

Informe Mensual



NÚMERO 303

Llatinoamèrica: l'estabilitat recuperada [Pàg. 15](#)

Els anys d'hiperinflació, desequilibris fiscals i crisis financeres recurrents van quedar enrere

Quatre anys de creixement, cent anys de prosperitat? [Pàg. 21](#)

El dinamisme recent de les economies americanes no amaga les mancances que encara subsisteixen

La qualitat institucional, la baula perduda del progrés llatinoamericà [Pàg. 34](#)

Els dèficits de les institucions polítiques i socials llasten la capacitat de creixement de la regió

Remeses a Llatinoamèrica: manà caigut del cel? [Pàg. 64](#)

La regió del món que més remeses rep es pregunta si serveixen per reduir la pobresa i augmentar el creixement

Previsions

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

	2006	2007	2008	2006				2007	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL									
	Previsions			Previsions					
Producte interior brut									
Estats Units	3,3	2,3	2,5	3,7	3,5	3,0	3,1	2,1	2,2
Japó	2,2	2,0	1,9	2,7	2,1	1,5	2,4	2,2	2,2
Regne Unit	2,8	2,5	2,3	2,4	2,7	2,9	3,0	2,8	2,6
Zona de l'euro	2,8	2,5	2,3	2,2	2,8	2,8	3,3	3,1	2,8
<i>Alemanya</i>	2,9	2,3	2,2	1,9	2,9	3,2	3,9	3,6	2,7
<i>França</i>	2,0	2,1	2,1	1,9	2,7	2,1	2,2	2,0	1,9
Preus de consum									
Estats Units	3,2	2,2	2,3	3,7	4,0	3,4	2,0	2,4	2,3
Japó	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	-0,1	0,3
Regne Unit	2,3	2,4	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5
Zona de l'euro	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5	2,1	1,8	1,9	1,7
<i>Alemanya</i>	1,7	1,8	1,8	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,7
<i>França</i>	1,7	1,4	1,6	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2
ECONOMIA ESPANYOLA									
	Previsions			Previsions					
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,7	3,4	2,9	3,7	3,6	3,6	3,7	3,5	3,4
Consum de les AP	4,4	4,5	4,3	4,3	4,4	4,2	4,9	5,2	4,6
Formació bruta de capital fix	6,3	5,8	4,1	6,3	6,2	6,4	6,4	6,6	6,3
<i>Béns d'equipament</i>	9,7	9,6	5,0	8,6	9,1	9,6	11,4	12,1	11,2
<i>Construcció</i>	5,9	5,1	3,8	5,8	5,8	6,2	5,7	5,6	5,3
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	4,9	4,5	3,8	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,7
Exportació de béns i serveis	6,2	4,3	3,6	9,5	4,9	3,4	7,3	4,2	4,4
Importació de béns i serveis	8,4	5,5	4,8	11,6	7,3	6,0	8,8	5,6	5,7
Producte interior brut	3,9	3,8	3,1	3,7	3,8	3,8	4,0	4,1	4,0
Altres variables									
Ocupació	3,1	2,9	2,3	3,2	3,1	2,9	3,1	3,0	2,9
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,0	7,8	9,1	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0
Índex de preus de consum	3,5	2,5	2,6	4,0	3,9	3,5	2,6	2,4	2,3
Costos laborals unitaris	2,7	2,2	2,3	2,3	2,7	2,7	2,8	2,4	
Saldo operacions corrents (% PIB)	-8,5	-9,4	-9,8	-10,0	-7,8	-8,4	-7,9	-10,3	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-7,8	-8,9	-9,4	-9,7	-7,4	-7,8	-6,7	-9,8	
Saldo públic (% PIB)	1,8	1,2	0,9						
MERCATS FINANCERS									
	Previsions			Previsions					
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	5,2	5,0	4,4	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
Repo BCE	2,8	3,9	4,3	2,3	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8
Bons EUA 10 anys	4,8	4,9	5,3	4,6	5,1	4,9	4,6	4,7	4,8
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,3	4,7	3,5	4,0	3,9	3,8	4,0	4,3
Obligacions 10 anys	3,8	4,4	4,8	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,3
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,26	1,35	1,31	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35

Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
 - 6 Previsions OCDE
 - 8 Estats Units
 - 13 Japó
- 15 **Llatinoamèrica:**
l'estabilitat recuperada
 - 19 Brasil
 - 20 Argentina
- 21 **Quatre anys**
de creixement, cent anys
de prosperitat?
 - 25 Primeres matèries
- 26 **Unió Europea**
 - 26 Previsions Comissió Europea
 - 28 Zona de l'euro
 - 30 Alemanya
 - 31 França
 - 32 Itàlia
 - 33 Regne Unit
- 34 **La qualitat institucional,**
la baula perduda del
progrés llatinoamericà
- 38 **Mercats financers**
 - 38 Mercats monetaris i de capital
- 47 **Conjuntura espanyola**
 - 47 Activitat econòmica
 - 52 Mercat de treball
 - 56 Preus
 - 61 Sector exterior
- 64 **Remeses**
a Llatinoamèrica:
mannà caigut del cel?
 - 67 Estalvi i finançament

Amèrica Llatina: encarant un futur prometedor

L'Amèrica Llatina ha entrat al segle XXI amb l'expansió més puixant des dels anys setanta i amb unes perspectives de creixement clarament favorables. Segons un informe recent del Fons Monetari Internacional, aquests bons resultats obeeixen a una combinació de polítiques econòmiques generalment sòlides i a una situació econòmica internacional benigna, així com als alts preus de les primeres matèries, que han permès augmentar la despesa pública i reduir els dèficits en molts països. Arran d'aquests resultats, l'atur i la pobresa han reulat i, per primer cop en dècades, s'ha reduït una mica la desigualtat d'ingressos de la regió, la qual, malgrat tot, continua essent molt elevada.

També cal reconèixer que, des de fa més d'una dècada, molts responsables polítics i econòmics llatinoamericans han comprès l'impacte negatiu de la inflació sobre el creixement econòmic, la distribució de la renda i la pobresa. El pas fet per molts països en establir la lluita contra la inflació com a eix central de la política econòmica i monetària significa un avanç transcendent cap a l'estabilitat macroeconòmica, element indispensable a l'hora d'afrontar els reptes econòmics i socials que encara la regió. Només cal recordar com les hiperinflacions dels anys vuitanta i noranta alteraven el normal funcionament dels mercats i de les transaccions, amb inflacions que van arribar al 1.700% anual a Bolívia, al 900% anual al Perú o al 600% o al 700% a l'Argentina i al Brasil.

Malgrat totes aquestes bones notícies, cal tenir en compte tres qüestions bàsiques. La primera, que la bona conjuntura amb prou feines ha alterat els paràmetres de desigualtat i d'endarreriment que arrossega la zona. La segona és que, comparats amb l'enlairament asiàtic, els resultats llatinoamericans són clarament insuficients. La tercera, i més important, és que no hi ha gaires garanties que alguns països de la zona no puguin caure de nou en una etapa de confusió i desordre. Per tant, paga la pena revisar a fons la situació actual i les perspectives de la regió per tractar de vaticinar la continuïtat d'aquest cicle expansiu que contribuiria a pal·liar els dèficits coneguts.

En aquesta edició de l'Informe Mensual, constatem el compromís amb l'estabilitat de molts països llatinoamericans. Compromís que es plasma en forma de polítiques monetàries orientades a assolir objectius d'inflació, amb prohibició expressa que el banc central financi el sector públic. Paral·lelament, el deute públic de la regió ha baixat de forma significativa, tot i que encara continua essent elevat. La posició exterior ha millorat de manera considerable, gràcies en gran part a la demanda xinesa de primeres matèries que produeix la regió. Així i tot, l'estabilitat macroeconòmica no serà prou valorada si no va acompanyada d'un creixement econòmic que redueixi la pobresa i la desigualtat. En aquest sentit, el limitat potencial de creixement de Llatinoamèrica es pot atribuir als pobres nivells d'inversió –tant en capital físic com en capital humà– i al lent avanç de la productivitat. El rerefons de tot plegat és un desenvolupament insuficient de les institucions, enteses com les regles del joc, formals o informals, que proporcionen el marc en què es produeixen les interaccions socials, polítiques i econòmiques. Transitar cap a un estadi de més qualitat institucional significa incrementar la capacitat de creixement i de desenvolupament. Amb una conjuntura internacional favorable i amb les reformes que molts països han començat a dur a terme, és possible deixar enrere els temps difícils i encarar el futur prometedor que mereix la regió.

