades de preus. També es comencen a veure tímids símptomes d'estabilització. Els habitatges iniciats al novembre van tenir una lleugera reacció alcista, la continuïtat de la qual no està assegurada, tot i que encara es van situar el 25,4% per sota del mateix període de l'any anterior. La mateixa reacció a l'alça va tenir la venda d'habitatges de segona mà a l'octubre, tot i que el descens dels preus es va intensificar fins al 3,5% interanual. En l'habitatge nou, més volàtil, es va apreciar un tímid 1,8%. Per la seva banda, la producció industrial va guanyar el 3,8% interanual i va perdre ja de forma clara el bon to que havia exhibit en els mesos previs.

El mercat de treball és, juntament amb el relaxament de les condicions financeres, l'altre pilar important del consum. La taxa d'atur roman baixa, en el 4,5% de la població activa al novembre, i la creació de nous llocs de treball -132.000 al no-

vembre- supera amb consistència les expectatives dels observadors. Més coherent amb les dades anteriors del que ha estat la norma fins ara, el poder adquisitiu salarial ha crescut progressivament des de l'agost i va guanyar el 2,3% interanual al novembre. Arrodonint el panorama positiu, els costos laborals unitaris, la moderació dels quals serveix per fer-se una idea de la capacitat de l'economia de créixer sense inflació, es van alentir i es van col·locar en el 2,3% interanual en el tercer trimestre.

L'índex de preus al consum del novembre va avançar el 2,0%. Més enllà de l'índex general, massa afectat per les fluctuacions de la factura energètica, domina la moderació sostinguda del component subjacent (que exclou l'energia i els aliments), el qual, al novembre, va avançar el 2,6%. La inflació subjacent mostra, des de l'estiu, una tendència de moderació que contrasta clarament amb els inicis alcistes de l'any. El component més inflacionista de l'índex subjacent continua essent el preu

Continua la feblesa del sector immobiliari...

...però es crea ocupació i els salaris recuperen poder adquisitiu.

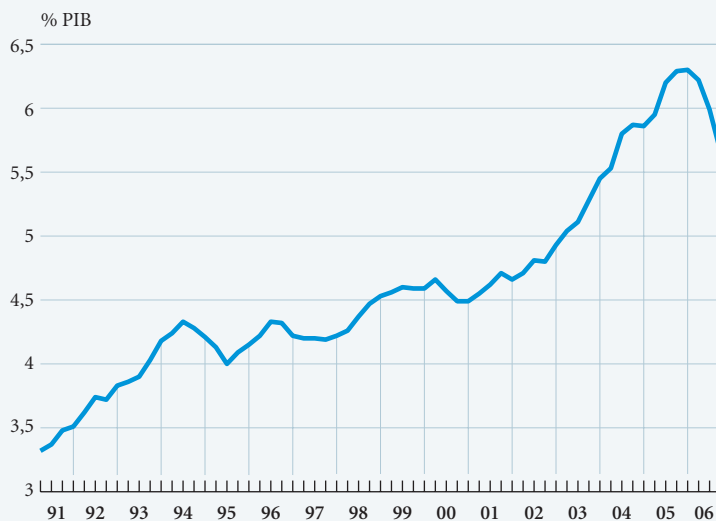
Els preus no energètics es moderen lentament.

El sector immobiliari i la desacceleració de l'economia nord-americana

Fa temps que l'habitatge s'ha convertit en un dels principals components de la riquesa de les famílies. Però la importància que ha adquirit recentment als països desenvolupats ha convertit el sector immobiliari en un dels principals actors de l'economia. Per aquest motiu, quan les notícies que ens arriben d'aquest sector no són bones, salten totes les alarmes, i més encara quan el país que les produeix són els Estats Units.

L'IMMOBILIARI, PUNTA DE LLANÇA DE L'EXPANSIÓ

Inversió residencial als Estats Units



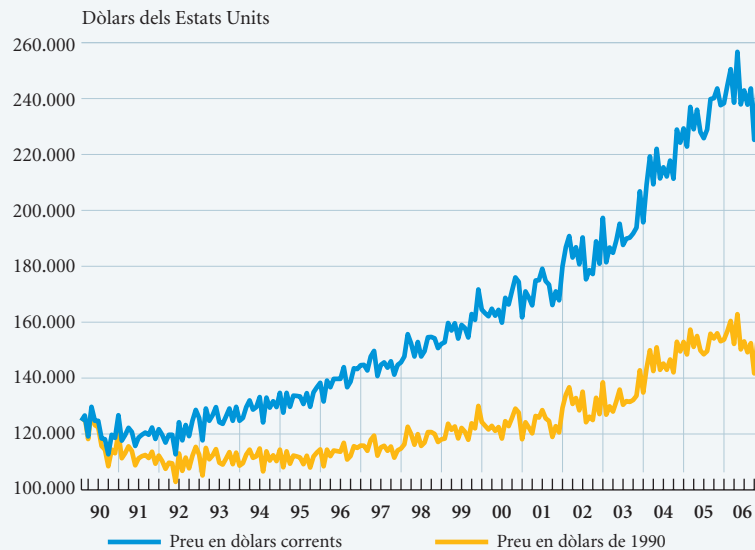
FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

Per veure com el sector immobiliari s'ha convertit en punta de llança del creixement nord-americà, només fa falta observar la forta inversió residencial, la qual ha crescut de forma gairebé ininterrompuda com a percentatge del PIB durant els quinze últims anys (vegeu el gràfic anterior) i de forma molt notable a partir del 2002, coincidint amb una etapa de tipus d'interès molt baixos. L'altre gran factor que cal tenir en compte és l'històric augment del preu de l'habitatge, que ha estat pujant sistemàticament per damunt de l'IPC i que s'ha doblat durant els deu últims anys (vegeu el gràfic següent). Això ha fet que moltes llars nord-americanes sentissin que la seva riquesa es disparava i les duia a augmentar el consum de forma significativa. A més a més, com l'habitatge és la principal garantia de crèdit de la qual disposen la majoria de famílies, l'augment del seu preu els permet incrementar la capacitat d'endeutament, que, en la majoria dels casos, és utilitzada per consumir encara més. Aquesta nova forma de finançament, que, al començament dels noranta, pràcticament no s'utilitzava, ha passat a representar gairebé el 6% de la renda disponible.

Després d'un llarg període de bonança al sector immobiliari, el que semblava impossible comença a succeir. El preu de l'habitatge nou, que, durant l'última dècada, ha crescut a una mitjana anual del 5,7%, ha caigut el 10,9% en els tres primers trimestres del 2006, i el de les usades s'ha estancat. El ritme d'activitat a la construcció residencial s'ha ressentit força, i l'habitatge nou iniciat, després de quinze anys creixent a una mitjana anual

FORT AUGMENT DEL PREU DE L'HABITATGE

Preu de l'habitatge nou als Estats Units

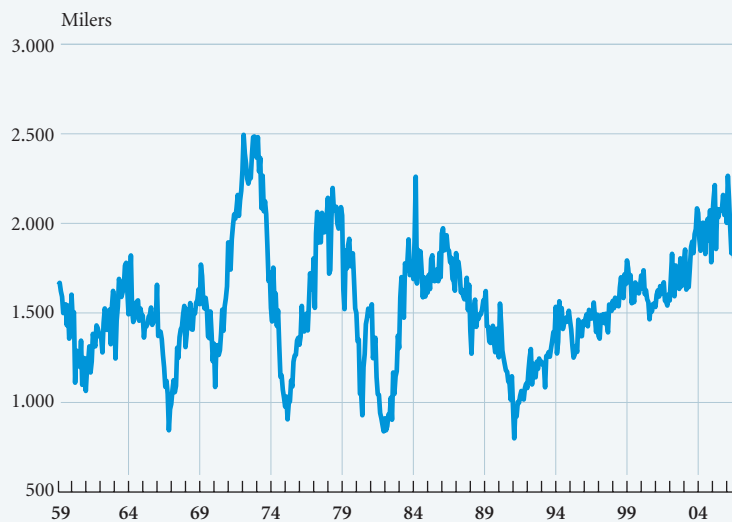


FONTS: National Association of Realtors i elaboració pròpia.

del 5,6%, ha caigut el 23% en els tres primers trimestres del 2006 (vegeu el gràfic següent). Aquesta cascada de números vermells encén el temor a un alentiment de l'economia nord-americana. No solament per la caiguda de la inversió residencial, sinó, en especial, pels efectes que pot tenir sobre el consum, el seu gran motor. Pot semblar que els totxos comencen a fer tremolar els pilars de l'economia... estaran fets a prova de terratrèmols?

FINAL DEL LLARG CICLE EXPANSIU INICIAT ALS NORANTA

Habitatges nous iniciats en termes anuals als Estats Units



FONT: Bureau of the Census.

No obstant això, si hi ha una economia al món que és eficient i capaç d'ajustar-se ràpidament, aquesta és la nord-americana. I és que la ràpida correcció que s'ha registrat en l'inici d'habitatges nous, la producció dels quals és tradicionalment inelàstica a curt termini, així sembla demostrar-ho (vegeu el gràfic anterior). I així també ho reflecteix el nostre escenari central de previsions, en què es preveu una moderació del creixement del consum privat i una caiguda de la inversió fixa residencial, de manera que, en conjunt, s'espera que l'economia nord-americana creixi el 2,6% el 2007.

De tota manera, per dirimir quins són els canals de transmissió del xoc al sector immobiliari i la magnitud dels seus possibles efectes, resulta molt il·lustratiu considerar un escenari alternatiu d'ajustament important, tot i que no catastròfic. En aquest escenari alternatiu, considerem, d'una banda, una caiguda addicional dels preus del 10%, en línia amb la caiguda que s'ha produït durant els tres primers trimestres del 2006 (tot i que s'han recuperat una mica en les últimes setmanes). I, de l'altra, que la inversió residencial com a proporció del PIB torna als nivells de la dècada dels noranta (la qual cosa suposaria una caiguda del 15%). La caiguda de la inversió afectaria, sobretot, els sectors de la construcció i les manufactures, la qual cosa restaria 0,4 punts al creixement del PIB en relació amb l'escenari central (vegeu la taula adjunta). D'altra banda, la caiguda de preus generaria un efecte riquesa negatiu sobre el consum (i, amb menys intensitat, sobre les importacions), que creixeria per damunt del que s'esperava i li restaria 0,6 punts de creixement al PIB. Sembla, doncs, que l'economia nord-americana és prou flexible per aguantar un dur cop del sector immobiliari i que acabaria creixent l'1,6%. Això sí, quedaria més exposada a possibles eventualitats futures.

I és que quedaria tocada, però no enfonsada, i amb un marge de maniobra reduït per afrontar possibles situacions adverses. Les pressions inflacionistes encara persisteixen i limitarien la capacitat de la Reserva Federal per poder revifar l'economia amb disminucions del preu del diner. A més a més, la política fiscal també es veu limitada per l'alt dèficit fiscal. De tota manera, cal destacar que les expectatives d'inflació s'han mantingut estables, i la reducció del preu del petroli pot ser una bossa d'aire fresc gens menyspreable per a la Fed.

Sembla que l'economia nord-americana davalla i que, a més a més, qui l'empeny en aquest descens és el pilar que sustenta el gran motor de l'economia. De tota manera, l'eficiència amb què respon el sector de la construcció permetrà que l'aterratge sigui suau, si no hi ha sorpreses d'última hora...

ESTATS UNITS: PREVISIONS MACROECONÒMIQUES

	2006		2007			
	% variació anual real	% PIB	Escenari central		Escenari alternatiu	
			% variació anual real	% PIB	% variació anual real	% PIB
PIB	3,2	100,0	2,6	100,0	1,6	100,0
Consum privat	3,1	71,0	2,6	71,0	1,6	71,1
Inversió privada	4,6	17,0	3,3	17,1	-0,2	16,7
<i>Inversió fixa no residencial</i>	7,8	11,6	6,3	12,0	6,3	12,1
<i>Inversió fixa residencial</i>	-2,8	5,2	-3,5	4,9	-15,0	4,3
Consum i inversió pública	2,0	17,6	2,0	17,4	2,0	17,6
Exportacions netes	-0,2	-5,6	-0,1	-5,6	0,1	-5,4
Exportacions	8,5	11,4	6,6	11,8	6,6	12,0
Importacions	6,7	17,0	5,1	17,4	3,6	17,4

FONT: Elaboració pròpia.

dels lloguers imputat als propietaris, que va avançar el 4,3% interanual. Aquest component s'inclou en l'índex perquè es considera part de la despesa de consum de les famílies, però no constitueix una despesa efectiva que desemborsin els propietaris d'habitatges.

Al sector exterior, la balança per compte corrent del tercer trimestre va presentar un dèficit equivalent al 6,8% del PIB. No obstant això, la via de la correcció ja està marcada. Amb l'ajuda, en part, de la feblesa del dòlar i de la moderació del preu del petroli importat, al novembre vam assistir a una disminució clara del dèficit comercial, que va arribar als 58.868 milions de dòlars, un rotund 8,4% per sota del mes previ. Des del final del 2004, el sector exterior ha sostret l'1,1% del PIB en dòlars corrents, a causa de l'encariment de l'energia importada. Assumint les perspectives del mercat del petroli, sense tensions alcistes de preus, i, atesa la sostinguda força de les exportacions, que al novembre van créixer el 13,8% en relació amb el mateix període de l'any ante-

rior, el dèficit s'hauria de continuar corregint durant el 2007.

Japó, goig sense alegria del consumidor

Amb l'última recuperació, iniciada cap al final del 2005, semblava que Junichiro Koizumi, l'anterior primer ministre, havia començat a canviar el Japó. La demanda interna, en especial el consum privat, era el principal suport de l'economia, i això era una gran novetat. El banc central afilava les armes perquè, després del final de la deflació, l'economia aviat donaria signes de reescalfament. Només fallava una cosa, els números del Japó juguen a vegades males passades. Després d'un període de certa inconsistència, en què els indicadors del consum apuntaven a la baixa, la revisió dels comptes nacionals dels últims anys ho confirmava i la recuperació s'ha esvaït a poc a poc. A més a més, després de la boira de l'agitació, ha ressorgit el vell Japó, on els productors manen sobre uns consumidors tendents al pessimisme que no augmenten en

El dèficit comercial millora al novembre, mentre s'espera la consolidació del procés de correcció.

Al Japó la revisió dels comptes nacionals posa de manifest un consum més feble i molta dependència de l'exterior.

JAPÓ: LA REVISIÓ DEL PIB ES MENJA LA RECUPERACIÓ

Variació interanual del producte interior brut



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó i elaboració pròpia.

El creixement per al 2007 s'aproparà a l'1,5%.

Enfront de les febles vendes al detall, la indústria es recupera i els beneficis empresarials mantenen el to.

nombre i on la dependència de les exportacions continua essent alta.

Amb la revisió, l'economia del Japó ha crescut el 5,2% des del final del 2003, i no el 6,3% com es pensava, i el component que més a la baixa s'ha revisat és el consum privat, el creixement del qual, en el mateix període, ha quedat reduït a la meitat i ha passat del 4,0% al 2,6%. Tot i que en una proporció menor, la inversió en equipament també s'ha revisat a la baixa, en especial el 2006, quan va mostrar-se especialment forta. La construcció privada també va cedir terreny, tot i que la seva contribució al creixement era molt petita. Despesa pública i sector exterior són els components que queden gairebé igual. Tot plegat va deixar l'economia creixent l'1,7% interanual en el tercer trimestre, amb un consum ja en lleugera reculada, però amb la inversió en equipament i les exportacions avançant al 7,7% i al 9,6%, respectivament. Per al 2007, l'economia haurà de créixer una mica per damunt de l'1,5%, seguint el baix perfil del sector privat de la demanda interna i amb els principals socis comercials, els Estats Units i la Xina, en sengles processos d'alentiment,

tot i que de diferent intensitat. Per a la segona meitat de l'any, la tendència de creixement anirà cap al 2%.

Les vendes al detall de l'octubre van avançar el 0,3% interanual, un altre cop per sota de l'augment de preus en la tònica de perfil baix dels últims mesos. La venda d'automòbils va seguir un patró similar i va recular al novembre el 6,1% interanual, sense avanços des del juny del 2005. Per la seva banda, la confiança del consumidor del tercer trimestre es va mantenir en els 45,6 punts, nivell acceptable que perd, però, els màxims dels nou mesos anteriors. El sector de l'habitatge tampoc no es mostra fort, amb els preus de Tòquio estancats al novembre i les vendes reculant el 22,9%. L'altra cara de la moneda és la renovada fortalesa de la producció industrial, que, al novembre, va guanyar el 6,1% interanual, un component que mostra el Japó tradicional, fort en manufactures i amb la mirada posada en l'exportació. En aquest sentit, les comandes de maquinària destinades a l'exterior es van recuperar amb força a l'octubre i van continuar guanyant terreny en relació amb les destinades a la

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	2,7	1,9	2,2	2,9	2,7	2,2	1,7	-	...
Vendes al detall	-0,9	1,4	1,1	0,7	0,6	-0,2	0,4	0,3	...
Producció industrial	5,3	1,5	-0,1	3,6	2,8	3,7	5,3	6,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	19,0	21,0	20,0	21,0	24,0	-	25,0
Habitatges iniciats	2,6	3,8	4,9	6,9	4,9	8,8	-0,7	2,1	...
Taxa d'atur (**)	4,7	4,4	4,3	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	...
Preus de consum	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,4	...
Balança comercial (***)	13,9	10,2	10,9	10,2	9,5	9,1	8,9	9,0	...

NOTES: (*) Valor.

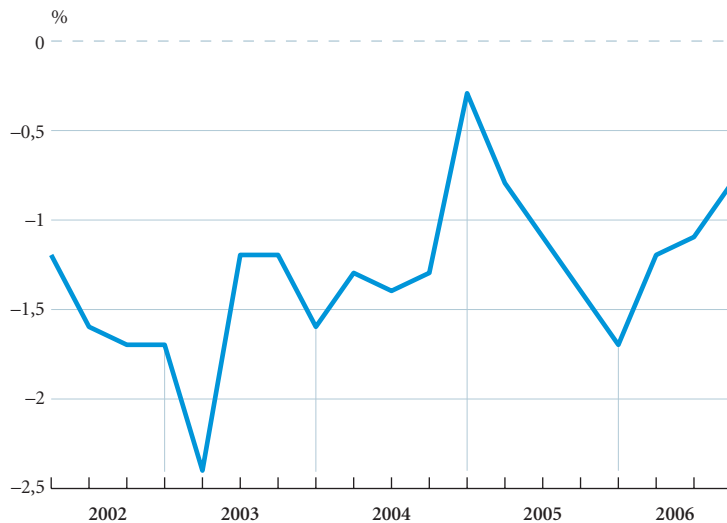
(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

JAPÓ: EL FINAL DE LA DEFLACIÓ ENCARA NO ÉS CLAR

Variació interanual del deflactor del consum privat



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

demanda interna, que llangueixen des de l'estiu. Així mateix, l'enquesta empresarial Tankan del quart trimestre va arribar, en el cas de les grans empreses manufactureres, als 25 punts i va mostrar que la major fortalesa nipona continua residint en les grans empreses, els beneficis de les quals continuen en forma, la qual cosa, juntament amb l'ansia inversora i amb el preu d'alguns actius, constitueix l'argument del banc central per a una pujada de tipus no exempta de polèmica.

La inflació de l'octubre va quedar en el 0,4% interanual, i l'índex sense aliments frescos, menys volàtil, només va guanyar el 0,1%. El deflactor del PIB del consum privat del tercer trimestre es va situar en terreny positiu després de molt de temps, tot i que ajudat per l'energia. La taxa d'atur es va situar a l'octubre en el 4,1%, però fa tres mesos que els salaris perden poder adquisitiu, la qual cosa, juntament amb la renovada tendència de les famílies a l'estalvi, explica aquesta primacia de productors enfront de consumidors.

El sector exterior va continuar essent un bastió de fortalesa, amb una balança comercial que, en els dotze últims mesos fins a l'octubre, va arribar als nou bilions de iens i es va recuperar dels efectes dels preus energètics. El sector exterior ha d'anar a més en els propers mesos, però les exportacions han perdut una mica de la força que exhibien en la primera meitat del 2006, situació que evidencia la tendència a la moderació del creixement global.

Xina: l'estrany cas del creixement sense consum

Sembla que les xifres de la Xina no deixen espai per a l'ambigüitat. El creixement del tercer trimestre va ser del 10,4% interanual, amb l'agricultura creixent al 4,9%; els serveis, al 9,5%, i la indústria, al 13,0%. Existeix una certa desacceleració en relació amb el segon trimestre, però, sense cap mena de dubte, l'activitat febril és la nota dominant. El creixement xinès s'enfoca cada cop més cap a la inversió i a l'ex-

La baixa taxa d'atur no es tradueix en alces salarials.

La Xina alenteix la marxa, però encara creix al 10,4%.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	9,5	9,9	9,8	9,9	10,3	11,3	10,4	–	...
Producció industrial	16,3	15,9	16,2	16,4	16,8	18,0	16,2	14,7	14,9
Producció elèctrica	15,0	13,4	13,6	11,8	13,4	13,2	16,5	15,6	15,7
Preus de consum	3,9	1,8	1,3	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,9
Balança comercial (*)	32,1	102,0	96,6	102,0	108,8	123,5	143,3	155,2	167,6

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

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

La força de la inversió i les exportacions conviuen amb la feblesa del consum privat.

portació, mentre que el consum es queda enrere, i això genera cinc problemes que el 2007 dirà si es comencen a corregir de forma preventiva o no.

