

Informe Mensual



NÚMERO 300

Xina, un colós estalviador Pàg. 14

La taxa d'estalvi de la potència oriental és molt alta, el 47% del PIB. Per què?

Els feliços anys 00: creix el consum... i també la riquesa! Pàg. 40

La taxa d'estalvi de les famílies, en mínims, presenta el resultat més negatiu

Males notícies sobre els impostos a l'estalvi Pàg. 61

La fiscalitat sobre l'estalvi financer crea distorsions que poden provocar un menor creixement de l'economia

S'han endeutat massa les empreses espanyoles? Pàg. 65

Les empreses absorbeixen estalvi de la resta de l'economia a un ritme creixent

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	2,7	3,7	3,5	3,0	3,1	2,7	2,7
Japó	1,9	2,2	1,9	2,7	2,2	1,5	2,3	2,3	2,0
Regne Unit	1,9	2,7	2,4	2,4	2,7	2,9	3,0	2,4	2,6
Zona de l'euro	1,5	2,8	2,4	2,2	2,9	2,7	3,3	2,8	2,3
<i>Alemanya</i>	1,1	2,9	1,8	1,9	2,8	3,1	3,7	2,9	1,9
<i>França</i>	1,2	2,0	2,0	1,3	2,6	1,9	2,2	2,3	1,6
Preus de consum									
Estats Units	3,4	3,2	1,9	3,7	4,0	3,4	2,0	2,1	1,5
Japó	-0,3	0,2	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4
Regne Unit	2,0	2,3	2,2	2,0	2,2	2,4	2,7	2,4	2,1
Zona de l'euro	2,2	2,2	1,8	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,6
<i>Alemanya</i>	2,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,6
<i>França</i>	1,7	1,7	1,5	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2
ECONOMIA ESPANYOLA									
				Previsions				Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	4,2	3,7	3,5	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6
Consum de les AP	4,8	4,4	4,4	4,3	4,4	4,2	4,9	4,2	4,3
Formació bruta de capital fix	7,0	6,3	4,8	6,3	6,2	6,4	6,4	5,9	5,4
<i>Béns d'equipament</i>	9,0	9,7	5,6	8,6	9,1	9,6	11,4	9,5	8,0
<i>Construcció</i>	6,0	5,9	4,8	5,8	5,8	6,2	5,7	5,4	4,8
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,2	4,9	4,3	4,8	4,8	4,8	4,9	4,6	4,4
Exportació de béns i serveis	1,5	6,2	4,2	9,5	4,9	3,4	7,3	2,6	4,8
Importació de béns i serveis	7,0	8,4	5,4	11,6	7,3	6,0	8,8	4,5	6,4
Producte interior brut	3,5	3,9	3,6	3,7	3,8	3,8	4,0	3,9	3,8
Altres variables									
Ocupació	3,1	3,1	2,8	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	8,3	8,2	8,0
Índex de preus de consum	3,4	3,5	2,5	4,0	3,9	3,5	2,6	2,5	2,3
Costos laborals unitaris	2,2	2,6	2,2	2,3	2,7	2,7	2,8		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-7,5	-8,5	-9,3	-10,0	-7,8	-8,4	-7,9		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-6,5	-7,8	-8,8	-9,7	-7,4	-7,8	-6,7		
Saldo públic (% PIB)	1,1	1,8	1,2						
MERCATS FINANCERS									
				Previsions				Previsions	
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	3,2	5,0	5,2	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
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	5,0	4,6	5,1	4,9	4,6	4,8	5,0
Bons alemanys 10 anys	3,4	3,8	4,3	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Obligacions 10 anys	3,4	3,8	4,3	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,25	1,26	1,34	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35

INFORME MENSUAL

Març 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 2006

ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	197.495
Crèdits sobre clients	139.765
Resultat atribuït al Grup	3.025

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	25.241
Oficines	5.186
Terminals d'autoservei	7.493
Targetes	9.007.335

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2007

Milions €

Socials	256
Ciència i medi ambient	64
Culturals	54
Educatives	26
TOTAL PRESSUPOST	400

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

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

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

Més informació a www.estudis.lacaixa.es



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

Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
 - 6 Estats Units
 - 10 Japó
 - 12 Xina
 - 14 Xina, un colós estalviador**
 - 17 Mèxic
- 20 **Unió Europea**
 - 20 Previsions Comissió Europea
 - 21 Zona de l'euro
 - 22 Alemanya
 - 25 França
 - 26 Itàlia
 - 27 Regne Unit
- 28 **Mercats financers**
 - 28 Mercats monetaris i de capital
- 37 **Conjuntura espanyola**
 - 37 Activitat econòmica
- 40 Els feliços anys 00: creix el consum... i també la riquesa!**
- 47 Mercat de treball
- 53 Preus
- 58 Sector exterior
- 61 Sector públic
- 61 Males notícies sobre els impostos a l'estalvi**
- 64 Estalvi i finançament
- 65 S'han endeutat massa les empreses espanyoles?**

La creixent mobilitat internacional de l'estalvi

Quan el naufragi llança Robinson Crusoe a una illa desconeguda i aparentment deserta, sabem que només el coratge i l'audàcia en determinaran la capacitat de supervivència en un medi tan hostil. Pescant o recol·lectant descobreix l'escassetat del seu temps i la precarietat de la tecnologia que utilitza. Però, un cop cobertes les necessitats elementals, aviat és capaç de destinar temps a perfeccionar les tècniques, construir instruments millors o agençar el seu refugi. És a dir, en termes econòmics, quan la capacitat de producció supera la necessitat de consum, pot destinar l'excedent a activitats que li permetran millorar sensiblement la capacitat productiva futura. L'«estalvi» de temps i la destinació d'aquest a la inversió són la clau del desenvolupament i del progrés econòmic de qualsevol societat.

La peripècia de l'home a l'illa deserta és útil per exemplificar conceptes econòmics elementals, motiu pel qual és utilitzada sovint en l'ensenyament de l'economia. Quan el model es complica amb una població més gran, la complexitat dels fenòmens econòmics augmenta, però l'essència ve a ser la mateixa. L'anàlisi estalvi-inversió, precisament, és una de les que més energies ha consumit en la història de les idees econòmiques. Però el que no planteja cap mena de dubte és la seva transcendència en el món real a l'hora d'explicar la dinàmica econòmica, tant en economies simples com en la diversitat del món actual.

En l'era de la globalització, un dels desenvolupaments que més crida l'atenció és la deslocalització dels processos d'estalvi i inversió. La progressiva dilució de les fronteres econòmiques allibera l'estalvi dels lligaments nacionals. El que un Robinson estalvia en un continent l'utilitza un altre Robinson d'un altre continent. La inversió ja no es veu limitada per la capacitat d'estalvi personal, empresarial, ni tan sols nacional. L'eficiència del sistema financer internacional a l'hora de canalitzar aquests fluxos d'estalvi explica, en bona mesura, que, en els últims anys, l'economia internacional hagi crescut als ritmes més elevats en dècades, però que, malgrat tot, els tipus d'interès a llarg termini continuïn en nivells històricament baixos. Sobretot en un moment de pujada dels preus de les primeres matèries, i en particular del petroli, que ha fet menys mal del que es podia imaginar als països que en depenen, gràcies al fet que els països exportadors han mobilitzat l'estalvi cap als mercats financers internacionals i han facilitat així l'ajustament de les economies.

Sens dubte, aquesta capacitat d'acomodar estalvi i inversió a nivell global és una optimització del patró econòmic internacional. Els països o les regions més dinàmics, amb més potencial de creixement, poden absorbir l'estalvi d'economies o de regions més madures, amb menys capacitat de generació d'actius financers atractius, en un equilibri més fructífer que el de les economies tancades per les restriccions nacionals. La paradoxa cal buscar-la en el fet que, ara com ara, la principal font d'estalvi planetari és l'economia xinesa, el potencial de creixement de la qual és molt alt, mentre que el principal receptor d'aquest estalvi és l'economia nord-americana, l'expansió de la qual es basa, precisament, en un excés de despesa, que es reflecteix, des de fa ja uns quants anys, en un enorme dèficit en la balança de pagaments corrents. Una paradoxa que, en bona mesura, s'explica per la potència dels mercats financers nord-americans, per la seva capacitat d'innovació i de desenvolupament de nous productes. La incògnita que planteja aquesta situació és fins a quin punt es pot tensar la corda del planquejament financer.

RESUM EXECUTIU

Les últimes dades macroeconòmiques tracen perfils de millora de l'activitat a les principals economies...

...sense perdre de vista els desajustaments que queden per resoldre i els riscos que planen sobre el sistema financer internacional.

Sembla que l'economia dels Estats Units es dirigeix cap a un «aterratge suau», però caldrà comprovar que la pista estigui en bon estat.

Milloren les perspectives de creixement

Mentre el debat sobre l'escalfament global segueix el seu curs, cada cop hi ha menys dubtes sobre l'altre escalfament: el de l'economia internacional. Si més no, això és el que suggereixen els resultats de creixement corresponents a l'últim trimestre del 2006. Durant aquest període, tant la Unió Europea (UE) com els Estats Units i el Japó han presentat resultats superiors als esperats i han consolidat la idea que l'actual cicle expansiu gaudeix de bona salut.

Els riscos de la situació actual continuen presents, però certament no sembla que siguin amenaces immediates. El preu del petroli s'ha instal·lat en els 50 o 60 dòlars per barril Brent i només cap al final de febrer, arran dels temors d'un atac a l'Iran, s'ha atrevit a sortir de la banda. Els tipus d'interès monetaris han pujat a molts països, però els tipus a llarg termini amb prou feines han avançat i han deixat les condicions financeres encara molt relaxades. Els desequilibris comercials entre països o regions amb prou feines han millorat, però tampoc no han empitjorat de forma ostensible, mentre que els tipus de canvi van corregint de forma progressiva alguns desajustaments. Cal destacar, de tota manera, l'alerta llançada en l'última reunió del G-7, el grup dels països més rics del planeta, sobre el gran auge dels *hedge funds* i d'altres instruments de caràcter especulatiu, que són percebuts, cada cop més, com a riscos per a l'estabilitat de les finances internacionals.

Als Estats Units, va sorprendre l'anunci d'un creixement del 3,4% interanual en el

quart trimestre, tot i que, posteriorment, ha estat revisat a la baixa, en un període en què l'habitatge va travessar pel moment més negre de l'any. En efecte, mentre el component de construcció del producte interior brut (PIB) s'enfonsava més del 12% en relació amb el mateix període de l'any anterior, les famílies van mantenir el ritme de consum habitual, aparentment alienes a l'aturada del sector immobiliari. Alguns indicadors evidencien que la caiguda de les vendes i dels preus de les cases ha tocat fons, però al gener l'estadística d'habitatges iniciats va refredar les perspectives més optimistes del sector.

Pot ser que tot encaixi en el guió d'«ateratge suau» tan preuat pel responsable de la Reserva Federal, Ben Bernanke. No tant perquè la desacceleració sigui molt més suau del que es temia, sinó perquè el creixement de la productivitat, encara elevat, permet controlar els costos laborals unitaris i les tensions inflacionistes al mateix temps que es crea ocupació. Què més es pot demanar?

No obstant això, si hi fem una ullada de prop, les xifres del PIB del quart trimestre revelen dos riscos inquietants. El primer, que l'expansió del consum es basa en un estalvi negatiu. És a dir, el consum de les famílies supera els ingressos, la qual cosa es pot explicar per l'efecte riquesa (les pujades de la borsa i del preu de l'habitatge donen més seguretat econòmica, que es tradueix en més consum) o, simplement, per la venda d'actius per no reduir el ritme de la despesa. Tenint en compte que les plusvàlues borsàries i immobiliàries es poden esvaïr ràpidament en un moment de crisi, caldrà creuar els

dits perquè això no passi. El segon element d'inquietud dels comptes de l'últim trimestre és l'aturada de la inversió en maquinària i equipament de les empreses. De fet, l'índex d'activitat manufacturera s'ha situat en zona de risc, situació gens estranya en plena ratxa d'acomiadaments a la indústria més emblemàtica del país, l'automobilística.

En aquest context, la Reserva Federal continua desfullant la margarida dels tipus d'interès. Bernanke ha llançat missatges sobre un excés d'inflació, però Wall Street creu que els tipus d'interès es mantindran estables en els propers mesos. En canvi, el Banc del Japó es va decidir, per fi, a actuar al febrer i va pujar en un quart de punt, fins al 0,50%, el tipus d'interès de referència. Es tracta d'un moviment que el mercat esperava ja al gener, però que, pel que sembla, la pressió política va obligar a ajornar fins a disposar de dades més contundents, les quals van aparèixer cap a la meitat del mes, en anunciar-se un creixement del 4,8% del PIB en taxa intertrimestral elevada a anual, el ritme més intens en tres anys. Amb les dades a la mà, l'institut emissor nipó va considerar justificat tensar la política monetària fins al nivell esmentat, un tipus d'interès que, tot i ser baix, és el més alt en deu anys.

Després de la pujada del tipus nipó, els mercats de canvis esperaven una certa millora del ien, que havia tocat mínims dels últims anys enfront del dòlar i l'euro. Però les tèbies intencions futures expressades pel governador del banc central japonès no van desanimar, sinó tot el contrari, les operacions especulatives basades en les diferències de tipus d'interès entre divises (*carry trade*), que consisteixen a endeutar-se en iens o altres monedes amb baixos tipus d'interès i invertir els fons en monedes d'alta rendibilitat. El resultat va ser de nou una reculada del ien.

El BCE no veu amb bons ulls la subsegüent apreciació de l'euro, però això no el dissuadeix d'apujar de nou els tipus d'interès de referència. Els membres del consell de govern consideren que la política monetària encara és «acomodatícia», és a dir, massa relaxada per a una economia que ha donat prou proves de créixer al seu potencial o més.

Sens dubte, després de les dades del quart trimestre avançades per Eurostat, ja ningú no discuteix el bon moment econòmic de la UE i de la zona de l'euro en particular. I molt menys la Comissió Europea. Joaquín Almunia, comissari d'Assumptes Econòmics i Monetaris, va dibuixar un panorama econòmic brillant en l'avanç de previsions de la Comissió presentat cap a la meitat del mes. El creixement del quart trimestre de la zona de l'euro deixa l'increment del PIB del 2006 en el 2,8%, una xifra molt superior a l'esperada al començament de l'any, i Brussel·les confia en una suau desacceleració al llarg del 2007 i preveu una taxa del 2,4%. A més a més, no s'esperen problemes al costat de la inflació i es preveu que continuï el descens de la taxa d'atur –en el mínim de l'última dècada– i que es redueixin els dèficits públics.

Creixement de més qualitat

Un dels protagonistes de la recuperació de la zona de l'euro és l'economia espanyola, que ostenta la taxa de creixement més elevada entre els països grans i mitjans. El creixement del quart trimestre va superar les previsions i va deixar l'expansió anual a una dècima del 4%, el ritme més intens des de l'any 2000. Però, més que l'embranchada de l'activitat, potser el més important és que el creixement és de més qualitat: la demanda interior polsa amb menys força, la demanda exterior és menys negativa, la inflació tendeix a moderar-se i la productivitat millora.

Mentre la Fed deixa els tipus d'interès monetaris sense canvis, el Banc del Japó es decideix a apujar-los, però no aconsegueix desanimar el *carry trade*.

El BCE se situa també en fase de pujades de tipus, carregat amb les raons que li atorguen els brillants resultats i les perspectives de creixement de la zona de l'euro.

Espanya, amb un creixement el 2006 que voreja el 4%, continua anant al capdavant.

El consum tira de la demanda, però una mica menys que un any enrere, i sembla que el creixement de la construcció d'habitatges toca sostre.

Sens dubte, el protagonisme continua estant en la despesa de consum i inversió. El ritme d'avanç del consum final de les llars es va desaccelerar al 3,7% (cinc dècimes menys que el 2005), a causa, principalment, del menor consum de béns duradors (les vendes de turismes, per exemple, van recular el 2,0%). No obstant això, es va observar un comportament desigual al llarg de l'any: en la primera meitat, el creixement va tendir a desaccelerar-se lleugerament, però, cap al final, es va revifar. Al començament del 2007, s'aprecia una tònica similar. Les poques dades que es coneixen són de signe expansiu, tot i que la confiança dels consumidors ha empitjorat una mica.

Per la seva banda, el consum públic va créixer el 4,4%, enfront del 4,8% el 2005 i va mostrar un comportament molt irregular al llarg de l'any. Cal destacar l'important repunt de la despesa en l'últim trimestre, amb un augment del 4,9% interanual.

El ritme d'avanç de la formació bruta de capital es va moderar el 2006 fins al 6,3% (set dècimes menys que el 2005). La inversió en béns d'equipament va accelerar gradualment el seu creixement al llarg del 2006 i va marcar un màxim notable en el quart trimestre (11,4%). A la construcció, l'edificació residencial i l'obra en infraestructures (principalment de carreteres i ferroviàries vinculades a l'alta velocitat) van continuar essent els motors de l'activitat. En particular, la construcció d'habitatges va augmentar el 6,4% (sis dècimes més que el 2005), però va presentar una tendència desaccelerada al llarg de l'any i va acabar reduint el ritme d'avanç interanual al 5,0% en el quart trimestre.

Des de la perspectiva de l'oferta, el fet més destacat el 2006 és l'avanç de la indústria, que va créixer el 3,3%, enfront de l'escàs

0,3% del 2005. El ritme de creixement del sector va guanyar intensitat al llarg de l'any, fins a assolir el 4,4% interanual en el quart trimestre. En canvi, l'evolució dels serveis va ser molt dispar el 2006. El creixement dels serveis públics es va accelerar al 4,0% (mig punt més que el 2005), d'acord amb l'evolució de la remuneració dels assalariats de les administracions públiques. En canvi, l'avanç dels serveis de mercat es va desaccelerar significativament (augment del 3,4%, enfront del 4,6% del 2005). Les branques relacionades amb la intermediació financera, les tecnologies de la informació, les comunicacions i els serveis a empreses van ser les més dinàmiques en el conjunt de l'any. El comerç i el turisme van registrar també creixements significatius, però menys intensos que en les activitats esmentades anteriorment.

L'elevat creixement de l'economia va permetre continuar creant llocs de treball i millorar la productivitat del factor treball. Així, el quocient entre el valor afegit i els llocs de treball equivalents a temps complet va augmentar el 0,8%, el doble que en l'exercici precedent. Aquest avanç va ser degut, exclusivament, a l'evolució de la indústria, que va incrementar amb força l'activitat sense alterar substancialment el nivell mitjà d'ocupació. A la resta de grups d'activitat, els guanys de productivitat van ser inexistents. Es tracta, en tot cas, d'un senyal positiu, que s'ha unit a la sobtada retallada del diferencial d'inflació amb la zona de l'euro al gener, fins a mig punt percentual (gairebé dos punts fa un any). Una taxa de l'índex de preus de consum harmonitzat del 2,4% no es registrava des del 2004. El guany en termes d'inflació, en un moment expansiu de l'activitat, i la millora de la productivitat constitueixen dos signes esperançadors sobre les capacitats i el potencial de l'economia espanyola.

26 de febrer de 2007

Notable avanç de la indústria i situació desigual als serveis.

El creixement de la productivitat comença a sortir de l'estancament i el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es redueix a mig punt.

CRONOLOGIA

2006

- 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 dóna el vist-i-plau a l'entrada a la Unió Europea de **Romania i Bulgària** l'1 de gener del 2007.
- octubre**
- 5 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,25%.
- novembre**
- 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%.

2007

- gener**
- 1 La **Unió Europea** s'amplia a 27 estats membres després de la incorporació de Romania i Bulgària i la **zona de l'euro** a 13 després de l'adopció de la moneda única europea per part d'Eslovènia. Entren en vigor les reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de l'**Impost de Societats**.
- febrer**
- 19 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (14.915,8) amb uns guanys acumulats del 5,4% en relació amb el final de desembre del 2006.
 - 20 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (12.786,6) amb una alça del 2,6% en relació amb el final del 2006.

AGENDA

Març

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 6 Índex de producció industrial (gener).
- 8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13 IPC (febrer).
- 15 Balança de pagaments (desembre).
Cost laboral (quart trimestre).
IPC harmonitzat de la UE (febrer).
- 20 Ingressos i despeses de l'Estat (febrer).
- 21 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 26 Preus industrials (febrer). Comerç exterior (gener).
- 29 Avanç IPCH (març).

Abril

- 3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
- 4 Índex de producció industrial (febrer).
- 12 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13 IPC (març).
PIB de la UE (quart trimestre).
- 16 Balança de pagaments (gener).
IPC harmonitzat de la UE (març).
- 24 Ingressos i despeses de l'Estat (març).
- 25 Preus industrials (març). Comerç exterior (febrer).
- 27 Enquesta de població activa (primer trimestre).
Avanç IPCH (abril).
PIB dels Estats Units.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units creixen el 3,4% en l'últim trimestre del 2006, més liderats pels consumidors que pels inversors.

Estats Units, on el consum ho aguanta tot

Quan les expansions s'allarguen més del que s'esperava, cal fer prudents crides a l'ordre prevenint sobre finals abruptes. Certament, el 2006 no va ser l'any de la moderació esperada ni el de la correcció del dèficit comercial. Després d'un segon i d'un tercer trimestres d'activitat feble, les dades del producte interior brut (PIB) del quart trimestre, que va créixer el 3,4% interanual, representen una notable recuperació de l'activitat, tot i que no fins als nivells del primer trimestre.

La diferència en relació amb el començament de l'any és que el consum privat es consolida com el principal pilar de creixement, amb un avanç del 3,7%. A l'altra cara de la moneda, van prosseguir les fortes reculades de la inversió en habitatge,

que aquest cop van ser secundades per una important desacceleració dels béns d'equipament, tot i que sense restar gaire força al creixement. El sector exterior va combinar una major força exportadora amb menors importacions i va compensar la feblesa inversora i va compensar momentàniament la feblesa de la inversió. El problema és si aquesta correcció del desequilibri comercial tindrà continuïtat, ja que les exportacions van rebre l'ajut de comandes singulars del sector aeronàutic.

Amb tot plegat, l'alentiment és tan suau que és gairebé imperceptible, però, veient la força del consum, la reculada inversora, el desequilibri exterior i l'estalvi negatiu de les llars en funció de la renda disponible, el tema que flota aquests dies en l'ambient és la sostenibilitat de la situació present.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006				2007
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	3,2	3,4	3,7	3,5	3,0	3,4	–
Vendes al detall	7,2	6,3	8,3	6,6	5,5	5,0	2,3
Confiança del consumidor (*)	100,3	105,9	105,7	106,6	104,4	106,8	110,3
Producció industrial	3,2	4,1	3,3	4,2	5,1	3,7	2,6
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	55,5	53,9	55,6	55,2	53,8	50,9	49,3
Venda d'habitatges unifamiliars	6,6	-16,4	-11,6	-14,4	-22,3	-17,1	...
Taxa d'atur (**)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,7	4,5	4,6
Preus de consum	3,4	3,2	3,7	4,0	3,4	1,9	2,1
Balança comercial (***)	-717	-764	-740	-761	-780	-764	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

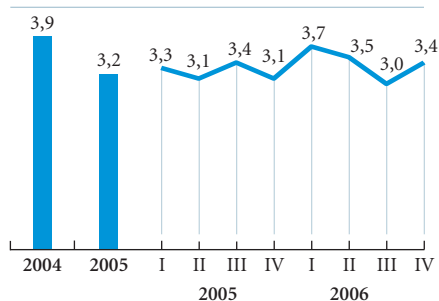
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

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

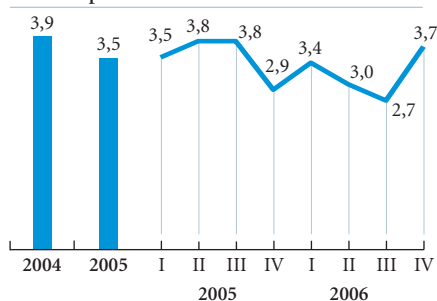
EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

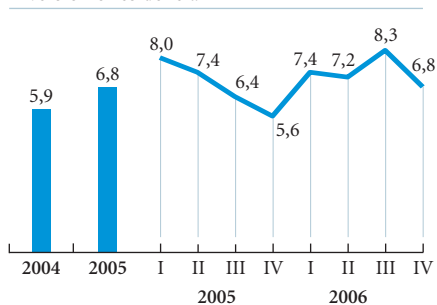
PIB



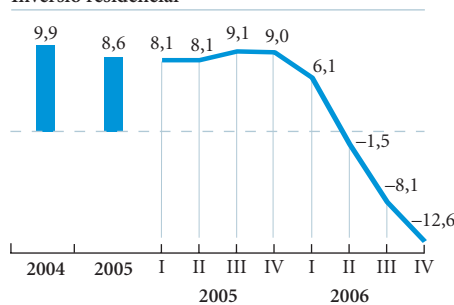
Consum privat



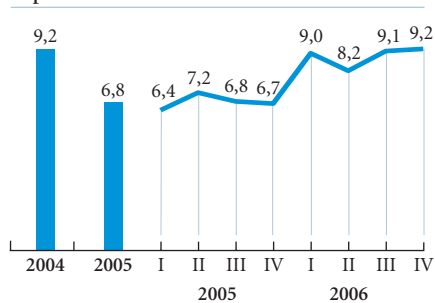
Inversió no residencial



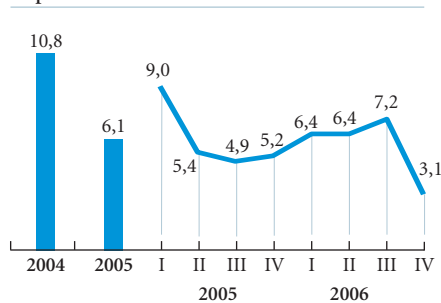
Inversió residencial



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

Els indicadors de demanda més recents confirmen la força de consum, amb unes vendes al detall que, pel que sembla, han conjurat els dubtes de la tardor. Més enllà d'una certa desacceleració en relació amb els números d'un any enrere, el component sense automòbils ni benzina, que, com presenta menys vaivens, marca més la tendència, descomptant els increments de preus, ha crescut en termes anuals més del 5% des de l'octubre, fins ara el més feble del sector immobiliari.

D'acord amb el que s'ha dit fins ara, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board del gener va augmentar lleugerament fins als 110,3 punts, un nivell que no s'havia assolit al llarg de tot l'any 2006. Però la qüestió de la sostenibilitat queda pendent, ja que aquesta confiança se centra en la situació present, mentre que el component de les expectatives dibuixa una imatge molt més a la baixa, esperant un final de festa que sembla que no arriba.

Les vendes al detall es recuperen i creix la confiança en el moment present.

L'habitatge estabilitza les pèrdues, però la recuperació encara ha d'arribar.

El mercat immobiliari pot haver tocat fons. Els últims mesos presenten una certa millora en vendes i en preus, que ja no davallen, tot i que els habitatges iniciats al gener van tornar a baixar, la qual cosa indica que no cal llançar les campanes al vol. Però, més enllà del nivell d'activitat, són els preus l'element que decidirà la sostenibilitat dels actuals nivells de consum i, per tant, de l'activitat en general. L'estalvi de les llars als Estats Units és negatiu en relació amb la renda disponible, i és que els nord-americans gasten més del que ingressen.