RESUM EXECUTIU

El PIB dels Estats Units es desaccelera considerablement i creix el 2,1% en el primer trimestre del 2007.

La inflació es manté moderada, però la Reserva Federal té motius per estar a l'aguait.

La Xina apuja els tipus d'interès per refredar la reescalfada economia.

Economia mundial: l'hora dels bancs centrals

L'expansió econòmica global segueix el seu curs en aquest primer semestre del 2007. Als Estats Units, l'atenció continua centrada en les vicissituds del sector immobiliari, que, en el primer trimestre, presentava una caiguda del 17% en termes reals, segons les xifres macroeconòmiques de l'Oficina d'Anàlisi Econòmica. Conseqüentment, el creixement del producte interior brut (PIB) de la primera economia mundial va caure fins al 2,1% en taxa interanual, des del 3,1% del final del 2006. Segons els indicadors que van apareixent sobre vendes, preus i construcció, el final de la crisi de l'habitatge no sembla proper. El que cada cop sembla més clar, però, és que no hi haurà contagi a altres apartats de la despesa. Si més no això és el que deu pensar Wall Street, on la borsa no deixa de batre nous màxims, amb un índex Dow Jones per damunt dels 13.000 punts, beneficis empresarials encara considerables i febre de compres, fusions i recompra d'accions.

El consumidor nord-americà continua essent el protagonista. La benzina torna a ser cara, però es continua creant ocupació i els salaris dels llocs de treball qualificats van pujant, de manera que la capacitat de despesa es manté. Una altra ajuda hauria de venir del sector exterior. L'extraordinari creixement de l'economia internacional, conjugat amb la depreciació del dòlar, hauria d'esperonar el creixement de les exportacions nord-americanes. Però aquest no ha estat el cas del primer trimestre. Al contrari, les vendes a l'exterior de béns i serveis es van frenar, fet que explica els me-

diocres resultats de creixement total del producte.

La desacceleració de la demanda no ha impressionat la Reserva Federal, el banc central nord-americà. Al comitè de política monetària del començament de maig, va insistir en la seva preocupació pels riscos d'inflació. Un perill que no descompten els mercats financers ni la major part dels analistes, que no anticipen pujades dels tipus d'interès en la segona meitat de l'any. De fet, la taxa de l'índex de preus de consum (IPC) de l'abril va baixar dues dècimes fins al 2,6% i la subjacent es va situar en el 2,4%. Llavors, per què es preocupa la Fed? Una explicació és el mercat laboral, que, segons com es miri, es podria considerar que està reescalfat: la creació de llocs de treball continua a bon ritme, la taxa d'atur es manté en mínims i els costos laborals tendeixen a pujar. L'altre motiu és la productivitat, el creixement de la qual ha perdut clarament impuls. I, a més a més, puja el preu de l'energia i el dòlar es devalua. Certament, hi ha motius per mantenir-se a l'aguait, a no ser que la desacceleració s'accentui.

Mentre la Fed manté els tipus congelats, la resta dels principals bancs centrals apunten a pujades. Aquest mes de maig, el cas destacat ha estat la Xina. L'estrella és la borsa, amb una revaloració de Shanghai superior al 50% des del començament de l'any, després d'un ascens del 131% el 2006. Les autoritats xineses, preocupades per l'existència d'una possible bombolla especulativa, han adoptat diverses mesures, entre les quals destaquen la pujada dels tipus d'interès de referència i l'ampliació de la banda de fluctuació diària del

renminbi. Aquesta última mesura, una mica simbòlica, pretén respondre l'exigent demanda dels Estats Units que la Xina revalorï la seva moneda, subjecta ara a una flotació estretament controlada.