En primer lloc, la inversió representava el 2005 el 42,3% del PIB, una taxa superior a la d'altres economies emergents que planteja seriosos dubtes sobre la seva rendibilitat. En segon terme, aquesta inversió crea un excés de capacitat, en especial en estructures i en sectors intensius en primeres matèries, com l'acer. Així, la producció industrial del novembre va avançar el 14,9% interanual, en lleugera desacceleració en relació amb el 16% que havia estat la norma en els últims temps, i va reflectir, en part, les mesures de les autoritats per moderar l'activitat. No obstant això, el component de la indústria pesant, que s'apropa al 70% del total, va créixer el 16,6% durant el mateix període. En tercer lloc, el creixement és intensiu en capital, la qual cosa fomenta un fort consum d'energia i no el creixement de l'ocupació, on la Xina té una reserva de mà d'obra provinent d'un sector agrícola improductiu que disminueix lentament.

En quart lloc, un excés d'inversió sense rendibilitat augmentaria els problemes del sector bancari, que realitza reeixides privatitzacions, però on la seguretat que el principal dels préstecs sigui tornat és

inacceptablement baixa. En aquest sentit, és una bona notícia que, al novembre, la proporció del total de la indústria que representaven els conglomerats (estatals, molt endeutats i amb pocs beneficis) va baixar al 34,0%, tot i que el dubte és si la proporció baixa prou de pressa. Finalment, aquesta primacia de la inversió es complementa amb una orientació cada cop més netament exportadora. Les exportacions dels dotze últims mesos fins al novembre van arribar al 35,1% del PIB, i el superàvit comercial podria superar ja el 6% del total de l'economia. Aquesta dependència del sector exterior és agreujada pel fet que és asimètrica, és a dir, el superàvit es concentra a Europa i, sobretot, als Estats Units. Així, amb un superàvit total de 155.000 milions de dòlars en els dotze últims mesos fins a l'octubre, el superàvit bilateral amb els Estats Units pujava a 138.000 milions. El dèficit comercial nord-americà no depèn només de les exportacions xineses, però és un fet que aquest desequilibri bilateral crea tensions que podrien atreure cants proteccionistes, amb les pèrdues consegüents.

La bona notícia és que el Govern xinès és ben conscient de tot plegat, però el problema cal buscar-lo en la suficiència de les solucions, que passen totes per estimular el consum privat d'una població tendent a l'estalvi. El 2005 el consum re-

XINA: REPUNTA LA INFLACIÓ?

Variació interanual de l'índex de preus al consum en alimentació



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

presentava el 38,7% de l'economia, xifra excepcionalment baixa fins i tot per a una economia emergent que, a més a més, continua en declivi. Les vendes al detall del novembre van créixer el 14,1% interanual, però, més enllà de xifres concretes, els increments sempre són menors que els de la producció industrial, i, a més a més, a diferència de la producció industrial, s'observa una clara desacceleració en relació amb el 2004 i el 2005. Incrementar la despesa en medicina, educació i pensions és un primer pas que es fa amb massa timidesa. Obligar les empreses a donar més dividendes seria una altra mesura. Més enllà hi ha el dèficit institucional, que inclou drets de propietat més clars, en especial per als agricultors i per als petits empresaris, transparència comptable i millor supervisió bancària.

Amb l'excés de capacitat i la reserva de mà d'obra agrícola, gens fàcil de traspasar a sectors més productius, les tendències inflacionistes haurien de ser sostenibles. La inflació oficial del novembre es

va situar en l'1,9% interanual, que, en el cas dels aliments, es va col·locar en el 3,7%, percentatge més creïble. L'elecció de futur és si es deixa fluctuar el tipus de canvi, de manera que una apreciació ajudi a contenir els preus i el subsidi que actualment reben els exportadors a costa dels consumidors. El gran dubte per al 2007 a la Xina no és el ritme de creixement, sinó la posada en marxa de mesures adequades que reactivin el consum enfront de la inversió i l'exportació, amb una progressiva millora del dèficit institucional.

Mèxic: continuen l'expansió i el deteriorament comercial

L'economia asteca va continuar creixent en el tercer trimestre i va arribar al 4,6% interanual. Segueix així el cicle alcista iniciat cap al final del 2005. El creixement mexicà es basa, sobretot, en el consum privat, que s'incrementa el 5,4%, tot i que, en els últims mesos, sembla que el consum públic s'ha accelerat. La inversió creix gairebé el 10% interanual, amb pre-

La indústria pesant continua dominant el creixement, tot i que la producció industrial es desaccelera lleugerament.

La pregunta per al 2007 és si les autoritats seran capaces de reactivar el consum.

Mèxic creix al 4,6%, liderat per la inversió privada.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

FONT: Banc Central de Mèxic.

La construcció agafa el relleu de les manufactures.

domini del sector privat. Per components, des del costat de l'oferta, la construcció i les manufactures van ser els sectors més actius del tercer trimestre, amb avanços del 7,7% i del 5,9% interanual, respectivament. Dins del sector manufacturer, destaca la força de la maquinària i dels metalls, tot i que la tendència és aquí d'una certa desacceleració.

Entre els indicadors de demanda més recents, la producció industrial va créixer el 4,6% interanual a l'octubre i conserva un bon to, tot i que, des del juny, hi ha una lleugera tendència d'alentiment. Continua aquí el lent procés del relleu de les manufactures per la construcció que va

començar al juliol. Per la seva banda, la producció industrial de les «maquiladoras», amb un creixement del 2,0%, va perdre la força de l'estiu passat i va tornar a la letargia.

L'estabilitat de preus és un dubte cada cop més important de l'economia mexicana, amb una inflació que, a l'octubre, va seguir el procés de repunt del final de l'estiu i va créixer a un ritme del 4,3% interanual. El component subjacent, sense energia ni alimentació, va mantenir l'avanç del 3,4%, la qual cosa sembla raonable, però el deflactor del PIB del segon trimestre va créixer el 8,5% interanual.

Els preus continuen repuntant.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: horitzó clar

La zona de l'euro acabarà el 2006 en un excel·lent moment de forma, per damunt del seu potencial de creixement. En el tercer trimestre s'han confirmat certes ten-

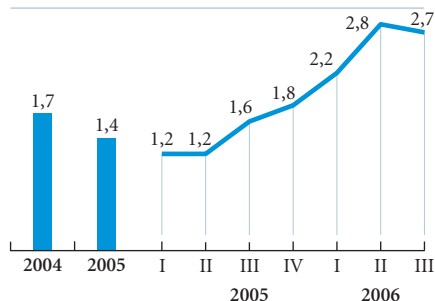
dències –fonamentalment, el paper motor de la inversió– i han aparegut algunes novetats. La més significativa de les quals és que el consum privat comença a tenir un paper més destacat en l'expansió econòmica.

La zona de l'euro acaba l'any en una forma excel·lent i amb més protagonisme del consum.

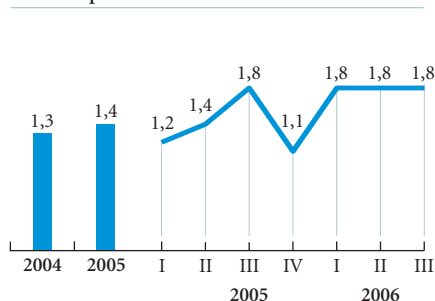
EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

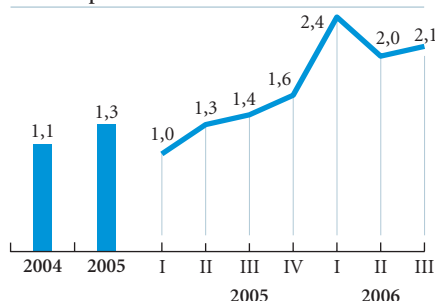
PIB



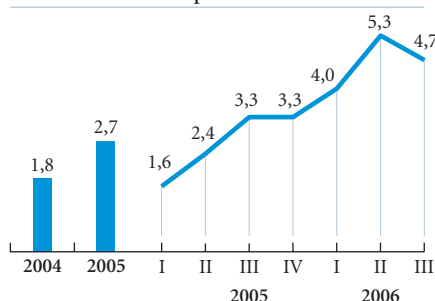
Consum privat



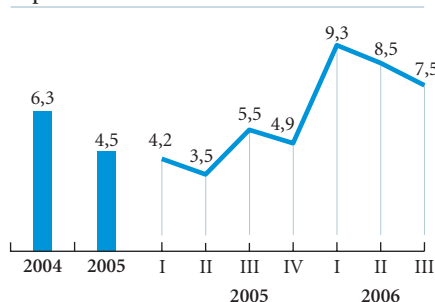
Consum públic



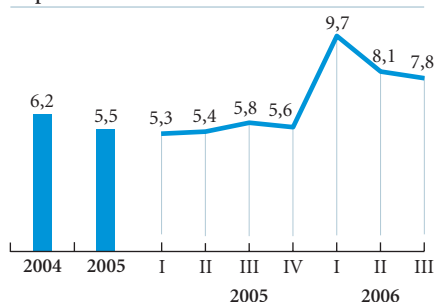
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

En el quart trimestre, es manté l'impuls de l'activitat.

Concretament, després de publicar-se els resultats detallats del tercer trimestre, que han anat acompanyats de la revisió de les xifres del primer semestre, es constata que el consum privat va créixer l'1,8% en els tres primers trimestres, més del que s'havia estimat preliminarment. Per la seva banda, la inversió, tot i mostrar una certa desacceleració, va exhibir un creixement del 4,7% interanual en el tercer trimestre. El consum públic va mantenir un ritme similar al del segon trimestre, de l'ordre del 2% interanual. En conjunt, la demanda interna va créixer el 2,7% interanual, dues dècimes més que en el trimestre anterior. L'acceleració de la demanda interna va impulsar, al seu torn, les importacions, de manera que, tot i el bon comportament exportador, la contribució del sector exterior a la variació del producte interior brut (PIB) va ser nul·la. En definitiva, la zona de l'euro va créixer el 2,7% interanual en el tercer trimestre i el 2,6% des de l'inici de l'any.

Tot fa pensar que el ritme actual no cedirà en l'últim trimestre. El sentiment econòmic, un indicador global del pols de la zona de l'euro, es va continuar movent a

l'alça a l'octubre i al novembre: enfront del nivell dels 108,8 punts del tercer trimestre, el sentiment econòmic es va situar en els 110,4 punts de mitjana dels dos primers mesos del quart trimestre. L'alça de la confiança del consumidor fins al novembre i l'acceleració de la producció industrial a l'octubre avalen, pel costat de la demanda i de l'oferta, respectivament, que l'expansió es manté en el tram final de l'exercici. Com a resultat, la taxa d'atur, després de cinc mesos consecutius en el 7,8%, va baixar una dècima percentual a l'octubre.

Per tant, el 2006 serà, amb tota probabilitat, un bon any econòmic. I el 2007? A curt termini, les preocupacions fonamentals són dues. La primera, pel que fa al creixement econòmic, es circumscriu a l'impacte negatiu que l'ajustament fiscal alemany pot comportar. Així, l'increment del tipus de l'impost sobre el valor afegit (tres punts addicionals a partir de l'1 de gener del 2007) provoca incerteses sobre els seus efectes sobre l'activitat i, en especial, sobre els consumidors germànics, que poden haver anticipat a la segona meitat de l'any una part significativa de

L'atenció se centra en la inflació i en l'impacte de la pujada de l'IVA alemany.

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			
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,7	1,4	1,8	2,2	2,8	2,7	-	...
Vendes al detall	1,5	1,3	1,3	0,8	1,7	1,8	1,0	...
Confiança del consumidor (*)	-14	-14	-13	-11	-10	-8	-8	-7
Producció industrial	2,0	1,2	2,1	3,4	4,1	3,9	3,6	...
Sentiment econòmic (*)	99,8	98,4	100,6	103,0	107,2	108,8	110,4	110,3
Taxa d'atur (**)	8,8	8,6	8,5	8,2	7,8	7,8	7,7	...
Preus de consum	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,6	1,9
Balança comercial (***)	80,4	42,1	22,2	3,3	-9,6	-20,9	-18,9	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

les despeses i poden provocar, per aquest motiu, una aturada temporal en el primer trimestre del 2007. Si tenim en compte que la recuperació alemanya té un paper important en l'expansió europea, aquesta incertesa no és menor.

Un segon focus d'atenció se centra en els preus. Durant una gran part de la tardor, el component energètic de l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat va contribuir a reduir les pressions inflacionistes, fins al punt que, a l'octubre, l'índex general es va situar en l'1,6% interanual. Ara el camí s'inverteix. Al novembre, la contribució energètica va provocar una pujada fins a l'1,9% interanual. I aquesta tendència es prolongarà en els propers mesos. A més a més, l'impacte inflacionista de la pujada de l'IVA alemany esmentada més amunt contribuirà també a mantenir els preus de la zona de l'euro per damunt del 2% de referència del Banc Central Europeu.

Tot plegat, juntament amb altres factors puntuals, com el menor creixement exportador derivat d'un entorn global en moderada desacceleració i un euro en tendència alcista, explica que s'espera un 2007 en suau desacceleració. Certament, encara es creixerà per damunt del 2% anual, però tot fa pensar que el 2006 quedarà com un any excepcionalment positiu, en especial si tenim en compte que les reformes estructurals que haurien de permetre millorar el potencial de creixement amb prou feines progressen.

En el seu primer informe anual per a la reforma econòmica, la Comissió Europea, amb un to globalment positiu, reconeix que l'impuls reformador és limitat. Específicament, l'executiu comunitari apunta tres àrees que necessiten millores prioritàries. Un primer punt de preocupació és la necessitat d'introduir més competència en certs mercats de serveis, entre els quals

la Comissió destaca l'energia. El segon és l'excessiva segmentació del mercat de treball, en especial entre els treballadors amb condicions d'estabilitat i els treballadors en una situació més precària.

Finalment, i probablement vinculat al resultat anterior, preocupa l'excessiva rigidesa que encara denota el mercat laboral. Sembla que l'aposta per l'anomenada «flexigüretat», és a dir, per una combinació de flexibilitat en les relacions laborals i de molt suport extern per facilitar les transicions laborals, no aixeca el vol a la majoria de països europeus. En resum, no sembla que l'època de bonança serveixi per treballar per al futur. O, en paraules del president de la Comissió, José Manuel Barroso: «no hi ha lloc per a la complaença». En un altre ordre de coses, cal recordar que, a partir de l'1 de gener del 2007, Eslovènia serà el tretzè estat membre de la Unió que adoptarà l'euro com a moneda pròpia.

Alemanya: escull superable en el primer trimestre

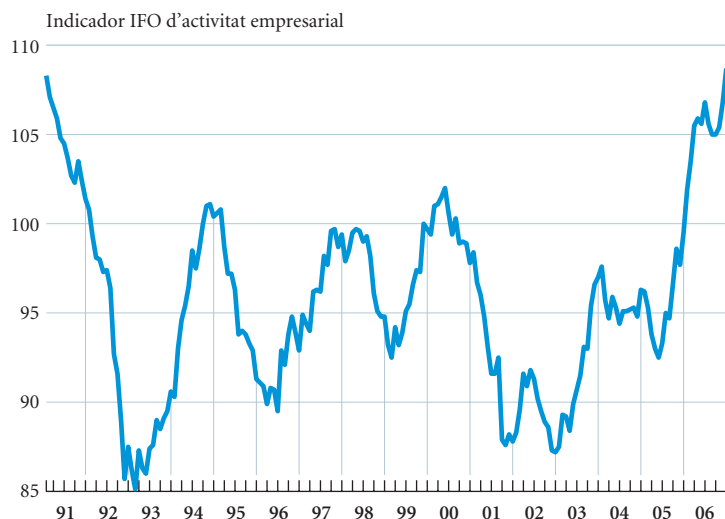
Alemanya ha superat els pronòstics més optimistes i manté, en el tram final del 2006, un ritme expansiu notable. El consum privat, en part com a resposta a l'augment de l'IVA a partir de l'1 de gener del 2007, ha accelerat el ritme, segons es desprèn d'indicadors com les matriculacions d'automòbils (augment que supera el 10% interanual a l'octubre-novembre) i la confiança del consumidor, que suma dos punts al novembre. A més a més, no es tracta solament de la demanda interna, ja que, a l'octubre, i per segon mes consecutiu, el superàvit comercial, en saldo acumulat de dotze mesos, va tornar a créixer. Darrere d'aquesta recuperació hi ha el creixement explosiu de les exportacions, superior al 18% interanual de mitjana dels mesos de setembre i octubre.

L'expansió econòmica no és aprofitada per accelerar les reformes estructurals.

El consum alemany s'aviva, en part anticipant-se a l'augment de la fiscalitat indirecta.

Forta expansió exportadora, que beneficia la indústria.

ALEMANYA EXHIBEIX LES PERSPECTIVES MÉS POSITIVES DES DE LA REUNIFICACIÓ



FONT: Institut IFO.

L'indicador IFO, en màxims des del 1991, anticipa un 2007 positiu.

Des de la perspectiva de l'oferta, la situació també és positiva. Tot i que la producció industrial ha alentit una mica el creixement, es tracta d'un moviment de lògica correcció enfront del fort augment acumulat des del començament de l'any. En tot cas, amb l'índex de producció industrial a un ritme d'avanç del 3,2% interanual a l'octubre i amb les comandes industrials creixent més del 8,5% també en

aquest mes, la fortlesa industrial sembla inqüestionable. També és positiva la tònica dels serveis, que, després de fluïxer durant els mesos d'agost i setembre, han recuperat posicions fins al novembre.

A conseqüència de la recuperació econòmica, es comença a mitigar parcialment l'apressant problema de l'atur. Així, la taxa d'atur tendeix a aproximar-se pro-

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	Desembre
PIB	0,8	1,1	1,7	1,9	2,7	2,8	-	...	-
Vendes al detall	2,1	1,3	0,4	0,6	0,2	0,3	-0,8	...	...
Producció industrial	2,4	2,9	4,7	4,6	5,8	6,4	3,2	...	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	98,6	103,6	106,1	105,2	105,4	106,8	108,7
Taxa d'atur (**)	10,5	11,7	11,5	11,3	11,0	10,6	10,4	10,2	...
Preus de consum	1,6	2,0	2,2	2,1	1,9	1,6	1,1	1,5	1,3
Balança comercial (***)	149	156,3	158,4	155,2	152,3	149,9	155,3	...	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

gressivament al nivell del 10% de la població activa (10,2% al novembre). Tot i que aquest nivell encara és elevat, cal destacar que, en els dos últims mesos, la taxa d'atur s'ha reduït un punt percentual. D'altra banda, la inflació replica el moviment alcista de la zona de l'euro en conjunt i, impulsada pel component energètic, repunta fins a l'1,5% interanual al novembre (1,1% a l'octubre). No obstant això, l'estimació preliminar del desembre registra una nova reconducció, fins a l'1,3% interanual.

Atès el bon resultat del 2006, es podria pensar que l'horitzó és clar. I, tot i que, a grans trets, les tendències anteriors es mantindran, el cert és que l'augment de l'IVA del gener del 2007 desperta una notable incertesa sobre el comportament germànic en el primer trimestre. En un informe recent, el Fons Monetari Internacional fa seva la posició de consens en aquest moment: l'impacte sobre el creixement i els preus serà transitori i, en el conjunt del 2007, serà absorbit sense gaires dificultats. Factors com les bones expectatives de les exportacions de béns de capital haurien de generar un fons de resistència per l'economia d'Alemanya el 2007. Així ho creuen també els empresaris: l'indicador IFO del desembre va pujar fins als 108

punts, màxim des dels primers anys dels noranta, a causa, sobretot, del component d'expectatives. Això implica que s'espera una economia a l'alça a sis mesos vista.

França: tendència a millorar

Després d'anotar un creixement intertrimestral anualitzat nul en el tercer trimestre, el quart trimestre és fonamental per albirar les possibilitats econòmiques de França a curt termini. Els indicadors mensuals disponibles ens permeten pensar que el pitjor pot haver passat. Un dels puntals del cicle gal, el consum, que havia perdut dinamisme, ha començat a millorar en el quart trimestre, segons ho confirmen l'acceleració del consum intern al novembre i la recuperació de la confiança del consumidor, també al novembre. Així mateix, sembla que la inversió encara una etapa més dinàmica, atès que el component de béns d'equipament de la producció industrial va arribar a l'octubre al 8,1% interanual, màxim des del novembre del 2000.

Fins i tot la producció industrial, greument llastada pel descens del sector de l'automoció, ha ofert el registre més positiu des del juny passat en créixer el 2,3%

Sembla que, en el tram final de l'any, França deixa enrere l'ensopegada del tercer trimestre.

Superant el llast de l'automoció, la producció industrial recupera el to.

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

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

Un mercat laboral en recuperació i la contenció de la inflació ajudaran a donar consistència al consum.

El consum italià ofereix més aportació a la recuperació.