En aquest sentit juguen un paper rellevant l'efecte riquesa i la liquidació d'actius. Els guanys de capital en vendre actius no formen part de la renda disponible, però, en canvi, generen factures fiscals que sí ho són. En èpoques com l'actual, quan culmina una forta apreciació d'actius, és lògica una certa realització de beneficis, que fa baixar l'estalvi. Aquesta falta d'estalvi podria afectar la sostenibilitat de l'activitat econòmica en el cas de pèr-

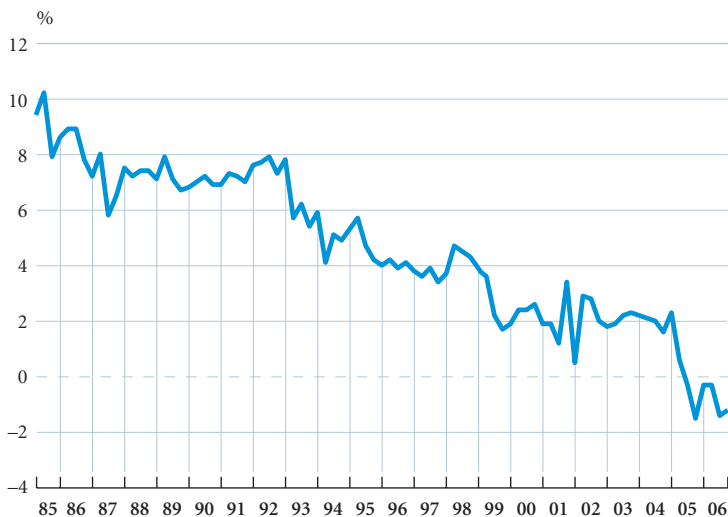
dues abruptes en el valor dels actius. En aquest sentit, la desacceleració de l'activitat al mercat de l'habitatge es podria veure com un element positiu, ja que, si davant una menor demanda l'oferta es redueix amb agilitat, els preus de l'habitatge poden trobar un cert suport. La incertesa continua centrant-se en les velocitats relatives dels ajustaments.

Pel costat empresarial, continuen predominant les percepcions positives. Al sector manufacturer, l'índex de l'Institute for Supply Management del gener va baixar al nivell dels 49,3 punts i es va apropar al 50 en què s'igualen els qui veuen afebliment de l'activitat i de les expectatives amb els qui veuen una millora. Però la percepció és millor del que aparenta l'índex, ja que el component més feble va ser el del nivell d'existències, el qual, juntament amb la força del de noves comandes, apunta a la robustesa de la demanda. En serveis, l'índex es va enfilars fins als 59,0 punts i va arrodonir una imatge més alcista del que s'havia anticipat.

La confiança empresarial es manté.

ESTATS UNITS: L'ESTALVI DESAPAREIX

Estalvi de les llars en relació amb la renda disponible



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

Els preus avancen amb més moderació del que indiquen els grans números. L'índex de preus al consum (IPC) del gener va augmentar el 2,1% interanual, per sota del 2,6% del desembre. No obstant això, els efectes de base motivats pels canvis en els preus del petroli desvirtuen les últimes lectures. El component subjacent, que, en excloure els volàtils preus energètics i alimentaris, dóna una imatge més nítida de les pressions en preus, va guanyar el 2,7%, una lleugera acceleració. Això queda per damunt del valor que la Fed oficiosament considera òptim, però el panorama inflacionista s'ha d'aclarir en els propers mesos. En primer lloc, el deflactor del consum privat no energètic del PIB del quart trimestre va guanyar un ja més acceptable 2,1% en relació amb el trimestre anterior en termes anuals. En segon lloc, els lloguers tiren dels preus cap amunt, encarits per la dificultat d'accedir a pisos de propietat, i amb un fort pes en l'índex, ja que inclou els lloguers dels qui viuen al seu propi habitatge –que no són pagats de forma efectiva. Sense

incloure els lloguers, l'IPC va augmentar per sota de l'1,5% interanual, un valor que cal tenir en compte si les virulències del mercat de l'habitatge i del petroli ho permeten.

Un altre punt que ha d'ajudar a decidir la direcció de les tendències inflacionistes és el mercat de treball. Fins al gener, la creació d'ocupació en els 12 últims mesos estava estabilitzada al voltant dels 2,1 milions de nous llocs de treball, tot i que amb una lleugera tendència a la baixa. El sector manufacturer va perdre 110.000 llocs durant el mateix període. Uns valors que són lluny de l'exuberància, tot i que les tendències demogràfiques fan que la taxa d'atur se situï en el 4,6% de la població activa, valor relativament baix. Els salaris duen ja cinc mesos guanyant valor adquisitiu en termes interanuals, però les tendències inflacionistes que puguin derivar-se'n són contingudes.

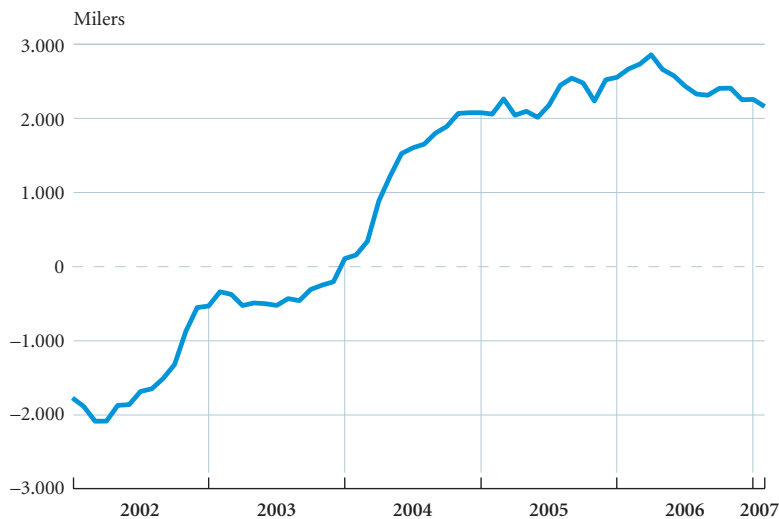
Per la seva banda, el dèficit comercial del desembre va ser de 61.183 milions de dò-

La inflació subjacent, que avança al 2,7%, ha de tendir a la moderació.

L'estabilitat domina al mercat de treball.

ESTATS UNITS: LA CREACIÓ D'OCUPACIÓ S'ESTABILITZA

Creació d'ocupació en els 12 últims mesos



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

La incipient correcció del dèficit comercial s'ha de consolidar.

lars, amb un augment de 3.000 milions, del qual més de 2.000 són atribuïbles al saldo petroler. Tot i considerar que un petroli més barat hauria de tenir efectes beneficiosos sobre la balança comercial, l'efectiva correcció del dèficit vindrà quan la part no energètica reaccioni i consolidi les millores que ara apareixen en la comptabilitat nacional.

Finalment, cal referir-se al projecte de pressupost per al proper any fiscal, que s'afegeix a la percepció que la situació present és millor que el futur. Les ambicioses metes de política exterior fan que s'incorri en la major despesa militar i de seguretat de la història (més de 600.000 milions de dòlars), en part perquè s'inclou una comptabilització més explícita dels costos de la guerra d'Afganistan i d'Iraq. Si s'aprova aquest resultat, situació improbable atès el pes dels demòcrates, les despeses sanitàries patirien retallades substancials, amb les quals l'administració confia a reduir el dèficit fiscal fins a l'1,8% del PIB el 2007 i l'1,6% el 2008. El problema és que aquestes dades semblen optimistes, i les tendències demogràfiques poden empitjorar molt la situació en els propers mesos.

El Japó reactiva l'expansió i avança al 2,3%...

El tren japonès reactiva la marxa

Sembla que els temors del premier Shimzo Abe i del seu ministre d'economia, Hiroko Ota, eren una mica exagerats, ja que l'expansió japonesa no és tan fràgil com es pensava. Després de tot, el PIB del quart trimestre va invertir la tendència a la baixa dels mesos previs i va avançar el 2,3% interanual, un rotund 4,8% en relació amb el trimestre previ en termes anuals. Per acabar d'omplir la copa de les alegries, el creixement va ser liderat, aquest cop, per la demanda interna, la qual cosa, especialment en el cas japonès, és símptoma de solidesa. El consum privat va avançar el 0,6% interanual i va

tornar al terreny positiu, mentre que la inversió en equipament va continuar mostrant fortalesa i va guanyar el 10% enfront del mateix període de l'any anterior. En efecte, l'economia del sol naixent ha deixat enrere el revolt d'atonía en què s'havia instal·lat amb els aires de la tardor. Però, mirant aquesta reacció alcista més de prop, falta molt per tenir la imatge inequívoca de la recuperació robusta de la qual es presumia al començament del 2006. Quatre raons inviten a la cautela.

Per començar, les dades del tercer trimestre, ja prou fluïxes, van ser revisades a la baixa, la qual cosa magnifica les alces del quart trimestre. Amb tot plegat, i malgrat el repunt de l'activitat, el pols de la recuperació continua apropant-se més a la feble situació del tercer trimestre que a la imatge que es tenia fa només quatre mesos. El segon però és que, en termes absoluts, una cinquena part de la reacció és provocada per una recuperació de la inversió pública, necessàriament momentània per la situació de les arqués estatals, que va passar de cedir el 19% a guanyar l'11%. Un tercer motiu de dubte és l'ambigu comportament del sector exterior, que va reduir ostensiblement la seva aportació al creixement, a causa de la feblesa de les exportacions. La quarta raó, i no la menys important, és la reculada del deflactor del consum privat, que, després d'una breu pausa d'estabilitat, torna al terreny negatiu i deixa les espases en alt al front del final de la deflació.

Els indicadors d'activitat més recents continuen mostrant la imatge d'una recuperació modesta. Les vendes al detall del desembre van recular el 0,6% interanual, i, durant el mes de gener, es van vendre el 10,2% menys d'automòbils que en el mateix període de l'any anterior, de manera que prossegueix la tendència a la baixa iniciada cap a la meitat del 2005. Com a contrapunt positiu, el mercat im-

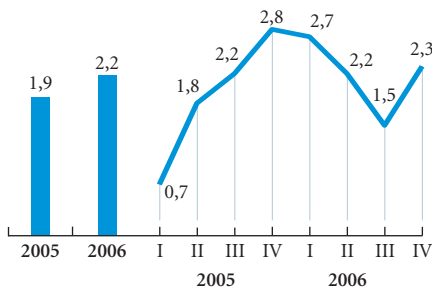
...però el nivell de partida és baix i el deflactor del consum privat recula.

Les vendes al detall continuen en l'atonía.

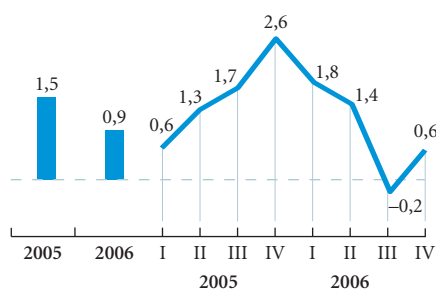
EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

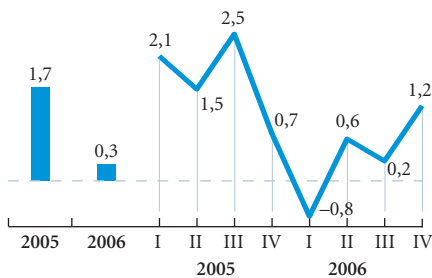
PIB



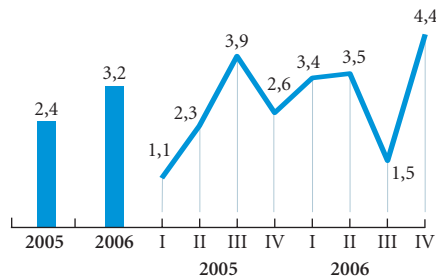
Consum privat



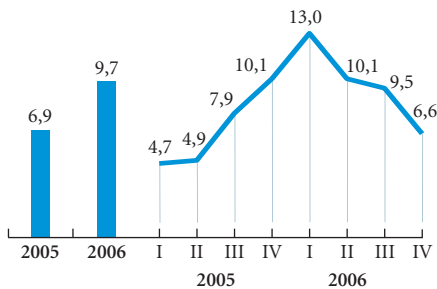
Consum públic



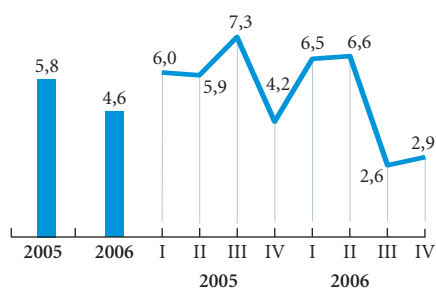
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

mobiliari de Tòquio ofereix uns preus a l'alça, tot i que amb unes vendes cada cop més estancades. La confiança del consumidor del quart trimestre va avançar fins als 47,3 punts, un nivell relativament alt que no és coherent amb l'abatuda propensió al consum. La producció industrial va créixer al desembre el 4,6% interanual i continua aportant la imatge més robusta del moment present. Per la seva banda, les comandes de maquinària del desembre van mostrar una lleugera recu-

lada interanual, en part lògica després dels forts increments dels mesos previs propiciats per les comandes singulars de gran volum.

L'índex de preus al consum del desembre va guanyar el 0,3% interanual, un avanç que, sense comptar els volàtils aliments frescos, encara va ser més magre i es va situar en el 0,1%. La inclusió de l'energia en aquests índexs pot aportar biaixos importants, però l'evolució dels preus de

El sector industrial continua essent robust.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2005				2006			
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	
PIB real	1,9	2,2	2,8	2,7	2,2	1,5	–	2,3	–	
Vendes al detall	1,4	0,2	0,7	0,6	–0,2	0,4	0,3	–0,1	–0,6	
Producció industrial	1,5	4,2	3,6	2,8	3,7	5,3	6,1	4,9	4,6	
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	18,0	22,5	21,0	20,0	21,0	24,0	–	25,0	–	
Habitatges iniciats	3,9	4,5	6,7	4,9	8,9	–0,8	2,3	3,9	10,3	
Taxa d'atur (**)	4,4	4,1	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	
Preus de consum	–0,3	0,2	–0,7	–0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,3	
Balança comercial (***)	10,2	9,4	10,2	9,5	9,1	8,9	9,0	9,4	9,4	

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

La baixa taxa d'atur no revifa els salaris.

Tòquio al gener i la ja esmentada reculada del deflactor del consum privat apunten més aviat a la baixa. La taxa d'atur del desembre es va instal·lar en el 4,1% de la població activa, xifra baixa que reflecteix una demografia en declivi però que no acaba de provocar l'enlairament dels salaris. Per la seva banda, la balança comercial va continuar en terreny positiu, tot esperant l'avidesa compradora del soci nord-americà i del soci xinès. El Japó ha vist un bon final d'any, que, no obstant això, ha de tenir continuïtat per poder créixer amb consistència a la vora del seu modest potencial.

Xina: l'estrany cas del creixement sense consum

La recuperació de certes creences religioses del passat, en especial les de caràcter més popular, és a la Xina un fet, i ara gaudeix, a més a més, d'un cert beneplàcit governamental que no fa gaire hauria estat considerat herètic. Paral·lelament, l'interès de les grans multinacionals de vendes al detall pel mercat xinès continua creixent, tot i que les seves fortunes són desiguals. Avui en dia, aquestes dues realitats

de naturalesa tan dispar tenen molt a veure amb la marxa econòmica del país. La Xina continua a tota màquina, més enllà del que esperaven els analistes, que no era poc. El PIB del quart trimestre va créixer el 10,4% interanual i va deixar el creixement del total del 2006 en el 10,7%. La inflació continua essent moderada, amb un avanç del 2,2% interanual al gener. No obstant això, malgrat els titulars, l'economia té febleses que enterboleixen aquesta brillant imatge.

En primer lloc, el creixement està excessivament dominat per la indústria pesant. El sector industrial, amb un increment del 12,5% interanual en el quart trimestre, va continuar liderant els avanços i ja representa el 48% del conjunt de l'economia, mentre que els serveis van créixer una mica menys, el 10%, i veuen minvar la seva participació fins a un nivell lleugerament inferior al 40%.

En segon lloc, l'activitat econòmica està dominada per la inversió, industrial naturalment, i per les exportacions, mentre que el consum amb prou feines representa el 39% del PIB, quan a la majoria de països supera, com a mínim, el 50%.

La Xina va créixer el 10,7% el 2006 sense tensions inflacionistes.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2005	2006						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB real	9,9	10,7	9,9	10,4	11,5	10,6	–	10,4	–	–
Producció industrial	15,9	16,4	16,4	16,8	18,0	16,2	14,7	14,9	14,7	...
Producció elèctrica	13,4	14,7	11,8	13,4	13,2	16,5	15,6	15,7	14,5	...
Preus de consum	1,8	1,5	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,9	2,8	2,2
Balança comercial (*)	102,0	177,2	102,0	108,8	123,4	143,3	155,2	167,6	177,2	183,5

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.

Però sembla que les coses es comencen a moure en la bona direcció, i, amb la cautela necessària, així ho palesen quatre fets. Entre els indicadors d'activitat del desembre, la producció industrial va continuar avançant al 14,7% interanual, ritme elevat però que representa una sensible moderació en relació amb els nivells usuals dels últims anys. La indústria pesant encara continua essent el sector dominant. Una supremacia que, malgrat tot, podria mostrar símptomes d'esgotament. Els ineficients conglomerats estatals van continuar perdent pes a la indústria i van arribar al novembre a representar el 34% del total, quan dos anys enrere tenien un pes del 40%.

Un tercer factor que suggereix que la Xina es mou cal buscar-lo en les vendes al detall. Al desembre van créixer el 14,6% interanual, combinant una certa acceleració, notablement en l'àmbit rural, amb aquest tímid alentiment de la indústria. Però, més enllà de les xifres, la relativa feblesa del consum xinès evidencia els déficits institucionals que pateix el país, amb les grans diferències entre zones urbanes i rurals com un dels principals problemes. És aquí on la recuperació religiosa i les fortunes de Wal-Mart i Carrefour adquireixen un significat especial. La millora de la protecció social i uns drets de propietat més sòlids haurien d'estimular el consum, però, sense mesu-

res efectives en aquest sentit, els temples dedicats a dracs negres o a Confuci ja podrien estar-hi contribuint.

Un temple xinès, lloc en què es fan prediccions sobre el futur i que es tendeix a relacionar amb la bona fortuna, és capaç de reunir multitud de petites botigues, pot exercir una influència en una zona relativament extensa i pot convertir-se en una versió moderna del que era una antiga fira. Amb més de 100 milions d'habitants que es declaren creients d'alguna manera, la religió pot ser un factor d'estabilitat social i un dinamitzador del consum, ja que la persona que veu reforçada la seva confiança pels bons auguris consumeix més, i pot convertir-se en una força de cohesió d'un mercat molt fragmentat. Imitant en cert sentit la incipient popularitat dels temples populars, Carrefour, amb una estratègia descentralitzada que busca socis autòctons i que té en compte les idiosincràsies locals, sembla que passa al davant de Wal-Mart, que adopta un enfocament més centralitzat i de sofisticació tecnològica. On coincideixen les dues empreses és en apostar per un mercat de 440.000 milions de dòlars que el 2010 podria apropar-se als 600.000.

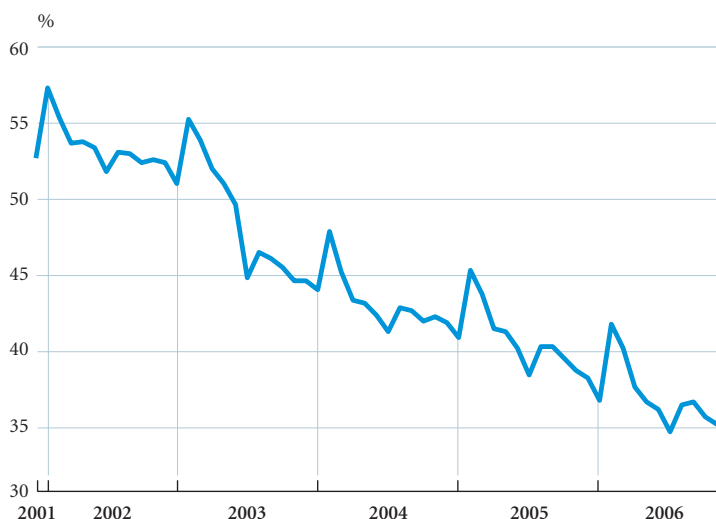
El quart fet positiu cal buscar-lo al sector exterior. És conegut l'augment del superàvit comercial, concentrat, sobretot, al comerç amb els Estats Units i amb Euro-

Però l'avanç és desequilibrat, amb un pes excessiu de la indústria i un consum feble.

Factors institucionals i el foment de creences tradicionals poden ajudar a cohesionar un mercat dispers.

XINA: LA MINVANT HERÈNCIA DEL PASSAT

Quota dels conglomerats estatals en la producció industrial



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

Les empreses autòctones xineses desperten i desplacen les de propietat forana.

pa, mentre que presenta dèficit amb molts països asiàtics. No obstant això, més enllà de les xifres, destaca el creixent protagonisme de les empreses xineses. Des del 2005, van ser les empreses estrangeres establertes a la Xina les que van liderar l'explosió del superàvit, però, des de la primavera del 2006, la fracció d'aquest saldo

que pertany a les empreses xineses ha recuperat terreny amb força. Les xifres econòmiques xineses són contundents, però, més que les simples quantitats, són els factors esmentats, que incideixen sobre l'esperit empresarial i sobre el comportament dels consumidors, els que conformen la marxa econòmica del gegant asiàtic.

Xina, un colós estalviador

La Xina consumeix poc més de la meitat del que produeix i, amb una taxa d'estalvi del 47% del PIB el 2005, es converteix en un dels grans «estalviadors» mundials⁽¹⁾ (vegeu el gràfic adjunt). Aquest patró d'estalvi és força comú entre els països asiàtics en vies de desenvolupament, que estalvien, de mitjana (inclosa la Xina), el 40% del PIB. Aquesta situació no és dóna entre les economies més avançades, amb taxes d'estalvi properes al 20% del PIB.⁽²⁾ Què motiva aquesta gran diferència de comportament?

Paga la pena analitzar amb detall els motius que fan que la Xina presenti una taxa d'estalvi tan elevada. Atès que, en tota economia, hi ha tres sectors institucionals que estalvien –les famílies, les empreses i el sector públic–, aquest estudi requereix un examen de cadascun per separat.

(1) Dades per a la Xina: National Bureau of Statistics of China 2005 i Fons Monetari Internacional Country Report núm. 06/394.

(2) Fons Monetari Internacional: «World Economic Outlook - 2006».

Les famílies xineses van incrementar la taxa d'estalvi de manera significativa en la dècada dels noranta i la van situar, de llavors ençà i de manera força estable, al voltant del 20% del PIB. El motiu d'una taxa tan elevada és, sobretot, preventiu. La reducció progressiva de les ja baixes cobertures sanitàries i per atur proporcionades pel govern i per les empreses va obligar les famílies a incrementar la taxa d'estalvi per afrontar situacions imprevisibles de malaltia o de pèrdua de la feina. A més a més, la despesa del govern en matèria d'educació i de pensions és també molt reduïda, de manera que les famílies han d'estalviar per educar els seus fills o per poder-se retirar decentment. Una dada que il·lustra aquesta necessitat d'estalvi és la comparació de la despesa social pública a la Xina, que va arribar al 3,5% del PIB el 2005, amb la d'Espanya, que només en educació va invertir el 4,5% del PIB ja el 2003.⁽³⁾

Un altre factor que contribueix a l'elevada taxa d'estalvi de les famílies és el subdesenvolupament dels mercats financers xinesos. L'accés al crèdit per adquirir béns duradors és difícil, i tampoc és senzill contractar assegurances per cobrir determinats riscos, de manera que les famílies només tenen el recurs d'estalviar per afrontar aquestes compres i eventualitats.

No obstant això, i malgrat que les famílies estalvien molt, l'augment continuat, en els últims anys, de l'estalvi total a la Xina s'explica, bàsicament, per l'augment en l'estalvi del sector públic i de les empreses, els altres dos agents de l'economia.

El sector públic xinès ha passat d'estalviar gairebé el 5% del PIB el 1992 al 10% el 2005. Igual que en el cas de les famílies, el seu motiu es podria interpretar com a preventiu, ja que és la fràgil situació del sector financer la que ha obligat el sector públic xinès a incrementar la taxa d'estalvi per recapitalitzar els bancs.

No obstant això, el paper del sector públic en l'estalvi no acaba aquí, ja que és una figura principal en el gran estalvi empresarial esdevingut recentment. En concret, les empreses xineses han passat d'estalviar al voltant del 10% del PIB el 1992 a estalviar el 20% el 2005. En els últims anys, els beneficis empresarials, en termes de PIB, han crescut, en part a causa de certes reformes empresarials, però, sobretot, gràcies al suport del govern a les exportacions, el qual ha mantingut un tipus de canvi infravalorat per afavorir-les. Així, els beneficis retinguts de les empreses, o equivalentment el seu estalvi, s'han convertit en un factor clau per explicar l'estalvi total xinès.

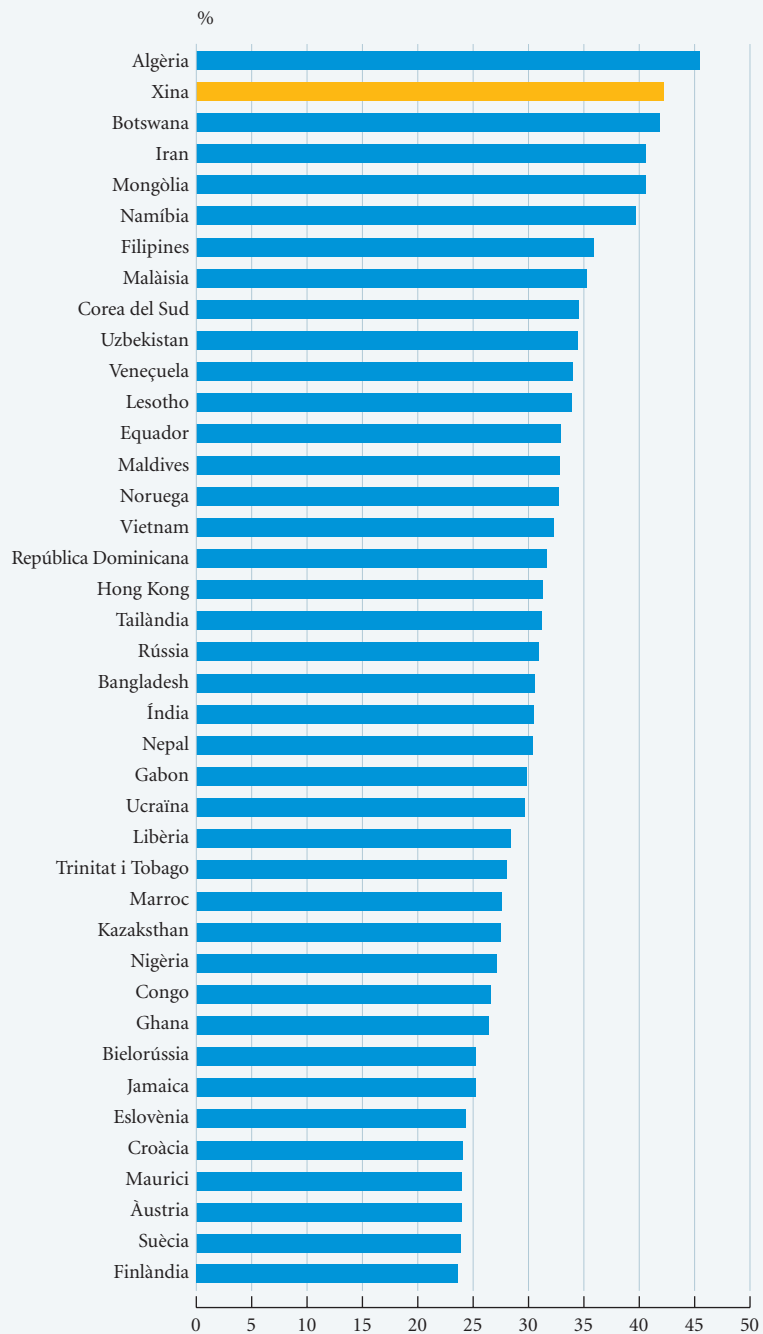
Són especialment les empreses públiques, que tenen un pes del 50% en el total dels beneficis empresarials, les que estalvien desmesuradament. Aquestes empreses, en no estar obligades a distribuir dividendes al seu propietari, el govern, generen grans quantitats d'estalvi, o beneficis retinguts, una part dels quals els reinverteixen en la mateixa empresa, fet que sovint genera una mala assignació dels recursos en determinats actius i/o sectors. Si aquests beneficis li fossin distribuïts, el govern podria augmentar la despesa en serveis sanitaris, educació i cobertura per atur i jubilació, entre altres prestacions, sense necessitat d'incrementar els impostos. Així, les famílies podrien disminuir la taxa d'estalvi o, el que és el mateix, incrementar el consum, la qual cosa ajudaria a generar un model de creixement basat en el consum privat, en lloc de l'actual, basat fonamentalment en la inversió i en les exportacions.