El Banc d'Anglaterra també ha decidit apujar el tipus d'interès de referència al maig, fins al 5,50%. Al març, la taxa d'inflació britànica va arribar al 3,1%, sensiblement lluny de l'objectiu del 2%, en un entorn de creixement de l'activitat, embranzida del consum privat i taxa d'atur en mínims. Un escenari que explica l'enduriment monetari, el qual, previsiblement, tindrà continuïtat en els propers mesos.

També cal esperar algun moviment alcista del Banc del Japó. No és que les xifres macroeconòmiques permetin grans alegries. El PIB del primer trimestre va augmentar el 2,2% en relació amb el mateix període de l'any anterior i va dibuixar un perfil de moderada desacceleració. Però, en un país en què la demografia apunta al declivi, aquesta és una taxa considerable, per damunt del potencial teòric de creixement. A més a més, com s'indica en l'últim informe de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), el país travessa l'expansió més llarga des de la segona guerra mundial. El problema és que l'etapa de deflació encara no ha finalitzat. La taxa d'increment de l'IPC de l'abril va ser del 0,0%, mentre que el deflactor del consum privat del primer trimestre presentava encara un descens del 0,2% en taxa interanual. El Banc del Japó no ho té fàcil per apujar el tipus d'interès de referència, ara en el 0,5%, mentre la deflació no sigui definitivament història.

Més clar ho té Jean-Claude Trichet, president del Banc Central Europeu (BCE). Inversors i analistes tenen àmpliament descomptat que al juny apujarà el tipus d'interès de referència de l'euro sistema fins al 4%. Les dades de creixement recents i les perspectives futures justifiquen

plenament el nou gir restrictiu monetari, per més que no es plantegin riscos inflacionistes rellevants o que l'euro hagi tocat màxims històrics enfront del dòlar, el ien i el franc suís. La coartada perfecta li ha proporcionat aquest mes Joaquín Almunia, comissari d'assumptes econòmics i monetaris. En les seves previsions de primavera, la Comissió ha incrementat el creixement de la zona de l'euro: 2,6% el 2007 i 2,5% el 2008. Els dos pilars del creixement seran la inversió i el consum privat, amb el suport de la demanda exterior i de la creació de llocs de treball, sense que s'endevinin problemes en el camp de la inflació. Ara com ara, l'any ha començat bé. Eurostat estima que, en el primer trimestre, el PIB de la zona de l'euro va avançar el 3,1%, per bé que la xifra representa una lleugera desacceleració des del 3,3% de l'últim trimestre del 2006.

Economia espanyola: la incògnita és el 2008

També ha estat satisfactori el creixement de l'economia espanyola en el primer trimestre de l'any. Amb sorpresa inclosa. Tant el Banc d'Espanya com l'Institut Nacional d'Estadística (INE) van avançar un creixement del 4,0% en taxa interanual, però la xifra estimada finalment per l'INE va ser del 4,1%, superior, en una dècima, a la corresponent a la del final de l'any passat. La tendència alcista del PIB supera totes les expectatives i s'explica, fonamentalment, per l'auge de la inversió en equipament i pels bons resultats del sector exterior.

Així, la inversió en béns d'equipament va accelerar el ritme de creixement interanual el 12,1%, la taxa més elevada des del 1999. Expliquen aquesta estimació la positiva evolució de la producció industrial, les importacions d'aquest tipus de béns, les carteres de comandes i les vendes de les empreses del ram.

El Banc del Japó possiblement apugi tipus, però la persistència de la deflació dificulta la decisió.

La recuperació de l'activitat a la zona de l'euro sembla perfectament consolidada i ja es dona per feta una nova pujada del BCE.

El creixement de l'economia espanyola continua sorprenent per la seva força, que superarà el 4% en el primer trimestre...

...esperonada per l'embranchida de la inversió en equipament productiu i per la millora dels mercats d'exportació...