El quart trimestre ofereix bons indicadors, però les tendències pròximes són menys optimistes.

interanual a l'octubre. Així i tot, les perspectives industrials no estan lliures d'incerteses, ja que la recuperació de la confiança industrial es combina amb l'empitjorament de les comandes industrials. El to dels serveis i de la construcció també és moderadament més expansiu en els últims mesos de l'any.

Un factor positiu addicional és la inflació, que, tot i repuntar al novembre, a causa de l'aportació de l'energia, es manté en ritmes de creixement continguts (1,4% interanual al novembre). L'efecte positiu que aquest escàs nivell de tensions inflacionistes pot tenir en forma de més rendes reals i la lenta però constant reducció de la taxa d'atur (8,7% al novembre, sensiblement més positiva que els nivells del 9,6% amb què es va iniciar el 2006) haurien de proporcionar una base sòlida al consum. A més a més, cal recordar que el 2007 es començaran a notar els efectes de l'última reforma fiscal sobre la imposició personal.

Itàlia: final d'any a l'alça

El creixement italià del tercer trimestre ha proporcionat un cert alleujament al pols

recent de l'economia. Com ha passat a la zona de l'euro en conjunt, les dades de la comptabilitat nacional del tercer trimestre, juntament amb la revisió realitzada de les estimacions del primer semestre, han presentat la imatge d'una economia que exhibeix més dinamisme del que es creia. Així, i malgrat que la taxa interanual del creixement del PIB es manté en l'1,7% en els tres primers trimestres del 2006, es constata que el consum ha jugat un paper central en l'expansió.

Concretament, en el tercer trimestre, el consum privat va créixer l'1,9% interanual, registre similar al del trimestre anterior, mentre que la resta de components de la demanda interna (consum públic i inversió) es van desacelerar sensiblement. El sector exterior, per la seva banda, va drenar sis dècimes percentuals a la variació del PIB.

A partir d'aquest punt, les perspectives són menys clares. Els indicadors contemporanis apunten a un final d'any en moderada expansió. Així, per esmentar només dos indicadors clau de demanda i oferta, la confiança del consumidor va repuntar fins al nivell dels 17 punts negatius al novembre i la producció industrial

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	Octubre	Novembre
PIB	0,9	0,1	0,5	1,7	1,7	1,7	-	...
Vendes al detall	-0,4	0,4	1,9	0,5	1,9	1,6	0,4	...
Producció industrial	-0,5	-0,9	0,4	2,7	1,7	1,4	3,3	...
Taxa d'atur (*)	8,0	7,7	7,5	7,2	6,9	6,8	-	...
Precus de consum	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,2	1,8	1,8
Balança comercial (**)	-1,2	-9,4	-8,5	-12,9	-16,5	-21,3	-22,5	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

es va accelerar fins al 3,3% a l'octubre (1,9% al setembre).

En canvi, els indicadors de caràcter més anticipador, com el sentiment econòmic o l'índex compost d'indicadors avançats, apunten a un cert afebliment a mesura que avança el quart trimestre. En un altre ordre de coses, cal destacar que la inflació ha trencat la tònica del conjunt de la zona de l'euro en mantenir-se en l'1,8% interanual al novembre, sense canvis en relació amb l'octubre.

Regne Unit: en zona de màxims del cicle

La gran pregunta sobre l'economia britànica és quan arribarà la desacceleració. Després de créixer el 2,9% interanual en el tercer trimestre, per damunt del que s'esperava, ara el dubte és si el quart trimestre serà finalment el de l'ajustament. Segons es desprèn dels indicadors dispo-

nibles, tot i que potser s'acabi salvant l'últim trimestre, el dinamisme econòmic de l'inici del 2007 serà menys intens.

Així, a mesura que avança el quart trimestre, la demanda interna perd embranzida. Les vendes al detall creixen el 4,0% a l'octubre, però només el 3,2% al novembre. La confiança del consumidor es recupera a l'octubre, però després cau al novembre. Les matriculacions de turismes es refan a l'octubre, però reculen al novembre. Tot i que aquest patró no es repeteix plenament al costat de l'oferta, l'evolució d'indicadors clau tampoc el desmenteix.

Menys novetats ofereixen els fronts dels preus i del mercat laboral. Específicament, els preus de consum reiteren les tensions recents (al novembre, l'IPC es va accelerar fins al 3,4% interanual, dues dècimes més que a l'octubre), mentre que la taxa d'atur suma al novembre un altre mes en el 3,0%.

Al Regne Unit, el gran interrogant és si el màxim cíclic queda enrere.

A mesura que avança el quart trimestre, l'activitat perd embranzida.

La inflació, en el 3,4% al novembre, continua essent massa elevada.

REGNE UNIT: 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	Octubre	Novembre
PIB	3,3	1,9	2,0	2,4	2,7	2,9	-	...
Vendes al detall	6,0	1,9	2,5	1,7	3,4	3,7	4,0	3,2
Producció industrial	0,8	-1,9	-2,6	-1,0	-0,6	0,3	0,6	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Preus de consum	2,2	2,2	2,3	2,2	2,8	3,2	3,2	3,4
Balança comercial (**)	-56,1	-64,6	-67,4	-72,5	-77,0	-81,1	-82,5	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

El tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu continuarà pujant el 2007.

La Reserva Federal dels Estats Units mantindrà la posició de cautela durant els propers mesos, abans de procedir a alguna retallada.

El BCE tanca l'any apujant els tipus

El dia 7 de desembre, el Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) va decidir apujar els tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics i va situar el tipus de l'Eurosistema en el 3,50%. Va ser la sisena pujada des de l'inici del gir alcista un any abans. Aquesta mesura no va representar cap sorpresa i ja havia estat descomptada pel mercat.

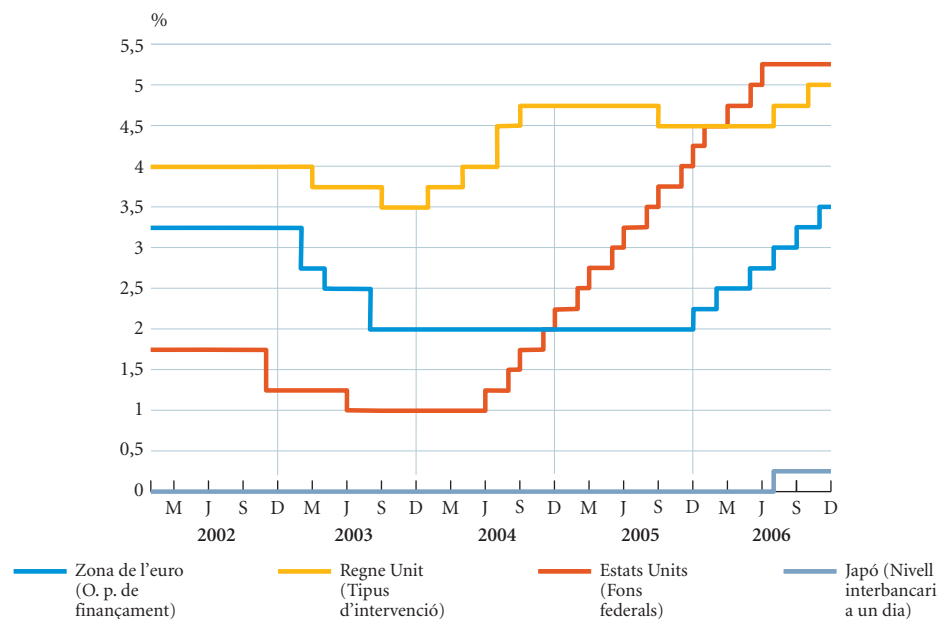
El president del BCE, Jean-Claude Trichet, va presentar unes projeccions de creixement econòmic de la zona de l'euro per al 2007 entre l'1,7% i el 2,7%, revisada lleugerament a l'alça, i entre l'1,8% i el 2,8% el 2008. Pel que fa a la inflació, la

banda va de l'1,5% al 2,5% el 2007, amb una lleugera davallada en relació amb les anteriors projeccions del setembre, i de l'1,3% al 2,5% el 2008. En aquest escenari, i considerant que el mateix banc central afirma que els riscos d'inflació romanen a l'alça i que l'agregat monetari ampli M3 s'expandeix sensiblement per damunt del nivell de referència, el més probable és que el tipus d'interès oficial es continuï apropant al nivell neutral en els primers mesos del 2007, atès que el mateix BCE reconeix que es manté en un nivell encara baix.

La Reserva Federal, en la reunió del 12 de desembre, va mantenir el nivell de referència del tipus d'interès interbancari

EL BANC CENTRAL EUROPEU APUJA EL TIPUS D'INTERÈS OFICIAL

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

a un dia en el 5,25%, tal com s'esperava, per quarta vegada consecutiva. La nota de premsa emesa després de la reunió del Comitè Federal de Mercat Obert amb prou feines presentava canvis en relació amb l'anterior i mantenia el biaix alcista. No obstant això, els mercats no s'ho acaben de creure i, majoritàriament, aposten per un relaxament de la política monetària cap al segon trimestre del 2007. Ara com ara, en efecte, el més probable és que la Reserva Federal mantingui la posició de cautela en els propers mesos, amb un equilibri entre el perill d'una desacceleració econòmica més forta i els riscos inflacionistes. Més tard, en funció del desenvolupament de

la conjuntura, podria procedir a alguna retallada.

El Banc d'Anglaterra tampoc no va modificar el tipus d'interès clau en la segona setmana de desembre. No obstant això, la nova revifada de la inflació al novembre, per damunt de l'objectiu del 2,5% anual, podria comportar un nou gir de la política monetària en els primers compassos del 2007.

L'autoritat monetària del Japó tampoc no va canviar el nivell del tipus d'interès de referència en la reunió de mitjan desembre, després de la revisió a la baixa del creixement econòmic en el tercer trimestre

El Banc d'Anglaterra probablement apujarà de nou el tipus d'interès.

Les autoritats monetàries del Japó reprendran la via alcista del tipus d'interès de referència el 2007.

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)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2005									
Novembre	2,06	2,36	2,68	4,00	4,35	0,09	4,50	4,62	0,95
Desembre	2,28	2,47	2,78	4,16	4,49	0,09	4,50	4,64	1,02
2006									
Gener	2,30	2,51	2,83	4,26	4,60	0,10	4,50	4,60	1,01
Febrer	2,31	2,60	2,91	4,50	4,76	0,11	4,50	4,58	1,09
Març	2,56	2,72	3,11	4,54	4,92	0,12	4,50	4,59	1,21
Abril	2,58	2,79	3,22	4,75	5,07	0,13	4,50	4,63	1,28
Maig	2,58	2,89	3,31	5,00	5,18	0,19	4,50	4,70	1,40
Juny	2,76	2,99	3,40	5,03	5,38	0,31	4,50	4,73	1,48
Juliol	2,80	3,10	3,54	5,25	5,50	0,40	4,50	4,73	1,53
Agost	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 (*)	3,31	3,60	3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90
Desembre (1)	3,58	3,72	4,00	5,25	5,36	0,54	5,00	5,32	2,08

NOTES: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 27.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 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%), 7-12-06 (3,50%).

(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.

tre. D'aquesta manera, es manté en el 0,25% en un context econòmic amb clar-obscurs i amb pressions del govern en contra d'una altra alça del tipus d'interès oficial. De tota manera, el més probable és que el 2007 continuï la tònica de les pujades.

D'altra banda, en les primeres setmanes de desembre, uns quants bancs centrals van continuar tensant les polítiques monetàries, partint, en general, de nivells laxes. Així, el dia 7, el Banc de Dinamarca va pujar els tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics i va situar el tipus dels préstecs a 14 dies en el 3,75%. Una setmana més tard, el Banc de Suïssa va pujar la banda de referència en un quart de punt fins a l'1,5%-2,5%. L'endemà, el banc central més antic, el de Suècia, va incrementar el tipus d'interès principal en 25 punts bàsics fins al 3,0%.

D'aquesta manera, sembla que el 2007 s'anirà reduint progressivament el grau de relaxament monetari imperant. No obstant això, probablement la restricció es farà d'una manera suau a nivell glo-

bal, i als Estats Units podria tenir el signe contrari, ja que l'economia nord-americana està més avançada en el cicle econòmic.

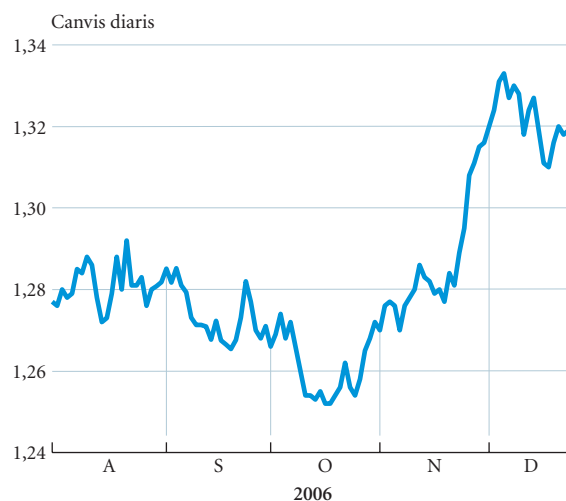
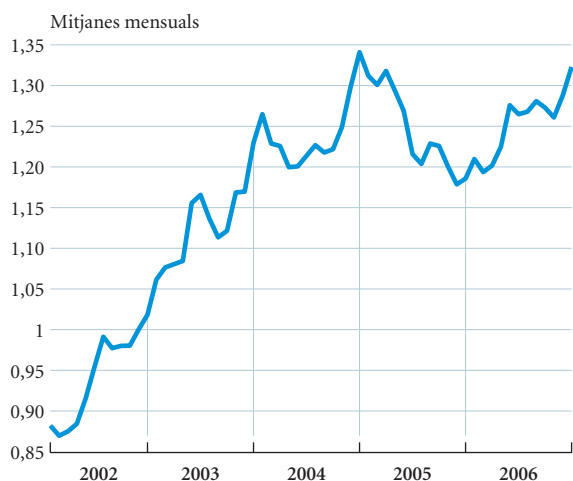
Extrema feblesa del ien pels baixos tipus d'interès

El dòlar va marcar la cota mínima des de l'octubre de 1997 en relació amb una àmplia cistella de divises al començament de la segona setmana de desembre pel temor a una forta desacceleració de l'economia nord-americana. A més a més, el debat sobre la diversificació de les reserves de divises dels bancs centrals en detriment del dòlar també va contribuir a la feblesa del bitllet verd. No obstant això, la publicació d'un seguit d'indicadors positius de l'economia nord-americana, com una notable xifra de creació de llocs de treball, va temperar la preocupació sobre un possible aterratge bruscat i va allunyar la possibilitat d'una retallada del tipus d'interès de la Reserva Federal. El secretari del Tresor, Paulson, també va donar suport a la divisa nord-americana amb declaracions

El 2007 el dòlar continuarà pressionat a la baixa pel desequilibri exterior.

L'EURO REGISTRA EL MÀXIM DELS VINT ÚLTIMS MESOS ENFRONT DEL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Les dades arriben fins al 27 de desembre.

FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Novembre 2006

	Última sessió del mes		Tipus de canvi mitjà	Dades mensuals			Tipus de canvi 27-12-06
	Tipus de canvi	% de variació mensual (2)		% variació (2)			
				Mensual	s/desembre 2005	Anual	
Enfront al dòlar dels Estats Units							
Ien japonès	115,8	-1,0	117,3	-1,1	-1,0	-1,0	118,6
Lliura esterlina (1)	1,965	3,0	1,913	1,9	9,6	10,2	1,958
Franc suís	1,198	-3,7	1,235	-2,0	-5,4	-5,7	1,225
Dòlar canadenc	1,141	1,7	1,136	0,7	-2,2	-3,8	1,162
Pes mexicà	11,00	2,2	10,92	0,2	2,7	2,3	10,88
Índex efectiu nominal (4)	106,5	-0,9	107,5	-0,8	-3,8	-4,5	107,1
Enfront a l'euro							
Dòlar dels EUA	1,320	4,0	1,288	2,1	8,6	9,3	1,316
Ien japonès	153,3	2,5	151,1	1,0	7,6	8,2	156,1
Franc suís	1,592	0,2	1,592	0,2	2,8	3,1	1,606
Lliura esterlina	0,674	0,9	0,674	0,2	-0,8	-0,8	0,671
Corona sueca	9,066	-1,6	9,101	-1,6	-3,5	-4,8	9,023
Corona danesa (3)	7,455	0,0	7,456	0,0	0,0	0,0	7,454
Zloty polonès	3,811	-1,6	3,825	-2,0	-0,6	-3,7	3,839
Corona txeca	27,97	-0,9	28,03	-0,9	-3,2	-4,2	27,59
Forint hongarès	256,3	-1,5	258,8	-3,1	2,5	3,1	253,5
Índex efectiu nominal (5)	105,5	1,9	104,4	0,7	3,6	3,7	105,5

NOTES: (1) Unitats per lliura esterlina.

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

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

al seu favor. D'aquesta manera, el dòlar es va reforçar una mica. No obstant això, en la cinquena setmana del mes, se situava el 4% per sota del nivell inicial de l'any. Les perspectives per al 2007 són de continuïtat d'aquesta tendència, sota la pressió de la necessitat d'una correcció de l'important dèficit exterior.

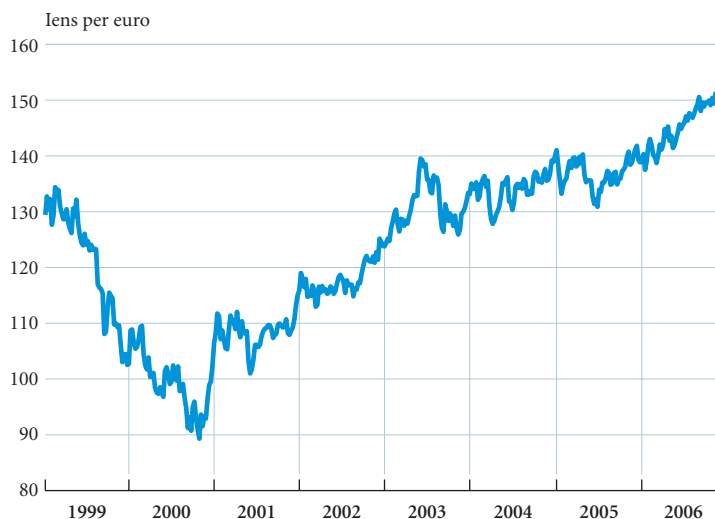
Aquesta depreciació del dòlar s'ha distribuït de forma diversa. Les monedes europees en general s'han apreciat significativament més que les asiàtiques el 2006. En l'última setmana de desembre, l'euro mostrava una pujada del 12% enfront del

dòlar des del final del 2005. En canvi, el ien s'havia depreciat lleugerament en relació amb la moneda nord-americana en el mateix període, i el iuan només mostrava una alça del 3%. Així, l'euro va marcar un màxim històric enfront del ien en la penúltima setmana de l'any en cotitzar-se a 156 iens.

En efecte, la feblesa de la moneda nipona, afectada pel sensible diferencial de tipus d'interès en contra seu, es va continuar intensificant. El ien va registrar la cota mínima des de l'octubre de 1998 en relació amb un ampli grup de divises i continua

Les principals monedes asiàtiques continuen infravalorades.

L'EURO ANOTA UN MÀXIM HISTÒRIC ENFRONT DEL IEN AL DESEMBRE

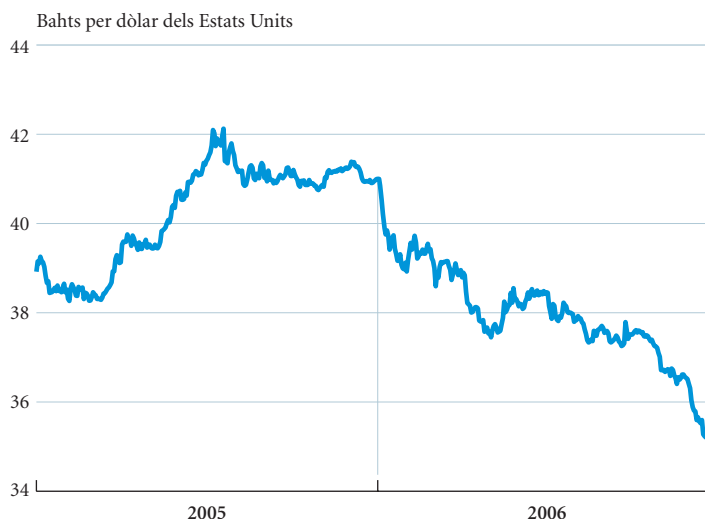


NOTA: Les dades arriben fins al 21 de desembre.
FONT: Thomson Financial Datastream.

estant notablement infravalorat, igual que el iuan. De fet, el mateix president de la Reserva Federal dels Estats Units, Ben Bernanke, es va afegir, cap a la meitat de desembre, al cor de crítics a la infravaloració de la moneda xinesa titllant-la de subvenció encoberta que distorsionava la producció i el comerç globals.

En canvi, altres monedes asiàtiques s'han apreciat enfront del dòlar el 2006, per bé que són d'una importància molt menor. Així, cap a la meitat de desembre, el baht tailandès s'havia apreciat el 16% en relació amb el dòlar des del final del 2005, situació que va empènyer les autoritats d'aquest país, preocupades per l'impacte

APRECIACIÓ DEL BAHT TAILANDÈS ENFRONT DEL DÒLAR EL 2006



NOTA: Les dades arriben fins al 27 de desembre.
FONT: Thomson Financial Datastream.

negatiu sobre el comerç exterior, a establir una penalització de la inversió estrangera de capitals a curt termini per frenar l'apreciació de la seva divisa. D'aquesta manera, la pujada del baht enfront del dòlar en l'exercici es reduïa al 14% cap a la meitat de l'última setmana de desembre.