Admetent implícitament que la seva taxa d'estalvi és massa alta, la Xina s'ha proposat augmentar el consum. Amb aquesta finalitat, pretén incrementar la despesa en prestacions socials, apujar el salari mínim i reformar les polítiques de tipus de canvi per dotar-les de més flexibilitat. No obstant això, sembla que les propostes suggerir-

(3) Dades per a Espanya: Institut Nacional d'Estadística.

MÀXIMS ESTALVIADORS: ELS QUARANTA PRINCIPALS

Estalvi nacional en relació amb el PIB



FONT: Banc Mundial.

des pel govern xinès no es duen a terme. El govern encara actua per prevenir l'apreciació del renminbi. La despesa en els programes socials encara és petita. I els intents d'augmentar el salari mínim troben dos problemes. Primer, la gran llibertat que el govern central dóna als governs locals per escollir el salari mínim de la seva zona. Segon, el poc efecte que aquesta política té en els treballadors, ja que només una ínfima proporció es troba per sota del salari mínim.⁽⁴⁾

Així i tot, no podem oblidar el fet que és la posició d'estalvi net –estalvi menys inversió– de països com la Xina (vegeu la taula adjunta) la que permet que economies com la nord-americana o com l'espanyola inverteixin més del que estalvien, finançant una part de la seva inversió interna i el seu dèficit per compte corrent. Si la Xina canvia d'actitud en relació amb l'estalvi i redueix efectivament el contingut de les seves arqués, potser els països veïns seguiran els seus passos, i això podria dur a un augment dels tipus d'interès mundials, tal com s'especulava al número de gener d'aquest Informe Mensual.

ESTALVI I INVERSIÓ A LA XINA

	2002		2005	
	% del PIB	Milers de milions de \$	% del PIB	Milers de milions de \$
Estalvi	38	554	47	1.051
Inversió	35	510	40	894

FONT: Fons Monetari Internacional.

(4) Lardy, Nicholas R., octubre 2006, «China: Toward a Consumption-Driven Growth Path», *Policy Briefs in Internacional Economics, Institute for Internacional Economics*.

Mèxic: un bon creixement amb permís dels preus

L'economia mexicana, amb un creixement del 4,3% interanual en el quart trimestre, va acabar l'any amb vigor. L'expansió continua rebent el suport del consum privat, que, amb un avanç del 5,2%, incrementa el seu protagonisme en detriment del consum públic, que, després d'accelerar-se fins al 9,0% cap a la meitat de l'any, va perdre una bona part de les ínfules en el tercer trimestre. El predomini del sector privat queda reforçat per la força de la inversió, que, en el tercer trimestre, es va accelerar i va créixer el 10% interanual. Un força dominada per la formació de capital fix privat, que va avançar el 13,3%, mentre que la d'origen estatal va recular el 6,6% i va perdre tota

l'empenta del començament de l'any. Així, cal limitar exclusivament la suau desacceleració de l'economia al procés de contenció de la despesa pública. Si la demanda interna mostra una bona salut, el sector exhibeix una imatge més ambigua, amb l'acceleració de les exportacions compensada per la reactivació de les importacions, que continuen creixent a un ritme superior.

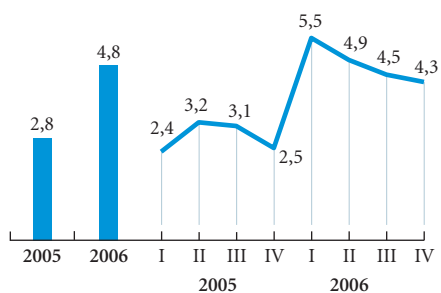
Entre els indicadors d'activitat més recents, la producció industrial del desembre es va desaccelerar i va créixer un marge 1,6% interanual, amb un alentiment més centrat en les manufactures que en la construcció, que confirma la incipient supremacia que mostrava cap al final de l'estiu. Entre les manufactures, destaquen les reculades en la producció industrial de

Mèxic creix al 4,3%, liderat pels sectors privats.

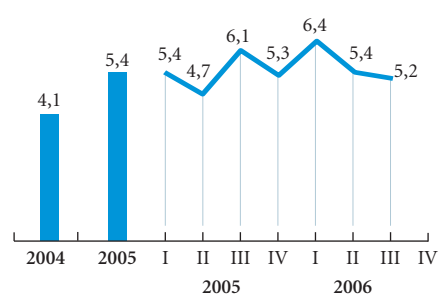
EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

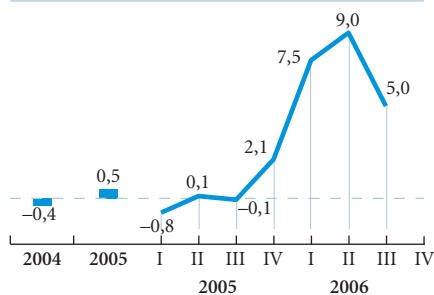
PIB



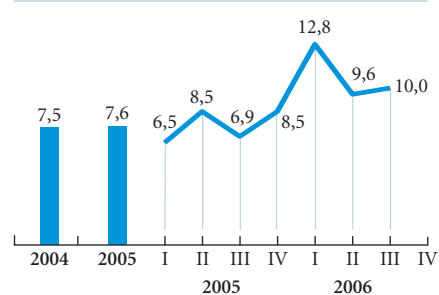
Consum privat



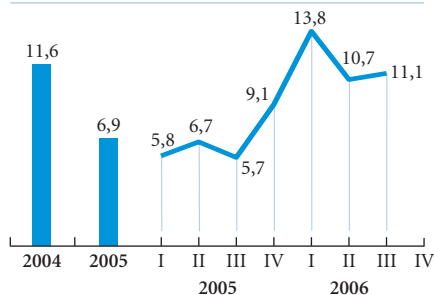
Consum públic



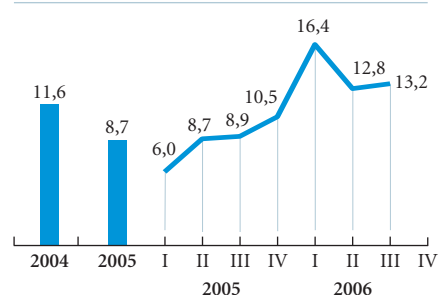
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005		2006				2006			2007
	2005	2006	IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB real	2,8	4,8	2,5	5,5	4,9	4,5	—	4,3	—	—
Producció industrial	1,8	5,0	2,9	7,1	3,9	5,4	4,4	4,6	1,6	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,6	3,1	3,5	3,2	4,0	4,0	3,6	3,5	...
Preus de consum	4,0	3,6	3,1	3,7	3,1	3,5	4,3	4,1	4,1	4,0
Balança comercial (**)	-7,6	-5,8	-7,6	-5,0	-4,5	-5,3	-5,8	-5,9	-5,8	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

FONT: Banc Central de Mèxic.

les «maquiladoras», que, al desembre, van cedir l'1,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior. En aquest sentit, es fa notar la pressió de la competència xinesa, tot i que, atesa l'evolució de la demanda interna, és positiu que l'activitat continuï mantenint el to davant d'aquest procés, que, en cert sentit, representa una disminució de la dependència externa de l'economia mexicana.

Sembla que la qüestió de l'estabilitat de preus es resol de mica en mica, amb una inflació que, al gener, va avançar el 4,0% interanual. El deflactor del PIB, que en el segon trimestre havia encès els senyals d'alarma en avançar el 8,5%, a la tardor també va tornar a la cleda i va créixer el 4,9% interanual, amb el suport

de l'esmentada moderació del consum públic. També al costat de l'haver, la taxa d'atur oficial del desembre va baixar lleugerament fins al 3,5% de la població activa.

El deficitari sector exterior va mostrar una certa estabilització del procés de deteriorament, amb un saldo comercial, un cop excloses les exportacions petrolieres, que, en els tres últims mesos fins al desembre, va presentar un dèficit de 12.342 milions de dòlars, uns 300 milions menys dels registrats en el tercer trimestre de l'any, tot i l'esmentada feblesa de les «maquiladoras». Tot un indicatiu positiu de cara a la correcció d'un dels punts febles d'una economia que es continua mostrant relativament saludable.

La reculada de les «maquiladoras» afebleix l'activitat manufacturera...

...però els preus es moderen i el sector exterior aconsegueix temperar el deteriorament.

UNIÓ EUROPEA

La zona de l'euro creixerà el 2,4% i la Unió Europea el 2,7% el 2007.

L'any es caracteritzarà per un protagonisme més gran de la demanda interna, que, malgrat tot, serà compatible amb una desacceleració de la inflació.

La Comissió Europea espera un bon 2007

La Unió Europea (UE) va créixer el 2,9% el 2006, mentre que la zona de l'euro va arribar al 2,7%. Mantindrà aquest excel·lent rendiment econòmic el 2007? La Comissió Europea espera, al seu avanç de les previsions de primavera, que l'any 2007 es tanqui amb un ritme només moderadament inferior, del 2,7% a la UE i del 2,4% a la zona de l'euro.

Els dos registres són, així i tot, positius. D'entrada, perquè la composició esperada del creixement, amb més contribució de la demanda interna, facilitarà la sostenibilitat de l'expansió en futurs exercicis. I, en segon lloc, perquè el creixement, tot i situar-se per damunt del potencial, no generarà gaires tensions en preus. Gràcies a un impacte menor del que s'espe-

rava de la pujada de l'impost sobre el valor afegit alemany, en vigor des del gener, i a la remissió de les tensions energètiques, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es desaccelerarà dues dècimes el 2007 i se situarà en l'1,8%. Addicionalment, l'executiu comunitari confia que la millora de la productivitat registrada recentment continuï, la qual cosa, juntament amb l'efecte beneficiós de la creixent competència internacional en preus, facilitarà una evolució continguda de la inflació.

Finalment, dos elements destacables més de les previsions de la Comissió són el millor punt de partida relatiu en què s'inicia el 2007 en matèria laboral –la taxa d'atur se situa en el seu mínim en més d'una dècada– i el reequilibri de les finances públiques. Les dues tendències s'haurien de mantenir enguany.

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DE LA COMISSIÓ EUROPEA

País	Creixement				Inflació (*)			
	2006	Previsió actual per a 2007	Previsió anterior per a 2007 (**)	Diferència	2006	Previsió actual per a 2007	Previsió anterior per a 2007 (**)	Diferència
Alemanya	2,7	1,8	1,2	0,6	1,8	1,7	2,2	-0,5
Espanya	3,8	3,7	3,4	0,3	3,6	2,5	2,8	-0,3
França	1,9	2,2	2,3	-0,1	1,9	1,5	1,8	-0,3
Itàlia	1,9	2,0	1,4	0,6	2,2	1,9	2,0	-0,1
Zona de l'euro	2,7	2,4	2,1	0,3	2,2	1,8	2,1	-0,3
Regne Unit	2,7	2,7	2,6	0,1	2,3	2,2	2,2	0,0
UE-27	2,9	2,7	2,4	0,3	2,2	2,0	2,3	-0,3

NOTES: (*) Índex de preus de consum harmonitzat.

(**) Data de la previsió: novembre de 2006.

FONT: Comissió Europea.

Zona de l'euro: final d'any a tota màquina

La dada de creixement del quart trimestre s'esperava amb interès. Els indicadors mensuals disponibles apuntaven a un final d'exercici en acceleració. Però el registre final va batre fins i tot les previsions més optimistes en créixer el 3,3% interanual, el seu màxim des del tercer trimestre del 2000. En el tercer trimestre, s'havia assolit el 2,7% interanual. Darrere d'aquest repunt hi ha la inflexió alcista d'Alemanya, França i Itàlia, les tres grans economies de la zona de l'euro. Concretament, l'economia teutona va créixer el 3,7% interanual; la gal·la, el 2,2%, i la transalpina, el 2,9%.

Encara no es disposa del detall de components, però la informació mensual publicada confirma que la principal novetat haurà estat, amb tota probabilitat, una recuperació més clara del consum privat. Si més no, l'acceleració de les vendes al detall fins al desembre (van créixer el 2,2% interanual, enfront de l'1,8% del

tercer trimestre) i el constant creixement de la confiança del consumidor així ho indiquen.

Dos altres fronts que deuen haver jugat un paper positiu són la inversió i la demanda externa. En el primer cas, indicadors rellevants com la producció industrial de béns d'equipament han tancat el 2006 a l'alça. Pel que fa al sector exterior, el bon comportament exportador ha facilitat una notable reducció del dèficit comercial. Concretament, al desembre, el dèficit acumulat de dotze mesos era només de 8.200 milions d'euros, una clara correcció en relació amb les xifres registrades pocs mesos enrere. El saldo negatiu mitjà del tercer trimestre, per exemple, va ser de 21.200 milions d'euros.

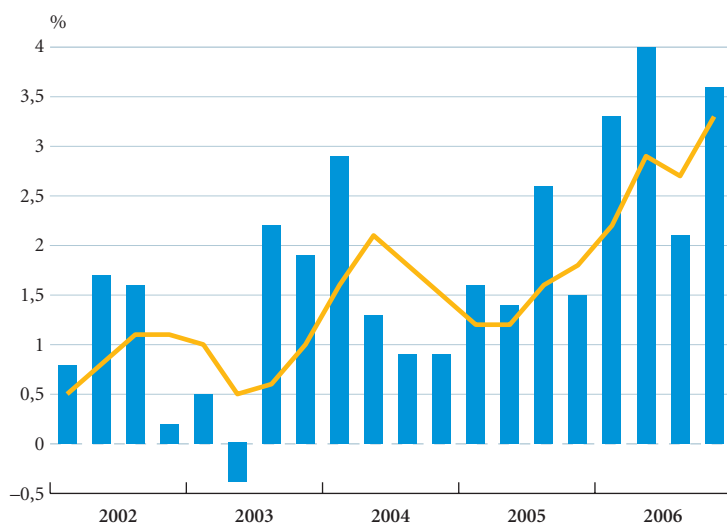
Des de la perspectiva de l'oferta, cal destacar que la indústria continua aprofitant l'expansió. Després d'una lleugera correcció al novembre, la producció industrial es va accelerar en 1,3 punts percentuals al desembre, fins al 4,0% interanual. Aquest moviment havia estat anticipat

En la recta final del 2006, el creixement de la zona de l'euro bat les expectatives en arribar al 3,3%.

Darrere d'aquest repunt hi ha, amb tota probabilitat, un avanç del consum que s'afegeix al ja registrat impuls de la inversió i de les exportacions.

LA ZONA DE L'EURO ACELERA

Variació del producte interior brut en termes reals



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

FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2004	2005	2005			2006				2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,7	1,5	1,8	2,2	2,9	2,7	–	3,3	–	–
Vendes al detall	1,5	1,3	1,3	0,8	1,6	1,8	0,8	1,6	2,2	...
Confiança del consumidor (*)	–14	–14	–13	–11	–10	–8	–8	–7	–6	–7
Producció industrial	2,0	1,3	2,2	3,4	4,2	4,1	3,8	2,7	4,0	...
Sentiment econòmic (*)	99,2	97,9	100,1	102,6	106,8	108,2	110,0	109,9	109,8	109,2
Taxa d'atur (**)	8,8	8,6	8,4	8,2	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5	7,4
Preus de consum	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,6	1,9	1,9	1,8
Balança comercial (***)	80,4	42,1	22,1	3,1	–9,8	–21,2	–18,9	–11,7	–8,2	...

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.

El 2007 comença en una tònica de progressiva desacceleració, resultat lògic de partir d'un ritme d'activitat fort.

per la dinàmica evolució de les comandes industrials dels últims mesos. Aquesta bona tendència permet esperar que, al començament del 2007, la indústria arrenqui en bona forma.

Ara la qüestió principal és albirar com començarà a prendre forma l'alentiment esperat per al 2007. Preocupava especialment que la confiança dels actors econòmics empitjorés de forma una mica abrupta, com ha passat en altres processos similars a la zona de l'euro, i que l'impacte de la pujada de l'Impost sobre el Valor Afegit alemany sobre la inflació fos intens. Les dues hipòtesis han quedat descartades. El sentiment econòmic, un indicador qualitatiu que reflecteix les expectatives dels agents econòmics, ha reculat de forma només moderada al gener i ha caigut sis dècimes, fins al nivell dels 109,2 punts. Cal recordar que els nivells dels quals es partia al final del quart trimestre eren elevats.

Pel que fa a la inflació, el creixement de l'IPC al gener va ser de l'1,8% interanual. És a dir, el ritme de creixement dels preus de consum s'ha desaccelerat lleugera-

ment en relació amb el registre del desembre. Les previsions considerades per al gener eren substancialment superiors, de l'ordre del 2,1%. En definitiva, una altra preocupació que es desactiva.

Alemanya: Merkel, la reformadora

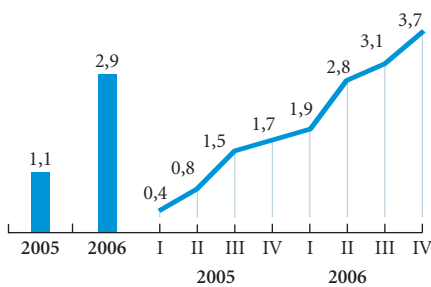
Fa un any i mig, quan la Gran Coalició presidida per Angela Merkel va iniciar la seva singladura, vam escriure en aquestes mateixes pàgines que el repte al qual s'enfrontava el nou govern era doble: havia de desencallar reformes importants aturades durant molt de temps i fer aquest esforç modernitzador sense fer descarriar una incipient recuperació econòmica. Ara es pot afirmar que l'executiu Merkel ho està aconseguint. En pocs dies, han coincidit dues notícies: que la reforma de la sanitat ha prosperat –i es tractava de la quarta reforma, després de la fiscal, la redistribució competencial entre *lander* i govern federal i la de les prestacions de jubilació– i que el producte interior brut (PIB) va créixer el 3,7% interanual en el quart trimestre del 2006, un ritme que ha sorprès per la seva intensitat.

Amb la reforma de l'assegurança per malaltia, l'executiu Merkel ja ha completat quatre reformes de caràcter estructural, la qual cosa no ha impedit que la recuperació econòmica s'hagi consolidat.

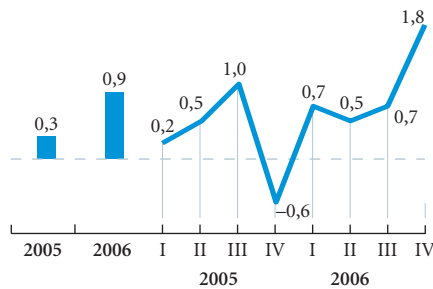
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ALEMANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

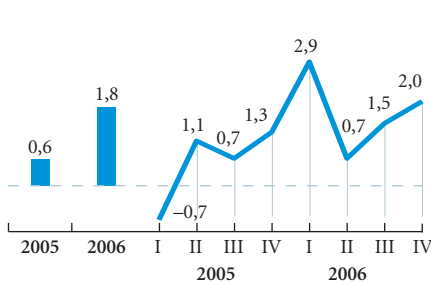
PIB



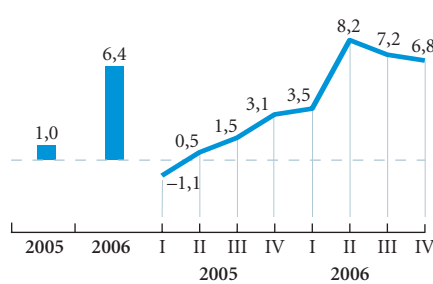
Consum privat



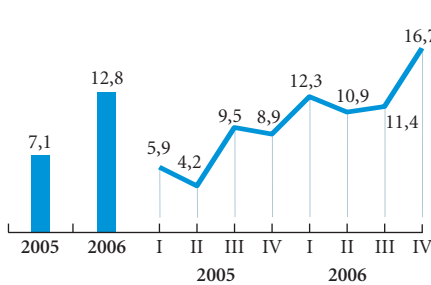
Consum públic



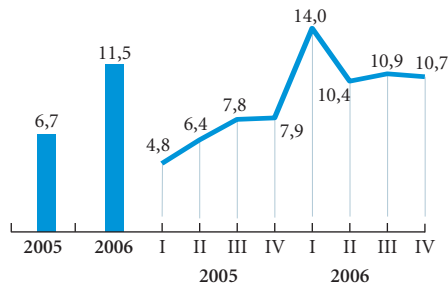
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

Certament, Alemanya no es convertirà en un tigre asiàtic, ja que aviat s'assistirà a un moderat alentiment econòmic. I també cal dir clarament que les reformes realitzades poden ser qualificades de modestes. Però, així i tot, llançar quatre reformes que toquen aspectes sensibles en un any i mig en un país en què el consens es construeix en dècades i, al mateix temps, encarrilar l'expansió econòmica són mèrits indiscutibles de la Gran Coalició.

Anant als detalls, la reforma de la sanitat aprovada el passat 3 de febrer al *Bundestag* té com a eix principal la racionalització del sistema d'assegurança de malaltia. Actualment, els assegurats pel sistema estan inscrits en 250 caixes públiques, amb unes prestacions dispars en molts casos. A més a més, en l'actual sistema, 300.000 persones no estan assegurades. La reforma, que entrarà en vigor l'1 d'abril, implica un augment de les quotes que pa-

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						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	0,8	1,1	1,7	1,9	2,8	3,1	–	3,7	–	–
Vendes al detall	2,1	1,3	0,4	0,6	0,2	0,0	0,0	–0,4	–0,2	...
Producció industrial	2,5	2,7	4,7	4,5	6,0	6,6	3,5	6,3	5,5	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,4	95,5	98,6	103,6	106,1	105,2	105,4	106,9	108,7	107,9
Taxa d'atur (**)	10,6	11,7	11,4	11,4	11,1	10,6	10,3	10,1	9,8	9,5
Preus de consum	1,6	2,0	2,2	2,0	1,9	1,6	1,1	1,5	1,3	1,7
Balança comercial (***)	149	156,3	158,4	154,8	151,3	148,2	153,1	158,7	161,8	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

Alemanya creix el 3,7% en el quart trimestre i el 2,9% en el conjunt de l'any 2006.

guen a mitges empreses i assalariats i un increment del finançament estatal. A canvi, s'espera que tots els residents germànics estiguin coberts pel sistema el 2009. La reforma també modifica el catàleg de prestacions i comporta un esforç de reducció dels costos mitjançant mesures com l'augment que les empreses farmacèutiques han d'aplicar a les medicines venudes a les caixes.

Pel que fa a la segona de les notícies fonamentals del mes, el creixement explosiu del quart trimestre (3,7% interanual, enfront del 3,1% del trimestre precedent), l'explicació cal buscar-la, en síntesis, en el fet que els components que encara no havien contribuït significativament a l'expansió –el consum privat i la inversió en construcció, principalment– han accelerat el ritme al mateix temps que el sector exterior incrementava la seva important aportació al creixement. Tot plegat ha permès contrarestar la lleugera desacceleració de la inversió en equipament.

Però hem dit abans que les perspectives immediates no són de consolidació d'aquest ritme de creixement. Les previsions apunten a un primer trimestre en lleugera

desacceleració, i, certament, els escassos indicadors disponibles del gener així ho avalen. Per exemple, l'indicador IFO d'activitat empresarial es va situar en el nivell dels 107,0 punts al febrer, una correcció de nou dècimes en relació amb la dada del gener. Tot i que es tracta d'un ajustament lògic, atès que l'indicador IFO està en nivells històricament elevats –de fet, els més alts des de la reunificació–, la tendència hauria de continuar en els propers mesos.

En canvi, un altre element que preocupa, l'impacte inflacionista de la pujada del tipus de l'impost sobre el valor afegit en tres punts des de l'1 de gener, ha perdut força en saber-se que l'IPC només va créixer l'1,7% interanual al gener, quatre dècimes menys del que estava previst. La resta d'indicadors, referits al final de l'any, serveixen, principalment, per establir el punt de partida del 2007: al desembre, la producció industrial es corregeix lleugerament, les vendes al detall s'acceleren i el superàvit exterior s'amplia. Considerats en conjunt, els indicadors anteriors apunten a un inici d'any amb l'activitat cedint lleugerament en el seu impuls i sense gaires tensions en preus.

L'alça de l'IVA impacta menys del que s'esperava en la inflació.

França: carpetada a l'ensopagada del tercer trimestre

Després del creixement nul intertrimestral al juliol-setembre del 2006, l'evolució del PIB dels tres últims mesos de l'any semblava clau per dirimir l'abast de l'aturada econòmica gal·la. Amb les dades de comptabilitat nacional disponibles, ja es pot afirmar que França torna a aixecar el cap i que ho fa gràcies al consum públic i a les exportacions. En conjunt, l'economia francesa va créixer el 2,0% el 2006, va igualar el ritme registrat el 2004 i va superar l'1,2% del 2005.

Concretament, el creixement interanual del PIB es va situar, en el quart trimestre, en el 2,2%, enfront de l'1,8% del trimestre anterior, gràcies a l'acceleració del consum públic, que va anotar un avanç idèntic al del conjunt del PIB, de l'1,9% anterior al 2,2%, i a la contribució del sector exterior (aportació nul·la a la variació del PIB, enfront de la detracció d'1,1 punts del tercer trimestre). Pel que fa a la resta de components de la demanda, el consum privat i la inversió es van desaccelerar moderadament. Al seu torn, la variació d'existències drenava quatre dècimes percentuals al creixement del PIB, mentre que, en el tercer trimestre, havia aportat tres dècimes positives.

A partir d'aquestes tendències, la bateria d'indicadors mensuals apunta a una certa pèrdua d'impuls al començament del 2007. Així, i malgrat que el consum de les llars comença en oberta expansió (creixement del 7,1% interanual al desembre), la confiança dels consumidors comença l'any en el nivell dels 10 punts negatius i consolida el descens registrat al desembre. Aquesta evolució no deixa de ser paradoxal, ja que el mercat laboral reflecteix una clara millora. Per esmentar un únic indicador, la taxa d'atur del desembre (8,6% de la població activa) és la millor des del juny del 2001.