Per la seva banda, el sector exterior va restar només 0,7 punts percentuals al creixement del PIB del primer trimestre, una xifra molt inferior a l'habitual fins ara. La raó cal buscar-la en la pèrdua de dinamisme de les exportacions i de les importacions, més intensa en el cas d'aquestes últimes.

Els altres dos components més importants de la demanda interior mostren un perfil de suau desacceleració. És el cas del consum de les llars, que va créixer el 3,5% en el trimestre de referència, la xifra més baixa dels últims tres anys. I també de la despesa en construcció, amb un augment del 5,6% interanual, una dècima menys que en el trimestre precedent. En aquest cas, la contenció del ritme d'avanç en l'edificació residencial va ser compensada, en bona part, pel renovat impuls de l'obra civil.

...mentre que el consum i la despesa immobiliària mostren creixements menors.

Tot fa pensar que el ritme de construcció d'habitatges es continuarà moderant gradualment en els propers mesos, després d'una llarga etapa expansiva. Ara com ara, el volum d'obra en execució encara és elevat, però alguns indicadors avançats mostren signes clars de desacceleració. Els senyals del mercat immobiliari també apunten a una major contenció. En particular, els contractes de compravenda d'habitatges de segona mà han patit una contracció en els últims mesos, mentre que l'escalada dels preus s'ha desaccelerat.

El canvi de terç de la construcció d'habitatges, un dels puntals de l'expansió dels últims anys, causa una certa inquietud. L'alentiment del sector podria provocar una notable retallada del creixement, no el 2007, ja que, amb la inversió actual, el creixement al voltant del 3,7% sembla garantit, sinó el 2008. En les recents previsions de primavera, l'OCDE preveu un creixement del 2,7% el 2008, gairebé un punt per sota de la previsió per al 2007. Es tracta d'una xifra molt inferior a la prevista

per la Comissió Europea (el 3,4%), el Fons Monetari Internacional (també el 3,4%) o el Banc d'Espanya (el 3,1%).

L'auge de l'habitatge espanyol no és un cas aïllat. En l'esmentat informe de l'OCDE, es recull una dada sorprenent: a la meitat dels 30 països membres de l'Organització, l'any 2006 va representar un màxim dels deu últims anys en la ràtio inversió en habitatge sobre el PIB. L'experiència de les últimes dècades evidencia que, després d'un *boom* de l'habitatge, sol venir una brusca correcció, que sovint genera una forta caiguda de l'activitat. Però l'informe reconeix que, en aquesta ocasió, les coses són diferents. L'esmentada correcció era sovint conseqüència d'una ràpida pujada dels tipus d'interès després d'un increment substancial i imprevist de la inflació. I aquest no és el cas actual.

La nostra conclusió és que, si més no pel que fa a Espanya, la desacceleració del sector serà suau i moderada. No hi ha motius perquè sigui d'una altra manera en un entorn definit per pujades de tipus d'interès pròximes a assolir el seu sostre, sense perspectives de deteriorament de les tendències inflacionistes i amb els factors demogràfics i econòmics que expliquen l'expansió immobiliària encara vius. Això no significa que la pèrdua de ritme del creixement total no hagi de ser apreciable. Però vindria en un moment oportú. La bona conjuntura que travessa la Unió Europea, que constitueix el principal mercat d'exportació dels béns i serveis espanyols, pot compensar, en part, la hipotètica desacceleració immobiliària. Precisament per aquest motiu, l'escenari de contenció gradual del creixement previst per als propers anys té la virtut de presentar un creixement més equilibrat, amb un augment de la inversió de les empreses i de les vendes als mercats exteriors.

28 de maig de 2007

La desacceleració de l'habitatge serà suau i, en bona part, pot ser compensada per altres components de la demanda.

CRONOLOGIA

2006

- 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**.
- març** 8 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,75%.
- abril** 13 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 6/2007 que modifica el règim d'**ofertes públiques d'adquisició** (OPA) i que entrarà en vigor cap a la meitat d'agost.
- maig** 21 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (13.542,9) amb una alça del 8,7% en relació amb el final de l'any 2006.
23 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.223,9) amb uns guanys acumulats del 7,6% en relació amb el final de desembre del 2006.