Una altra moneda que també s'ha enfortit en les últimes setmanes ha estat la lliura esterlina, afavorida per les expectatives d'un nou increment del tipus d'interès del Banc d'Anglaterra. La moneda britànica va assolir el nivell màxim des del maig del 2000 en relació amb un extens conjunt de divises en les primeres setmanes de desembre. En relació amb la moneda dels Estats Units, va arribar a 1,98 dòlars al començament de la segona setmana de desembre, la cota més alta des del setembre de 1992.

Lleuger increment de les rendibilitats dels bons públics

En les últimes setmanes, el rendiment dels bons del Tresor dels Estats Units a llarg termini ha tendit a rebotar en esvair-se la preocupació per un panorama econòmic recessiu. No obstant això, cap a la meitat de l'última setmana de desembre, la rendibilitat dels bons del Tresor a 10 anys es va col·locar al voltant del 4,65%, només 25 punts bàsics per damunt del nivell del començament del 2006.

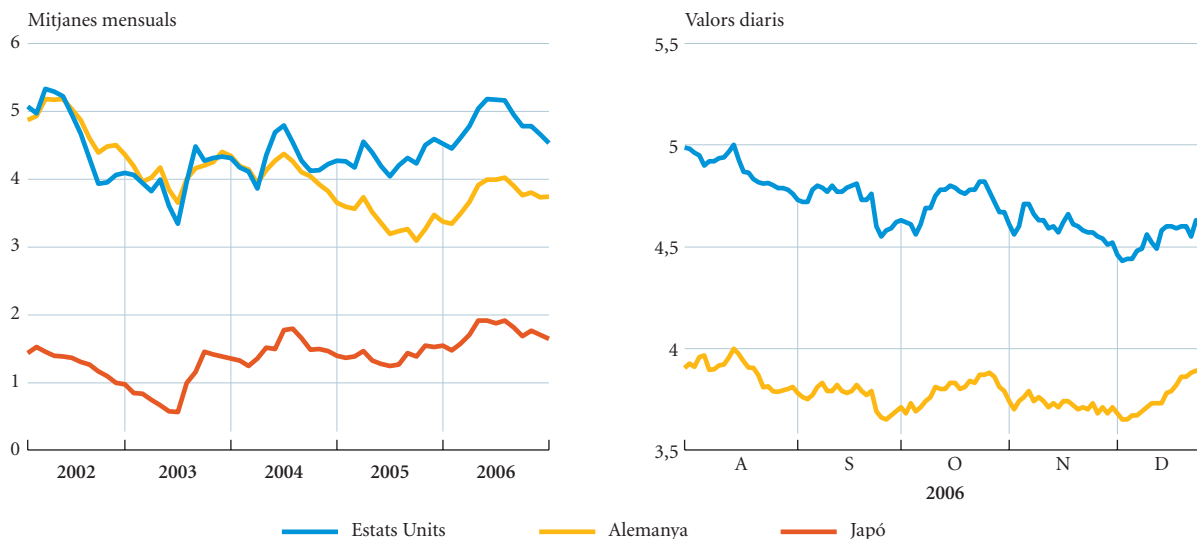
A Europa, els tipus d'interès del deute públic alemany també es van enfilir, seguint la tònica dels homòlegs de l'altra banda de l'Atlàntic, però amb més intensitat, atesa la millora del panorama econòmic a la zona de l'euro. D'aquesta manera, en l'última setmana del 2006, el rendiment de les obligacions germàniques

La lliura esterlina marca la màxima cotització enfront del dòlar des del setembre de 1992.

El rendiment dels bons públics alemanys a llarg termini tendirà a pujar moderadament el 2007.

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

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



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

Continuaran els tipus d'interès reals baixos el 2007?

Tot i les recents pujades dels tipus d'interès oficials, els tipus d'interès reals a llarg termini de les economies avançades continuen en nivells històricament baixos. Aquesta situació encara és més sorprenent si tenim en compte el persistent creixement dels països emergents, inclosos els gegants asiàtics, l'Índia i la Xina, països amb grans necessitats de capital, i que, per tant, haurien de pressionar a l'alça els tipus d'interès. Com els baixos tipus regnants en els últims anys han contribuït, sens dubte, a mantenir el prolongat període de bonança de l'economia mundial, és lògic preguntar-se si podrem continuar gaudint d'aquest entorn tan favorable. Per respondre aquesta pregunta, hem d'entendre primer per què els tipus d'interès estan tan baixos. Només llavors podrem avaluar si és probable que alguns dels factors determinants d'aquesta situació canviïn.

En primer lloc, la creixent estabilitat dels preus i la major sofisticació del sistema financer han permès reduir les primes de risc associades als tipus d'interès a llarg termini. En efecte, el nivell i la volatilitat de la inflació, tant a Europa com als Estats Units, han disminuït notablement en l'última dècada, amb l'ajuda de la globalització i l'augment de credibilitat dels bancs centrals. Una inflació baixa i estable disminueix el risc que presenta la compra d'un bo que paga un tipus d'interès nominal fix, ja que una inflació més alta que l'esperada erosiona el retorn en termes reals. Pel que fa a la sofisticació del sistema financer, la incorporació dels últims avanços tecnològics per a la gestió de la informació i l'aparició d'instruments financers cada cop més complexos han permès millorar la distribució del risc en general i, d'aquesta manera, reduir les primes associades.

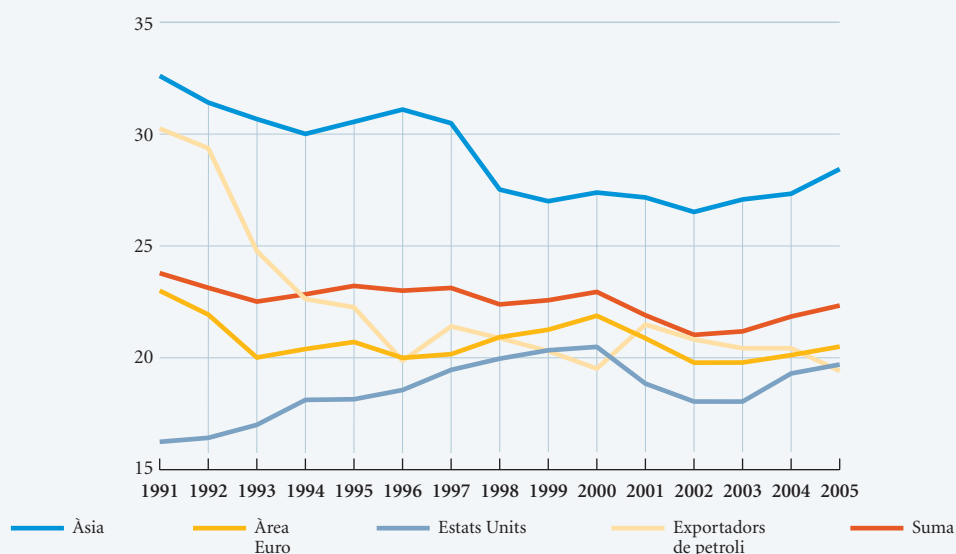
Tot i que els efectes anteriors han pogut influir en la tendència a llarg termini dels tipus d'interès, hem de buscar la clau per explicar-ne l'evolució més recent en els canvis en la inversió i en l'estalvi global. Sabem que, en una situació d'igual estalvi desitjat, una disminució de la inversió desitjada tendeix a reduir el tipus d'interès i l'estalvi/inversió d'equilibri. D'altra banda, un augment de l'estalvi desitjat, en una situació d'igual inversió desitjada, té el mateix efecte sobre el tipus d'interès, però incrementarà l'estalvi/inversió d'equilibri. Com el que hem observat en els últims anys ha estat una tendència a la disminució de l'estalvi/inversió amb la davallada de tipus d'interès, això significa que la inversió desitjada ha d'haver baixat necessàriament. Pel que fa a l'estalvi desitjat, hi ha indicis que ha augmentat, de manera que ha contribuït així a la davallada de tipus d'interès i ha esmorteït la caiguda de l'estalvi/inversió d'equilibri.

La caiguda de la inversió desitjada global es detecta clarament a partir de la crisi dels països asiàtics durant la segona meitat dels noranta. A Àsia, encara avui, la inversió se situa per sota dels nivells previs al 1997. El fenomen es va traslladar als Estats Units i a Europa a partir del 2000, amb la punxada de la bombolla tecnològica. En aquestes dues àrees –en especial a Europa–, la inversió s'ha recuperat recentment.

D'altra banda, l'estalvi també ha patit canvis significatius. Ha disminuït espectacularment als Estats Units amb la pujada del dèficit fiscal i ha augmentat de forma molt significativa als països exportadors de petroli des del 2000 i als països asiàtics posteriorment, a mesura que es consolidava la recuperació de la crisi. Els països exportadors de petroli no han incrementat el consum tant com han augmentat els ingressos amb la pujada del preu del cru, situació que pot ser explicada perquè podrien haver percebut la pujada –si més no inicialment– com un fenomen temporal o perquè costa un temps ajustar a l'alça el patró de consum. La naturalesa de l'increment de l'estalvi als països asiàtics, i, especialment, a la Xina, és molt diferent. D'una banda, aquests països han mantingut uns tipus de canvi molt competitiu mitjançant la intervenció dels bancs centrals al mercat de divises, la qual cosa ha tendit a deprimir el consum domèstic i ha esperonat les exportacions. En el cas de la Xina, la reforma del sector públic empresarial ha representat el col·lapse del sistema d'assistència so-

EVOLUCIÓ DE LA TAXA D'INVERSIÓ

Percentatge del PIB



FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

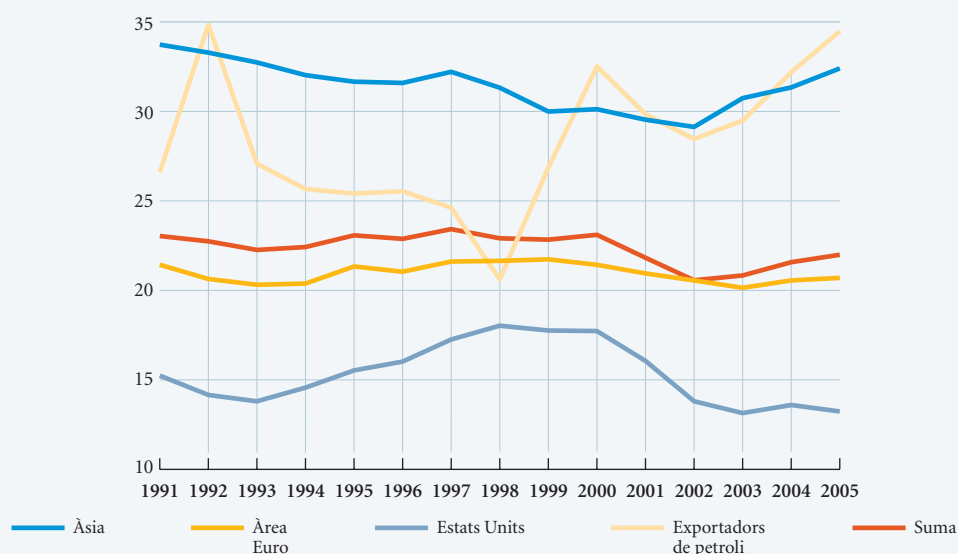
cial més important i ha comportat que les llars hagin d'augmentar l'estalvi de forma molt significativa. Aquestes mateixes empreses públiques han retingut una gran quantitat de beneficis que no han estat reinvertits en la seva totalitat.

El repàs dels factors que han influït en la davallada dels tipus d'interès reals suggereix que no es mantindran necessàriament en aquests nivells i que podrien augmentar. Un augment de la inflació (a conseqüència, per exemple, d'una aturada de la globalització, amb la seva pressió a la baixa sobre els preus de les importacions de manufactures) o una gran crisi financera faria pujar de nou les primes de risc i, també, els tipus d'interès. De tota manera, aquests no són els escenaris més probables. El més probable és que l'estalvi i la inversió evolucionin d'una manera que faci pujar els tipus. Per exemple, l'apreciació significativa de les monedes asiàtiques –que podria ocórrer en qualsevol moment si es desvinculen del dòlar nord-americà– representaria un important impuls per al consum i la inversió al sector no comerciable d'aquests països. El govern xinès també considera la possibilitat d'incrementar de manera substancial la despesa social i exigir el pagament de dividends a les empreses públiques. En el cas dels països exportadors de petroli, si els preus continuen tant alts, com és previsible, els patrons de consum i d'inversió s'ajustaran a l'alça, tal com es comença a observar. A tot plegat, cal afegir que el constant creixement dels grans països emergents –Xina, Índia, Brasil i Rússia– requerirà grans quantitats d'inversió.

Una pujada dels tipus d'interès reals podria tenir un efecte important sobre el creixement mundial. La pujada del cost de les hipoteques tard o d'hora tendria a reduir el preu de l'habitatge i deprimiria el consum dels propietaris que han d'afrontar préstecs amb tipus variables. Atesa la importància de l'habitatge en moltes economies, aquest efecte podria alentir, tot sol, el creixement mundial. L'impacte podria ser especialment fort a l'economia nord-americana, ja que l'increment dels pagaments externs per interessos empitjoraria el dèficit exterior, ja prou important, i podria comportar un ajustament intens del dòlar. En el cas d'Espanya, on el creixement ha

EVOLUCIÓ DE LA TAXA D'ESTALVI

Percentatge del PIB



FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

estat molt afavorit pels baixos tipus d'interès, el seu ajustament faria més evident la urgent necessitat de millorar la competitivitat.

En definitiva, hem viscut una època inusitada de tipus d'interès reals a llarg termini molt baixos. No és possible saber si acabarà el 2007, però sembla que els mecanismes que poden restablir una situació més normal ja s'han activat.

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	Novembre	27 desembre
Estats Units	4,31	4,33	4,61	5,13	4,96	4,78	4,51	4,66
Japó	1,50	1,39	1,58	1,90	1,80	1,76	1,66	1,64
Alemanya	4,07	3,38	3,50	3,96	3,89	3,80	3,68	3,92
França	4,10	3,41	3,51	3,99	3,90	3,81	3,70	3,95
Itàlia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,18	4,07	3,93	4,19
Espanya	4,10	3,39	3,49	3,97	3,89	3,81	3,69	3,94
Regne Unit	4,93	4,47	4,23	4,65	4,67	4,67	4,53	4,78
Suïssa	2,57	2,04	2,18	2,67	2,61	2,45	2,29	2,44

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

ques a 10 anys es va col·locar en el 3,9%, uns 60 punts bàsics per damunt del nivell inicial de l'exercici. El diferencial de tipus d'interès a llarg termini entre el dòlar i l'euro es va continuar reduint fins a uns 75 punts bàsics.

D'altra banda, cal destacar que les primes de risc dels bons en general se situaven en nivells molt baixos en l'última setmana de l'any. En concret, la prima de risc dels bons sobirans emergents va marcar un mínim històric cap al final de desembre. No obstant això, probablement repuntarà el 2007. Així mateix, la rendibilitat del bo alemany a llarg termini també tendirà a pujar moderadament, i continuarà disminuint el diferencial amb el dòlar.

Brillant exercici borsari, en especial a Espanya

En les primeres setmanes de desembre, els mercats de valors han prosseguit la recuperació iniciada cap a la meitat de l'any i han coronat un brillant exercici que ha dut nombrosos índexs a marcar rècords històrics. Uns tipus d'interès a llarg termini en nivells relativament baixos, la contenció del preu del petroli, el suport d'uns robustos resultats empresarials i el dinamisme de les operacions corporatives han impulsat les borses. El 2007 hauria de continuar la tònica positiva, per bé que probablement la pujada serà menys intensa.

Als Estats Units, l'índex Dow Jones Industrials va continuar marcant nous

Els reduïts nivells de les primes de risc dels bons semblen insostenibles.

Perspectives positives per a les borses el 2007.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

30-11-2006

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	Cotització a 27-12-06	
					% variació acumulada	% variació sobre la mateixa data de 2003
Nova York						
Dow Jones	12.221,9	1,2	14,0	13,1	16,7	21,2
Standard & Poor's	1.400,6	1,6	12,2	12,1	14,3	30,2
Nasdaq	2.431,8	2,7	10,3	8,9	10,2	23,2
Tòquio	16.274,3	-0,8	1,0	9,4	6,9	65,3
Londres						
Zona de l'euro	6.048,9	-1,3	7,7	11,5	11,1	40,5
Frankfurt						
París	3.987,2	-0,4	11,4	15,7	15,5	51,7
Amsterdam	6.309,2	0,6	16,7	21,5	22,2	69,3
Milà	5.327,6	-0,4	13,0	16,6	17,5	57,8
Madrid	477,7	-1,8	9,4	14,1	14,0	49,9
Zuric	30.997,0	2,0	15,8	19,6	18,7	60,0
Hong Kong	13.849,3	0,7	29,0	31,2	32,3	84,5
Buenos Aires	8.484,6	-1,0	11,9	14,5	16,3	62,9
São Paulo	18.960,5	3,5	27,5	26,9	32,6	58,4
	1.967,0	10,4	27,5	26,5	35,4	100,0
	41.931,0	6,8	25,3	31,4	33,1	104,2

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

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

L'índex Dow Jones continua marcant rècords històrics...

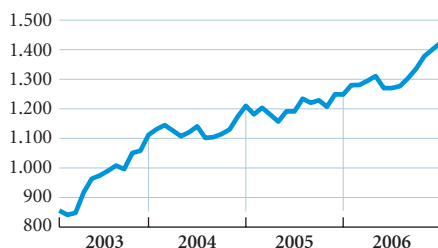
màxims històrics. L'índex Standard & Poor's també va anotar els nivells màxims dels sis últims anys, per bé que es va col·locar per sota de la cota màxima de l'any 2000. La bonança es va reflectir

en tots els índexs sectorials, amb les telecomunicacions i l'energia encapçalant els guanys de l'exercici. En canvi, l'índex Nasdaq, representatiu dels valors tecnològics, va recular després d'assolir el mà-

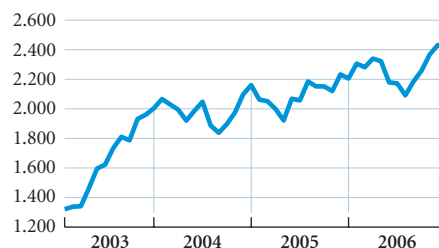
BORSES INTERNACIONALS

Índexs al final del mes

Nova York (Standard & Poor's 500)



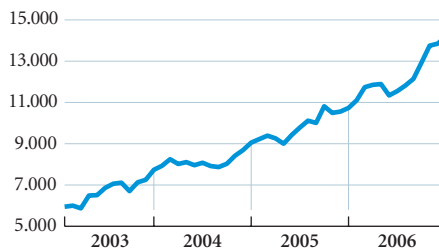
Índex Nasdaq dels Estats Units



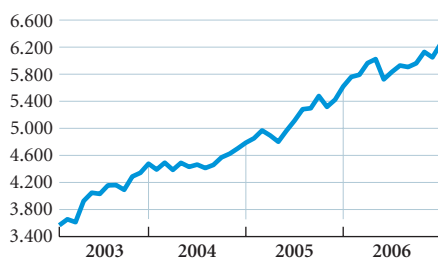
Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



Madrid (IBEX 35)



Londres (Financial Times 100)



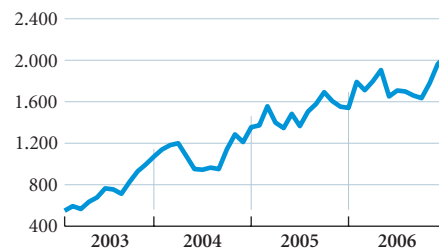
Tòquio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Desembre 2006, dia 27.

FONTS: Borses nacionals.

xim dels últims anys al novembre, però va mantenir-se a mig camí del cim del 2000. L'optimisme borsari es basa en l'expectativa que la inflació es moderi el 2007 en desaccelerar-se suaument l'economia i que es pugui revifar tot seguit. No obstant això, un risc seria que es produís una aturada econòmica per complicacions derivades del mercat immobiliari.

A la zona de l'euro, l'índex DJ Eurostoxx 50, que inclou les empreses més grans de l'àrea, va assolir cap a la meitat de desembre el nivell màxim des de l'any 2000, tot i col·locar-se encara al voltant del 25% per sota del rècord d'aquest any. Les principals borses de la zona de l'euro presentaven notables guanys anuals, amb el mercat espanyol al capdavant amb unes extraordinàries plusvàlues superiors al 30%.

A Espanya, l'índex IBEX 35, a la vora del tancament de l'exercici, va encadenar el setè mes consecutiu de guanys, va superar amb escreix la cota 14.000 i va anotar noves marques històriques. El fort creixement dels beneficis empresarials i les operacions als sectors energètic, de la

construcció i bancari van empènyer el selectiu espanyol cap amunt.

Fora de la zona de l'euro, la borsa britànica va continuar pujant fins a la cota màxima dels sis últims anys. Per la seva banda, la borsa japonesa es va recuperar, esperonada per la millora de les empreses exportadores, beneficiades per un ien molt feble.