Una tònica similar es registra, pel costat de l'oferta, en l'activitat industrial. La producció industrial millora al desembre, però l'indicador de confiança de la indústria cau en aquest mes i al gener. En aquest cas, però, el deteriorament de la cartera de comandes és coherent amb l'empitjorament de les expectatives dels industrials. Segons es desprèn de la caiguda de la confiança del sector terciari al desembre i al gener, els serveis també perden part del dinamisme anterior. Pel que fa als preus, la situació continua continguda. L'IPC es va situar al gener en l'1,2% interanual, enfront de l'1,5% del mes anterior. En conjunt, la conjuntura gal·la inicia l'any amb una certa moderació, però l'evolució dels

França creix el 2,2% en el quart trimestre i dóna carpetada a l'aturada del tercer trimestre.

El 2007 s'inicia amb una certa inflexió a la baixa, visible en la pèrdua de confiança dels consumidors i dels empresaris.

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						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	2,0	1,2	1,0	1,3	2,5	1,8	–	2,2	–	–
Consum de les llars	3,8	2,9	2,2	2,9	4,8	4,3	4,1	4,2	6,4	7,1
Producció industrial	2,0	0,2	–0,6	0,5	1,7	0,6	2,4	–1,4	0,7	...
Taxa d'atur (*)	10,0	9,9	9,7	9,6	9,1	8,9	8,8	8,7	8,6	...
Preus de consum	2,1	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7	1,1	1,4	1,5	1,2
Balança comercial (**)	0,1	–1,3	–1,8	–2,1	–2,1	–2,4	–2,4	–2,4	–2,4	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

desequilibris fonamentals –preus i atur– és favorable.

Itàlia: liberalització amb comptagotes

Els difícils tripijocs que el govern de centreesquerra liderat per Romano Prodi va haver de fer per assolir una majoria suficient en les eleccions del 2006 feien presagiar un recorregut reformador d'escassa intensitat. La realitat ha superat fins i tot aquestes limitades expectatives, ja que el mateix govern ha acabat caient. A l'haver dels nou mesos de govern Prodi quedaran dues iniciatives de reforma econòmica.

El primer intent, centrat en la liberalització de diferents sectors, va acabar amb una estrepitosa protesta dels taxistes al juliol del 2006. Tot i que el decret de reforma es va mantenir, la seva aplicació és massa morosa, com ho recordava l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) en un informe recent.

Cap al final de gener, l'executiu de Prodi va aprovar una nova bateria de mesures liberalitzadores. Tot i que es tracta d'un conjunt molt ampli, cal destacar l'agilització dels processos d'establiment de

nous negocis, la reducció dels costos de canvi d'hipoteca d'una entitat a una altra, la liberalització dels transports internacionals de passatgers i la flexibilització dels criteris d'obertura de benzineres, perruqueries, quioscos i cinemes. Són les mesures que Itàlia necessita? Alguns diputats de la mateixa coalició governamental les han qualificat d'insuficients, però, en qualsevol cas, reflecteixen un petit progrés en la bona direcció. Desgraciadament, la incertesa política que ara s'obre no contribuirà a perseverar en aquesta via.

I el cert és que la inesperada fortalesa del rebot del creixement en el quart trimestre podia haver estat un factor clau en aquesta tessitura. Després de créixer en els tres primers trimestres del 2006 a un ritme de l'1,7% interanual, en l'últim trimestre es va registrar un avanç del PIB del 2,9%. Altres indicadors també apunten a un millor to econòmic: les vendes al detall van repuntar al novembre, la producció industrial es va accelerar al desembre, el dèficit comercial es va reduir lleugerament en aquest mateix mes de desembre i la inflació, ja prou moderada, s'ha desacelerat de nou al gener. En definitiva, s'obria l'oportunitat d'aprofitar la conjuntura per incrementar el ritme reformador, ja

Itàlia adopta un paquet de mesures liberalitzadores, segurament menys ambicioses del que necessita l'economia transalpina.

El repunt de l'activitat en el tram final del 2006, superior a l'esperat, hauria d'afavorir l'impuls reformador.

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						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	0,9	0,1	0,5	1,7	1,7	1,7	–	2,9	–	–
Vendes al detall	–0,4	0,4	1,9	0,5	1,8	1,6	0,4	1,7	0,9	...
Producció industrial	–0,5	–0,9	0,3	2,7	1,7	1,4	3,6	3,4	4,4	...
Taxa d'atur (*)	8,0	7,7	7,5	7,2	6,9	6,8	–	...	–	–
Preus de consum	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,2	1,8	1,8	1,9	1,7
Balança comercial (**)	–1,2	–9,4	–8,5	–12,9	–16,5	–21,3	–22,6	–21,9	–21,1	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

que els costos de l'ajustament pesen menys en una situació de bonança.

Regne Unit: a tot gas! (ja no en queda gaire)

El creixement britànic va ser del 3,0% interanual en el quart trimestre (2,9% en el tercer). Va descol·locar aquest fort dinamisme quan es va conèixer l'estimació preliminar –s'esperava que la desacceleració començés en aquest període–, i, ara que s'ha fet públic el desglossament per components, també ha saltat alguna sorpresa. Des de la perspectiva de la demanda interna, s'esperava una certa acceleració del consum privat, que, efectivament, s'ha confirmat, però no tant que la inversió acompanyés aquest increment del creixement. L'altra novetat, aquesta negativa, l'ha proporcionat l'exportació, que s'ha enfonsat en el quart trimestre, de manera que la detracció del sector al creixement del PIB s'ha ampliat.

Tornarà a sorprendre el Regne Unit en el primer trimestre? Probablement, no. Al

gener, les vendes al detall es van desaccelerar vuit dècimes percentuals, fins al 3,2%, i la confiança del consumidor va cedir gairebé dos punts. Per tant, sembla que es comença a frenar l'embranchada del consum, tot i que la taxa d'atur continua essent reduïda (2,9% al gener). Les comandes industrials, també al gener, han caigut dos punts, la qual cosa fa presagiar que la desacceleració de la producció industrial del desembre tindrà continuïtat al començament del 2007. El sentiment econòmic, un ampli indicador del to econòmic general, es va situar al gener en el nivell dels 104 punts, set punts menys que en el mes anterior.

Si es confirma la desacceleració, cal esperar que, progressivament, la pressió sobre els preus remeti. Fins a la data, però, la inflació es continua mantenint lluny de l'objectiu del Banc d'Anglaterra, situat en el 2%. Al gener, l'IPC britànic es va col·locar en el 2,7% interanual. Tot i que representa una certa millora en relació amb el 3,0% del desembre, continua essent un ritme preocupant.

L'economia britànica creix el 3,0% en el quart trimestre, més del que s'esperava.

Tot i que hi ha senyals de desacceleració, els preus continuen mostrant tensions.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2004	2005	2005	2006						2007
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	3,3	1,9	2,0	2,4	2,7	2,9	–	3,0	–	–
Vendes al detall	6,1	1,9	2,6	1,7	3,4	3,8	4,0	3,2	4,0	3,2
Producció industrial	0,8	–1,9	–2,6	–1,0	–0,6	0,4	1,1	0,9	0,5	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9
Preus de consum	1,3	2,0	2,1	1,9	2,2	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7
Balança comercial (**)	–56,1	–64,6	–67,4	–72,0	–78,1	–82,2	–83,6	–83,9	–84,3	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

El Banc del Japó apunta a una pujada gradual del tipus d'interès de referència.

La Reserva Federal probablement mantindrà el nivell objectiu dels fons federals en el 5,25% durant alguns mesos.

El Banc del Japó apuja el tipus d'interès de referència

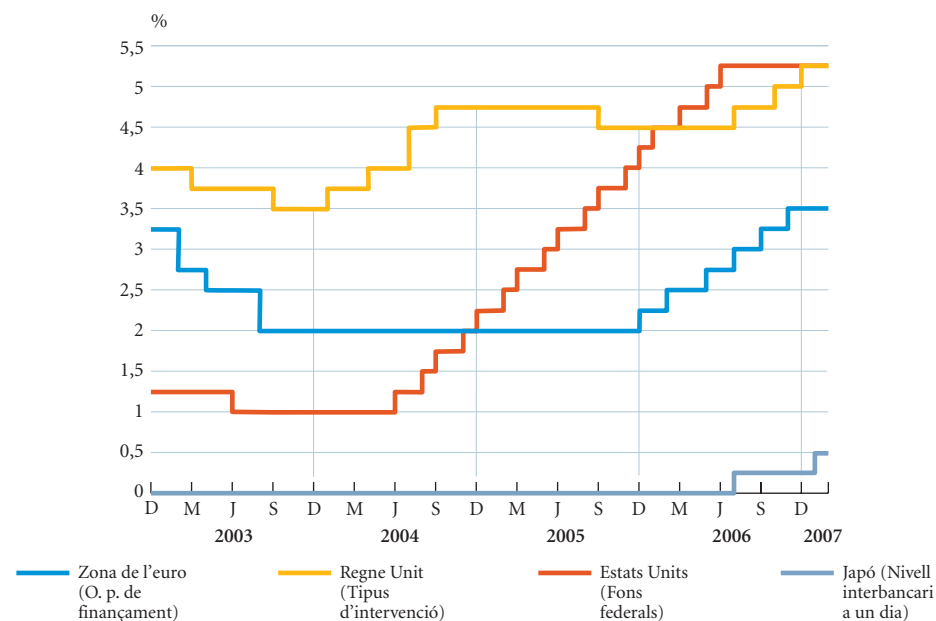
El Banc del Japó es va decidir, finalment, a apujar els tipus d'interès la tercera setmana de febrer. Després de confondre els mercats al gener, quan gairebé tots els operadors esperaven la pujada, aquest cop l'autoritat monetària japonesa va deixar enrere les vacil·lacions i va decretar l'augment del tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics fins al 0,50%. Es tractava del segon moviment alcista des de l'inici del gir restrictiu al juliol del 2006. L'argument esgrimit pel banc central nipó eren els bons resultats macroeconòmics del quart trimestre presentats uns dies abans. Tot i que és cert que la in-

flació amb prou feines existeix, l'autoritat monetària creu que l'economia es continuaria expandint a un ritme moderat. L'institut emissor japonès va apuntar a una tònica gradual d'increment dels tipus d'interès, de manera que el tipus oficial probablement romandrà en el 0,50% durant alguns mesos.

El mateix succeirà als Estats Units, on no s'esperen moviments en els propers mesos. El missatge de l'autoritat monetària nord-americana és de mantenir el nivell objectiu del tipus d'interès interbancari a un dia en el 5,25%, nivell resultant de l'equilibri entre la millora de la situació econòmica i els problemes que travessa el mercat immobiliari. En la seva comparei-

ELS BANCS CENTRALS APUGEN ELS TIPUS

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

xença davant un comitè del Congrés cap a la meitat de febrer, Ben Bernanke, el president de la Reserva Federal, va manifestar que la inflació tendia a baixar, però va apuntar que mantenia el biaix alcista en la política monetària, és a dir, que pensava que, a la llarga, acabaran augmentant els tipus d'interès.

També apunten a una alça els tipus britànics. El dia 8 de febrer, el Comitè de Política Monetària del Banc d'Anglaterra va decidir mantenir el tipus d'interès oficial en el 5,25%. A diferència de la reunió del gener, quan l'augment del tipus d'interès va agafar els mercats desprevinguts, no va

haver-hi sorpreses, i, amb posterioritat, les expectatives de noves alces es van frenar una mica. No obstant això, tal com espera el mercat, és probable alguna pujada en els propers mesos per frenar les tensions inflacionistes.

El Banc Central Europeu (BCE) tampoc no va modificar el nivell del tipus d'interès de referència en la seva cita de la segona setmana de febrer i va deixar-lo en el 3,50%. El president Trichet, però, va reiterar que el nivell dels tipus d'interès continua essent baix i que la política monetària és relaxada i va apuntar a una nova pujada dels tipus d'interès directors al

L'alça prevista del tipus d'interès de l'Eurosistema del març segurament no serà l'última.

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						
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	3,50	3,68	3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02
2007									
Gener (*)	3,56	3,75	4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15
Febrer (1)	3,55	3,85	4,12	5,25	5,36	0,66	5,25	5,54	2,22

NOTAS: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 23.

(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: 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%), 11-1-07 (5,25%).

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

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

Els bancs centrals de l'Índia i de Suècia restringeixen la política monetària.

La reunió del G-7 no és obstacle per a una caiguda més intensa del ien...

...que continua pressionat per un ampli diferencial de tipus d'interès en contra seu.

L'ampliació del dèficit comercial afecta negativament el dòlar.

març. Tot i que l'escalada dels preus del cru en els últims anys no ha provocat efectes significatius de segona volta, el BCE manifesta preocupació per l'evolució de les negociacions salarials en curs. Atès que l'economia europea sembla que continua creixent més del que s'esperava, possiblement la del març no sigui l'última pujada d'aquest cicle, de manera que el tipus de referència podria arribar al 4%, un nivell més proper al nivell neutral.

El que sí es va decidir a actuar de nou va ser el banc central de l'Índia, alarmat pels signes de reescalfament econòmic. Així, al final de gener, va decidir augmentar el tipus repo en 25 punts bàsics fins al 7,5%, entre altres mesures de restricció monetària. L'economia índia creix més del que s'esperava, i el mateix banc central va elevar les projeccions de creixement per a l'exercici que acaba al març del 2007 fins al 8,5%-9%, la qual cosa incrementa els riscos inflacionistes. D'altra banda, cap a la meitat de febrer, el Banc de Suècia va apujar de nou el tipus d'interès de referència en 25 punts fins al 3,25% i el va apropar al nivell de la zona de l'euro.

Les principals monedes asiàtiques continuen infravalorades

Hi havia expectació al voltant de la reunió dels ministres de finances del grup dels països més avançats (G-7) a Essen (Alemanya), al final de la segona setmana de febrer, en relació amb els tipus de canvi. Prèviament, molts dirigents europeus van manifestar la seva preocupació per la feblesa del ien. La moneda japonesa havia marcat una cota mínima històrica enfront de l'euro en la quarta setmana de gener en pagar-se a 158,1 iens. No obstant això, es preveia que el G-7 no adoptaria mesures en aquest sentit, ja que es perfilaven posicionaments divergents. Els dirigents dels Estats Units semblaven més inquietos per l'evolució del iuan xinès,

mentre que els governants japonesos al·legaven que no intervenien en el mercat de canvis. Tot i que això és cert, també ho és que han pressionat el Banc del Japó perquè no apugi els tipus d'interès, i el diferencial en contra seu és el principal causant de la baixa cotització del ien en l'actualitat.

De fet, al gener el ien va registrar el nivell més baix en termes efectius reals, tenint en compte la inflació, des del setembre de 1985, la qual cosa indica la infravaloració de la moneda nipona. No obstant això, el comunicat del G-7 no esmentava directament el ien, per bé que expressava confiança en el fet que els mercats finalment reflectissin la reactivació de l'economia del Japó. Així mateix, el G-7 va reiterar la crida a la Xina perquè augmenti la flexibilitat del seu tipus de canvi. El moderat posicionament del G-7 no va tenir gaire incidència en els mercats de divises. Així, el dia 14 de febrer, el ien tornava a marcar un nou nivell mínim enfront de l'euro de 158,6 unitats i, al final de la quarta setmana de gener, cotitzava ja a més de 159 per euro.

Pel que fa al dòlar, el dilluns següent a la reunió del G-7, el ien va marcar la cota mínima des del desembre del 2002 en cotitzar a 121,9 dòlars, per bé que posteriorment es va recuperar una mica, a causa de l'afebliment del dòlar i de la publicació d'un creixement econòmic en el quart trimestre del 2006 superior a l'esperat. Així, va passar a cotitzar a 119 iens per dòlar cap a la meitat del mes. L'augment del tipus d'interès de referència del Banc del Japó, esmentat en l'apartat anterior, probablement no serà suficient per evitar les pressions a la baixa en contra del ien.

Per la seva banda, el dòlar ha revertit els guanys dels primers compassos de l'any en les últimes setmanes. La moderació de les expectatives de tipus d'interès arran

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Gener 2007

	Última sessió del mes		Tipus de canvi mitjà	Dades mensuals			Tipus de canvi 23-02-07
	Tipus de canvi	% de variació mensual (2)		% variació (2)			
				Mensual	s/desembre 2006	Anual	
Enfront al dòlar dels Estats Units							
Ien japonès	120,9	1,6	120,4	2,5	2,5	4,1	121,1
Lliura esterlina (1)	1,964	0,3	1,959	-0,2	-0,2	10,9	1,963
Franc suís	1,245	2,1	1,243	2,7	2,7	-2,8	1,232
Dòlar canadenc	1,177	1,0	1,176	1,9	1,9	1,6	1,160
Pes mexicà	11,04	2,2	10,95	0,9	0,9	3,8	11,03
Índex efectiu nominal (4)	107,7	0,8	107,6	0,8	0,8	-2,4	106,9
Enfront a l'euro							
Dòlar dels EUA	1,295	-1,6	1,301	-1,5	-1,5	7,5	1,313
Ien japonès	157,3	0,2	156,6	1,0	1,0	12,0	159,4
Franc suís	1,621	0,9	1,615	1,1	1,1	4,2	1,626
Lliura esterlina	0,663	-1,2	0,664	-1,3	-1,3	-3,2	0,669
Corona sueca	9,052	0,1	9,078	0,5	0,5	-2,5	9,306
Corona danesa (3)	7,455	0,0	7,454	0,0	0,0	-0,1	7,455
Zloty polonès	3,927	2,5	3,877	1,7	1,7	1,5	3,882
Corona txeca	28,16	2,5	27,82	0,2	0,2	-3,1	28,33
Forint hongarès	257,2	2,2	253,8	0,0	0,0	1,2	252,3
Índex efectiu nominal (5)	104,9	-0,6	104,9	-0,6	-0,6	3,5	105,8

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.

de la publicació d'indicadors econòmics moderats i de la compareixença del president de la Reserva Federal, Ben Bernanke, que va ser interpretada en termes tranquil·litzadors en relació amb la inflació per part dels mercats, ha influït en aquesta situació. Així mateix, l'ampliació del dèficit comercial al desembre també el va afectar negativament.

En canvi, l'euro va recuperar el vigor en les últimes setmanes, amb l'ajuda de la millora de les perspectives econòmiques i de la consolidació d'un panorama de tipus d'interès a l'alça. D'aquesta manera,

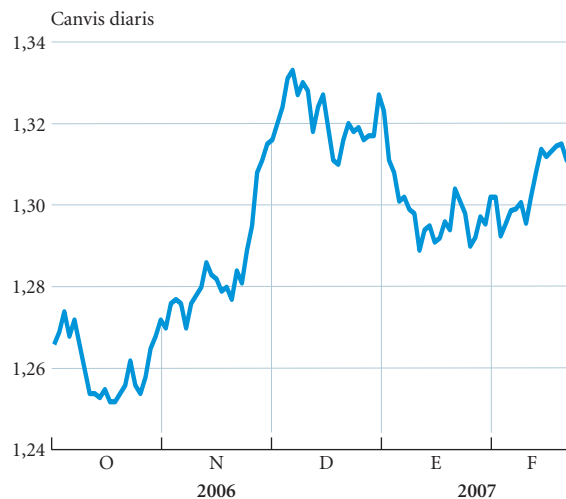
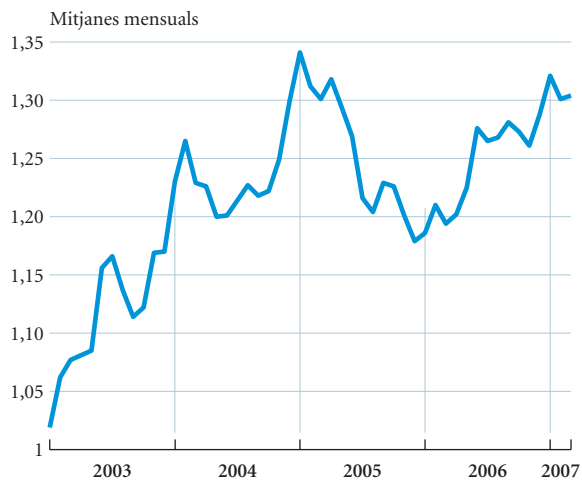
en relació amb la cistella de monedes dels seus principals socis comercials, la moneda única europea va recuperar el nivell del començament de l'any. En relació amb el bitllet verd, l'euro va recuperar la cota d'1,31 dòlars.

En canvi, la lliura esterlina ha perdut brillantor en les últimes setmanes. Això ha estat degut, sobretot, a un refredament de les perspectives alcistes del tipus d'interès oficial del Banc d'Anglaterra a conseqüència d'una moderació de les previsions de l'activitat econòmica i de la inflació.

La lliura esterlina perd brillantor en moderar-se les expectatives alcistes de tipus d'interès.

L'EURO REACCIONA ENFRONT DEL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Les dades arriben fins al 23 de febrer.

FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

LA MONEDA ÚNICA EUROPEA MARCA UN NOU RÈCORD ENFRONT DEL IEN

Iens per euro

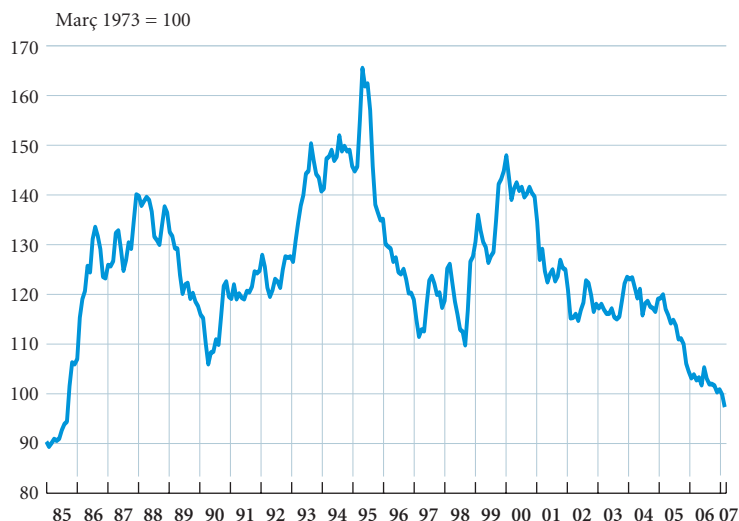


NOTA: Les dades arriben fins al 21 de febrer.

FONT: Thomson Financial Datastream.

EL IEN CAU FINS A LA COTA MÉS BAIXA DELS ÚLTIMS 21 ANYS EN TERMES REALS

Índex de tipus de canvi efectiu real del ien del Banc del Japó



NOTA: Les dades arriben fins al mes de gener.

FONT: Thomson Financial Datastream.

Lleugera reducció de la rendibilitat dels bons públics dels Estats Units

El rendiment dels bons del Tresor nord-americans a 10 anys es va enfilar fins al 4,89% cap al final de gener, en ajornar-se una previsible retallada del tipus d'interès de la Fed. No obstant això, pocs dies després, una creació de llocs de treball per sota de l'esperada al gener va diluir l'optimisme econòmic, i la rendibilitat dels bons públics a llarg termini va tendir a relaxar-se. Un panorama inflacionista més contingut també va contribuir a una lleugera davallada del tipus d'interès dels bons a llarg termini, que van apropar-se al 4,7% en la quarta setmana del mes.

A la zona de l'euro, els bons van prosseguir l'evolució dels seus homòlegs de l'altra riba de l'Atlàntic. No obstant això, la pressió a la baixa en les últimes setmanes va ser menor, a conseqüència de les favorables dades macroeconòmiques i de les declaracions de to més aviat agressiu per

part del Banc Central Europeu. D'aquesta manera, el diferencial de tipus d'interès a llarg termini entre el dòlar i l'euro va tendir a reduir-se i es va situar per sota dels 70 punts bàsics.

D'altra banda, amb l'increment de la qualificació creditícia del deute de l'Índia al nivell BBB-, per part de l'agència Standard & Poor's, el gegant asiàtic ha passat a la categoria de qualitat creditícia mitjana segons totes les principals agències especialitzades. Això reflecteix la millora de la situació econòmica al subcontinent, que experimenta un fort creixement, com s'ha comentat més amunt.

D'altra banda, l'aversion al risc es manté en nivells molt baixos. En la penúltima setmana de febrer, la prima de risc dels bons sobirans dels països emergents va marcar una nova cota mínima històrica en 164 punts bàsics. Per la seva banda, les primes de risc dels bons empresarials també se situen en nivells reduïts.

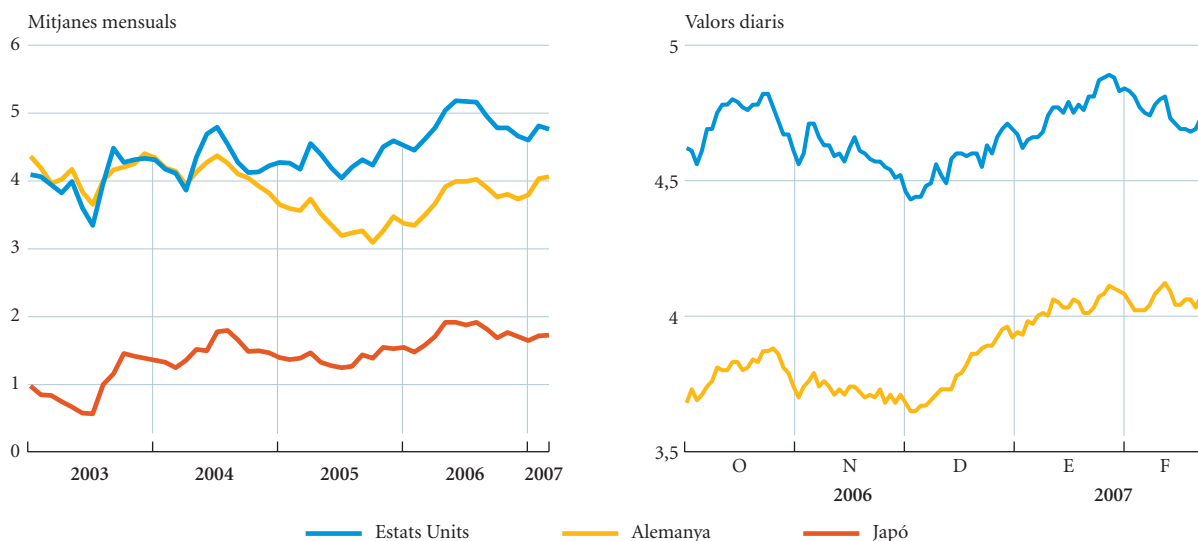
Un panorama d'inflació continguda motiva el lliscament del rendiment dels bons del Tresor dels Estats Units a la baixa.

El deute de l'Índia puja a la categoria de qualitat creditícia mitjana.

L'aversion al risc es manté en nivells molt baixos.

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

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 23 de febrer.

FONTS: Banc d'Espanya i Thomson Financial Datastream.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2004	2005	2006				2007	
			I	II	III	IV	Gener	23 febrer
Estats Units	4,31	4,33	4,61	5,13	4,96	4,68	4,81	4,68
Japó	1,50	1,39	1,58	1,90	1,80	1,70	1,71	1,67
Alemanya	4,07	3,38	3,50	3,96	3,89	3,77	4,03	4,03
França	4,10	3,41	3,51	3,99	3,90	3,78	4,06	4,09
Itàlia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,18	4,03	4,24	4,25
Espanya	4,10	3,39	3,49	3,97	3,89	3,79	4,07	4,09
Regne Unit	4,93	4,47	4,23	4,65	4,67	4,65	4,93	4,89
Suïssa	2,57	2,04	2,18	2,67	2,61	2,38	2,55	2,58

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

El creixement dels beneficis, el relaxament dels tipus d'interès a llarg termini i el dinamisme de les operacions empresarials animen els mercats borsaris.