AGENDA

Juny

- 1 PIB de la zona de l'euro (primer trimestre).
- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
- 5 Índex de producció industrial (abril).
- 6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13 IPC (maig).
- 14 IPC harmonitzat de la UE (maig).
- 15 Balança de pagaments (març).
Enquesta trimestral de cost laboral (primer trimestre).
- 25 Preus industrials (maig). Comerç exterior (abril).
- 26 Ingressos i despeses de l'Estat (maig).
- 28 Avanç IPCH (juny).
Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Juliol

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

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'OCDE apuja la previsió de creixement per al 2007 fins al 2,7%.

Els Estats Units s'alenteixen fins al 2,1% i la zona de l'euro enforteix l'expansió i creix el 2,7%.

Hi ha riscos inflacionistes, i les polítiques monetàries actuaran en conseqüència.

Previsions OCDE: buscar l'equilibri perdut

L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) apuja la previsió de creixement per al 2007 del 2,5% al 2,7%, ritme que s'espera que es repeteixi el 2008. Dins d'aquest escenari central benigne, es preveu un reequilibri del creixement mundial, ja que, mentre els Estats Units encaren un aterratge suau, Europa consolida la recuperació, el Japó manté una trajectòria sòlida i la Xina i l'Índia continuen la vigorosa expansió. Per tant, l'efecte de l'alentiment nord-americà sobre l'economia global no serà el mateix que el 2001, però, amb la sòlida demanda global i l'increment dels nivells d'ocupació, hi ha riscos de sobreescalfament, en especial el 2008. També continuen essent un focus d'atenció els desequilibris fiscals i exteriors, tot i que s'espera que comencin a corregir-se el 2007.

Als Estats Units, més enllà de la continuada feblesa del sector de l'habitatge, que pot retardar la recuperació econòmica, hi ha el risc d'una desacceleració més generalitzada, amb un menor creixement de la productivitat que complicaria la moderació de la inflació. La previsió de creixement per al 2007 i el 2008 es rebaixa al 2,1% i al 2,5%, respectivament.

L'OCDE constata que la recuperació de la zona de l'euro guanya forces i espera que el 2007 el creixement del producte interior brut (PIB) arribi al 2,7% i que el 2008 es moderi fins al 2,3%. Alemanya i Itàlia són els països amb unes perspectives més

sòlides, amb avanços esperats per al 2007 del 2,9% i del 2,0%. Espanya veu com es reforcen els pronòstics del 2007, amb un creixement esperat del 3,6%, però les expectatives per al 2008, amb un avanç previst del 2,7%, són revisades a la baixa. El Japó espera créixer el 2,1% enguany. El període deflacionista encara no ha quedat enrere definitivament, la qual cosa hauria d'empènyer les autoritats monetàries a actuar amb cautela, sense apujar els tipus de manera prematura. No obstant això, l'activitat bancària es recupera, i sembla que el preu dels immobles s'ha estabilitzat, de manera que la previsió de creixement per al 2008 puja fins al 2,4%.

En aquest escenari central benigne, l'OCDE veu riscos. Els baixos nivells d'atur als països membres i la major fortalesa de la demanda global comporten pressions inflacionistes. Els productes intermedis, els costos d'enviament i els aliments han patit substancials augments de preus, que han de ser seguits pels bancs centrals. Als Estats Units, el menor avanç de l'activitat i la feblesa del mercat immobiliari haurien d'ajudar a moderar la inflació i a donar un petit marge de maniobra a la Fed. Per a Europa s'espera que el BCE acabi l'any amb un tipus d'intervenció en el 4,25%.

Pel que fa als desequilibris fiscals i comercials, és una prioritat aprofitar la present conjuntura per millorar el sosteniment a llarg termini de les finances públiques. En aquest sentit, l'experiència demostra que la correcció de les balances fiscals mitjançant el control de la despesa dona més bons resultats, tot i que caldrà res-

PERSPECTIVES ECONÒMIQUES DE L'OCDE (1)

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

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 9 de maig de 2007 (1 dòlar = 119,72 iens = 0,740 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 16 de maig de 2007.