Els mercats dels països emergents van anotar en general màxims històrics cap al final de desembre, en un panorama econòmic favorable i gràcies a les alces dels preus de les primeres matèries. Així, van superar una sacsejada el dia 19, després que la Borsa de Bangkok caigués el 19% en anunciar les autoritats tailandeses la penalització dels moviments de capitals a curt termini, la qual cosa va provocar el nerviosisme dels inversors estrangers i fortes vendes. Així i tot, el mercat tailandès es va recuperar força l'endemà, després de la revocació de la restricció per a les accions. Entre altres borses, les de Polònia, Índia, Indonèsia, Hong Kong, Singapur, Sud-àfrica, Brasil, Mèxic, Argentina i Veneçuela van registrar màxims històrics al desembre.

...igual que l'IBEX 35.

Nombrosos mercats borsaris emergents assoleixen nous màxims històrics.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Creix el ritme d'activitat de les empreses espanyoles en els nou primers mesos del 2006...

La conjuntura empresarial continua essent excel·lent

La Central de Balanços Trimestral del Banc d'Espanya mostra els brillants resultats obtinguts per les empreses no financeres durant els nou primers mesos del 2006. El fort augment de la producció (12,5% interanual) i dels consums intermedis (15,4%) és coherent amb el creixement sostingut de l'economia espanyola. En conjunt, el valor afegit brut (VAB) de les empreses incloses a la mostra va créixer al voltant del 6,9%, gairebé el doble que en el mateix període de l'any anterior.

... i impulsa la rendibilitat dels recursos propis a màxims històrics.

L'augment de l'activitat és comú a tots els sectors, amb les particularitats pròpies de cada cas. L'increment del VAB del comerç (7,2%) és una altra evidència més de la

fortalesa mostrada pel consum en el període considerat. La reducció dels costos de producció de les empreses elèctriques va influir considerablement en el fort augment del VAB de les empreses energètiques (14,4%). En l'expansió del VAB de les empreses de transports i comunicacions (4,2%, enfront del 0,7% del mateix període del 2005), el factor més decisiu va ser el creixement de la demanda nacional. Per la seva banda, el VAB de la indústria va créixer el 2,4%, gairebé un punt més que un any abans, a causa, sobretot, de l'augment de la demanda interior de béns d'equipament i del major dinamisme de les exportacions en general.

El creixement de l'ocupació (1,7%) i l'augment de les remuneracions mitjanes (3,1%, igual que un any abans) van con-

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

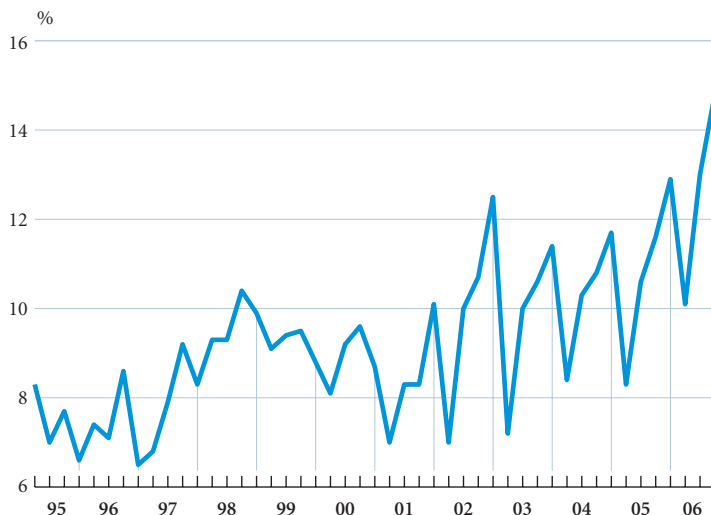
Taxes de variació anual

	2005	Trimestres I a III	
		2005	2006
Valor de la producció	12,8	12,4	12,5
Consums intermedis	17,9	17,6	15,4
Valor afegit brut (VAB)	3,7	3,4	6,9
Despeses de personal	3,8	3,7	4,9
Resultat econòmic brut d'explotació	3,6	3,3	8,4
Ingressos financers	35,0	29,5	7,0
Despeses financeres	5,0	5,0	29,1
Amortitzacions i provisions	-0,1	-0,9	2,3
Resultat ordinari net	14,7	12,4	6,1
Plusvàlues i ingressos extraordinaris	31,8	84,6	81,1
Minusvàlues i despeses extraordinàries	72,9	86,4	-7,2
Provisions i impostos	-23,6	-19,6	92,8
Resultat net	27,7	25,9	19,4

FONT: Banc d'Espanya (Central de Balanços Trimestral).

MÀXIMA RENDIBILITAT DELS RECURSOS PROPIS

Resultat ordinari net abans d'impostos sobre els recursos propis



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

tribuir al repunt de les despeses de personal (4,9%, enfront del 3,7% del mateix període de l'any anterior). L'evolució conjunta de l'activitat i de les despeses de personal va determinar que el resultat econòmic brut d'explotació cresqués al voltant del 8,4%.

Durant els tres primers trimestres del 2006, es va produir un augment dels ingressos financers (7,0%) molt més contingut que el registrat el 2005. En canvi, les despeses financeres es van disparar, amb un increment del 29,1%, condicionat per l'augment de l'endeutament d'una gran empresa del sector de telecomunicacions per finançar la presa de control d'una altra empresa europea del sector. Aquesta circumstància explica que el creixement del resultat ordinari net es limités al 6,1%, suficient, però, per incrementar la rendibilitat dels recursos propis al 14,1%, nou rècord històric.

Finalment, el fort augment dels ingressos extraordinaris i les plusvàlues (derivades, principalment, de la venda d'accions per

part d'algunes grans empreses) i l'increment paral·lel de les dotacions a provisions de la cartera, per restituir el valor de mercat d'algunes inversions a l'exterior, van determinar un augment del resultat net del 19,4%. Es tracta, en definitiva, d'uns resultats excel·lents, que consoliden la sòlida situació financera de les empreses espanyoles i que permeten que afrontin amb garanties els seus plans de futur.

Es prolonga l'etapa d'expansió de l'economia espanyola

En la recta final del 2006, l'economia espanyola va continuar mostrant una gran fortalesa, amb un perfil, fins i tot, de suau acceleració del creixement. La demanda nacional continua mostrant un gran vigor, principalment en el component d'inversió, tot i que, en conjunt, es constata una suau moderació del ritme expansiu, propiciada, sobretot, per una major contenció del consum. La millora de l'entorn exterior ha comportat un cert equilibri a favor d'una contribució menys negativa

L'economia espanyola manté un fort ritme expansiu al final del 2006.

La indústria consolida la recuperació i la construcció manté un fort dinamisme.

del sector exterior, que compensa amb es creix la menor aportació de la demanda nacional.

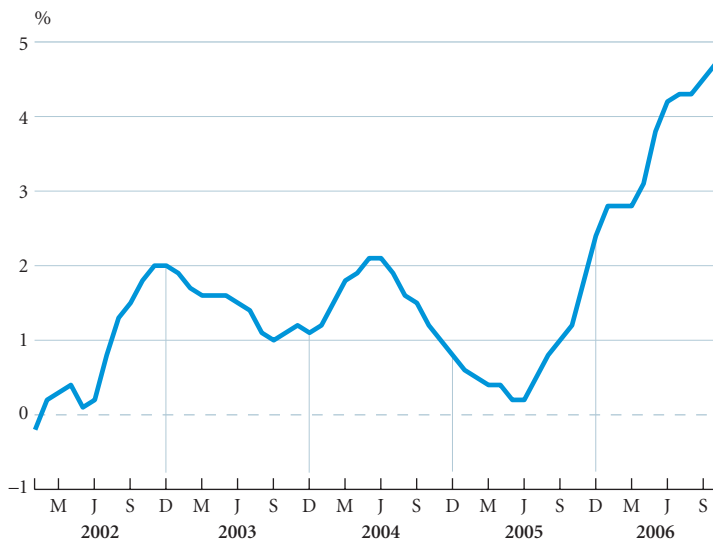
Des de la perspectiva de l'oferta, un fet que cal destacar és la consolidació de la recuperació industrial. En efecte, les últimes dades confirmen el perfil d'acceleració de l'índex de producció del sector, que, un cop filtrades les diferències de calendari, va créixer el 5,4% interanual a l'octubre. En els deu primers mesos del 2006, es van registrar creixements significatius a gairebé totes les branques importants d'activitat, com construcció de maquinària (augment interanual de l'11,0%), metal·lúrgia (6,2%) i productes metàl·lics (5,1%). El sector d'alimentació i begudes, amb un augment més moderat, inferior a l'1%, i l'edició, amb un descens de l'1,2%, van ser les excepcions més destacades en aquest bloc. Entre la resta d'activitats, que tenen un pes relatiu menor en el conjunt, els forts creixements de maquinària i material elèctric (18,6%), equipament mèdic (1,5%) i mo-

bles (11,7%) contrasten amb els descensos de la indústria tèxtil (4,5%), tabac (14,4%), cuir (1,2%) i equips informàtics (0,5%), provocats per diferents circumstàncies en cada cas.

La construcció, per la seva banda, mostra encara un vigor considerable, superior al previst al començament per a aquesta fase. S'aprecia, però, una situació una mica contradictòria. Alguns indicadors contemporanis, com el consum de ciment, apunten més aviat cap a una desacceleració del creixement, tot i mantenir-se encara en cotes elevades. La moderació del preu de l'habitatge i del sòl són altres senyals procedents del mercat immobiliari que van en la mateixa direcció. En canvi, alguns indicadors més avançats, com la licitació oficial i els visats d'obra nova, han adquirit un gran impuls en els últims mesos. Caldria valorar amb prudència l'última dada indicada, que estaria relacionada amb l'entrada en vigor, a partir del mes de setembre, del nou Codi Tècnic d'Edificació, que, en

S'ACCELERA EL CREIXEMENT DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL

Variació interanual de l'índex de producció industrial



NOTA: Sèrie de cycle-tendència corregida de diferències de calendari.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

imposar condicions més costoses, hauria motivat l'avanç d'alguns projectes d'edificació.

Pel que fa als serveis, s'aprecia, en conjunt, un ritme de creixement sostingut, amb tendència a la moderació en alguns casos. El comerç, els transports i, en especial, els serveis a empreses mantenen un to molt expansiu, que contrasta amb el mostrat per les tecnologies de la informació, que han perdut embranzida en els últims mesos. El turisme ha reflectit un comportament una mica irregular al llarg de l'any, però el balanç global pot ser considerat de moderadament positiu. Tot i que el nombre de turistes es-

trangers i les pernoctacions en hotels van créixer a bon ritme, l'augment dels ingressos va ser molt més moderat, a causa de la retallada de la despesa mitjana per turista.

Des de la perspectiva de la demanda, el comportament menys dinàmic del consum privat s'hauria de relacionar amb les pèrdues de poder adquisitiu, motivades per les altes taxes d'inflació de la primera meitat del 2006 i per l'enduriment de les condicions financeres, després de les successives pujades dels tipus d'interès oficials del Banc Central Europeu. Així i tot, la intensa creació de llocs de treball i l'augment de la riquesa de les llars, deri-

INDICADORS D'OFERTA

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

	2004	2005	2005		2006		III	Octubre	Novembre
			III	IV	I	II			
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	4,2	3,4	2,9	2,7	2,1	3,3	5,8	4,3	1,9
Índex de producció industrial (2)	1,6	0,7	0,7	1,6	2,6	4,0	4,2	5,4	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-2,5	-4,9	-4,8	-4,0	-5,4	-2,7	-2,3	-2,0	-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	16,9	...
Construcció									
Consum de ciment	3,9	7,3	7,8	6,1	17,2	4,0	4,0	12,0	6,8
Indicador de confiança a la construcció (3)	13,6	22,4	22,7	28,3	15,3	11,7	14,7	13,0	16,0
Habitatges (visats obra nova)	8,0	6,2	2,8	10,6	18,5	6,3	49,5	...	...
Licitació oficial	18,3	18,5	3,1	36,9	15,0	34,8	19,3	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	5,5	4,4	4,4	3,8	5,2	3,8	5,9	4,4	...
Turistes estrangers	3,1	6,6	8,1	5,1	0,6	9,5	3,7	3,6	1,4
Ingressos turisme	3,8	5,8	13,9	4,9	-7,6	3,0	3,9	...	...
Mercaderies ferrocarril (T-km)	-3,5	-3,2	-2,3	11,0	8,1	-2,7	-3,3	-4,4	...
Tràfic aeri passatgers	8,0	9,2	10,3	9,2	5,2	10,1	4,5	6,1	6,4
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.

El consum tendeix a desaccelerar-se lleugerament, però la inversió continua mostrant una gran solidesa.

Perspectives favorables de creixement per a l'economia espanyola el 2007.

vat de la revaloració dels actius financers i immobiliaris, han exercit de dic de contenció i han justificat la solidesa que encara manté aquest agregat.

En els mesos finals de l'any, les matriculacions d'automòbils de turisme van tornar a registrar variacions positives i van trencar la cadena de descensos registrada en la part anterior de l'any, i l'índex de confiança del consumidor va tendir a millorar lleugerament, després de la feblesa mostrada en els mesos precedents. De la mateixa manera, la producció nacional de béns de consum (en particular, els duradors) va mostrar un to una mica més expansiu en aquesta última fase. Pel que fa a la inversió en béns d'equipament, el perfil d'acceleració de la producció industrial i de les importacions reflecteix la solidesa de la demanda, basada en la recuperació de la indústria, la situació sanejada de les empreses i les condicions financeres, encara molt favorables.

Després de tretze anys de creixement ininterromput, les perspectives de l'economia espanyola per al 2007 continuen essent molt positives, amb el suport de la continuïtat dels baixos tipus d'interès reals, els efectes positius sobre l'oferta i la demanda agregades dels fluxos d'immigrants i el revifament dels nostres mercats d'exportació. L'optimisme s'ha apoderat també del Govern, que ha revisat a l'alça les previsions per als propers anys. En l'actualització del Programa d'Estabilitat 2006-2009, l'executiu espanyol incrementa les previsions de creixement al 3,8% el 2006, el 3,4% el 2007 i el 3,3% el 2008 i el 2009. La revisió a l'alça de les previsions de creixement es traduirà també en un comportament del mercat de treball i en uns resultats pressupostaris millors que els previstos uns mesos enrere.

D'altra banda, segons el Govern, el patró de creixement gaudirà de més equilibri en els propers exercicis, gràcies al major

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	-0,1	0,9	1,4	0,9	0,6	2,1	1,9	5,1	...
Importació de béns de consum (**)	13,4	7,9	7,8	8,6	20,5	5,9	2,4	13,6	...
Matriculacions d'automòbils	9,8	0,8	2,3	-4,5	2,4	-4,3	-5,3	5,8	0,1
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	-10,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	1,9	-0,1	-1,3	0,8	6,7	7,6	8,0	9,6	...
Importació de béns d'equipament (**)	14,9	20,4	13,5	8,2	10,0	-5,0	6,5	31,5	...
Matriculació de vehicles industrials	11,7	13,2	13,9	11,5	7,4	-0,2	0,5	9,9	-0,2
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	9,8	6,0	4,7	4,5	13,7	4,7	8,9	17,5	...
Exportacions	5,2	0,2	1,2	0,1	12,7	3,7	1,7	9,3	...

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.

pes relatiu que adquiriran la inversió productiva i les exportacions, en detriment de la construcció. No obstant això, no es preveuen mesures noves per corregir un dels principals punts febles de l'economia espanyola: la baixa productivitat. D'acord amb les previsions de l'esmentat programa, el creixement d'aquesta magnitud

augmentarà moderadament el 2006, fins al 0,6%, i s'accelerarà lleugerament el 2007, fins al 0,8%. Tampoc no s'espera cap progrés apreciable en la correcció del desequilibri exterior: el dèficit per compte corrent superarà el 8% sobre el PIB el 2006 i vorejarà el 9% en els tres exercicis següents.

Mercat de treball

El mercat laboral continua reflectint un gran dinamisme

En els compassos finals del 2006, el mercat de treball ha mantingut un vigor considerable, coherent amb el bon moment conjuntural de l'economia espanyola. Al novembre, el total d'afiliats a la Seguretat Social va créixer el 3,3% interanual, amb un ritme d'avanç consolidat, tant al grup de treballadors espanyols com al corresponent als estrangers. En els tres últims mesos, s'ha observat una proporció força estable en les incorporacions als dos col·lectius. Gairebé el 75% dels nous afi-

liats en el període esmentat tenien la nacionalitat espanyola.

El dia 30 de novembre, el nombre d'afiliats espanyols pujava a 17 milions de persones, equivalents al 90% de l'afiliació total (uns quatre punts percentuals menys que tres anys enrere). En aquest segment, el ritme de creixement, que es va mantenir relativament estable al llarg del 2004 i del 2005, va tendir a accelerar-se gradualment al llarg del 2006, fins a superar al final el 2,5% interanual, tal com es pot apreciar al gràfic següent. En canvi, al col·lectiu de treballadors estran-

L'ocupació continua creixent...

...amb gran intensitat entre els treballadors espanyols i els d'altres nacionalitats.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2004	2005	2005		2006		III	Octubre	Novembre
			III	IV	I	II			
Afiliats a la Seguretat Social									
Assalariats	2,7	4,8	5,9	6,3	6,3	5,3	3,9	3,4	3,5
Indústria	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,0	-0,0	0,0	0,2
Construcció	5,6	8,6	10,0	10,9	11,0	9,5	7,5	6,9	6,5
Serveis	3,9	5,7	6,4	6,8	6,6	5,8	4,6	3,9	4,1
No assalariats	3,2	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2
Total	2,8	4,4	5,3	5,6	5,5	4,8	3,6	3,1	3,3
Població ocupada (*)	3,9	5,6	5,9	5,6	4,9	4,2	3,7	-	-
Llocs de treball (**)	2,6	3,1	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	-	-
Contractes registrats (***)									
Indefinitos	11,8	8,7	10,0	16,1	25,6	16,1	46,6	61,7	62,3
Temporals	11,4	4,6	9,7	8,9	13,7	5,5	0,5	6,1	0,1
Total	11,5	5,0	9,8	9,5	15,0	6,4	4,1	11,1	5,8

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.

gers (1,9 milions de persones), després del boom d'afiliacions provocat pel procés de normalització del 2005, el ritme de creixement va tendir a moderar-se progressivament, fins a estabilitzar-se al voltant del 8,5% interanual en els dos últims mesos.

Des d'una perspectiva més àmplia, es constata que el total d'afiliats al sistema de Seguretat Social va registrar un augment superior a les 600.000 persones en els dotze últims mesos. Gairebé la meitat de les noves incorporacions van girar en l'òrbita de les activitats immobiliàries, els serveis a empreses i la construcció, la qual cosa mostra, una vegada més, la important contribució d'aquests sectors al creixement de l'activitat espanyola. El grup dels autònoms i el dels afiliats del sector comerç i reparació de vehicles també van tenir una participació destacada en aquest augment i van aportar entre els dos gairebé un terç de l'increment.

Un altre fet que cal destacar en matèria d'ocupació és la satisfactòria evolució de la contractació indefinida, després de la recent modificació de la normativa vigent. En els dos últims mesos, els contractes d'aquesta naturalesa han augmentat a un ritme superior al 30% interanual, que contrasta amb el creixement desaccelerat dels contractes temporals, els quals, però, continuen essent àmpliament majoritaris en termes absoluts.

Tendència descendent de l'atur registrat

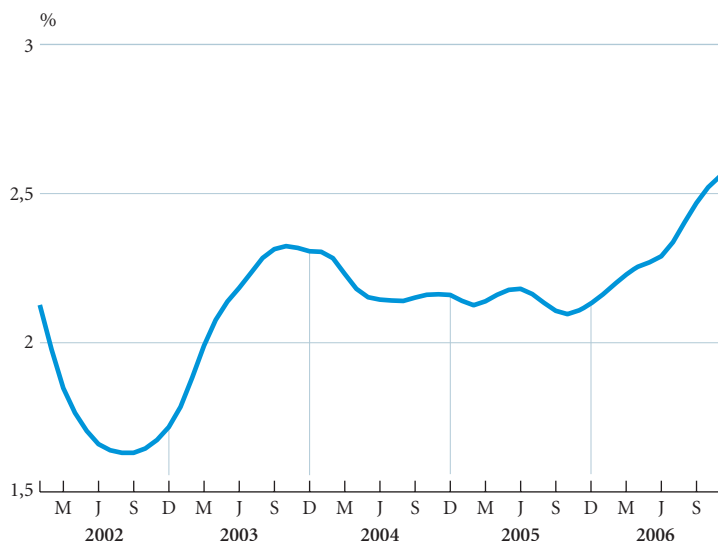
En finalitzar el mes de novembre, el nombre d'aturats registrats a les oficines dels serveis públics d'ocupació va créixer en 30.328 persones en relació amb el mes anterior, de manera que la xifra de l'atur total supera de nou els dos milions. No obstant això, l'augment comptabilitzat al novembre és d'una quantia inferior a l'anotat en el mateix mes del 2005, i, a més a més, cal tenir en compte que, en

Les activitats immobiliàries, els serveis a empreses i la construcció acaparen la meitat de l'ocupació generada en els dotze últims mesos.