Els parquets respiren optimisme

En els primers mesos de l'any, les borses internacionals han evolucionat de forma favorable i han anotat, en molts casos, nous màxims històrics. La perspectiva de continuïtat en l'expansió de l'economia global i els beneficis empresarials, el

relaxament dels tipus d'interès a llarg termini, una certa contenció dels preus del petroli i el dinamisme de les operacions societàries han animat els mercats borsaris.

Als Estats Units, en confirmar-se l'expectativa d'un aterratge suau de l'economia,

ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

31-01-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	Cotització a 23-2-07	
					% variació acumulada	% variació sobre la mateixa data de 2004
Nova York						
<i>Dow Jones</i>	12.621,7	1,3	1,3	16,2	1,5	19,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.438,2	1,4	1,4	12,4	2,3	27,2
<i>Nasdaq</i>	2.463,9	2,0	2,0	6,9	4,1	25,3
Tòquio	17.383,4	0,9	0,9	4,4	5,6	67,3
Londres	6.203,1	-0,3	-0,3	7,7	2,9	41,5
Zona de l'euro	4.178,5	1,4	1,4	13,2	3,1	46,0
<i>Frankfurt</i>	6.789,1	2,9	2,9	19,6	6,0	71,9
<i>París</i>	5.608,3	1,2	1,2	13,3	3,2	53,2
<i>Amsterdam</i>	499,8	0,9	0,9	10,9	3,1	41,9
<i>Milà</i>	32.483,0	1,9	1,9	16,8	3,4	59,1
<i>Madrid</i>	14.553,2	2,9	2,9	31,1	4,4	79,1
Zuric	9.135,1	4,0	4,0	17,0	5,4	57,4
Hong Kong	20.106,4	0,7	0,7	27,6	3,7	50,5
Buenos Aires	2.070,6	-0,9	-0,9	15,4	5,4	83,6
São Paulo	44.641,0	0,4	0,4	16,3	3,5	115,7

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.

defugint la crisi del sector immobiliari, les borses es van revifar. L'índex Dow Jones va continuar escalant fins a noves cotes màximes històriques. L'índex més ampli Standard & Poor's 500 s'apropava cada cop més al màxim de l'any 2000. L'índex Nasdaq ha avançat notablement en les primeres setmanes del 2007, gràcies al positiu comportament dels valors tecnològics, per bé que es manté lluny de les cotes del 2000. De tota manera, els sectors que han registrat un balanç més positiu des de l'inici de l'any han estat els de materials i de serveis públics. Al pol oposat, les empreses energètiques han registrat una reculada en relació amb el final del 2006, a causa de la davallada del preu del cru.

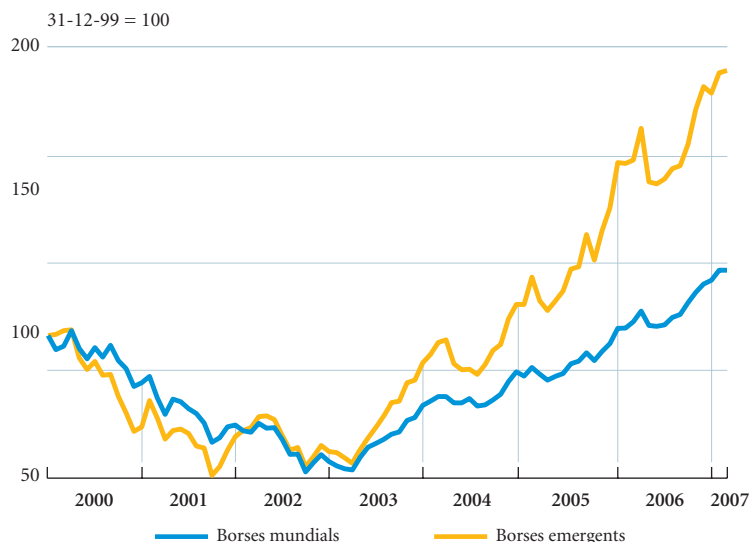
A la zona de l'euro, les previsions de creixement econòmic, més positives, han cotitzat a la borsa, lògicament, a l'alça. Els moviments de consolidació al mercat europeu, com, per exemple, al sector elèctric, han continuat impulsant les borses. Així, l'índex DJ Eurostoxx 50, que inclou les empreses més grans de la zona de l'euro, pujava més del 3% al final de la quarta setmana de febrer. L'increment més important sobre el mes de desembre corresponia a la borsa alemanya, entre les principals places.

La borsa espanyola també se situava al grup capdavanter de les europees, amb un ascens notable i nous màxims històrics. El nou règim fiscal de l'estalvi ha impulsat la negociació borsària, en incloure els

La borsa espanyola se situa en el grup capdavanter de les europees.

LES BORSES INTERNACIONALS CONTINUEN MARCANT MÀXIMS HISTÒRICS

Índex en dòlars



NOTA: Les dades arriben fins al 23 de febrer.

FONTS: Thomson Financial Datastream, Morgan Stanley Capital Internacional i elaboració pròpia.

Les borses dels mercats emergents aconseguixen remuntar el vol després de les reculades del gener.

valors de les empreses petites, més especulatiu.

Així mateix, la borsa suïssa registrava nous màxims històrics en un entorn de tipus d'interès molt baixos. El mercat britànic, un cop assimilada la pujada del tipus d'interès oficial del Banc d'Anglaterra del gener, va remuntar posicions fins al nivell més alt des de l'any 2000 i va reflectir el bon to de l'economia del Regne Unit.

A Àsia, el Nikkei 225 de la borsa de Tòquio es va continuar recuperant, amb el suport dels guanys de les empreses exportadores, afavorides per un ien extraordinàriament feble. En la tercera setmana de febrer, l'augment del tipus d'interès de referència del Banc del Japó va motivar només una lleugera reculada transi-

tòria. Cal destacar que, tot i la remuntada dels últims anys, el Nikkei 225 encara no ha arribat a la meitat del màxim del final de 1989.

Les borses dels mercats emergents, després d'experimentar reculades al gener, arran de la caiguda dels preus de les primeres matèries, han aconseguit remuntar el vol el febrer fins a noves cotes màximes en termes generals. Cap al final de gener, la borsa xinesa va patir una forta sacsejada, a conseqüència dels rumors sobre la possibilitat que les autoritats actuessin per refredar la febre borsària, i va arribar a perdre la par de l'exercici. No obstant això, amb posterioritat, va aconseguir agafar embranzida i va anotar de nou màxims històrics.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Balanç del 2006: més creixement i menys desequilibris

En el quart trimestre del 2006, el producte interior brut (PIB) generat per l'economia espanyola va créixer el 4,0% interanual, dues dècimes més que en el trimestre precedent, i va mantenir la tònica d'acceleració iniciada fa tres anys. En el conjunt del 2006, el creixement total del PIB va pujar al 3,9% interanual, quatre dècimes més que el 2005. Aquest ritme expansiu és molt superior al registrat als països del nostre entorn (supera en més d'un punt percentual el del conjunt de la zona de l'euro). Però el fet més positiu és que aquesta important acceleració de l'activitat va anar acompanyada d'una major contenció dels desequilibris crònics de l'economia espanyola: els preus es van desaccelerar, la productivitat va millorar i

el creixement del dèficit exterior va tendir a moderar-se.

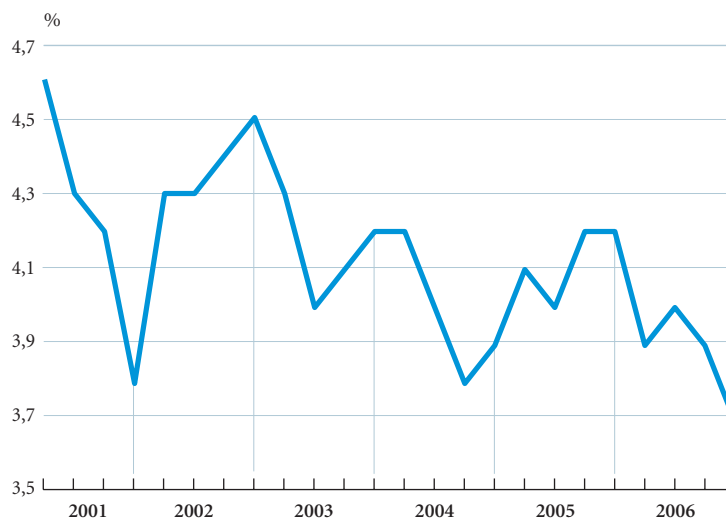
Es tracta d'una correcció encara clarament insuficient, però que va en la bona direcció. La demanda nacional es va moderar, amb una contribució al creixement del PIB de 4,9 punts percentuals (tres dècimes menys que el 2005), i, al seu torn, l'aportació negativa del sector exterior es va reduir en un punt (set dècimes menys), a conseqüència d'una acceleració del creixement de les exportacions més intensa que en el cas de les importacions. No obstant això, aquesta millora no va impedir que el dèficit exterior augmentés de nou (per damunt dels 82.900 milions d'euros, al voltant del 8,5% del PIB), però ho va fer a un ritme més moderat (va créixer el 23%, enfront del 37% del 2005).

El PIB creix el 3,9% el 2006 i supera en més d'un punt l'increment de la zona de l'euro.

Es modera el creixement de la demanda nacional i es redueix l'aportació negativa del sector exterior.

ES DESACCELERA EL CREIXEMENT DELS PREUS

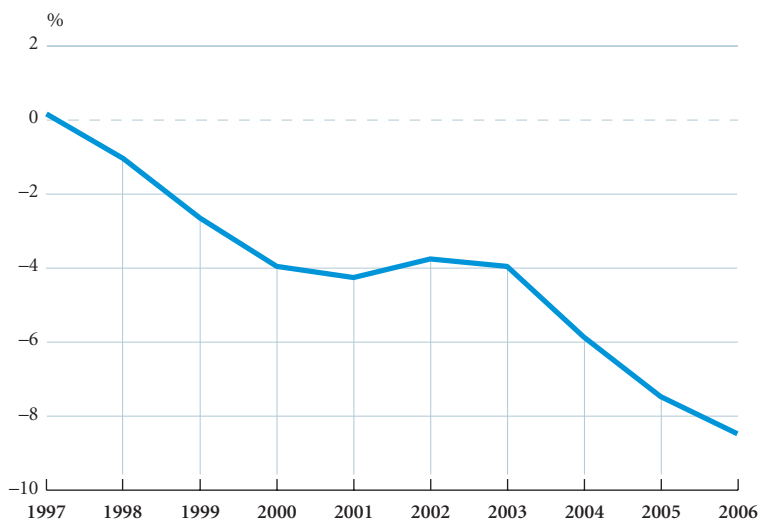
Variació interanual del deflactor del PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

EL DÈFICIT EXTERIOR CONTINUA AUGMENTANT, PERÒ AMB MÉS MODERACIÓ

Dèficit per compte corrent sobre el PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Es modera l'avanç del consum privat, però es revifa cap al final de l'any.

En el conjunt de l'any, el consum final de les llars va desaccelerar el ritme d'avanç al 3,7% (cinc dècimes menys que el 2005), a causa, principalment, del menor consum de béns duradors (les vendes d'automòbils de turisme, per exemple, van recular el 2,0%). No obstant això, es va observar un comportament desigual al llarg de l'any: en la primera meitat, el creixement va tendir a desaccelerar-se lleugerament, però, cap al final, va enfortir-se. Al començament del 2007, s'aprecia una tònica similar. Les poques dades que es coneixen són de signe expansiu (al gener, les matriculacions de vehicles de turisme i tot terreny van créixer el 2,7% interanual), tot i que la confiança dels consumidors hagi empitjorat una mica (va caure a 12 punts negatius).

Per la seva banda, el consum públic va créixer el 4,4% (enfrent del 4,8% del

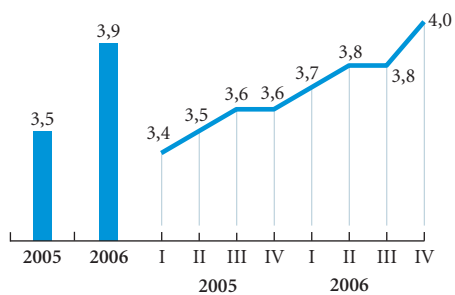
2005) i va mostrar un comportament molt irregular al llarg de l'any. Cal destacar l'important repunt de la despesa en l'últim trimestre, amb un augment del 4,9% interanual, a causa, sobretot, de l'acceleració de la remuneració dels assalariats.

Globalment, la formació bruta de capital va moderar també el ritme d'avanç el 2006, fins al 6,3% (set dècimes menys que el 2005), tot i que dos dels seus components, la inversió en béns d'equipament i la construcció, van tenir un comportament força expansiu. El creixement del primer es va accelerar fins al 9,7% (enfrent del 9,0% de l'any precedent) i el del segon va quedar en el 5,9%, només una dècima menys que el 2005. En canvi, la inversió en altres productes es va moderar significativament (el 3,2%, enfrent del 7,5% del 2005).

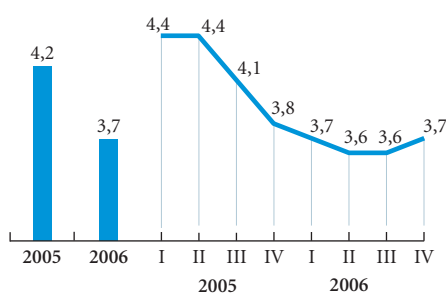
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)

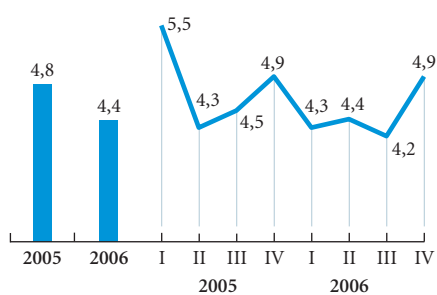
PIB



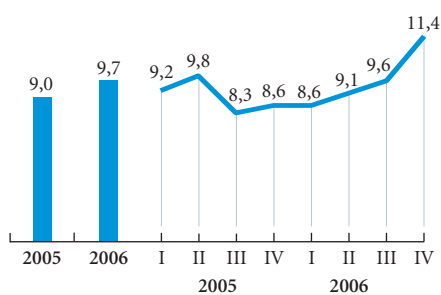
Consum de les llars



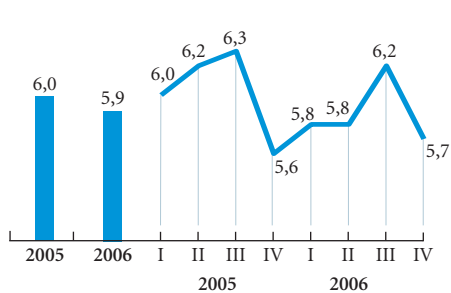
Consum públic



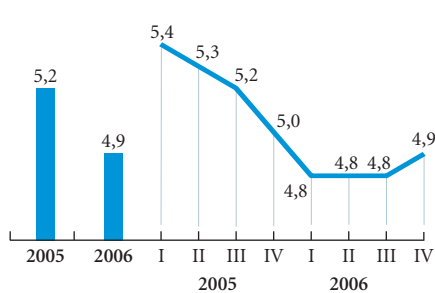
Inversió en béns d'equipament



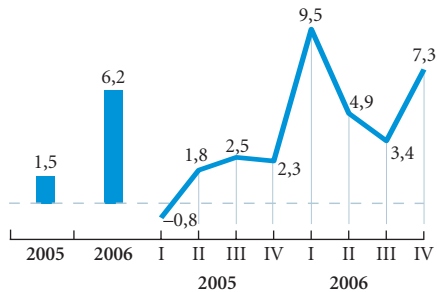
Inversió en construcció



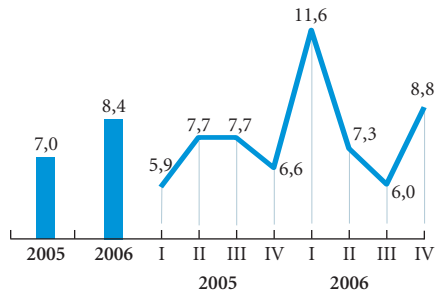
Demanda nacional (**)



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

(**) Contribució al creixement del PIB.

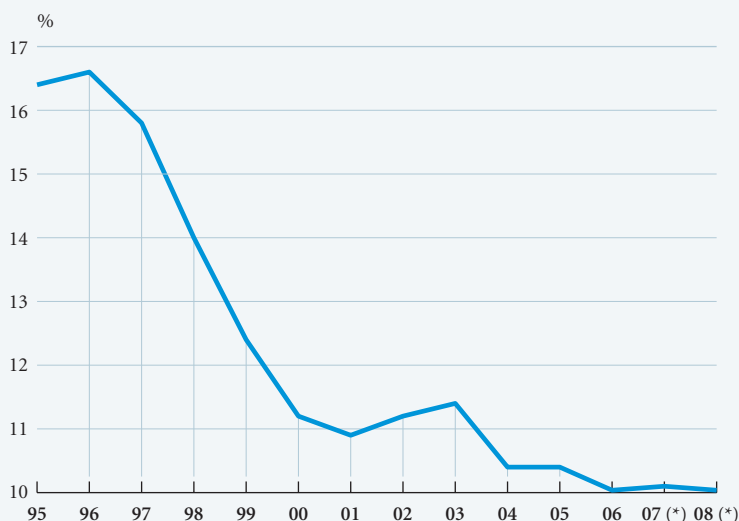
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Els feliços anys 00: creix el consum... i també la riquesa!

Sens dubte els 10 últims anys han estat de bonança econòmica per a Espanya. Una prova d'això és que fa 10 anys que el consum de les llars, en termes nominals, creix a una taxa mitjana anual del 7%. No obstant això, la part que estalviem de la renda ha disminuït any rere any i, com s'observa en el gràfic següent, ja només representa el 10% de la renda disponible.

L'ESTALVI DE LES FAMÍLIES, EN MÍNIMS

Estalvi de les llars en relació amb la renda bruta disponible



NOTA: (*) Previsions.

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

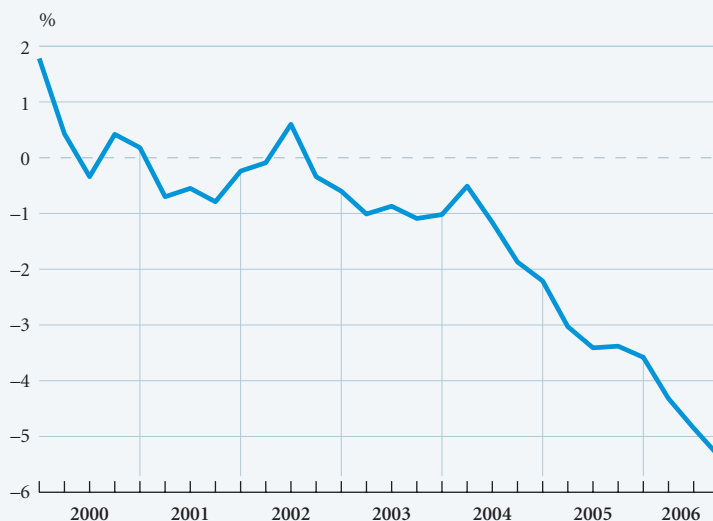
A més a més, durant l'última dècada, el crèdit ha crescut a una taxa mitjana anual del 17%, a causa, en part, de l'augment del crèdit al consum, però, sobretot, del fort augment del crèdit hipotecari, la qual cosa fa que el poc que estalviem es dediqui a la inversió en habitatge (vegeu el gràfic següent).

La situació econòmica d'Espanya s'ha caracteritzat pel fort creixement del consum i del crèdit i pel baix estalvi familiar, amb unes xifres que semblen pròpies dels anys vint, els feliços anys vint! El problema és que allò no va acabar bé, gens bé. És pertinent llavors preguntar-se quins són els motius que ens han dut fins aquí i, sobretot, si això és sostenible.

Històricament, els economistes han considerat l'estudi de les decisions d'estalvi i de consum com una de les prioritats en les seves agendes. Les teories prevalents avui en dia s'inspiren encara en la Teoria del Cicle Vital, iniciada el 1954 pel premiat Franco Modigliani, i en la Teoria de la Renda Permanent, desenvolupada tres anys després pel també premiat Milton Friedman. Les dues destaquen que el consum és determinat, sobretot, per la renda i pels guanys del capital que cada individu espera obtenir al llarg de la seva vida i insisteixen, així, en el caràcter intertemporal de la decisió. En aquest context, les llars suavitzen la trajectòria de consum i ajusten l'estalvi període a període. Una de les conseqüències immediates és que el consum passa a ser independent de la renda actual i de les seves variacions transitòries i només respon a canvis permanents i inesperats.

L'ESTALVI NO COBREIX EL PAGAMENT PER HABITATGE

Estalvi de les llars després del pagament de les quotes de la hipoteca, en relació amb la renda bruta disponible (acumulat quatre últims trimestres)



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

A Espanya, un canvi estructural important que ha incrementat els ingressos esperats i que, per tant, ha impulsat el consum ha estat el fort augment de la taxa d'activitat i la caiguda gairebé sense interrupcions de l'atur, que, avui en dia, se situa en el 8%, menys de la meitat que fa 10 anys. Però els efectes positius de la caiguda de l'atur venen per partida doble, ja que no solament ha incrementat els ingressos esperats, sinó que, a més a més, n'ha reduït la incertesa i ha permès que les llars hagin d'estalviar menys per afrontar les possibles eventualitats negatives. La disminució de la incertesa sobre els ingressos futurs també ha rebut l'ajut de la caiguda de la volatilitat de les condicions macroeconòmiques, sobretot gràcies a una taxa d'inflació baixa i estable i a una política monetària creïble i independent. Uns factors que, amb l'ajuda de l'entrada a la Unió Europea, són fonamentals per entendre l'altre gran canvi estructural que ha patit l'economia espanyola i que també és clau per explicar l'augment del consum: la intensa caiguda dels tipus d'interès reals, que ha desincentivat l'estalvi i ha fomentat la demanda de crèdit.

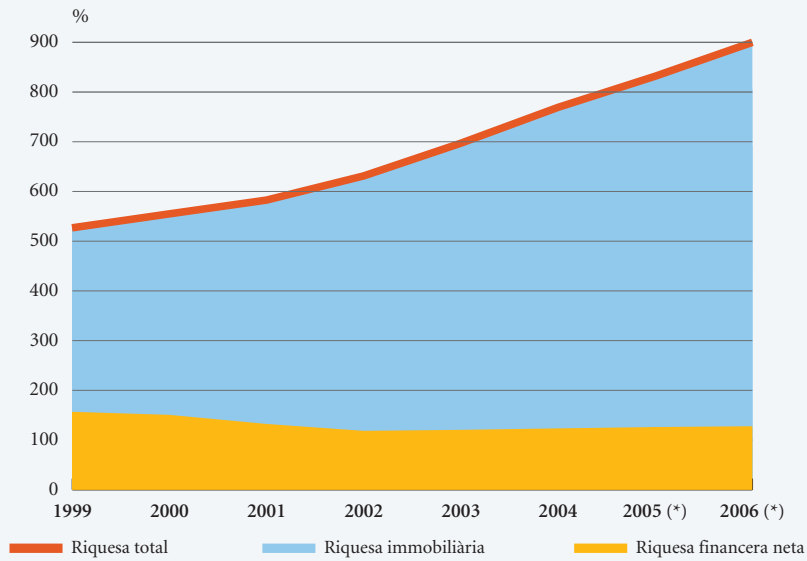
La Teoria del Cicle Vital ens diu, a més a més, que la propensió mitjana al consum canvia al llarg de la vida: és més alta en la joventut i en la vellesa, que és quan els ingressos són més baixos. En aquest sentit, l'entrada de la generació del *baby boom* al mercat laboral també contribueix, a nivell agregat, a una caiguda de l'estalvi. Aquest efecte es veu reforçat per la important arribada d'immigrants, ja que la seva mitjana d'edat és de 31 anys.

Cap al final de la dècada dels setanta, les dues teories van ser durament criticades per l'escola *Neo-Keynesiana*, amb el premiat Josep Stiglitz al capdavant. La raó del desacord és que, en postular que els individus decideixen el consum en funció de la renda vital, s'assumeix que tots tenen accés als mercats financers, un fet que era molt discutible en aquells anys. La importància d'aquestes crítiques rau en el fet que, si no es té accés al crèdit, no totes les llars que desitgen manllevar, perquè esperen rendes més altes en el futur, ho poden fer i, per tant, no poden distribuir el consum de forma òptima. De tota manera, cal destacar el gran desenvolupament que ha experimentat el sistema financer espanyol, que, durant l'última dècada, ha augmentat els actius gestionats a una taxa

mitjana anual del 12%, amb una gestió eficaç que ha permès reduir els nivells de morositat a mínims històrics. Tot plegat ha facilitat l'accés de les llars als diferents instruments de crèdit a un tipus d'interès real baix i ha fet que l'efecte del *baby boom* i de la immigració encara sigui més intens.

LA RIQUESA DELS ESPANYOLS CONTINUA PUJANT

Riquesa de les famílies en relació amb la renda bruta disponible ajustada



NOTA: (*) Estimacions pròpies.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Com s'ha esmentat al començament, un altre dels aspectes importants que determinen la decisió d'estalvi són els guanys de capital. Aquest ha estat un factor clau per poder entendre l'evolució de les decisions de consum de les llars, ja que, com es pot observar en el gràfic anterior, la riquesa de les llars espanyoles ha augmentat el 50% en els cinc últims anys. Aquest augment ha estat possible gràcies a la fortalesa de la riquesa financera, que s'ha mantingut estable, però molt especialment ha estat degut al fort augment del preu de l'habitatge, que ha disparat la riquesa immobiliària. El resultat: la sòlida situació patrimonial de les famílies espanyoles, que els ha permès augmentar el consum, sobretot a crèdit, utilitzant els béns immobles com a garantia.

Sembla que les llars espanyoles tenen motius de sobres per haver incrementat el consum, tant a nivell agregat com a títol individual, però cal no oblidar que cap dels factors esmentats es pot mantenir de forma indefinida: l'efecte del *baby boom* és clarament temporal, és de preveure que la important arribada d'immigrants disminuirà, el sistema financer es troba ja en un estadi més madur i el creixement dels preus de l'habitatge es comença a alentir –amb els conseqüents efectes sobre la riquesa. Arribats a aquest punt, i mentre Espanya no aconsegueixi augmentar la productivitat de forma estructural, els premisats F. Modigliani, M. Friedman i J. Stiglitz, amb les seves teories a la mà, ens dirien que les llars ajustaran progressivament la seva taxa d'estalvi, i n'aturaran el deteriorament, per adaptar-se a la nova situació econòmica, de la mateixa manera que es van adaptar al nou entorn econòmic propiciat per l'entrada en l'euro i per l'expansió de l'ocupació.