Els contractes indefinits continuen augmentant.

CREIX EL NOMBRE D'AFILIATS ESPANYOLS A LA SEGURETAT SOCIAL

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

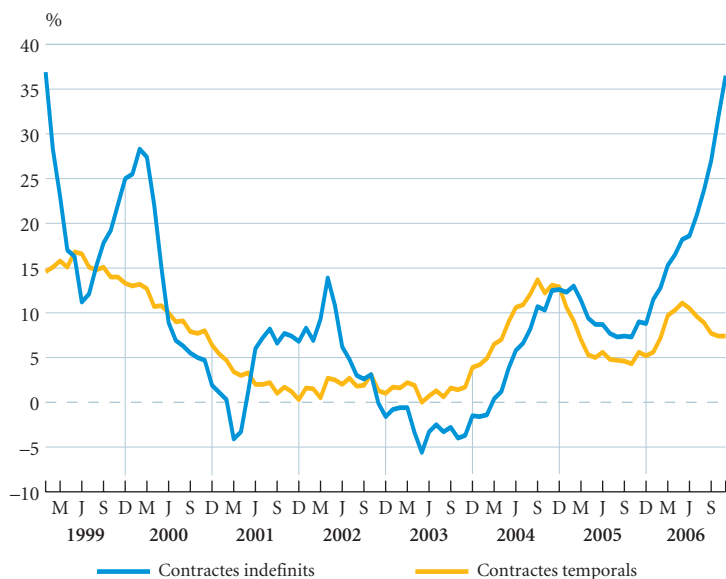


NOTA: Sèrie de cicle tendència.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

AUGMENTEN ELS 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: INEM i elaboració pròpia.

termes desestacionalitzats, l'atur continua reduint-se. En qualsevol cas, el total d'aturats registrats al final de novembre

(2.023.164 persones) és el 3,5% inferior al d'un any abans i mostra, a més a més, una clara tendència descendent.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Novembre 2006

	Aturats	Variació sobre desembre 2005		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	63.888	-1.339	-2,1	-2.849	-4,3	3,2
Indústria	275.517	-25.802	-8,6	-18.014	-6,1	13,6
Construcció	216.746	-28.354	-11,6	-7.087	-3,2	10,7
Serveis	1.238.456	-27.933	-2,2	-44.344	-3,5	61,2
Primera ocupació	228.557	3.655	1,6	-122	-0,1	11,3
Per sexes						
Homes	777.062	-74.901	-8,8	-43.973	-5,4	38,4
Dones	1.246.102	-4.872	-0,4	-28.443	-2,2	61,6
Per edats						
Menors de 25 anys	255.580	-20.315	-7,4	-31.090	-10,8	12,6
Resta d'edats	1.767.584	-59.458	-3,3	-41.326	-2,3	87,4
TOTAL	2.023.164	-79.773	-3,8	-72.416	-3,5	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

En relació amb el novembre del 2005, l'atur va baixar amb més intensitat entre els homes (reducció del 5,4%) que entre les dones (2,2%) i entre els menors de 25 anys (10,8%) que en la resta d'edats (2,3%). Pel que fa als aspectes menys favorables, caldria destacar que gairebé la meitat dels aturats tenen un perfil associat a un grau de baixa o molt baixa ocupabilitat. Aquest concepte fa referència a la probabilitat de trobar una feina en funció de tres variables bàsiques: antiguitat en l'atur, àmbit geogràfic de recerca i nombre d'ocupacions demandades.

Per sectors d'activitat, és particularment significatiu el fort descens registrat a la indústria (6,1% interanual), coherent amb la vigorosa recuperació experimentada per aquest sector. El descens a la construcció i als serveis (superior al 3% interanual) manté la mateixa tònica dels últims mesos. Cal destacar, finalment, que l'atur es va reduir a totes les comunitats autònomes, llevat d'Andalusia, on va augmentar l'1,1%. A la resta, els descensos

més importants es van registrar a Aragó, Cantàbria, Galícia i el País Basc (entre el 8% i el 12%).

Augmenten els costos salarials

Els costos salarials per treballador van patir una sobtada acceleració durant el tercer trimestre del 2006, segons les dades de l'enquesta trimestral del cost laboral. La taxa de creixement interanual es va situar en el 4,0%, nou dècimes més que en el trimestre anterior i gairebé el doble que un any abans. Aquesta evolució ascendent es pot apreciar també a partir de les dades de la comptabilitat nacional, tot i que amb un perfil de creixement més suau en aquest cas. La tendència a l'alça dels salaris, si es confirma en els propers mesos, podria constituir un obstacle per a la consolidació de la retallada de la inflació observada darrerament.

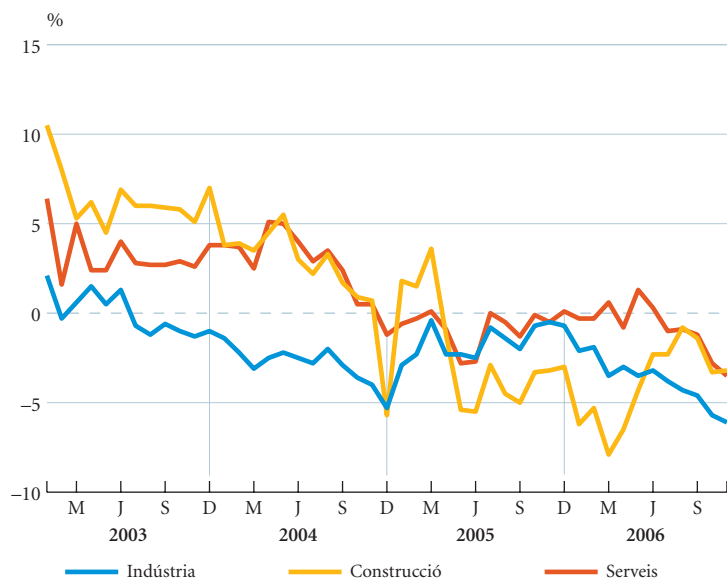
Les alces es van generalitzar a tots els sectors d'activitat, amb taxes de creixement

L'atur registrat tendeix a disminuir...

...amb especial intensitat a la indústria.

FORT DESCENS DE L'ATUR A LA INDÚSTRIA

Variació de l'atur registrat en relació amb el mateix període de l'any anterior



FONTS: INEM i elaboració pròpia.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2004	2005	2005		2006		
			III	IV	I	II	III
Increment pactat en convenis (*)	3,0	3,1	2,9	3,1	3,1	3,2	3,2
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	3,1	2,6	2,2	2,7	2,9	3,3	3,4
Enquesta trimestral de cost laboral							
Costos salarials							
Total	2,8	2,6	1,9	2,5	3,0	3,1	4,0
Indústria	3,3	2,7	1,5	3,0	3,8	3,1	4,1
Construcció	4,2	2,3	1,3	2,0	3,8	3,1	4,2
Serveis	2,5	2,9	2,6	2,8	3,0	3,4	4,3
Guanyos mitjans per hora treballada	3,6	3,2	2,8	2,9	0,0	7,1	4,4
Altres costos laborals	3,6	3,6	3,7	3,1	4,4	4,9	2,6
Jornada laboral (***)	-0,8	-0,6	-0,9	-0,4	3,0	-3,8	-0,3
Jornals agraris	2,8	3,1	2,7	3,0	2,9	2,6	3,2
Cost laboral a la construcció	3,5	4,3	4,2	4,3	4,2	4,5	4,4

NOTES: (*) No inclou clàusules de revisió salarial.

(**) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

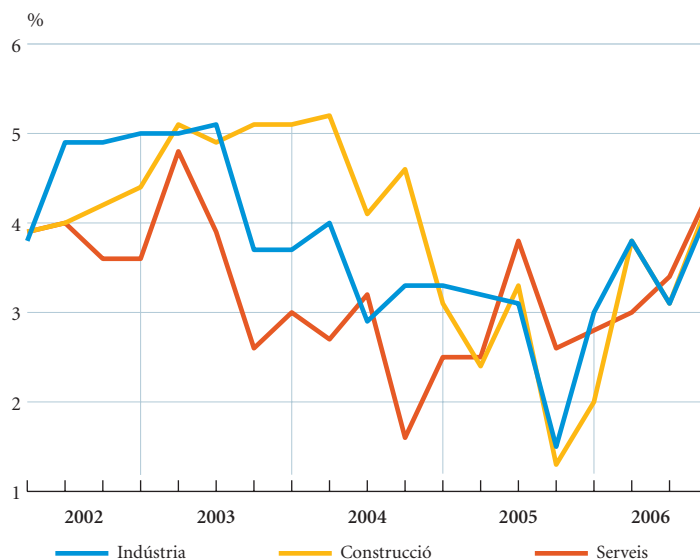
(***) Hores efectives per treballador i mes.

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

que es van situar per damunt del 4% en tots els casos. Des del punt de vista geogràfic, les taxes més altes es van registrar a Aragó (6,1% interanual) i a Castella-la

S'ACCELERA EL CREIXEMENT DELS COSTOS SALARIALS

Variació interanual del cost salarial per treballador i mes



FONTS: Enquesta trimestral del cost laboral i elaboració pròpia.

Manxa (5,8%), i les més baixes, al País Basc (1,8%) i Navarra (1,7%). En termes de valor absolut, els costos salarials més elevats es van registrar al País Basc (1.880 euros per treballador i mes), Madrid (1.857) i Navarra (1.721). A l'extrem oposat se situen Canàries (1.300 euros) i Múrcia (1.311).

Atès que el total d'hores efectives treballades es va reduir lleugerament (0,3% interanual), l'augment del guany mitjà per hora treballada (4,4%) va superar l'indicat per als salaris. De manera diferent, el creixement de la resta de costos laborals (les cotitzacions obligatòries a la Seguretat Social, entre d'altres) es va

desaccelerar apreciablement, fins al 2,6%, la qual cosa explica que el cost laboral total de les empreses s'inscrigui en una tendència de creixement una mica més suau que la indicada abans per als salaris.

Per acabar, caldria recordar que el creixement excessiu dels salaris i el lent avanç de la productivitat formen una combinació poc desitjable per millorar la competitivitat de l'economia espanyola. En els dos últims anys, els costos laborals unitaris han crescut a Espanya, de mitjana, al voltant del 2,3% interanual, gairebé un punt percentual més que a la zona de l'euro.

Els costos salarials s'acceleren...

...la qual cosa constitueix un problema per a la millora de la competitivitat espanyola.

Preus

El menor descens dels carburants al novembre motiva una lleugera pujada de la inflació general.

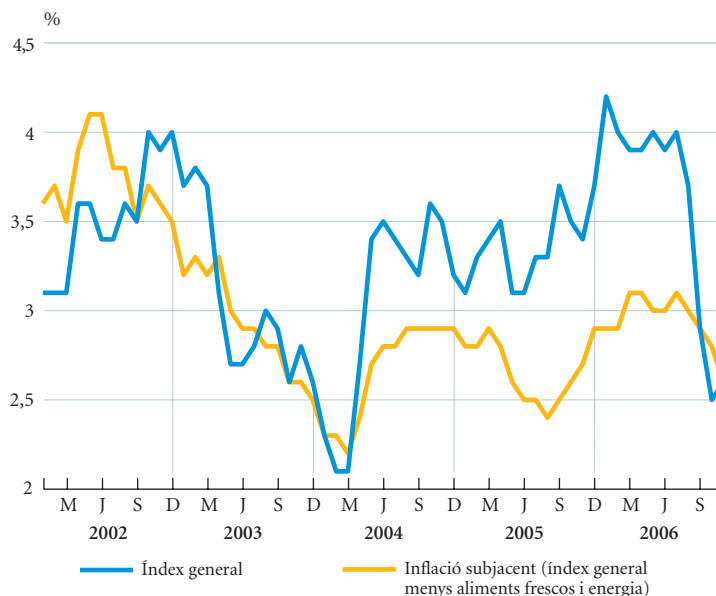
Descens de la inflació subjacent

Al novembre, el nucli dels preus de consum va mantenir la tendència moderadora iniciada a l'agost. D'aquesta manera, la inflació subjacent, que exclou els elements més volàtils de l'índex general –els aliments no elaborats i els productes energètics–, va caure fins al 2,6%. No obstant això, el descens dels carburants no va ser tan intens com al novembre del 2005, de manera que la taxa de variació interanual de la inflació general va augmentar una dècima fins al 2,6%. Així, la inflació general i la subjacent es van situar en el mateix nivell.

A conseqüència de l'evolució menys favorable dels carburants i combustibles, els productes energètics van experimentar un augment del 0,3% en els dotze últims mesos, enfront d'una disminució de l'1,9% a l'octubre. Per la seva banda, els aliments frescos es van desaccelerar una mica. La davallada de la carn d'oví, en contrast amb la pujada experimentada en el mateix mes de l'any anterior, va contribuir a aquesta moderació. No obstant això, els aliments no elaborats encara presentaven una alça anual del 5,0%. Sembla que aquestes tensions són degudes, en bona part, a un increment de la demanda a causa del turisme i del creixement demogràfic.

LA INFLACIÓ GENERAL, EN LÍNIA AMB LA SUBJACENT

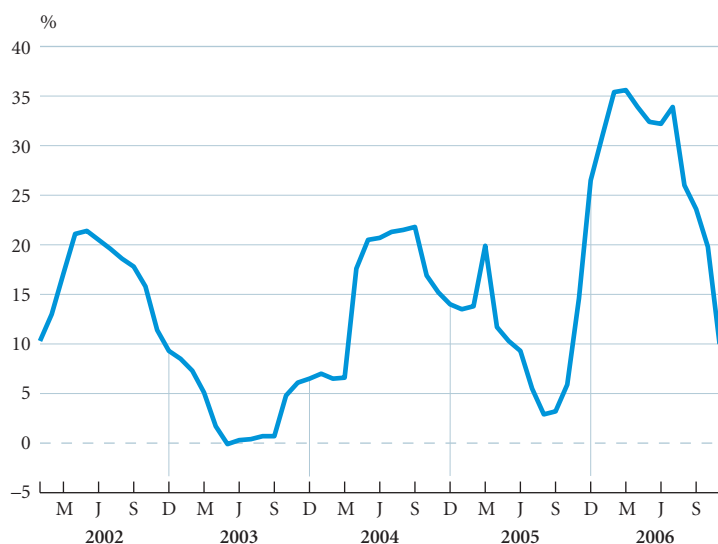
Variació interanual de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

FORTA DESACCELERACIÓ DEL PREU DE L'OLI

Variació interanual dels olis de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Els aliments elaborats, inclosos el tabac i les begudes, es van continuar alentint, i la seva taxa d'inflació va baixar mig punt fins al 2,9%. Cal destacar la caiguda del preu dels olis en el mes, que va comportar una forta moderació de la taxa de va-

riació interanual del 20% al 10% arran del descens dels preus en origen de l'oli d'oliva, ateses les perspectives d'una bona collita d'olives. En canvi, el preu del tabac va augmentar dues dècimes al novembre després dels augments d'im-

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	0,2	2,4	2,6
Desembre	0,2	3,7	3,7			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Novembre

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	122,6	0,6	0,2	2,9	2,6	3,1	3,9
Begudes alcohòliques i tabac	122,9	0,1	0,1	5,0	0,9	5,0	1,0
Vestit i calçat	123,2	2,9	2,9	2,4	2,3	1,6	1,3
Habitatge	122,8	0,2	0,0	6,1	4,8	6,0	4,7
Parament	111,9	0,4	0,4	1,9	2,4	2,2	2,7
Medicina	108,1	0,0	0,1	0,7	1,6	0,8	1,6
Transport	118,4	-1,8	-0,3	7,2	1,4	5,8	0,5
Comunicacions	90,3	-0,0	-0,2	-1,5	-1,2	-1,6	-1,4
Oci i cultura	101,8	-0,5	-0,8	-0,7	-2,0	0,1	-0,7
Ensenyament	126,4	0,3	0,6	4,0	4,3	4,1	4,3
Hotels, cafès i restaurants	125,8	-0,0	-0,0	3,9	4,1	4,2	4,4
Altres	119,2	0,1	0,1	3,1	3,6	3,2	3,9
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	119,6	0,5	0,0	3,0	2,1	3,2	2,9
Aliments sense elaboració	128,9	0,6	0,4	3,3	3,0	3,6	5,0
Conjunt no alimentari	117,3	0,0	0,3	3,6	2,4	3,4	2,3
Béns industrials	113,2	0,0	0,6	3,8	1,6	3,1	1,0
<i>Productes energètics</i>	120,7	-2,9	-0,7	12,0	2,2	9,3	0,3
<i>Carburants i combustibles</i>	124,7	-3,8	-1,0	15,8	1,1	12,0	-1,4
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	110,9	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2
Serveis	122,1	0,0	0,0	3,5	3,2	3,8	3,7
Inflació subjacent (**)	117,4	0,5	0,3	2,6	2,3	2,7	2,6
ÍNDEX GENERAL	118,6	0,2	0,2	3,5	2,4	3,4	2,6

NOTES: (*) Base 2001 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Les comunicacions i els paquets turístics continuen caient en els dotze últims mesos.

postos per a les marques més barates decretats pel govern, ja que els increments anteriors amb prou feines van ser traslladats per les tabaqueres. Així i tot, el tabac només registrava un increment anual del 0,4%.

Els béns industrials no energètics van experimentar una lleugera moderació per les pressions de la forta competència internacional. D'aquesta manera, la seva taxa de variació va baixar una dècima fins a l'1,2% en els dotze últims mesos.

Els serveis també van continuar mino- rant lleugerament el ritme d'encariment, i la seva taxa de variació es va col·locar en el 3,7%. Al novembre, cal destacar la davallada de les comunicacions de l'1,4% en l'últim any, dues dècimes menys que en el mes precedent. Així mateix, es va intensificar la reducció de preus dels paquets turístics. En canvi, la taxa de variació anual de l'ensenyament va pujar tres dècimes fins al 4,3%, per les alces en l'educació infantil, primària i secundària. El fet que estiguin més arrecerats de la competència

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO DISMINUEIX FINS AL NIVELL MÉS BAIX DELS ÚLTIMS DOS ANYS I MIG

Punts percentuals de variació interanual



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

exterior explica, en part, que els preus dels serveis creixin, en general, sensiblement més que la mitjana.

Al desembre la inflació subjacent es mantindrà continguda. D'aquesta manera, l'IPC general probablement acabarà l'exercici al voltant del nivell actual, sensiblement per sota del 3%, la qual cosa representaria una millora notable en relació amb el 3,7% anotat el 2005. Per al 2007 ja s'han anunciat pujades del preu de l'electricitat i del gas del 2,8%, la qual cosa tindrà un cert impacte al gener. No obstant això, la perspectiva dels preus per al 2007 és relativament favorable, de manera que l'IPC podria acabar l'any en un nivell similar al del 2006, si els preus del petroli no donen cap sorpresa desagradable.

D'altra banda, l'índex de preus harmonitzat amb la Unió Europea va pujar el 2,7% des del novembre del 2005 fins al novembre del 2006. En el mateix període, l'IPC harmonitzat de la Unió Monetària Europea va pujar l'1,9%, enfront de l'1,6% de l'octubre, de manera que el diferencial

d'inflació es va reduir fins a 0,8 dècimes, el registre més baix des del maig del 2004. Així, tot i persistir, es modera aquest llast que perjudica la competitivitat de l'economia.

Es frena la moderació dels preus a l'engròs al novembre

Al novembre es va trencar la tendència descendent de la taxa de variació anual dels preus industrials. En efecte, en aquest mes el seu índex general va experimentar un augment interanual del 3,6%, dues dècimes més que a l'octubre. Aquest lleuger repunt va ser degut a un menor descens mensual dels preus energètics en relació amb el novembre del 2005 i també a un comportament relatiu més negatiu dels béns de consum i dels d'equipament.

De tota manera, els preus energètics només van presentar una pujada anual de l'1,0%, i, entre aquests preus, les coqueries i el refinatge de petroli van mostrar una caiguda del 5,8%. Per la seva banda, la in-

L'IPC probablement acabarà el 2006 al voltant del nivell actual d'inflació.

Les perspectives de preus per al 2007 són relativament favorables.

Pujada del 3,6% dels preus industrials en els dotze últims mesos fins al novembre, sobretot pels productes intermedis.

Els preus de les importacions es continuen alentint a l'octubre.

flació en termes anuals dels béns de consum i de capital es va situar en el mateix nivell: el 2,5%. Cal destacar que els preus d'alguns sectors amb forts augments de la productivitat, com la fabricació d'equips informàtics i de material electrònic i de comunicacions, es van reduir en l'últim any. En canvi, els béns intermedis van experimentar un augment de preus del més del doble, del 6,8% en els dotze últims mesos fins al novembre, per bé que la taxa anual es va reduir en una dècima. Els preus metal·lúrgics es van relaxar una mica, però es van situar el 19,3% per damunt d'un any abans a conseqüència del fort encariment dels metalls.

Lleuger repunt dels preus agraris en origen a l'octubre.

D'altra banda, els preus de les importacions es van continuar moderant a l'octubre, d'acord amb les dades de la correspo-

nent enquesta de l'Institut Nacional d'Estadística. Així, la taxa de variació anual de l'índex general dels preus d'importació va disminuir en tres dècimes fins al 2,9%. D'acord amb aquesta font, els béns de consum i de capital van presentar una inflació anual molt reduïda, inferior a l'1%, a causa de la forta competència global. En canvi, els béns intermedis van presentar un ascens anual dels preus del 8,9%, a causa de l'alça de moltes primeres matèries.