El creixement de la inversió en béns d'equipament es va accelerar gradualment al llarg del 2006 i va marcar un màxim notable en el quart trimestre (11,4%). A la construcció, l'edificació residencial i l'obra en infraestructures (principalment, de carreteres i ferroviàries vinculades a l'alta velocitat) van continuar essent els motors de l'activitat. En particular, la construcció d'habitatges va augmentar el 6,4% (sis dècimes més que el 2005), però va presentar una tendència desaccelerada al llarg de l'any i va acabar reduint el ritme d'avanç interanual al 5,0% en el quart trimestre.

Com s'ha indicat al començament, la millora del sector exterior va ser deguda a l'impuls de les exportacions, sobretot les de béns, el creixement de les quals es va accelerar el 2006 (5,6%, enfront de l'increment nul del 2005) més que les referides als serveis, que van augmentar el

7,5%, enfront del 4,5% de l'any anterior. En el conjunt de l'any, les importacions van créixer el 8,4%, 1,4 punts més que en l'any precedent.

Des de la perspectiva de l'oferta, el fet més destacat del 2006 és l'avanç del valor afegit brut de la indústria, que va créixer el 3,3%, enfront del 0,3% del 2005. El ritme de creixement del sector va guanyar intensitat al llarg de l'any i va arribar al 4,4% interanual en el quart trimestre. La fabricació de maquinària i d'equips elèctrics, electrònics i òptics i, amb menys pes, la indústria de l'automòbil van ser les branques més dinàmiques del 2006. La indústria tèxtil i del cuir i la confecció van oferir també alguns signes de recuperació, després de les intenses caigudes registrades en els anys precedents. Les perspectives per al 2007 continuen essent molt favorables, segons es desprèn de l'evolució de l'indicador de confiança del

En el conjunt del 2006, la marxa de la formació bruta de capital s'alenteix...

...però s'accelera el creixement de la inversió en béns d'equipament i es redueix només una dècima a la construcció.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2005	2006	2006						2007
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
Consum									
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	0,6	2,1	1,9	4,9	3,9	4,1	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	20,5	5,9	2,4	13,6	8,9	0,3	...
Matriculacions d'automòbils	0,8	-2,0	2,4	-4,3	-5,3	5,8	0,1	-5,5	1,1
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	15,4	17,6	15,6	13,2	-	...	-	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-10,8	-12,3	-12,3	-12,7	-13,7	-11,0	-10,0	-10,0	-12,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	-0,1	8,2	6,7	7,6	8,0	10,2	12,6	8,1	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	10,0	-5,0	6,5	31,5	-4,6	-8,1	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	7,4	-0,2	0,5	9,9	-0,2	-10,9	20,3
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	6,0	9,0	13,7	4,7	8,9	17,5	9,7	0,9	...
Exportacions	0,2	5,6	12,7	3,7	1,7	9,3	0,1	5,2	...

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

(**) En volum.

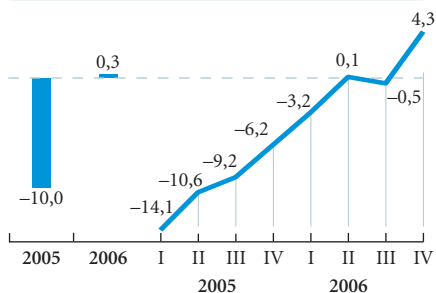
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

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

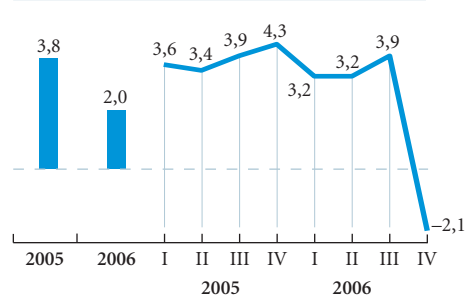
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)

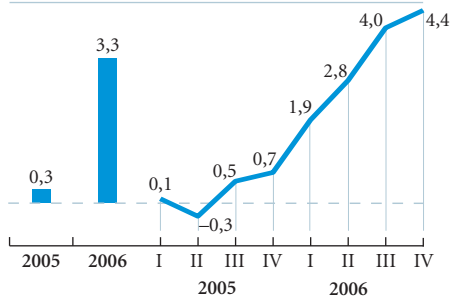
Agricultura



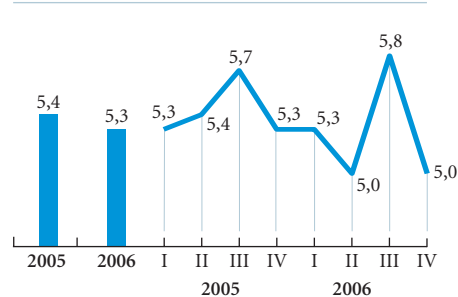
Energia



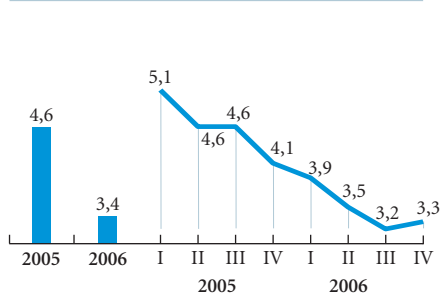
Indústria



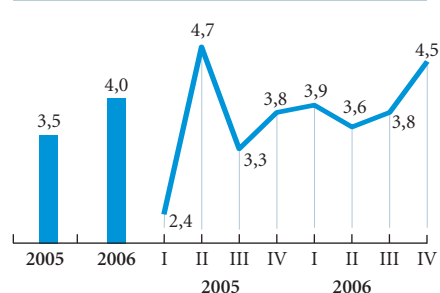
Construcció



Serveis de mercat



Serveis no de mercat



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

La indústria consolida la recuperació...

sector, que va pujar a tres punts al desembre del 2006 i va repetir en el mateix valor al gener, els primers de signe positiu en molts mesos.

...i les branques primàries recuperen la via de creixement positiu.

Un altre fet destacat és la recuperació de la via de creixement positiu a les branques agrària i pesquera (gràcies, sobretot, al fort increment del quart trimestre), després de tres anys consecutius de registres negatius.

L'evolució dels serveis va ser molt dispar el 2006. Els de no mercat van accelerar el creixement al 4,0% (mig punt més que el 2005), d'acord amb l'increment de la remuneració dels assalariats de les administracions públiques. En canvi, els serveis de mercat van desaccelerar significativament l'avanç (3,4%, enfront del 4,6% del 2005). Les branques relacionades amb la intermediació financera, les tecnologies de la informació, les comunicacions i els

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006						2007
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,4	3,5	2,0	3,1	5,8	4,3	1,9	4,4	6,6
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,8	2,6	4,0	4,2	5,3	4,0	3,8	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-4,8	-2,7	-5,3	-2,7	-2,3	-2,0	-2,0	3,0	3,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	79,7	80,5	80,3	-	81,6	-	-
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	10,3	6,4	13,8	16,9	15,2	4,1	...
Construcció									
Consum de ciment	7,3	8,2	17,1	4,0	4,5	12,0	6,8	6,4	13,4
Indicador de confiança a la construcció (3)	22,4	14,2	15,3	11,7	14,7	13,0	16,0	16,0	10,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	21,6	18,5	6,3	50,5	21,6	-4,1	...	...
Licitació oficial	18,5	28,3	15,1	34,8	19,3	58,3	43,7	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	4,4	5,0	5,2	3,8	5,9	4,2	5,9	5,3	...
Turistes estrangers	6,6	4,5	1,1	9,6	3,7	3,6	1,4	1,8	4,0
Ingressos turisme	5,8	0,1	-7,6	3,0	3,9	-3,9	-3,6	...	...
Mercaderies ferrocarril (T-km)	-3,2	-0,3	8,1	-2,7	-3,3	-4,4	-4,1	...	...
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,7	5,2	10,1	4,5	6,1	6,4	9,2	6,7
Consum de gasoil automoció	5,1	5,8	8,7	4,5	3,9	8,5	4,4	...	...

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.

serveis a empreses van ser les més dinàmiques en el conjunt de l'any. El comerç i el turisme van també registrar creixements significatius, però menys intensos que en les activitats esmentades anteriorment.

El ritme d'avanç de l'ocupació va mostrar un perfil desaccelerat al llarg de l'any, però el seu creixement anual, en termes de llocs de treball equivalents a temps complet, va repetir en el 3,1% registrat el 2005, inferior, per tant, a l'augment real del PIB. A conseqüència d'això, la productivitat aparent del factor treball va millorar una mica, amb un augment del 0,8%, el doble que en l'exercici prece-

dent. Però aquest avanç és degut, exclusivament, a l'evolució de la indústria, que va incrementar amb força l'activitat, sense alterar substancialment el nivell d'ocupació mitjà. A la resta de grups d'activitat, els guanys de productivitat van ser inexistent.

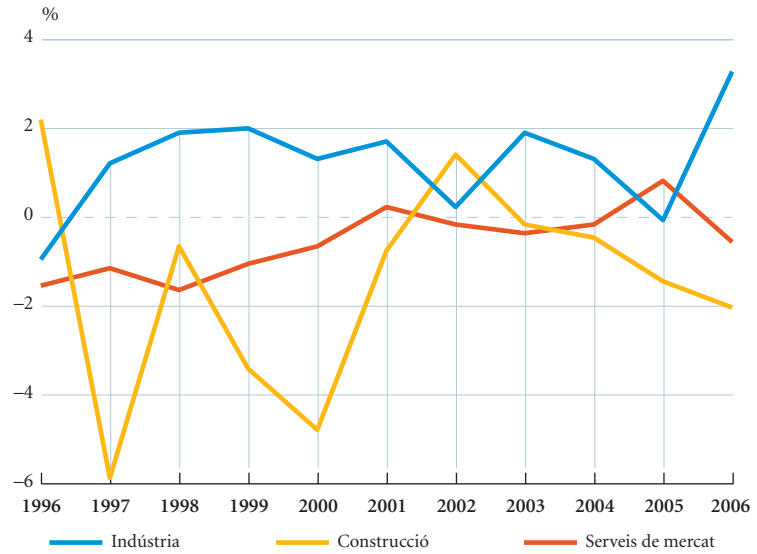
Cal destacar, finalment, que la remuneració dels assalariats va accelerar la taxa de creixement fins al 6,8%, set dècimes més que el 2005, a causa, principalment, de l'augment de la retribució mitjana per assalariat. En la mateixa línia, el cost laboral per unitat de producte va accelerar el creixement al 2,7%, cinc dècimes més que el 2005.

Comportament dispar als serveis. Els de no mercat desacceleren el ritme d'avanç.

Millora la productivitat aparent del treball, a causa, únicament, del comportament de la indústria.

SUBSTANCIAL MILLORA DE LA PRODUCTIVITAT A LA INDÚSTRIA

Variació del PIB per llocs de treball equivalent a temps complet



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Mercat de treball

Creix l'ocupació i cau l'atur

Les dades de l'enquesta de població activa (EPA) del quart trimestre del 2006 s'emmarquen en l'excel·lent conjuntura que viu el mercat de treball. En el trimestre esmentat, es va superar la xifra històrica de vint milions d'ocupats, gairebé el 3,6% més que en el mateix període del 2005. El creixement de l'ocupació va permetre absorbir l'important augment de la població activa (3,1%) i reduir, a més a més, en un 1,7% l'atur estimat. A causa d'aquest avanç, la taxa d'atur va caure al 8,3%, la més baixa en un tancament d'exercici des del 1979.

Tot i l'excel·lent balanç indicat, la taxa de creixement interanual de l'ocupació es va desaccelerar gradualment al llarg del 2006,

partint –cal tenir-ho en compte– de les elevades taxes del 2005. No obstant això, aquesta tendència es va acabar moderant en l'últim trimestre, període en què el ritme de creixement anual va disminuir només una dècima en comparació amb el relatiu al trimestre anterior.

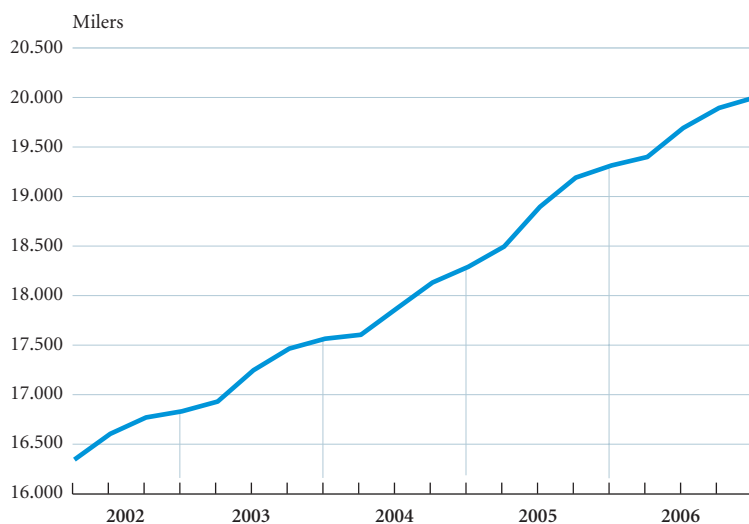
El total d'afiliats a la Seguretat Social va mostrar al llarg del 2006 una evolució similar, i es va observar, fins i tot, una lleugera acceleració del creixement de les afiliacions en els mesos finals, que, ara com ara, s'ha prolongat fins al gener del 2007. El total d'afiliats va créixer en aquest mes el 3,5% interanual, una dècima més que al desembre i dues per damunt de la mitjana del quart trimestre. Des del punt de vista sectorial, el fet més destacable és l'enlairament de les altes corresponents a

L'ocupació registra un sòlid avanç el 2006, i la taxa d'atur cau al 8,3% al final de l'any.

En els últims mesos, s'accelera lleugerament el creixement del total d'afiliats a la Seguretat Social.

EL NOMBRE D'OCUPATS SUPERA JA ELS 20 MILIONS

Ocupats estimats per l'enquesta de població activa



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	Gener
Afiliats a la Seguretat Social								
Assalariats	2,7	4,8	4,7	6,3	5,3	3,9	3,5	3,7
Indústria	-0,5	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,2	1,3
Construcció	5,6	8,6	8,7	11,0	9,5	7,5	6,8	6,5
Serveis	3,9	5,7	5,2	6,6	5,8	4,6	4,0	4,0
No assalariats	3,2	2,6	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,3
Total	2,8	4,4	4,3	5,5	4,8	3,6	3,3	3,5
Població ocupada (*)	3,9	5,6	4,1	4,9	4,2	3,7	3,6	-
Llocs de treball (**)	2,6	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0	-
Contractes registrats (***)								
Indefinites	11,8	8,7	41,1	25,6	16,1	46,6	76,8	59,9
Temporals	11,4	4,6	4,7	13,7	5,5	0,5	0,5	6,5
Total	11,5	5,0	7,9	15,0	6,4	4,1	7,3	12,3

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.

Es creen 546.000 llocs de treball nets el 2006 i més de cinc milions en els deu últims anys.

la indústria. El total d'afiliats d'aquest sector va créixer l'1,3% interanual al gener i va deixar enrere l'estancament que el va limitar al llarg del 2006. La construcció i els serveis van mantenir, al seu torn, un fort ritme expansiu (6,5% i 4,0%, respectivament).

En el conjunt de l'any (del quart trimestre del 2005 al quart del 2006), es van crear gairebé 546.000 llocs de treball nets, en termes de llocs de treball equivalents a temps complet, segons la comptabilitat nacional trimestral -l'EPA, amb un enfocament diferent, constata que l'augment de les persones ocupades va ser de 687.600, amb una participació de la població estrangera propera al 60%—.

La taxa d'ocupació total supera el 66% al final del 2006, però la corresponent a la població femenina encara no arriba al 55%.

En els deu últims anys, l'economia espanyola ha generat més de 5,3 milions de llocs de treball nets (en termes de comptabilitat nacional), amb un ritme de creixement anual del 3,4%, només 0,4

dècimes inferior al creixement mitjà del PIB. Gairebé el 26% de l'ocupació generada en aquesta dècada la va absorbir el sector de la construcció (que va duplicar amb escreix el seu nivell d'ocupació), gairebé el 67% es va dirigir als serveis i al voltant del 7%, a la indústria, tot i l'ensopegada que va partir aquest sector en l'etapa recent.

Al final del 2006, la taxa d'ocupació (percentatge d'empleats sobre la població de 16 a 64 anys) va arribar al 66,2% i va superar fins i tot l'objectiu previst per al 2010 pel Pla Nacional de Reformes d'Espanya. No obstant això, la taxa d'ocupació femenina se situava encara en el 54,8% (4,3 punts més que un any abans) i quedava clarament per sota de la corresponent al col·lectiu masculí (77,4%, dos punts més que el 2005). Les comunitats autònomes amb nivells d'ocupació més alts són Madrid, Navarra i Catalunya, amb taxes d'ocupació que voregen el 72%.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Quart trimestre 2006

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	921,8	8,7	1,0	-85,0	-8,4	4,6
No agraris	19.080,0	97,4	0,5	772,6	4,2	95,4
<i>Indústria</i>	3.319,8	31,7	1,0	31,3	1,0	16,6
<i>Construcció</i>	2.623,2	33,1	1,3	200,4	8,3	13,1
<i>Serveis</i>	13.137,0	32,6	0,2	540,9	4,3	65,7
Per empleadors						
Sector privat	17.093,8	101,8	0,6	647,5	3,9	85,5
Sector públic	2.908,0	4,4	0,2	40,0	1,4	14,5
Per situació professional						
Assalariats	16.466,1	100,2	0,6	624,4	3,9	82,3
<i>Contracte indefinit</i>	10.897,4	192,9	1,8	406,1	3,9	54,5
<i>Contracte temporal</i>	5.568,7	-92,7	-1,6	218,3	4,1	27,8
No assalariats	3.524,2	7,3	0,2	78,0	2,3	17,6
<i>Empresaris empleadors</i>	1.087,8	-6,6	-0,6	58,3	5,7	5,4
<i>Empresaris no empleadors</i>	2.195,4	28,1	1,3	43,8	2,0	11,0
<i>Ajudes familiars</i>	241,0	-14,2	-5,6	-24,1	-9,1	1,2
Altres	11,4	-1,4	-10,9	-15,0	-56,8	0,1
Per temps d'ocupació						
A temps complet	17.628,2	-14,2	-0,1	629,2	3,7	88,1
A temps parcial	2.373,6	120,4	5,3	58,3	2,5	11,9
Per sexes						
Homes	11.831,3	-28,1	-0,2	281,7	2,4	59,2
Dones	8.170,5	134,3	1,7	405,8	5,2	40,8
TOTAL	20.001,8	106,1	0,5	687,6	3,6	100,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

A l'extrem oposat, se situen Extremadura, Andalusia i Astúries, amb taxes inferiors al 60%.

No hi ha dubte que l'alta taxa de temporalitat és un problema important en l'evolució del mercat de treball espanyol. S'ha avançat significativament en la correcció d'aquesta anomalia? En principi, després de les mesures d'estímul adoptades l'any passat, es va produir una acceleració del creixement del total d'assalariats amb contracte indefinit en l'últim trimes-

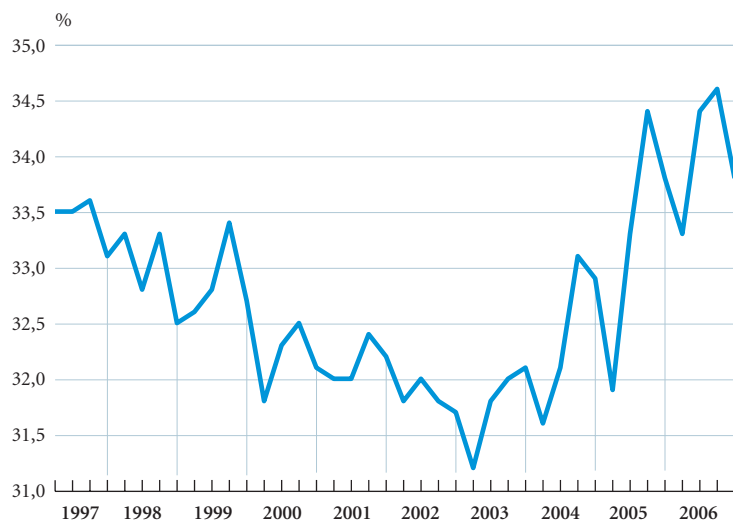
tre del 2006. Però, malgrat tot, la ràtio de temporalitat només va disminuir vuit dècimes en relació amb el trimestre anterior i es va situar en el 33,8%, el mateix nivell que al final del 2005, com es pot apreciar a la gràfica següent.

La segmentació del mercat de treball espanyol –la precarietat de l'ocupació del terç esmentat de la població ocupada contrasta amb el major blindatge de la resta– ha centrat de nou les crítiques de l'Organització per a la Cooperació i el

Un terç dels llocs de treball són encara de caràcter temporal.

LA PROPORCIÓ DE LLOCS DE TREBALL TEMPORALS CONTINUA ESSENT MOLT ELEVADA

Treballadors amb contracte temporal sobre el total d'assalariats



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Desenvolupament Econòmic, que, al seu últim informe *Going for growth 2007*, es mostra partidari, entre altres mesures, d'una major flexibilitat en les condicions dels contractes fixos.

Així i tot, al començament del 2007, es manté la tendència a l'alça dels contractes de caràcter fix. Al gener, es van subscriure més de 255.400 contractes d'aquesta naturalesa, la xifra més elevada de tota la sèrie històrica, amb un augment que s'apropa al 60% sobre el mateix mes de l'any anterior. Gairebé el 77% d'aquests contractes van ser subscrits a temps complet, amb creixements interanuals força similars en aquesta modalitat i en la relativa a temps parcial.

La caiguda de l'atur, esmentada al començament, va afavorir, principalment, la població activa de nacionalitat espanyola, que, en el quart trimestre, va veure reduïda la seva taxa d'atur al 7,7% (0,8 punts menys que un any abans). En canvi, la taxa d'atur de la població estrangera es va enfiar fins al 12,0%, 1,8 punts més que en el quart trimestre del 2005. D'altra banda,

l'atur va continuar afectant amb més intensitat la població amb nivells educatius baixos. Entre la població analfabeta, l'atur afecta el 16,4% de la població activa i disminueix progressivament a mesura que s'avança en l'escala educativa, fins a situar-se en el 3,2% al grup de doctors.

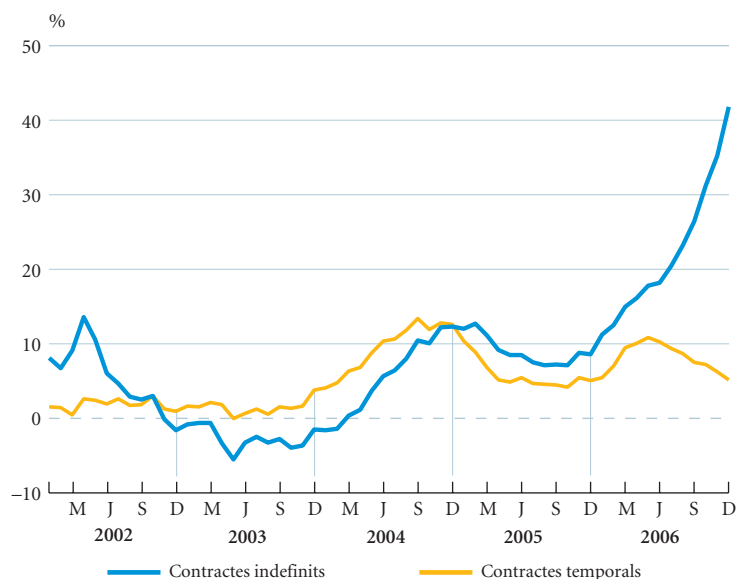
D'altra banda, l'atur va disminuir en proporció força similar entre els homes i les dones, però la taxa d'atur femenina (11,4%) encara dobla gairebé la masculina (6,1%). Si tenim en compte la distribució per edats, s'observa una major concentració de l'atur en els segments més joves. Entre els 16 i els 19 anys, afecta el 31,1% de la població, percentatge que es redueix sensiblement en edats superiors (se situa per sota del 6% a partir dels 45 anys).

Des del punt de vista territorial, Extremadura, Andalusia i Canàries encapçalen el rànquing de comunitats autònomes amb taxes d'atur més elevades (12,9%, 12,2% i 11,5%, respectivament), clarament superiors a la mitjana nacional. Madrid i Catalunya, amb el 6,5% i el 6,7%, respectivament, se situen per sota d'aquesta mitjana,

La taxa d'atur femenina dobla gairebé la masculina.

ELS CONTRACTES FIXOS CONTINUEN A L'ALÇA

Contractes registrats a l'INEM: variació de l'acumulat dels 12 últims mesos en relació amb els 12 mesos anteriors



FONTS: Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

ATUR ESTIMAT

Quart trimestre 2006

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur % sobre població activa
		Absoluta	%	Absoluta	%		
Per sexes							
Homes	763,8	3,5	0,5	-57,4	-7,0	42,2	6,1
Dones	1.046,9	42,1	4,2	26,8	2,6	57,8	11,4
Per edats							
Menors de 25 anys	434,1	0,9	0,2	-22,2	-4,9	24,0	17,8
Resta	1.376,5	44,6	3,3	-8,5	-0,6	76,0	7,1
Per situació personal							
Atur de llarga durada	523,1	2,1	0,4	-34,1	-6,1	28,9	-
Busquen la seva primera feina	201,8	-8,9	-4,2	-18,5	-8,4	11,1	-
Resta	1.085,8	52,4	5,1	22,0	2,1	60,0	-
TOTAL	1.810,7	45,6	2,6	-30,6	-1,7	100,0	8,3

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

i tanquen la llista Cantàbria, Aragó i Navarra, amb taxes iguals o inferiors al 6%.

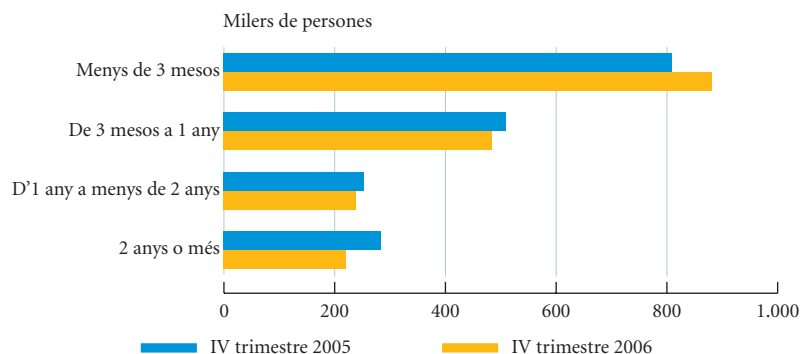
En sentit favorable, cal destacar, finalment, que l'atur es va reduir més intensament

entre els aturats amb més temps de recerca activa de feina, tal com es pot apreciar a la gràfica següent. També va disminuir significativament el nombre de llars en què tots els components no tenien feina.

Es redueix el temps mitjà de permanència en l'atur.

ES REDUEIX L'ATUR DE LLARGA DURADA

Aturats segons el temps de recerca activa de feina



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

S'intensifica la tendència a la baixa de l'atur registrat

Al gener, l'atur registrat va augmentar en 59.635 persones en relació amb el mes anterior. Es tracta, però, d'un increment purament estacional, inferior al d'altres anys. De fet, en termes interanuals, continua el descens per desè mes consecutiu. Des del gener del 2006, l'atur s'ha reduït gairebé en 89.000 persones, i s'ha intensificat gradualment la tendència a la baixa.

En els dotze últims mesos, l'atur ha disminuït amb més intensitat entre la població masculina (6,4%) que entre la femenina (2,6%), i també entre els menors de 25 anys (12,0%) en comparació amb la resta d'edats (2,9%). En aquest mateix període, l'atur s'ha reduït significativament en tots els sectors productius, però ho ha fet amb especial intensitat a la indústria (7,0%), resultat coherent amb la recuperació protagonitzada per aquest sector.

S'intensifica la tendència a la baixa de l'atur registrat.

Preus

L'IPC es fa un *lifting*

Any nou, vida nova, o, com a mínim, fer-se un *lifting*. Això és el que ha passat a l'índex de preus de consum (IPC) al començament del 2007. L'índex s'ha renovat per aconseguir més precisió en el mesurament del nivell de preus i perquè la seva cobertura sigui més representativa. D'aquesta manera, l'IPC s'adapta als canvis del mercat i dels hàbits de consum. Amb aquest motiu, i tal com estava previst, el vell IPC amb base 2001 ha estat substituït pel nou amb base 2006, que recull canvis en la composició de la cistella de la compra i unes ponderacions més actualitzades. Així, han desaparegut de la mostra alguns articles, com el teixit per a

la confecció, el consum del qual ha deixat de ser significatiu, i n'han entrat d'altres, com els serveis de fisioteràpia i les operacions de cirurgia estètica o de miopia. A més a més, s'ha ampliat el nombre de municipis de la mostra fins als 177 (enfront dels 141 de la base 2001) i s'ha posat l'accent en els petits.

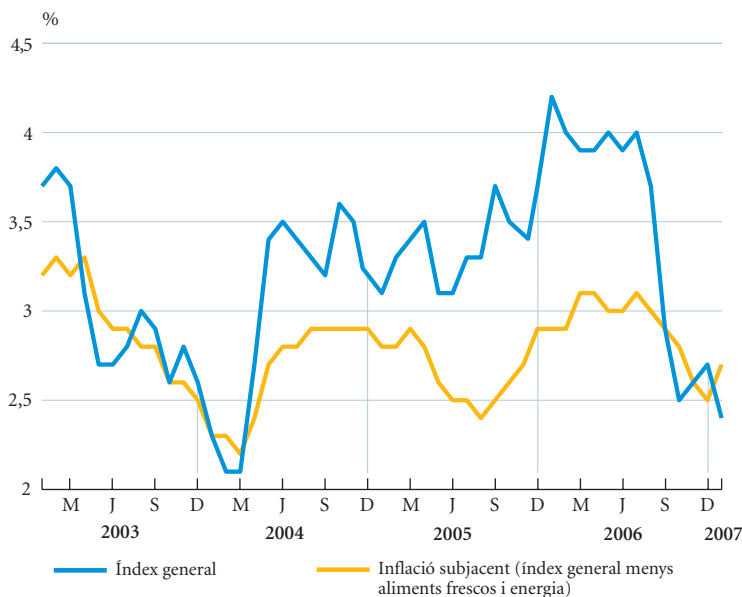
Com si fos el resultat de l'operació d'estètica, l'IPC del gener ha quedat una mica més prim. Concretament, 3 dècimes menys que al desembre en taxa interanual, és a dir, el 2,4%. Es tracta de la taxa més baixa des del març del 2004. No obstant això, aquesta positiva evolució no ha estat deguda al canvi en la composició, naturalment, sinó a alguns vells coneguts, com

L'IPC s'adapta als canvis del mercat i dels hàbits de consum.

La inflació davalla 3 dècimes i registra la taxa més baixa des del març del 2004.

DAVALLADA DE L'IPC TOT I L'ALÇA DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

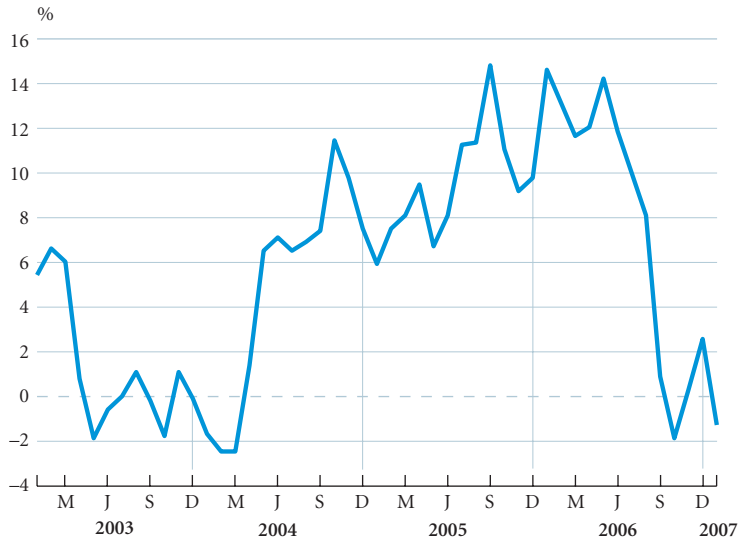
Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

EL DESCENS DELS PRODUCTES ENERGÈTICS MODERA L'IPC

Variació interanual del grup de productes energètics de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

els productes energètics i els aliments, sense els quals, de fet, i també sense els aliments frescos, la variació interanual de l'índex de preus puja fins al 2,7% (2 dècimes més que al desembre).

Gràcies al descens del preu del petroli en les primeres setmanes de l'any i a unes pujades del gas i de l'electricitat inferiors a les experimentades en el primer mes del 2006, l'energia va tenir una contribució

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2006			2007		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual
Gener	-0,4	-0,4	4,2	-0,7	-0,7	2,4
Febrer	0,0	-0,4	4,0			
Març	0,7	0,3	3,9			
Abril	1,4	1,8	3,9			
Maig	0,4	2,1	4,0			
Juny	0,2	2,3	3,9			
Juliol	-0,6	1,7	4,0			
Agost	0,2	1,9	3,7			
Setembre	-0,2	1,7	2,9			
Octubre	0,4	2,1	2,5			
Novembre	0,2	2,4	2,6			
Desembre	0,3	2,7	2,7			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Gener

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	101,6	0,9	0,2	4,4	2,4
Begudes alcohòliques i tabac	106,4	-2,2	5,0	2,7	8,9
Vestit i calçat	94,6	-11,7	-11,7	1,1	1,3
Habitatge	101,8	2,2	1,2	7,8	3,9
Parament	101,1	-0,4	-0,2	2,2	2,9
Medicina	100,8	0,3	0,2	0,7	1,6
Transport	98,3	1,5	-0,1	7,9	0,2
Comunicacions	99,7	0,3	0,5	-1,5	-1,3
Oci i cultura	98,4	-1,6	-1,8	0,2	-0,8
Ensenyament	103,4	0,2	0,3	3,8	4,6
Hotels, cafès i restaurants	102,0	0,6	0,8	4,5	4,6
Altres	102,3	1,5	1,4	3,4	3,8
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	101,5	0,3	1,0	3,7	2,9
Aliments sense elaboració	103,4	1,0	0,0	5,3	3,5
Conjunt no alimentari	99,9	-0,7	-1,1	4,2	2,2
Béns industrials	98,1	-1,9	-2,8	4,5	0,6
<i>Productes energètics</i>	96,2	3,5	-0,3	14,8	-1,3
<i>Carburants i combustibles</i>	93,9	3,3	-1,3	18,7	-2,9
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	98,7	-3,6	-3,6	1,4	1,2
Serveis	101,8	0,5	0,6	3,8	3,8
Inflació subjacent (**)	100,7	-1,0	-0,8	2,9	2,7
ÍNDEX GENERAL	100,5	-0,4	-0,7	4,2	2,4

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

moderadora de l'IPC general al gener. Els carburants van baixar el 4,0% al gener en relació amb dotze mesos abans, força menys que la caiguda del preu del petroli. Així i tot, el conjunt de productes energètics va passar d'un augment anual del 2,6% al desembre a una davallada de l'1,3% al gener.

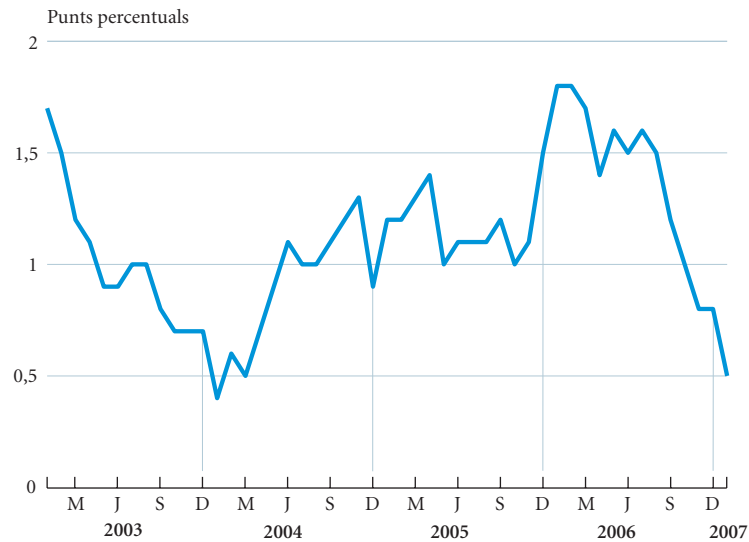
Els preus dels aliments no elaborats també es van alentar fins al 3,5% d'augment anual, un punt menys que al desembre.

Al gener destaca l'abaratiment de la carn d'oví i d'au. Les patates, però, continuen presentant una alça anual superior al 20%. Així mateix, els aliments elaborats es van desacelerar gràcies a la caiguda de l'oli, tot i que el preu del pa va pujar el 5,2% en els dotze últims mesos. D'altra banda, cal destacar la pujada del 6,6% del tabac al gener, que va dur la taxa interanual fins a l'11,4%, que contrasta amb l'increment de l'1,1% del 2006.

Alentiment dels aliments frescos, tot i que les patates presenten una pujada anual de més del 20%.

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO ES REDUEIX FINS AL MIG PUNT

Diferència en la variació interanual de l'IPC harmonitzat entre Espanya i la zona de l'euro



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

Notable retallada del diferencial d'inflació en relació amb la zona de l'euro.

La inflació dels béns industrials no energètics, sotmesos a la forta pressió de la competència internacional, va continuar ancorada en l'1,2%. En canvi, es registra una persistència en l'àmbit dels serveis, més arcerats, en general, de les pressions dels mercats exteriors. Així, la inflació anual dels serveis va pujar lleugerament fins al 3,8%.

No obstant això, les perspectives per a l'IPC en els propers mesos continuen essent d'una suau moderació, provocada, sobretot, per l'efecte dels elevats preus del cru en la primera meitat del 2006. Més endavant, però, és probable que la inflació remunti fins a un nivell similar al del final del 2006.

La favorable evolució dels preus al gener permet ara una comparació més favorable amb els nostres veïns de la Unió Europea. En termes harmonitzats amb la inflació també es va situar en el 2,4% anual en el primer mes de l'exercici, de manera que el diferencial d'inflació amb la zona

de l'euro es va reduir al gener fins a 0,6 punts en haver-se col·locat l'augment dels preus comunitaris en l'1,8%. Aquest favorable resultat no es registrava des del març del 2004. Sens dubte, un bon començament d'any per al nostre IPC.

Desacceleració dels preus a l'engròs

Les pressions inflacionistes es van continuar moderant en el conjunt de l'economia en els últims mesos del 2006, segons ho palesa el deflactor del producte interior brut, que va augmentar el 3,6% en l'últim trimestre de l'any passat en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront del 4% del segon trimestre. Així i tot, el nivell d'inflació mitjà encara és massa elevat, la qual cosa pot comprometre la competitivitat de l'economia a mitjà termini.

Al gener, els preus industrials van mostrar una notable moderació en baixar la seva taxa de variació interanual fins al

La davallada dels preus petrolers i metal·lúrgics al gener modera els preus industrials.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació			Deflactor del PIB (*)	
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital		Béns intermedis
2005											
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	3,9
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	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	0,8	2,4	-5,0	1,0	-
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	-
Novembre	0,7	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	0,2	-5,4	-0,7	2,8	3,6
Desembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	1,2	-2,2	4,1	2,1	-
2007											
Gener	...	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	...	...	...	...	...

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

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

2,7%. No obstant això, aquesta davallada va ser deguda, en bona part, a la caiguda dels preus petrolers, que va motivar que el nivell conjunt dels preus energètics se situés l'1,1% per sota del gener del 2006. Els preus dels béns de consum també es van alentir, gràcies a la moderació dels no duradors. En canvi, els béns d'equipament van mostrar un encariment fins al 2,9%, que suggereix una certa transmissió de les pujades dels preus intermedis en els darrers mesos. No obstant això, els preus dels béns intermedis han alentit el ritme de pujada en els últims mesos. Així, els preus dels productes metal·lúrgics van passar d'augmentar el 17,2% al desembre al 12,6% en els dotze últims mesos fins al gener.

Els preus dels béns importats també van presentar senyals de moderació al desem-

bre, últim mes disponible. Així, l'índex de preus d'importació, segons l'enquesta de l'Institut Nacional d'Estadística, va pujar el 2,2% al desembre del 2006 en relació amb el mateix mes de l'any precedent, enfront del 7,5% del maig. Els preus dels béns de consum i d'equipament, sotmesos a la forta competència dels mercats internacionals, amb prou feines van pujar al llarg del 2006 o fins i tot es van col·locar per sota. Els preus dels béns intermedis reflectien que la pujada dels preus de les primeres matèries perdia intensitat.

Finalment, els preus a l'engròs agraris van disminuir el 5,8% al desembre. Aquesta caiguda va repercutir, en part, en l'índex de preus de consum al gener, com s'ha comentat més amunt.

Intensa caiguda dels preus agraris al desembre.

Sector exterior

El dèficit comercial arriba al 9,2% del PIB el 2006, tot i que les exportacions han millorat sensiblement.

El dèficit comercial el 2006: nou màxim històric

El 2006 el dèficit comercial espanyol va arribar als 89.700 milions d'euros, una xifra equivalent al 9,2% del producte interior brut (PIB) i un 15,3% superior a la registrada un any abans. Tot i que el total del desequilibri exterior continua essent molt elevat –de fet, és un nou màxim històric–, cal destacar que és el tercer any consecutiu que el desequilibri exterior es desaccelera. A més a més, i aquesta és una novetat significativa, l'exportació s'ha recuperat sensiblement i ha doblat l'augment registrat un any abans: del 4,8% del 2005 al 10,6% del 2006.

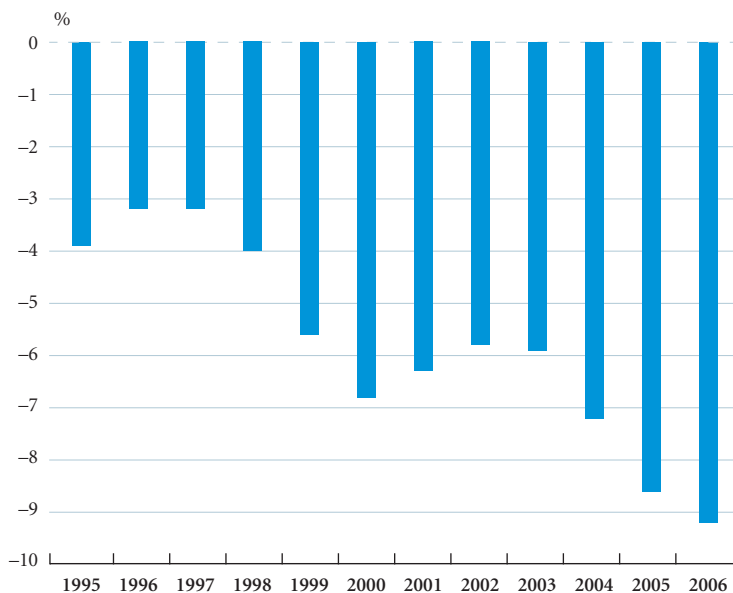
Certament, el fort dinamisme de la demanda interna encara alimenta les impor-

tacions, però aquí també cal fer una lectura parcialment positiva, ja que el ritme de creixement tendeix a estabilitzar-se (12,2% nominal el 2006, 11,7% el 2005). L'embranchada importadora va propiciar, però, que la taxa de cobertura caigués al 65,4%, un punt percentual menys que el 2005.

Per productes, el tret més destacable del 2006 és l'important creixement de l'exportació dels béns energètics, de capital i intermedis energètics, tres grups que van sumar avanços superiors als dos dígits. Aquest bon resultat és especialment rellevant en el tercer dels grups anteriors, ja que representa aproximadament la meitat de l'exportació espanyola. Pel que fa a les importacions, els productes energètics continuen essent el grup més dinàmic, ja

EL DÈFICIT COMERCIAL SUPERA EL 9% DEL PIB

Saldo de la balança comercial en percentatge del producte interior brut



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

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	40.719	26,8	15,7	7.548	19,8	4,4	-33.170	18,5
Béns de consum	72.563	8,6	28,0	63.005	7,5	37,1	-9.557	86,8
<i>Alimentaris</i>	14.562	3,8	5,6	19.893	6,5	11,7	5.330	136,6
<i>No alimentaris</i>	58.000	9,8	22,3	43.112	8,0	25,4	-14.888	74,3
Béns de capital	27.740	1,6	10,7	17.057	14,8	10,0	-10.683	61,5
Béns intermedis no energètics	118.538	12,8	45,7	82.261	11,5	48,4	-36.276	69,4
Per àrees geogràfiques								
Zona de l'euro	126.681	7,5	48,8	95.465	7,8	56,2	-31.216	75,4
Resta Unió Europea 25	25.007	9,5	9,6	24.037	8,6	14,1	-970	96,1
Rússia	7.343	42,6	2,8	1.510	37,6	0,9	-5.833	20,6
Estats Units	8.476	8,3	3,3	7.498	22,9	4,4	-978	88,5
Xina	14.302	22,9	5,5	815	137,0	0,5	-13.486	5,7
Japó	5.841	-0,5	2,3	1.347	16,6	0,8	-4.494	23,1
Resta d'Àsia	23.559	25,9	9,1	6.743	13,6	4,0	-16.817	28,6
Amèrica Llatina	22.058	27,0	8,5	4.300	3,8	2,5	-17.759	19,5
OPEP	14.569	28,1	5,6	10.436	29,7	6,1	-4.134	71,6
Resta	11.723	-7,7	4,5	17.722	10,5	10,4	5.999	151,2
TOTAL	259.559	12,2	100,0	169.872	10,6	100,0	-89.687	65,4

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

que superen un creixement anual del 26%, seguit dels béns intermedis no energètics.

Per zones geogràfiques, els intercanvis comercials espanyols continuen molt concentrats a la Unió Europea (UE). Concretament, el 70% de les exportacions es dirigeixen a la UE, aproximadament dos punts percentuals menys que el 2005. De la resta de mercats d'exportació, els canvis de quota més significatius són l'ascens de les exportacions cap a l'Organització de Països Exportadors de Petrolí i la pèrdua de pes de les exportacions cap a l'Amèrica Llatina. Pel que fa a les zones d'importació, potser la tendència més destacable és el progressiu augment de la importància de la Xina.

Quines són les perspectives del sector exterior per a l'any 2007? Els dos factors subjacents de la important ampliació del desequilibri exterior no remetran sensiblement en el present exercici. Les previsions apunten al fet que l'alentiment econòmic espanyol serà limitat, tot i que, certament, l'embranchada de la demanda interna s'atenuarà parcialment. La pèrdua de competitivitat exterior acumulada, que llasta el rendiment exportador, tampoc no sembla que s'hagi de corregir apreciablement. Això dificulta que la recuperació exportadora del 2006, fruit, sobretot, de l'expansió europea, es torni a repetir amb la mateixa intensitat el 2007. En definitiva, probablement continuarem assistint a nous màxims històrics de dèficit comercial en els propers temps.

Els béns energètics són els que registren els increments més importants, tant d'exportació com d'importació.

Les perspectives per al 2007 en matèria de reequilibri exterior són, en el millor dels casos, tèbies.

El dèficit corrent augmenta gairebé el 40% interanual en els onze primers mesos del 2006 a causa de l'empitjorament de la balança comercial.

Balança de pagaments: nova acceleració del deteriorament

En els onze primers mesos del 2006, el dèficit acumulat de la balança de pagaments es va situar en els 82.050 milions d'euros. Aquest nivell és el 37,7% superior a l'existent un any abans i representa una acceleració propera als sis punts percentuals en relació amb l'acumulat de gener-octubre. Igual que en mesos anteriors, el principal responsable del desequilibri és l'ampliació del dèficit comercial. Menys importància van tenir l'augment dels dèficits de la balança de rendes i de la balança de transferències i la dismi-

nució del superàvit de la balança de serveis.

Pel que fa a la balança de serveis, la disminució del saldo positiu de la rúbrica de turisme, que ja se situa en nivells un 4,5% inferiors als del mateix període del 2005, s'ha combinat amb una nova ampliació del dèficit acumulat de la categoria d'altres serveis.

Quant al compte financer, les entrades netes del gener-novembre del 2006 van ser de 103.312 milions d'euros, xifra que gairebé duplica la del mateix període del 2005

BALANÇA DE PAGAMENTS

Novembre 2006

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-74.875	19,8	-81.329	-13.310	19,6
Serveis					
<i>Turisme</i>	24.451	-4,5	25.210	-1.657	-6,2
<i>Altres serveis</i>	-4.978	49,2	-5.377	-1.702	46,3
Total	19.473	-12,6	19.833	-3.359	-14,5
Rendes	-19.918	25,9	-21.303	-3.931	22,6
Transferències	-6.730	91,9	-6.307	-4.212	201,1
Total	-82.050	37,7	-89.106	-24.812	38,6
Compte de capital	4.104	-32,7	5.975	-1.771	-22,9
Balança financera					
Inversions directes	-43.094	-	-50.266	-42.514	-
Inversions de cartera	183.738	282,3	193.563	137.174	243,3
Altres inversions	-37.332	-	-35.327	-42.434	-
Total	103.312	80,8	107.969	52.225	93,7
Error i omissions	-3.452	61,8	-2.215	-780	54,3
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-21.914	-	-22.624	-24.863	-

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.

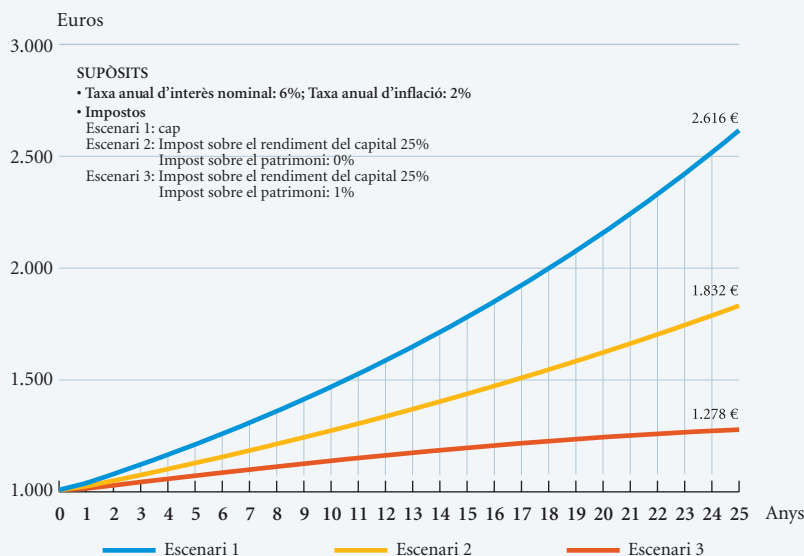
Males notícies sobre els impostos a l'estalvi

Un ampli ventall d'impostos afecten l'estalvi. Els més obvis són els que graven el patrimoni o els seus rendiments: interessos, dividendes o guanys del capital. Però n'hi ha d'altres, com, per exemple, els impostos sobre els beneficis empresarials, que no deixen de ser rendiments de l'estalvi, o sobre les herències, que no deixen de ser patrimonis de persones mortes. Tots aquests impostos introdueixen importants distorsions en les decisions de consum i estalvi i en les decisions d'inversió entre diferents tipus d'actius. Tot seguit les repassem.

En primer lloc, els impostos sobre l'estalvi alteren el nivell de consum futur al qual podem aspirar quan sacrificuem consum present. Dit d'una altra manera, redueixen el preu relatiu entre el consum present i el consum futur. L'exemple d'una persona que decideix estalviar 1.000 euros ens servirà per il·lustrar la importància d'aquest efecte. Suposem que aquesta persona té accés a una inversió amb una taxa de retorn anual del 6% en termes nominals. Amb una inflació del 2% anual, i si no hagués de pagar cap impost sobre els rendiments de l'estalvi, tindria a la seva disposició 1.470 euros al cap de 10 anys (a preus constants d'avui). Si, en canvi, ha d'afrontar un impost del 25% sobre els rendiments anuals, només disposarà de 1.275 euros, el 13% menys. Aquesta distorsió

ELS IMPOSTOS SOBRE L'ESTALVI ALTEREN DE MANERA SIGNIFICATIVA ELS RENDIMENTS A LLARG TERMINI

Evolució del poder adquisitiu d'un estalvi de 1.000 euros durant 25 anys (a preus constants)



FONT: Elaboració pròpia.

creix a mesura que s'allarga el termini de l'estalvi (és del 30% al cap de 25 anys, per exemple), a conseqüència de l'efecte de l'interès compost, en especial si a l'impost sobre rendiments se li suma un impost sobre el patrimoni (vegeu la gràfica adjunta). Per tot plegat, els impostos sobre les rendes del capital penalitzen especialment l'estalvi a llarg termini.

Una àmplia varietat d'estudis teòrics i empírics subratllen que aquesta distorsió intertemporal té unes conseqüències considerablement negatives. En desincentivar l'acumulació de capital, els impostos sobre l'estalvi disminueixen notablement l'estoc de capital per treballador a llarg termini, la qual cosa en redueix la productivitat i el nivell de salaris. Els estudis empírics han tendit a confirmar que una disminució de la taxa de retorn després d'impostos redueix el nivell d'estalvi. Algunes teories van més enllà i apunten a aquest tipus de distorsions com la raó principal de la variació entre països dels nivells de renda per habitant.

La falta de neutralitat dels impostos sobre l'estalvi –amb diferents nivells d'imposició en funció de l'actiu– també distorsiona l'assignació de recursos entre diferents tipus de capital. La inversió en una empresa subjecta a l'impost sobre beneficis està especialment penalitzada. En aquest cas, els rendiments tributen, primer, per Impost de Societats (el tipus general del qual se situa a Espanya en el 32,5%) i, en segon terme, si la companyia decideix distribuir dividendes, segons el seu tracte en l'Impost sobre la Renda de les Persones Físiques (IRPF), el gravamen del qual és a Espanya del 18%. Si la companyia no distribueix dividendes, això augmentaria el valor de les accions, i, en el moment de vendre-les, l'estalviador també hauria de pagar per les corresponents plusvàlues de capital (el 18% a Espanya). Tot i que les lleis fiscals, per regla general, introdueixen mesures per pal·liar aquesta doble imposició (com, per exemple, en el cas espanyol), en la major part dels casos no s'elimina totalment.

Algunes inversions, en canvi, gaudeixen de condicions fiscals molt avantatjoses. Un cas clar a Espanya és la inversió en habitatge. Primer, perquè els serveis que proporciona al seu propietari (que són com una renda en espècie equivalent a l'interès que paga una inversió) no estan subjectes a gravamen. Segon, perquè les quotes hipotecàries són deduïbles de l'impost sobre la renda. I, tercer, perquè els guanys de capital en el moment de la venda de l'habitatge tenen un tractament molt favorable (inclosa l'exempció en diversos casos, per exemple per a majors de 65 anys). A conseqüència d'aquestes normes, es tendeix a produir una sobreinversió en habitatge en relació amb altres actius.