Pel que fa als productes agraris, els preus percebuts pels agricultors van repuntar una mica a l'octubre, després de caure al setembre per sota del nivell d'un any abans. Així, van presentar un increment anual del 2,7%, sensiblement per sota del corresponent apartat de l'IPC.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Total	Preus d'importació			Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics		Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2005											
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	-
2006											
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	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	2,3	-0,6	-0,5	4,0	3,8
Setembre	-0,2	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	0,8	2,4	-5,0	1,0	-
Octubre	2,7	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	-
Novembre	...	3,6	2,5	2,5	6,8	1,0	...	...	...	...	...

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

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

Sector exterior

El dèficit comercial es torna a accelerar a l'octubre

L'evolució del dèficit comercial ha generat algunes sorpreses a l'octubre. La més significativa és que, després de 16 mesos consecutius en què la variació interanual del dèficit comercial acumulat de dotze mesos s'havia desaccelerat, en aquest mes d'octubre la tendència s'ha invertit.

Concretament, el creixement del dèficit comercial (acumulat de dotze mesos) en relació amb un any abans va ser, a l'octubre, del 18,3%, enfront del 17,9% del setembre. La taxa de cobertura també s'ha deteriorat lleugerament i s'ha situat en el 65,4% a l'octubre, dues dècimes menys que al setembre. Darrere d'aquest comportament hi ha un nou repunt de les importacions (van créixer el 13,3% interanual en valor acumulat de dotze mesos),

El dèficit comercial ha deixat de desaccelerar-se, a causa del redoblat impuls importador.

COMERÇ EXTERIOR

Acumulat 12 últims mesos fins a l'octubre del 2006

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	40.335	31,5	15,7	7.530	23,4	4,5	-32.805	18,7
Béns de consum	72.494	10,6	28,2	62.387	6,6	37,1	-10.107	86,1
<i>Alimentaris</i>	14.551	4,9	5,7	19.881	7,3	11,8	5.330	136,6
<i>No alimentaris</i>	57.943	12,2	22,5	42.506	6,2	25,3	-15.437	73,4
Béns de capital	28.019	6,1	10,9	17.268	23,9	10,3	-10.751	61,6
Béns intermedis no energètics	116.265	11,3	45,2	80.936	10,5	48,1	-35.329	69,6
Per àrees geogràfiques								
Zona de l'euro	126.096	7,5	49,0	94.584	7,0	56,3	-31.511	75,0
Resta Unió Europea 25	25.130	12,8	9,8	24.012	9,4	14,3	-1.118	95,5
Rússia	7.162	44,7	2,8	1.439	38,6	0,9	-5.723	20,1
Estats Units	8.130	2,4	3,2	7.235	18,7	4,3	-895	89,0
Xina	13.595	22,1	5,3	557	124,1	0,3	-13.037	4,1
Japó	5.882	0,2	2,3	1.258	8,3	0,7	-4.625	21,4
Resta d'Àsia	23.004	25,3	9,0	6.608	7,5	3,9	-16.436	28,7
Amèrica Llatina	21.867	33,2	8,5	4.306	1,0	2,6	-17.562	19,7
OPEP	14.552	43,3	5,7	10.347	40,9	6,2	-4.205	71,1
Resta	11.654	-7,7	4,5	17.775	17,5	10,6	6.121	152,5
TOTAL	257.112	13,3	100,0	168.120	10,7	100,0	-88.992	65,4

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

Els grups d'exportació més dinàmics són els béns de capital i de consum, i els d'importació, el grup energètic.

que va batre el de les exportacions (augment interanual del 10,7%).

Aquest redoblat impuls importador, derivat del sensible dinamisme de la demanda interna, ha estat propiciat, principalment, per la contribució dels béns intermedis no energètics. En termes de creixement, les importacions energètiques, tot i desaccelerar-se de nou, són encara el grup més dinàmic, seguit dels béns de consum no alimentaris.

Per la seva banda, el comportament exportador continua liderat pels grups de béns de capital i energètic, els dos amb creixements superiors al 23% interanual, sempre en valor acumulat de dotze mesos. El grup que més contribueix és el de béns intermedis no energètics.

La millora europea es reflecteix en l'augment dels intercanvis comercials.

Els mercats exteriors més dinàmics continuen essent els que tenen menys pes relatiu. Així, les exportacions que més crei-

xen són les destinades a la Xina, però aquest soci comercial amb prou feines representa el 0,3% de les exportacions espanyoles, i, a més a més, el valor del que s'importa multiplica per 24 les vendes al gegant asiàtic. Pel que fa als principals socis comercials, la recuperació de la zona de l'euro afavoreix un creixement exportador del 7% interanual, una taxa d'augment lleugerament inferior a la que experimenten les nostres importacions de la zona de l'euro.

Fora del Vell Continent, el dinamisme exportador cap als Estats Units (augment interanual del 19%) i cap als països de l'Organització de Països Exportadors de Petrolí (OPEP, increment del 41% interanual) és notable, amb una important diferència: les nostres importacions dels Estats Units amb prou feines creixen el 2,4% interanual, mentre que les que realitzem dels països petrolers arriben al 43%.

La competitivitat exterior espanyola resisteix... ara com ara

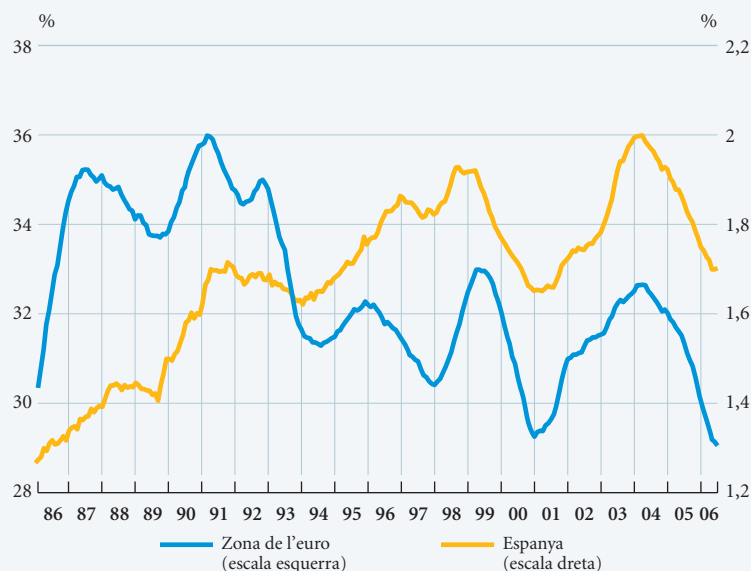
Patroni va explicar al comte Lucanor la història d'un home que, per menjar, només tenia tramussos. Mentre es lamentava, llençava les clofolles pel camí, però, en veure que un altre home anava darrere seu i les recollia en silenci, va deixar de lamentar-se. Aquesta fable del segle XIV sintetitza avui la posició competitiva d'Espanya al món. Amb el segon major dèficit comercial del planeta en valors absoluts, la competitivitat de les exportacions per compensar la força importadora és una qüestió crucial. Espanya és com l'home que menjava tramussos. En aquest requadre, veurem que aguanta bé la comparació amb la majoria dels seus socis comercials més propers, però el problema és que aquests socis són els qui mengen les clofolles, ja que han patit un deteriorament greu en la posició de les seves exportacions. Amb les economies asiàtiques i no tant amb les de l'est d'Europa, la comparació no és tan favorable.

Per abordar l'anàlisi comparativa de la competitivitat exterior podem observar l'evolució de la quota de les exportacions sobre el total mundial. La quota pot variar per canvis relatius en els costos laborals o en la productivitat, per factors interns específics o per la modificació dels tipus de canvi. En tot cas, la quota de les exportacions al món en termes corrents indica l'atractiu relatiu del qual gaudeixen els productes de fabricació nacional als mercats globals. Aquesta quota pot créixer per un augment dels preus d'exportació si es combina amb un augment o amb el manteniment del volum, i a l'inrevés, situació que només és possible amb guanys de competitivitat. Exportacions cares amb productes poc atractius ens podrien fer sentir rics durant un temps, però la

quota en termes corrents acabaria caient per volums d'exportació més baixos, i el país acabaria patint-ne les conseqüències. Així, considerem que la quota de les exportacions mundials és un indicador del grau de salut del sector exterior, més enllà del propi cicle de la demanda interna, que afecta més directament les importacions.

ESPANYA VA MILLOR QUE ALTRES

Exportació de béns en relació amb el total mundial en dòlars corrents



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

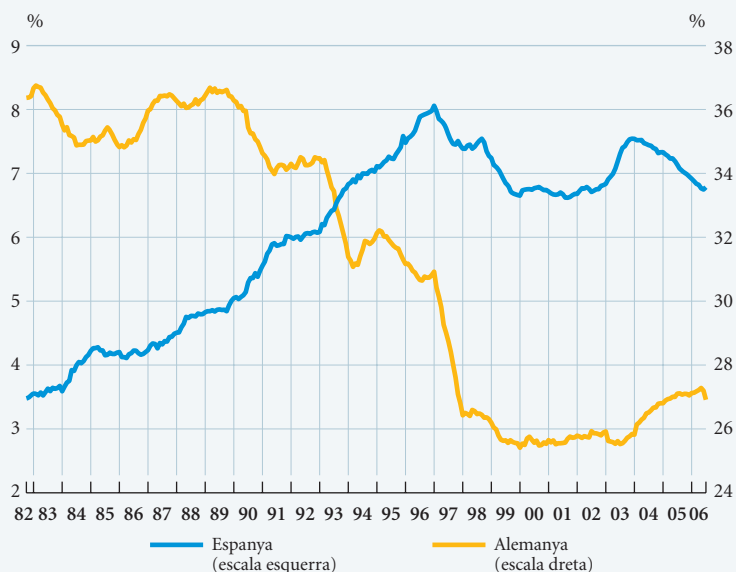
Doncs bé, la quota de les exportacions espanyoles del total mundial ha crescut de forma constant: va arribar al 2% del total de les exportacions mundials al final de 1998 i es va col·locar en l'1,8% al juny del 2006. Coincidint amb la incorporació de l'economia espanyola en l'euro, la tendència alcista s'ha perdut i s'ha estabilitzat, amb notables vaivens, en el valor esmentat, com s'observa al gràfic adjunt. Aquesta relativa estabilitat de la penetració sembla bona si la comparem amb l'evolució a la baixa de les principals economies, que mengen les clofolles que deixa la Xina. Des de les acaballes de 1998 fins al juny del 2006, els Estats Units han passat del 12,6% al 8,8%; el Regne Unit, del 5,0% al 3,5%; el Japó, del 7,2% al 5,6%, i la zona de l'euro, del 32,5% al 29,1%. La quota d'Alemanya, que encara és el primer exportador mundial de béns, també ha disminuït (del 10,0% al 9,1%). No sembla que les coses li vagin tan malament a l'economia espanyola.

Però al món passen altres coses que compliquen el veredict definitiu sobre la salut del sector exportador. Per exemple, la irrupció de les exportacions xineses, que, de representar el 2% del total mundial en dòlars corrents al començament dels noranta, van arribar al 7,7% el 2006. O la pujada del preu del petroli i d'altres primeres matèries, que fa créixer la quota dels exportadors enfront de la resta. O les fluctuacions canviàries, amb un euro que, des de l'octubre del 2000, s'ha apreciat el 57% en relació amb el dòlar i enfront de totes les divises que tenen algun tipus de fixament amb el bitllet verd.

Per alliberar-nos de les distorsions esmentades i precisar la trajectòria competitiva de les exportacions espanyoles, podem intentar comparar-nos amb la resta de països de la zona de l'euro. En les últimes dècades, la

LA UNIÓ MONETÀRIA BENEFICIA MÉS LES EXPORTACIONS ALEMANYES

Exportació de béns a la zona de l'euro en relació amb al total d'importacions provinents dels seus membres (*)



NOTA: (*) En termes corrents.

FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

quota que les exportacions espanyoles representen en el comerç interior de la zona de l'euro ha crescut de forma constant, des del 3,4% del 1980 fins a un màxim del 8,1% el 1996. La major obertura de l'economia i el procés de modernització van rebre el suport d'un tipus de canvi que, després de devaluacions successives, mantenia els productes espanyols amb preus baixos. Amb l'euro, el recurs de la pesseta feble desapareix, adquireix rellevància l'eficiència relativa del teixit productiu i, conseqüentment, la tendència a l'alça s'aplana i, fins i tot, apunta a una lleugera tendència a la baixa i se situa en el 6,8% al juny del 2006, com es pot comprovar al gràfic adjunt. Alemanya i Holanda presenten el cas contrari. Sense més apreciacions del marc i del florí, han transformat la reculada de les quotes en una tendència a l'alça. Però, un cop més, ofeguen les nostres penes els qui mengen clofolles, que, en aquest cas, són precisament els qui més importen d'Espanya, deixant de banda el cas germànic. França, Itàlia i Portugal absorbien el 36,3% de les nostres exportacions de béns totals i tots tres han patit importants deterioraments de la quota del comerç entre els països de l'euro. La situació d'aquests tres importants socis comercials, més negativa, millora el veredict sobre les nostres exportacions.

L'altra cara de la moneda és l'Àsia Oriental. Excloent el Japó, a l'Àsia Oriental hi ha una bona part de les economies més dinàmiques del globus. No obstant això, la quota que representen les exportacions de béns espanyols del total que importa la regió és ínfima (0,2% al juny del 2006) i, a més a més, va a la baixa. Aquí no ens podem comparar amb ningú: les exportacions espanyoles a la Xina són una catorzena part de les alemanyes, una quarta part de les franceses i una tercera part de les italianes i, a més a més, se situen per sota de les d'Holanda i, fins i tot, de les de la petita Finlàndia. Una altra assignatura pendent cal buscar-la a l'Est d'Europa. Les exportacions espanyoles només arriben a l'1,6% de les compres a l'exterior dels deu nous membres de la Unió, i, a més a més, la taxa reula des del 2003. En canvi, Alemanya està ben col·locada entre els nous socis de la Unió i hi exporta una quarta part de les seves compres totals.

Amb un balanç una mica més positiu, la participació de les exportacions de béns espanyols en les compres dels Estats Units resisteix. Tipus de canvi, petroli i la Xina empenyen la quota a la baixa, però, llevat de l'especial cas irlandès, Espanya queda per davant de la majoria de països de la zona de l'euro (només per darrere de l'esmentada Irlanda i d'Àustria), empata amb Portugal i Grècia i millora el comportament dels altres grans països europeus. L'evolució de la participació de les exportacions espanyoles al món dona un veredicte millor del que s'esperava. Les reculades agregades són petites, tot i que hi ha assignatures pendents significatives: l'Àsia Oriental i l'Europa de l'Est. La visió positiva és deguda, en gran part, al mal comportament relatiu d'economies europees com França, Itàlia i Portugal, tot i que mirar qui menja les clofolles de tramussos té un risc.

De cara al futur, hi ha un factor positiu i una precaució. Les exportacions van créixer en relació amb el producte interior brut fins al final del 2000. Després hi ha hagut una reculada, menor en el cas de béns, que va acabar al març del 2005, de manera que, pel que sembla, les coses tornen a la bona normalitat. La precaució és la tendència consolidada de les grans empreses multinacionals, és a dir, nord-americanes i japoneses, a relocalitzar la producció als mercats asiàtics, buscant els avantatges competitius que ofereixen. Per bé que a Espanya, amb empreses més petites, aquest procés és menys important, preocupa l'escàs pes que tenen en les exportacions les branques d'alt contingut tecnològic, que són també les que tenen un potencial de creixement més elevat. I és que, per continuar avançant, cal menjar una mica més que tramussos.

Balança de pagaments: el deteriorament es modera marginalment

En els tres primers trimestres del 2006, el dèficit acumulat de la balança de pagaments va arribar als 64.751 milions d'euros, prop del 30% per damunt de l'exhibit un any abans. Aquest ritme d'augment és lleugerament inferior al registrat en l'acumulat del gener fins a l'agost, quan l'augment interanual va ser del 31%.

Els principals responsables d'aquest desequilibri són, per ordre d'importància, l'increment del dèficit comercial, la reducció del superàvit de la balança de serveis, l'augment del dèficit de la balança de rendes i, en últim lloc, el major desequilibri de la balança de transferències corrents.

Concretament, pel que fa a la balança comercial, l'augment del dèficit, superior al 18% en relació amb els nou primers mesos del 2005, va ser degut a l'embranchada importadora. Les importacions van

créixer, en l'acumulat de l'any, el 13% interanual, enfront de l'avanç del 10,6% interanual de les exportacions. Per la seva banda, la balança de serveis va continuar reflectint el degoteig a la baixa de l'aportació del sector turístic. Així, la rúbriques de turisme es va situar, en els tres primers trimestres del 2006, en els 20.520 milions d'euros, una xifra que se situa el 2,7% per sota de la del mateix període de l'any anterior. Així i tot, cal destacar que el deteriorament era més intens fa un mes.

Entre els mesos de gener i setembre, el desequilibri de la balança de rendes es va incrementar l'11,9% interanual, fins als 15.425 milions d'euros, mentre que el dèficit de la de rendes va arribar als 5.345 milions d'euros, un deteriorament superior al 15% interanual en relació amb el registre dels nou primers mesos del 2005.

Pel que fa a l'àmbit financer, cal destacar que les sortides d'inversió directa van superar àmpliament les registrades en els

El dèficit corrent s'amplia el 30% interanual en els nou primers mesos del 2006.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Setembre 2006

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-59.322	18,4	-78.197	-13.034	20,0
Serveis					
<i>Turisme</i>	20.520	-2,7	25.792	-694	-2,6
<i>Altres serveis</i>	-5.180	88,4	-6.165	-2.544	70,3
Total	15.341	-16,4	19.628	-3.238	-14,2
Rendes	-15.425	11,9	-18.851	-2.308	14,0
Transferències	-5.345	15,3	-3.793	-1.746	85,3
Total	-64.751	29,1	-81.214	-20.325	33,4
Compte de capital	3.164	-42,1	5.673	-2.151	-27,5
Balança financera					
Inversions directes	-41.414	274,7	-43.052	-13.652	46,4
Inversions de cartera	157.562	194,2	161.894	69.565	75,3
Altres inversions	-37.902	-	-29.521	-38.646	-
Total	78.246	54,2	89.321	17.267	24,0
Errors i omissions	-4.260	132,1	-3.321	-775	30,4
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-12.399	195,2	-10.459	5.984	-36,4

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.

Les entrades netes d'inversió en cartera tripliquen amb escreix el desequilibri de la inversió directa.

tres primers mesos del 2005. Durant aquest període, el dèficit va ser d'11.054 milions d'euros, mentre que, en el període equivalent d'enguany, ha registrat un dèficit de 41.414 milions d'euros. En clar

contrast, les entrades netes d'inversió en cartera van arribar als 157.562 milions d'euros i van tripliquen amb escreix el superàvit existent en els tres primers trimestres del 2005.

Sector públic

Notable superàvit pressupostari de l'Estat el 2006

Els ingressos no financers de l'Estat en termes de caixa, és a dir, mesurats segons la seva realització efectiva en el període considerat, van pujar a 132.362 milions d'euros al gener-novembre. Aquesta xifra representa un increment del 10,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior. En termes homogenis, és a dir, incloent la participació de les administracions territorials i corregint els efectes de calendari, els ingressos no financers de l'Estat van augmentar el 10,8% en relació amb el mateix període de l'any 2005.

Aquest notable augment de les entrades a les arques de l'Estat va ser degut a forts augments de la recaptació tributària, si-

tuació que reflecteix la favorable evolució econòmica. Així, els ingressos per l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) es van incrementar el 15,1%, sempre en termes homogenis, a conseqüència de l'augment de les rendes salarials i de la creació d'ocupació. Cal destacar que les retencions del capital mobiliari i sobre els guanys dels fons d'inversió van experimentar fortes pujades. L'impost sobre la renda de societats va créixer el 16,0% arran del gran ascens dels beneficis empresarials.

Pel que fa als impostos indirectes, l'impost sobre el valor afegit va augmentar l'11,4% en els onze primers mesos de l'exercici, a causa de la bona marxa del consum i de la inversió. En canvi, els impostos especials només van créixer el 2,6%.

Els ingressos no financers de l'Estat augmenten l'11% fins al novembre...

...impulsats per la recaptació dels impostos, situació que reflecteix el dinamisme econòmic.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Novembre 2006

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	8.512	38,9	132.362	10,5
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	5.582	17,9	58.932	15,1
Impost de societats	31	–	33.593	16,0
IVA	2.686	10,2	52.520	11,4
Impostos especials	1.651	21,6	17.353	2,6
Resta	1.880	–1,8	15.198	–5,2
Total	11.830	13,4	177.596	10,8
Pagaments no financers	10.029	9,7	115.292	6,2
Saldo de caixa	–1.517	–49,7	17.070	52,3
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	–2.373	–52,0	21.951	49,2

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les comunitats autònomes d'acord amb el sistema de finançament vigent, i altres ajustos.

(**) En termes de comptabilitat nacional.

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

Els pagaments només pugen el 6%, gràcies al descens dels desemborsaments pels interessos del deute públic.