En l'última dècada, hi ha hagut una tendència a nivell mundial a reduir la imposició sobre l'estalvi (i augmentar els impostos al consum). Alguns observadors han apuntat que això ha estat fruit d'una competència a la baixa per atreure inversions internacionals i per evitar la fuga de capital. Sens dubte, aquest pot haver estat un factor. Però aquesta dinàmica també es pot interpretar com el procés pel qual els responsables de política econòmica traslladen a la realitat les conclusions dels economistes. Al capdavall, els impostos sobre el treball també s'han reduït en molts països seguint els advertiments dels economistes sobre els efectes adversos que tenen en l'oferta de treball i l'acumulació de capital humà.

A Espanya, la recent reforma fiscal ha introduït algunes millores en la imposició sobre l'estalvi, però no ha suposat una reducció substancial de la pressió fiscal que suporta. Un aspecte en el qual s'ha avançat clarament és el de la neutralitat, amb la introducció d'un tipus de gravamen únic del 18% en l'IRPF per a les rendes de l'estalvi, independentment del termini de generació. No obstant això, el sistema impositiu queda lluny de ser neutral en un sentit ampli, ja que les distorsions exposades més amunt continuen vigents. A més a més, el tipus impositiu del 18% representa un augment d'impostos per als guanys de capital a llarg termini, que tributaven abans al 15%. La reforma ha introduït una quantitat mínima de rendiments de l'estalvi exempta d'impostos, la qual cosa té

efectes positius sobre l'equitat, però poc importants sobre l'eficiència, perquè l'impacte sobre els contribuents que aporten la majoria de l'estalvi és insignificant. La reducció del tipus impositiu en l'Impost de Societats és també una bona notícia per a l'estalvi, tot i que l'eliminació de deduccions representa que la pressió fiscal no es redueixi de forma significativa.

Tot i que tots els impostos (si més no els usats a la pràctica) introdueixen distorsions, algunes són més costoses que altres en termes d'eficiència. Les distorsions intertemporals associades als impostos sobre l'estalvi són especialment perniciosos, ja que, a llarg termini, redueixen la productivitat i els salaris. Així doncs, tot i que aquests impostos són atractius des del punt de vista de l'equitat –perquè els rics paguen més–, també fan que tots si-guem més pobres.

Estalvi i finançament

Notable increment dels tipus d'interès bancaris en els últims mesos.

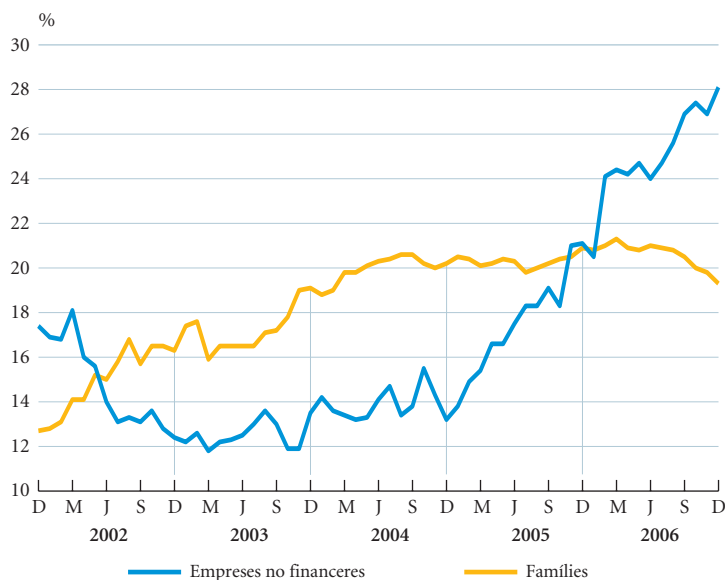
El finançament al sector privat s'accelera el 2006

Els tipus d'interès dels crèdits van experimentar una notable pujada el 2006 i van transmetre el gir alcista iniciat pel Banc Central Europeu al desembre del 2005. El tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits al sector privat es va situar en el 5,10% al desembre del 2006, 117 punts bàsics més que en el mateix mes de l'any precedent. Per la seva banda, l'euríbor a un any, el principal índex de referència del mercat hipotecari, va arribar al 3,92% al desembre, amb un increment anual de 114 punts bàsics. Al gener va continuar pujant fins al 4,06%, el nivell més alt des del mes d'agost del 2001.

Tot i la pujada dels tipus d'interès, el finançament al sector privat es va accelerar el 2006 i va arribar al 24,1%, el ritme de creixement anual més alt, com a mínim, des de mitjan anys noranta. La favorable conjuntura econòmica i uns tipus d'interès relativament baixos en termes reals (descomptant la inflació) van contribuir a l'expansió del finançament. No obstant això, cal distingir un comportament diferencial entre les empreses i les famílies. Mentre el finançament de les societats no financeres anotava la taxa de variació anual més alta de l'última dècada, el 28,1%, el crèdit dirigit a les llars es moderava lleugerament fins a un creixement anual del 19,3%.

EL FINANÇAMENT A LES EMPRESES CREIX EL 2006 AL RITME MÉS ELEVAT DE L'ÚLTIMA DÈCADA

Variació interanual del finançament



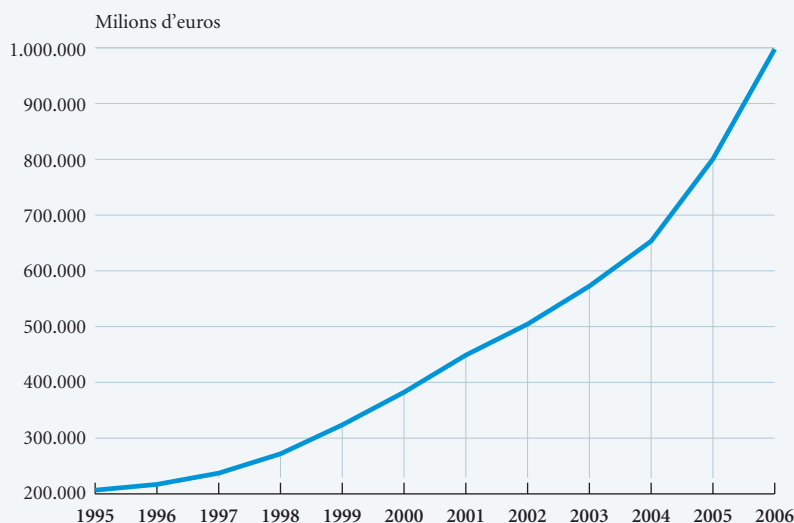
FONT: Banc d'Espanya.

S'han endeutat massa les empreses espanyoles?

Les empreses espanyoles han aprofitat l'últim període de fort creixement i de tipus d'interès baixos per avançar en els seus objectius estratègics: una major massa crítica, ampliació de la capacitat d'accés a nous mercats, desenvolupament de nous productes, etc. Això s'ha aconseguit mitjançant operacions corporatives d'adquisició d'altres companyies o a través d'un creixement orgànic. En els dos casos, ha representat un increment del seu nivell d'endeutament.

EL DEUTE DE LES EMPRESES ES DISPARA

Saldo viu de finançament a les societats no financeres



FONT: Banc d'Espanya.

Aquest espectacular augment del finançament a empreses obre diversos interrogants:

- El nivell d'endeutament de les empreses espanyoles ha assolit un nivell excessiu?
- L'inici de les pujades de tipus d'interès representa un augment problemàtic de la seva càrrega financera?
- I, finalment, després de les fortes inversions, s'ha esgotat la capacitat de nova inversió empresarial?

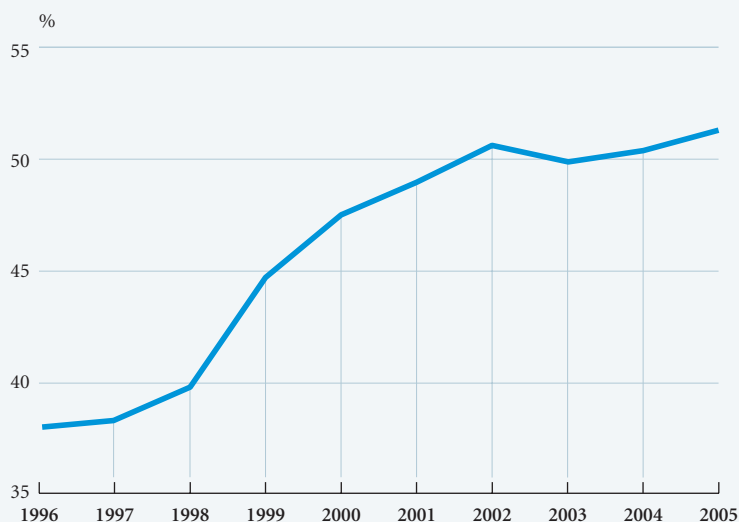
A Espanya disposem de diverses fonts complementàries per formar una opinió sobre aquestes qüestions. En primer lloc, la principal comesa de la Central de Balanços (CB) del Banc d'Espanya és recopilar i mantenir informació econòmica i financera sobre l'activitat de les empreses no financeres espanyoles. La seva mostra recull resultats d'empreses individuals residents, tant cotitzades com no cotitzades.

Segons la CB, el saldo viu de finançament a les societats no financeres s'ha multiplicat gairebé per cinc des del 1995 i ha assolit la xifra d'un bilió d'euros, que representa el 104,2% del PIB d'Espanya. A més a més, aquesta xifra no recull les emissions d'actius de renda fixa de les companyies. Aquesta dada confirma la percepció que el creixement empresarial ha implicat un augment de l'endeutament.

No obstant això, per fer-nos una idea de la ràtio d'endeutament, és més interessant dividir els recursos aliens pel passiu remunerat. Aquesta ràtio ha passat de nivells inferiors al 40% a situar-se per damunt del 50%.

LES EMPRESSES S'ADAPTEN A L'ESTABILITAT ECONÒMICA

Ràtio d'endeutament: recursos aliens amb cost sobre passiu (*)



NOTA: (*) Recursos propis, recursos aliens a llarg termini i finançament a curt termini amb cost.
FONT: Banc d'Espanya.

Les empreses s'han adaptat a les noves condicions financeres que proporciona la zona de l'euro: estabilitat macroeconòmica i tipus d'interès baixos. Han ajustat la seva estructura de capital per beneficiar-se d'uns mercats de crèdit més líquids i profunds. Per aquest motiu, és important comprovar la capacitat d'afrontar aquest endeutament a través de la rendibilitat generada. El manteniment de la rendibilitat ordinària de l'actiu net en nivells elevats del 8% i la caiguda del cost financer en els anys noranta per la convergència de tipus d'interès han implicat un augment del diferencial entre rendibilitat i cost financer del 5%. Aquestes condicions són favorables per a nous projectes d'inversió.

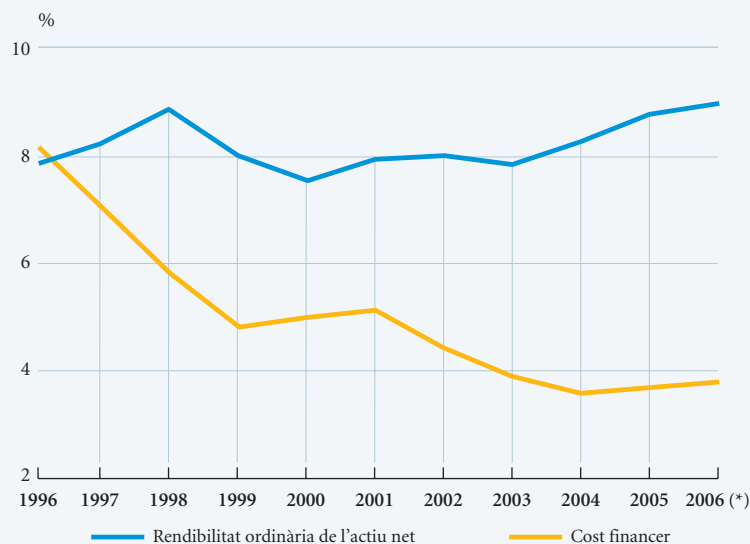
De tota manera, la Central de Balanços té limitacions a l'hora de recollir l'evolució de l'activitat empresarial. Així, la mostra cobreix entre el 25% i el 30% del valor afegit brut d'aquest sector econòmic. Això implica que una gran operació financera d'un grup multinacional, per exemple, pot pesar massa sobre el conjunt.

Malgrat tot, la Central de Balanços és molt útil per analitzar els resultats de les empreses espanyoles, tenint en compte, sobretot, els ingressos i les despeses financeres, la rendibilitat que obtenen les empreses i les partides comptables d'extraordinaris. Tots aquests factors condicionen els dividendes que distribuïran i, per tant, constitueixen una informació essencial.

És interessant, a més a més, contrastar la informació anterior amb l'evolució de les companyies que cotitzen en l'IBEX 35. Dues ràtios ens poden ser útils per calibrar el nivell i la qualitat de l'endeutament de les empreses.

DIFERENCIAL DE RENDIBILITAT CREIXENT

Rendibilitat de l'actiu i del cost financer



NOTA: (*) Dada extreta de la Central de Balanços Trimestral.
FONT: Banc d'Espanya.

La primera és la ràtio Deute / EBITDA, acrònim d'«Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization»: resultat brut d'exploració abans de deduir la càrrega financera, les amortitzacions o deprecacions i l'impost de societats. Es tracta d'una relació que indica quants anys es necessiten per repagar el deute utilitzant el resultat brut d'exploració. La segona ràtio es EBITDA / despesa d'interessos, que ens indica si el resultat brut d'exploració permet afrontar el pagament dels interessos del deute empresarial.

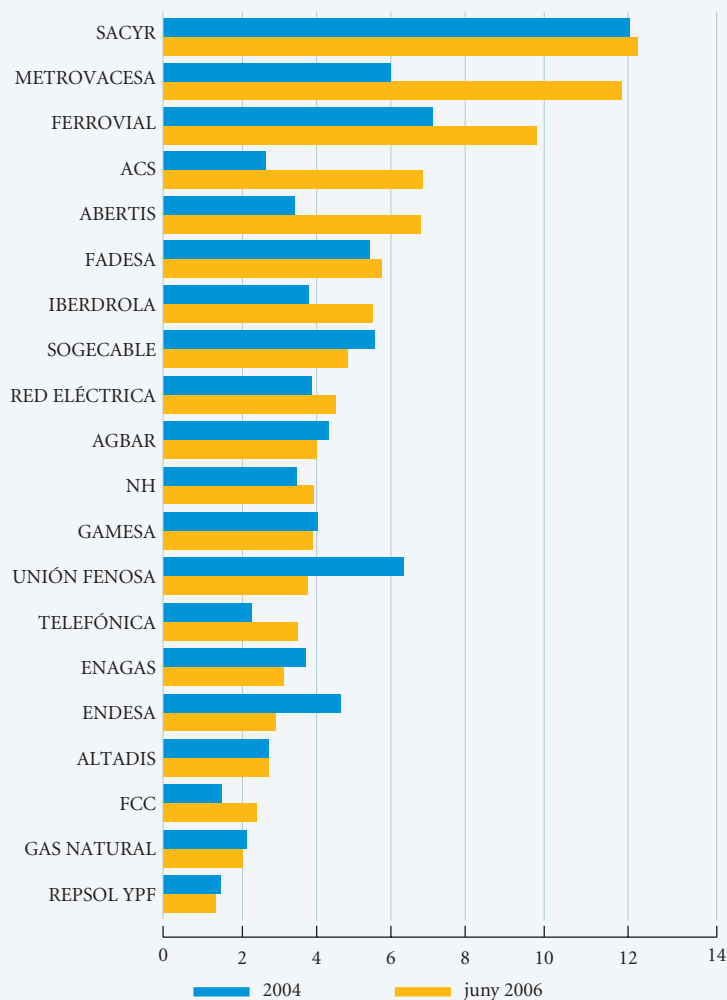
La ràtio Deute / EBITDA ha augmentat, sobretot, al sector construcció i immobiliari, el qual ha diversificat les seves activitats durant els últims anys mitjançant adquisicions. Per regla general, les agències de ràting consideren que aquesta ràtio hauria de ser inferior a 3 per a companyies industrials i inferior a 5,2 per a companyies dels sectors elèctric i construcció i immobiliari, per obtenir una qualificació creditícia del tipus «investment grade», és a dir, d'elevada qualitat creditícia.

Pel que fa a la ràtio EBITDA / despesa d'interessos, les agències de ràting solen considerar que un nivell superior a 4 per a les companyies industrials i de 2,7 per a les elèctriques és suficient per ser descrit amb un perfil creditici d'alta solvència. En aquest cas, les companyies de l'IBEX 35 presenten una ràtio elevada, que representa una bona protecció davant les pujades de tipus d'interès que n'encaririen l'endeutament.

Per a les dues ràtios, podem afirmar que les companyies no mantenen uns nivells excessius de palanquejament financer. D'altra banda, les companyies de l'IBEX 35 es continuen beneficiant d'un finançament molt barat. D'acord amb les dades de la CB, es manté un important diferencial entre el nivell del cost de finançament i la rendibilitat assolida en les seves inversions. Per tant es pot afirmar que, després de l'estudi de les dades disponibles sobre les empreses espanyoles, aquesta informació dona suport a les següents conclusions:

EL NIVELL DE PALANQUEJAMENT REFLECTEIX UN BON PERFIL CREDITICI

Evolució Ràtio Deute / EBITDA (*)



NOTA: (*) Empreses de l'IBEX no financeres amb ràtios significatives.
FONTS: Comptes financers de les companyies.

- 1) Les empreses, en general, mantenen un nivell de palanquejament prudent.
- 2) Les companyies espanyoles estan preparades per afrontar una pujada gradual de tipus d'interès que encareixi el finançament del seu endeutament. Les pujades de tipus d'interès descomptades pel consens del mercat a Europa no representen cap problema i no hi ha cap motiu perquè impactin de manera intensa en els marges empresarials.
- 3) El creixement dels beneficis i l'adequada gestió del cost financer creen condicions favorables per a nous projectes d'inversió.

CRÈDIT A EMPRESSES I FAMÍLIES

Desembre 2006

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
Crèdit comercial	85.366	10.005	13,3	10.005	13,3	5,7	
Deutors amb garantia real (*)	922.980	193.693	26,6	193.693	26,6	61,2	
Altres deutors a termini	414.601	89.305	27,5	89.305	27,5	27,5	
Deutors a la vista	34.122	6.064	21,6	6.064	21,6	2,3	
Arrendaments financers	40.714	5.720	16,3	5.720	16,3	2,7	
Crèdits dubtosos	10.834	1.203	12,5	1.203	12,5	0,7	
TOTAL	1.508.616	305.988	25,4	305.988	25,4	100,0	

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Pel que fa al crèdit a les empreses, el comercial, que es destina al finançament del capital circulant de les empreses, va augmentar un notable 13,3% el 2006. L'increment dels arrendaments financers, que es destinen al finançament de la inversió, encara va ser més gran, del 16,3%.

La desacceleració del crèdit als particulars va ser deguda a l'alentiment dels préstecs per a l'habitatge, que van passar d'augmentar el 24,3% el 2005 al 19,9% el 2006. L'encariment dels habitatges i l'alça dels tipus d'interès, contrarestats només parcialment per l'allargament dels terminis de les hipoteques, expliquen aquesta moderació. El 2007 és previsible que continuï aquesta tendència. En canvi, la resta del crèdit a les llars va experimentar un ritme d'increment més alt, en part a causa de la política de les entitats financeres per compensar el menor creixement de les hipoteques. No obstant això, les noves operacions de crèdit al consum de les famílies, per a la compra d'automòbils, motos, mobles, electrodomèstics, viatges, etc., van sumar 53.106 milions d'euros, amb un augment anual del 10,1%, inferior a l'anotat l'any anterior (22,9%).

Els crèdits dubtosos del sector privat van ascendir el 12,5% el 2006 fins als 10.834

milions d'euros. No obstant això, a causa d'un augment superior del volum creditici, la taxa de morositat va continuar disminuint fins al 0,72% al desembre i, malgrat l'increment dels tipus d'interès, va anotar un nou mínim històric.

D'altra banda, el 2006 les caixes d'estalvis van continuar guanyant quota en aquest segment del mercat i van arribar al 47,0% del total al final de l'exercici (9 dècimes més que el 2006). La banca va tenir una participació del 43,6%, 4 dècimes menys que el 2005, igual que els establiments financers de crèdit, mentre que les cooperatives de crèdit van perdre 2 dècimes.

Gran creixement dels dipòsits bancaris el 2006

Les entitats financeres van impulsar la captació de dipòsits bancaris el 2006 per finançar la forta expansió del crèdit mitjançant campanyes comercials i la diversificació dels productes oferts. L'augment de la remuneració dels dipòsits també va contribuir a incrementar-ne l'atractiu. D'aquesta manera, els dipòsits de les empreses i famílies a les entitats de crèdit van créixer el 24,1% en el passat exercici, més del doble del creixement registrat a la

Alentiment de les hipoteques per a l'habitatge el 2006 després de tres anys d'acceleració.

Expansió del crèdit al consum de les famílies el 2006, però per sota de l'any anterior.

La taxa de morositat cau fins a un mínim històric al final del 2006.

Les caixes d'estalvis guanyen quota en crèdits, però la perden en dipòsits, a l'inrevés que la banca.

DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES EN LES ENTITATS DE CRÈDIT

Desembre 2006

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	447.484	51.294	12,9	51.294	12,9	39,4
A termini fins a 2 anys	246.220	55.700	29,2	55.700	29,2	21,7
A termini a més de 2 anys	332.776	93.294	39,0	93.294	39,0	29,3
Cessions temporals	75.721	2.675	3,7	2.675	3,7	6,7
Total	1.102.201	202.963	22,6	202.963	22,6	97,1
Dipòsits en monedes no euro	32.717	17.078	109,2	17.078	109,2	2,9
TOTAL	1.134.918	220.041	24,1	220.041	24,1	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Els dipòsits al sector privat augmenten més del doble que a la zona de l'euro.

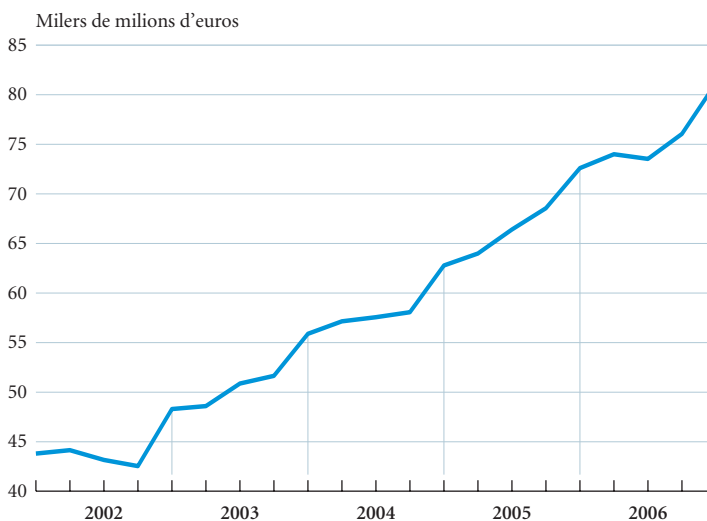
zona de l'euro. Així i tot, l'augment dels dipòsits va ser inferior al dels crèdits, de manera que les institucions creditícies van haver de recórrer, sobretot, a l'emissió de valors.

El 2006 l'increment anual més important va ser anotat pels dipòsits en moneda estrangera, que tenen un diferencial de ti-

pus d'interès al seu favor. No obstant això, la seva participació en el total només va arribar al 2,9%. Més de la meitat dels dipòsits bancaris són comptes a termini. Els constituïts a un termini a més de 2 anys, que gaudien fins al final de l'any d'una bonificació fiscal dels interessos del 40%, van experimentar un fort increment del 39,0%. Els comptes a la vista i d'estalvi,

EL PATRIMONI DELS FONS DE PENSIONS CREIX NOTABLEMENT EL 2006

Patrimoni total dels fons de pensions



FONT: Inverco.

per la seva banda, van augmentar el 12,9%, gairebé la meitat del creixement mitjà, afectats per una baixa retribució.

Per entitats, la participació de la banca en aquest mercat va augmentar en 1,1 punts el 2006 fins al 41,4% i va recuperar terreny, mentre que les caixes van perdre 9 dècimes i les cooperatives de crèdit, 2. No obstant això, les caixes continuaven tenint la quota més alta, del 51,8%.

Al gener, i ja vigent el nou règim fiscal per a l'estalvi, que equipara en termes generals la fiscalitat dels diferents instruments financers, les participacions dels fons d'inversió mobiliària van prosseguir la tònica dels mesos anteriors, i es van continuar produint retirades netes de diners. En el primer mes de l'any, les subscripcions netes negatives van arribar als 974 milions d'euros. No obstant això, les desinversions es van concentrar en la renda fixa a curt termini, mentre que els fons de renda variable europea i espanyola, juntament amb els garantits de renda fixa, van registrar una notable demanda. Així i tot, el nombre de partícips va disminuir lleugerament, el 0,6% en el mes. Els fons d'inversió van haver d'afrontar la forta competència de les noves ofertes de dipòsits bancaris.

La rendibilitat dels fons d'inversió mobiliària es va situar en el 4,9% de mitjana

anual al gener i va doblar la taxa d'inflació. No obstant això, els rendiments van ser molt diversos en funció de la categoria. Així, la renda variable nacional va encapçalar de nou la classificació amb uns guanys del 31,5%, i la renda variable de la zona de l'euro, del 17,2%. En canvi, la renda variable japonesa va registrar minussvàlues del 7,0%.

Un altre producte d'estalvi que té un lloc important en les carteres dels particulars són els fons de pensions. El volum dels seus actius va pujar fins als 81.200 milions d'euros al final del 2006. Aquesta xifra representa un augment de l'11,4% en els dotze últims mesos. Per modalitats, el sistema individual va experimentar l'increment anual més important, el 14,2% fins als 49.909 milions d'euros. El nombre de comptes d'aquest sistema va créixer el 6,1%. El sistema d'ocupació, que inclou els d'empresa, va augmentar el 7,0% fins als 30.165 milions d'euros. Finalment, el sistema associat, que comprèn els d'associacions professionals, sindicats i altres col·lectius, va augmentar l'11,6% fins als 1.126 milions d'euros. La rendibilitat mitjana assolida pels fons de pensions el 2006 va ser del 5,2%. Si considerem els últims 16 anys, el rendiment mitjà dels fons de pensions va ser del 6,7%, sensiblement superior a la taxa d'inflació del període

Al gener continua la tònica de retirades de diners en els fons d'inversió mobiliària.

El rendiment mitjà dels fons de pensions en els 16 últims anys va ser del 6,7%, sensiblement superior a la taxa d'inflació del període.

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.

Selección de indicadores

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic en: www.estudis.lacaixa.es

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

■ ESTUDIS ECONÒMICS

26. L'euro: balanç dels tres primers anys Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz i Valentí Sabatè

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 Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza i Ivan Planas Miret

32. La competitivitat de l'economia espanyola: inflació, productivitat i especialització Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci i Ezequiel Uriel

33. La creació d'empreses. Un enfocament gerencial Josep Maria Veciana

34. Política agrària comuna: balanç i perspectives José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

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