Cal destacar la recuperació de l'impost sobre els productes del tabac al novembre arran de l'alça del tipus sobre les marques barates efectuada en aquest mes, que, així i tot, només va col·locar la taxa acumulada en l'1,4%. De manera similar, l'impost sobre hidrocarburs va experimentar un feble augment de l'1,8%. En canvi, els impostos sobre alcohols i begudes espirituoses van pujar el 8,1%.

Pel que fa a la resta d'ingressos, les transferències de capital van baixar a causa del menor ritme d'ingressos dels fons comunitaris. L'ascens dels ingressos patrimonials del 34,4%, a causa de l'increment dels beneficis ingressats pel Banc d'Espanya el 2006, no va poder compensar totalment l'evolució negativa d'altres partides, de manera que el conjunt dels altres ingressos no financers va baixar el 5,2% en termes corregits.

Els pagaments no financers van pujar el 6,2% fins al novembre. Aquesta evolució relativament favorable va ser facilitada pel decrement de l'11,9% dels pagaments per interessos del deute públic. Així mateix, les transferències de capital van disminuir l'11,4%, i les inversions reals només van augmentar l'1,6%. En canvi, les transferències corrents van pujar el 13,7% i les despeses de personal, el 7,4%.

D'aquesta evolució dels ingressos i de les despeses va resultar un superàvit pressu-

postari acumulat de 17.070 milions d'euros, la qual cosa representa una alça del 52,3% en relació amb el mateix període del 2005. En termes de comptabilitat nacional, aplicant el principi comptable de la meritació, és a dir, registrant els imports en el moment en què es produeixen els drets i les obligacions, amb independència de quan es materialitzen, es va anotar una capacitat de finançament acumulat de 21.951 milions d'euros, amb un increment del 49,2% en relació amb el mateix període de l'any precedent. Pel que fa al producte interior brut, va ser del 2,26%, enfront de l'1,62% del mateix període del 2005. Tot i que cal tenir en compte que, al desembre, pugen els pagaments per inversions i es produeixen alguns desemborsaments extraordinaris, les previsions pressupostàries per al tancament de l'exercici són favorables.

Finalment, la variació neta d'actius financers en termes de caixa va sumar 11.925 milions d'euros en els onze primers mesos de l'any. Entre altres partides, això va ser degut a diferents aportacions financeres, entre les quals cal esmentar les corresponents a infraestructures ferroviàries, préstecs per al finançament de la investigació, desenvolupament i innovació científica i tècnica. D'aquesta manera, l'endeutament net de l'Estat es va reduir fins al final de novembre en 5.145 milions d'euros, enfront d'un augment de 575 milions d'euros el 2005.

El superàvit pressupostari puja el 49% i passa a representar el 2,3% del PIB.

La política fiscal per al 2007: la despesa com a protagonista

El govern preveu assolir el 2007 un superàvit fiscal de l'1% del PIB per al conjunt de les administracions públiques. Així ho indica la recent *Actualització del Programa d'Estabilitat 2006-2009*. A cop d'ull, sembla que un any més de superàvit fiscal constata la solidesa dels nostres comptes públics i és un motiu de satisfacció. D'altra banda, aquest objectiu –que ha estat revisat a l'alça des del 0,7% previst al Projecte de Pressupostos– se situa molt per sota del superàvit esperat per al 2006, proper a l'1,5% del producte interior brut (PIB). És lògic, doncs, pre-

guntar-se si, en l'actual context macroeconòmic, la política fiscal no s'hauria de plantejar uns objectius més ambiciosos per contrarestar els desequilibris de l'economia espanyola (inflació i dèficit exterior).

Això és el que opinen, per exemple, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics i el Fons Monetari Internacional.

CAPACITAT (+) O NECESSITAT (-) DE FINANÇAMENT DE LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

% PIB

	2005	2006	2007
Estat i Organismes Autònoms	0,5	0,6	0,3
Seguretat Social	1,1	1,1	0,9
Ens territorials	-0,4	-0,3	-0,2
Total	1,1	1,4	1,0

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Les perspectives de creixement a curt termini continuen essent favorables. El govern ha revisat a l'alça les estimacions de creixement del PIB el 2006 fins al 3,8% (des del 3,4% al Projecte de Pressupostos). Per a l'any vinent, preveu una lleugera desacceleració (fins al 3,4%), però el creixement es mantindrà al voltant del potencial de l'economia espanyola. La demanda nacional continuarà essent el principal motor del creixement, tot i que la seva importància disminuirà. S'espera una reducció de la inflació (mesurada amb el deflactor del PIB) del 3,8% al 3,4%, de manera que el diferencial amb la zona de l'euro encara seria d'1 punt percentual, i un augment del dèficit exterior fins al 8,2% del PIB. Malgrat que tot indica que el Banc Central Europeu pujarà una mica més els tipus d'interès durant el 2007, els tipus d'interès reals a Espanya continuaran essent relativament baixos. En aquest context de creixement alt i amb una política monetària que no pot ser qualificada de restrictiva, la política fiscal, juntament amb les polítiques estructurals, hauria de jugar un paper important en la contenció de la inflació i del dèficit exterior. Ho fa? Bé, és difícil titllar els PGE de restrictius quan el consum públic continua creixent per damunt del PIB real, tal com ha passat en els cinc últims anys, i quan el saldo primari es reduirà el 0,5% del PIB.

ESCENARI MACROECONÒMIC

	2005	2006	2007
Demanda nacional	5,2	4,7	4,3
Consum privat	4,2	3,7	3,4
Consum públic	4,8	4,2	4,0
Formació bruta de capital fix	7,0	6,3	5,4
Variació d'existències (contribució al creixement)	0,0	0,1	0,0
Saldo exterior (contribució al creixement)	-1,7	-1,1	-0,9
PIB (% variació real)	3,5	3,8	3,4
Deflactor del PIB (% variació)	4,1	3,8	3,2
PIB a preus corrents (% variació)	7,8	7,7	6,7

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

En efecte, els pressupostos generals de l'Estat creixen amb força i reflecteixen les prioritats socials del govern. El pressupost consolidat de despeses creix el 7,2% en relació amb el pressupost del 2006 (8,3% un cop exclosos els pagaments per interessos). L'augment es concentra en les partides socials i en les referides a recerca, desenvolupament i innovació (R+D+i). La despesa en pensions, que absorbeix gairebé una tercera part del pressupost, s'incrementa el 8% (gairebé 7.000 milions d'euros) arran d'un increment en el nombre de perceptors i de la millora en les prestacions mínimes. Tot i la reducció en la taxa d'atur, la despesa en polítiques actives i passives al mercat de treball s'incrementa en el mateix percentatge (i 1.600 milions d'euros en termes absoluts). Les despeses en R+D+i, que podrien potenciar el nivell tecnològic del nostre sistema productiu, creixen el 23% (1.600 milions d'euros en termes absoluts) i arriben al 0,8% del PIB. Cal destacar, finalment, el fort increment de la dotació per a Ajuda Oficial al Desenvolupament (39%), que arriba al 0,3% del PIB. Un cop incloses les despeses dels ens territorials i de la condonació del deute, l'Ajuda Oficial al Desenvolupament d'Espanya arribarà al 0,4% del PIB.

Pel que fa als ingressos, la reforma fiscal reduirà molt lleugerament la pressió impositiva. Els canvis en l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) i en l'impost de societats (vegeu el quadre adjunt) representaran un cost proper al 0,2% del PIB per a l'Estat. De tota manera, aquestes pèrdues seran compensades, en part, per la bona marxa dels resultats empresarials i l'ocupació i pel seu impacte sobre la recaptació de l'impost de societats i cotitzacions socials. Així, els ingressos consolidats de l'Estat, Organismes i Seguretat Social només disminuiran marginalment en proporció al PIB (0,1%). El Govern podria haver anat més lluny en la reforma fiscal i abaixar més els impostos? Potser, però això hauria requerit un gran esforç de contenció de la despesa per evitar que el dèficit exterior o la inflació es desapareixin. Ara com ara, una segona rebaixa (que, sobretot, atorgui un millor tracte a l'estalvi) queda a la cartutxera per al moment en què les circumstàncies ho permetin.

PRINCIPALS ELEMENTS DE LA REFORMA FISCAL

IRPF

- Reducció del nombre de trams impositius (de 5 a 4) i ampliació dels trams.
- Reducció del tipus marginal màxim del 45% al 43%.
- Introducció d'un tipus fix de gravamen del 18% per a rendes de l'estalvi.
- Increment substancial de mínims exempts.

Impost de Societats

- Reducció del tipus de gravamen en 5 punts percentuals (2,5 punts en el tipus general el 2007 i el 2008, respectivament; 5 punts per a pimes el 2007).
- Eliminació gradual de la major part de deduccions entre 2007 i 2011.
- Limitació de la deducció per reinversió de plusvàlues a activitats productives.

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Tal com ha passat el 2006, és probable que l'execució dels pressupostos comporti algunes sorpreses positives. Els ingressos fiscals, per exemple, podrien superar les previsions pressupostàries, que podrien ser qualificades de conservadores. D'altra banda, en algunes partides, es podria acabar gastant menys del que s'esperava, en especial en programes per als quals es preveuen augments importants i en el fons de contingència. Per al futur, el disseny de la política fiscal s'enfronta encara a dos reptes importants: garantir la sostenibilitat del sistema de Seguretat Social i potenciar la competitivitat de l'economia mitjançant una millor despesa i una menor pressió fiscal sobre el treball i les empreses.

PROJECCIONS PRESSUPOSTÀRIES DE LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

% PIB

	2005	2006	2007
Ingressos			
Impostos directes	10,9	11,4	11,4
Cotitzacions socials	13,0	13,0	13,0
Impostos indirectes	12,1	12,1	12,0
Altres ingressos	3,4	3,3	3,2
Total	39,4	39,8	39,6
Despeses			
Despesa primària	36,4	36,8	37,1
De la qual: Formació bruta de capital fix	3,6	3,7	3,9
Interessos	1,8	1,6	1,5
Total	38,2	38,4	38,6
Saldo total	1,1	1,4	1,0
Saldo primari	2,9	3,0	2,5

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Estalvi i finançament

La pujada dels tipus d'interès bancaris...

El crèdit al sector privat continua creixent a un ritme elevat

Els tipus d'interès crediticis segueixen una tònica alcista i reflecteixen progressivament els increments del tipus de referència del Banc Central Europeu des del mes de desembre del 2005. Així, la mitjana del tipus d'interès dels préstecs de les entitats creditícies al sector privat va pujar fins al 5,0% a l'octubre i es va col·locar en el nivell més alt dels últims anys.

...no ha estat obstacle per a l'expansió del crèdit.

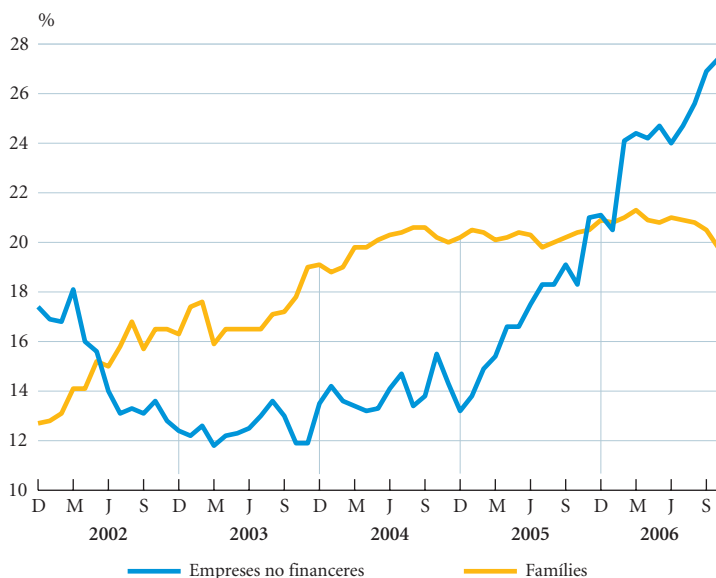
Això no ha estat obstacle per a l'expansió del crèdit. Així, el finançament obtingut pel sector privat en els dotze últims mesos fins a l'octubre es va incrementar el 24,0%, el ritme més intens anotat en l'última dècada. No obstant això, aques-

ta situació ha estat deguda al fort augment del finançament atorgat a les empreses, del 27,4% en l'últim any, la taxa de variació més alta, com a mínim, des del 1996. D'aquesta manera, les societats no financeres es continuen palanquejant finançament, en part per afrontar nombroses operacions corporatives, com adquisicions i fusions. També és veritat que, en l'actual conjuntura, la rendibilitat esperada dels actius supera amb escreix els nivells dels tipus d'interès, de manera que l'endeutament amb finalitats d'inversió està fonamentat.

Així, els arrendaments financers, utilitzats normalment per al finançament de béns d'equipament i immobiliaris, van presentar un increment del 15,6% des de

EL CRÈDIT A LES EMPRESES ES DISPARA, MENTRE QUE EL DE LES FAMÍLIES ES MODERA

Variació interanual del crèdit d'entitats de crèdit residents (*)



NOTA: (*) Inclous els préstecs titulitzats fora de balanç.
FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESSES I FAMÍLIES

Octubre 2006

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	76.329	968	1,3	7.038	10,2	5,3
Deutors amb garantia real (*)	883.038	153.751	21,1	185.327	26,6	61,1
Altres deutors a termini	404.825	79.529	24,4	85.923	26,9	28,0
Deutors a la vista	30.749	2.691	9,6	4.963	19,2	2,1
Arrendaments financers	38.663	3.669	10,5	5.227	15,6	2,7
Crèdits dubtosos	10.956	1.325	13,8	1.194	12,2	0,8
TOTAL	1.444.562	241.934	20,1	289.673	25,1	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

l'octubre del 2005. En canvi, el crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant, mostra un creixement sensiblement inferior, del 10,2%.

On sí s'aprecia una certa moderació és en el crèdit a les llars. En efecte, al final d'octubre, el saldo del finançament concedit als particulars havia crescut el 19,8% en

relació amb el mateix mes de l'any anterior. Tot i que és un ritme elevat, se situa 1,5 punts per sota del creixement del mes de març. La desacceleració del crèdit a les famílies es concentra en el crèdit per a l'habitatge, que ha passat de créixer a taxes anuals del 24,6% al novembre del 2005 al 20,8% a l'octubre del 2006. No obstant això, el bon clima econòmic i la

ALENTIMENT DEL CRÈDIT BANCARI PER A L'HABITATGE

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



FONT: Banc d'Espanya.

La morositat roman en cotes baixes.

L'alça de les retribucions dona suport a l'expansió dels dipòsits bancaris.

creació de llocs de treball continuen donant suport a la demanda de crèdit hipotecari, de manera que per al 2007 el més probable és que segueixi una tònica de moderació suau.

En canvi, la resta de components del crèdit a les llars presenten una trajectòria d'acceleració. Així, van créixer el 17,2% en els dotze últims mesos fins a l'octubre del 2006, quan el 2005 van augmentar el 12,5%. Aquesta expansió s'explica, en part, per les polítiques comercials de les entitats financeres per compensar el menor augment del crèdit hipotecari. Les entitats de crèdit han relaxat les condicions per accedir al crèdit al consum i han potenciat la immediatesa a l'hora d'obtenir-lo. Així mateix, aprofiten tots els canals possibles, com internet o, fins i tot, el telèfon mòbil. Així, el crèdit al consum, instrumentat mitjançant un préstec, un crèdit o una targeta, està en voga. Però el crèdit per a altres finalitats, com la compra de valors, terrenys, etc., també creix notablement.

Tot i l'augment dels tipus d'interès, la taxa de morositat del conjunt del crèdit al sector privat es manté, ara com ara, en nivells baixos. Així, a l'octubre, va baixar per segon mes consecutiu i es va situar

en el 0,76%. Amb dades més detallades que arriben fins al setembre, s'aprecia que la dubtositat del crèdit per a l'adquisició d'habitatges també se situava en una cota reduïda, del 0,41%, per bé que lleugerament per damunt del desembre del 2005, quan es va col·locar en el 0,38%.

Auge dels dipòsits bancaris

A l'altre costat del balanç de les entitats financeres, els dipòsits bancaris experimenten una gran expansió. D'aquesta manera, els dipòsits del sector privat van augmentar el 24,0% en els dotze últims mesos fins a l'octubre. A aquest fort augment ha contribuït la pujada de les retribucions, possibilitada per l'increment del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. No obstant això, el creixement dels dipòsits va ser insuficient per al finançament del crèdit atorgat, de manera que les institucions financeres han recorregut, sobretot, a l'emissió de valors.

En aquesta parcel·la del mercat, els bancs es mostren més dinàmics en l'últim període. Així, des de l'octubre del 2005 fins a l'octubre del 2006, els dipòsits de la banca van augmentar el 26,6%,

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES EN LES ENTITATS DE CRÈDIT

Octubre 2006

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
A la vista i d'estalvi (*)	415.232	19.042	4,8	40.468	10,8	39,0	
A termini fins a 2 anys	236.348	45.828	24,1	51.897	28,1	22,2	
A termini a més de 2 anys	311.898	72.416	30,2	94.489	43,5	29,3	
Cessions temporals	72.158	-888	-1,2	5.191	7,8	6,8	
Total	1.035.637	136.399	15,2	192.046	22,8	97,2	
Dipòsits en monedes no euro	29.526	13.887	88,8	14.078	91,1	2,8	
TOTAL	1.065.162	150.285	16,4	206.124	24,0	100,0	

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

enfrent del 21,5% de les caixes d'estalvis. D'aquesta manera, els bancs van recuperar quota en aquest segment del mercat, que, malgrat tot, continua liderat per les caixes.

De fet, sembla que la millora de l'atractiu dels dipòsits bancaris en l'últim període ha tingut conseqüències desfavorables per a les participacions en els fons d'inversió mobiliària, un altre producte favorit dels estalviadors. El patrimoni dels fons d'inversió mobiliària només va créixer el 4,6% en l'últim any fins al novembre del 2006. En els tres últims mesos, les sortides de diners han superat les entrades. Les retirades de fons han estat considerables en la renda fixa, afectada per les baixes rendibilitats. De mitjana, el rendiment anual va ser d'un notable 4,8%, tot i que el grau de dispersió va ser elevat. Només la renda variable del Japó va ser negativa. La màxima rendibilitat va ser obtinguda per la renda va-

riable nacional, amb un extraordinari 31,1%.

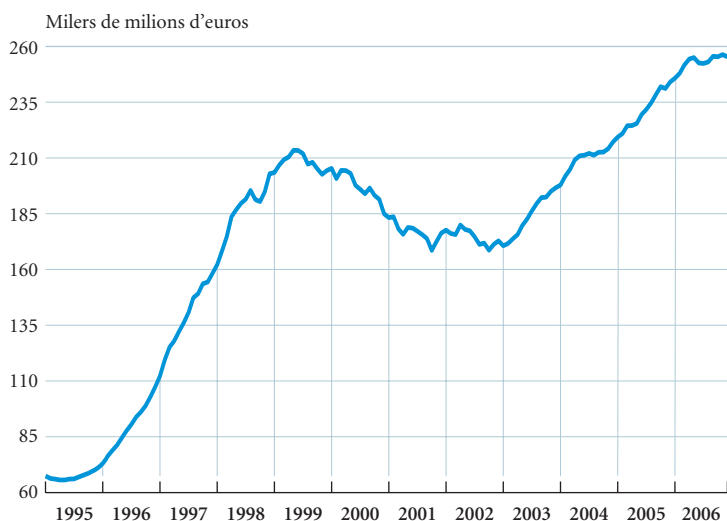
En un altre àmbit, les primes del sector de l'assegurança directa van superar els 37.000 milions d'euros en els nou primers mesos del 2006, segons les dades de l'associació ICEA de recerca de les assegurances. Així, van créixer el 4,5% en relació amb el mateix període de l'any precedent. Per rams, el de vida només va anotar una pujada de l'1,2% i els de no vida, del 6,8%. En aquest grup, els multiriscos i la salut van experimentar augments de l'ordre del 10%, mentre que el subsector de l'automòbil només va créixer el 4,6% en un marc de forta competència. D'altra banda, l'estalvi gestionat al ram de vida, materialitzat mitjançant les seves provisions tècniques, es va col·locar en uns 129.000 milions d'euros al setembre del 2006, amb un ascens del 5,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

Retirades netes en les participacions en els fons d'inversió mobiliària durant tres mesos consecutius.

Les primes d'assegurances creixen el 5% en els tres primers trimestres del 2006.

DESCENS DEL PATRIMONI DELS FONS D'INVERSIÓ AL NOVEMBRE PER LA COMPETÈNCIA DELS DIPÒSITS

Patrimoni total dels fons d'inversió mobiliària



FONT: Inverco.

Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.estudis.lacaixa.es

Correu electrònic:

publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006.

Selecció de indicadors

Edició completa disponible a Internet

■ 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

2. L'ocupació a partir dels 55 anys
Maria Gutiérrez-Domènech

3. Offshoring i deslocalització: noves tendències de l'economia internacional
Claudia Canals

4. Xina: Quin és el potencial de comerç amb Espanya?
Marta Noguer

■ "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-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area
Pau Rabanal

■ ESTUDIS ECONÒMICS

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

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 M. P. 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)

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 Princeton

• 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