(2) Taxes percentuals de variació en termes reals.

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

(4) En percentatge sobre població activa.

(5) En percentatge del PIB.

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

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

És necessari corregir els dèficits fiscal i exterior.

tringir les baixades d'impostos a curt termini. Pel que fa al sector exterior, milloren lleugerament les perspectives de correcció del dèficit comercial als Estats

Units, mentre que, per a Alemanya i el Japó, es revisen a l'alça els superàvits corrents per al 2007 i el 2008.

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

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 9 de maig del 2007 (1 dòlar = 119,72 iens = 0,740 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 16 de maig del 2007.

(2) En percentatge del PIB.

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

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

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

El creixement dels Estats Units es desaccelera fins al 2,1% per la feblesa exportadora...

Estats Units: esperant vents del comerç més favorables

El vaixell de l'economia nord-americana ve de trampejar tempestats amb un èxit sorprenent. Ni el preu del petroli, ni les pors inflacionistes, ni la feblesa del mercat immobiliari han fet retrunyir una nau que, conscienciosa, segueix la trajectòria

de desacceleració, amb una Fed que, sense perdre els papers, diu que està una mica més preocupada per la inflació que per la falta de creixement.

No obstant això, ateses les últimes dades del producte interior brut (PIB), és el dèficit comercial, vell company de viatge, qui sembla els dubtes a coberta. En el pri-

mer trimestre del 2007, l'economia va créixer el 2,1% interanual. Una desacceleració superior a l'esperada, tot i que la sorpresa més gran va ser que el seu origen no fos la demanda interna, on es temien els efectes de la feblesa immobiliària sobre els endeutats consumidors, sinó el sector exterior.

Lluny de plegar veles, la demanda interna, amb el suport d'un mercat laboral encara fort i d'una bona marxa empresarial, va recuperar el vigor perdut i va créixer l'1,7% en termes anualitzats en relació amb el trimestre anterior, quan el ritme d'avanç s'havia reduït al 0,8%. Aquesta renovada vitalitat es va basar en la continuada força del consum privat i en una recuperació de la inversió no residencial centrada en equips d'informàtica i en programari, que, per efectes de base, no es manifesta en els avanços interanuals. El consum va avançar el 3,8% intertrimestral anualitzat i la inversió no residencial, el 2,1%, després d'haver perdut el 3,1% en el trimestre anterior. Per la seva banda, la inversió en habitatge va continuar sense mostrar senyals clars de recuperació i va cedir el 17,0% en relació amb el trimestre anterior en termes anualitzats.

Al sector exterior, la culpa del deteriorament no és atribuïble, aquest cop, a l'avidesa compradora del públic nord-americà, sinó al mal comportament de les vendes a l'exterior. Mentre les importacions mantenien un perfil baix, les exportacions es van desacelerar de forma considerable i van créixer un pobre 5,5% interanual, enfront del 9,4% del trimestre previ.

Segons la Reserva Federal, els dos factors que més han contribuït en els últims anys al dèficit per compte corrent nord-americà han estat una productivitat laboral més alta en relació amb els principals socis comercials i una demanda mundial feble. La productivitat, que és la capacitat

de fer més amb factors productius constants, creava més expectatives de beneficis, que comportaven una apreciació dels actius empresarials. Això atreia inversors de l'exterior que volien comprar actius nord-americans, la qual cosa reforçava el dòlar i restava competitivitat a les exportacions. Al mateix temps, l'apreciació dels actius, mitjançant l'efecte riquesa, esperonava els consumidors nord-americans a importar més. La feblesa relativa de la demanda dels socis comercials feia la resta, ja que estimulava les exportacions cap als Estats Units.

Però ara no hi ha excuses, ja que aquests dos factors han canviat de signe. La marxa ascendent de la productivitat s'ha desaccelerat i la demanda mundial és avui més robusta que la nord-americana. Conseqüentment, el dòlar s'ha afeblit. Tot plegat hauria de fer més competitius els productes fets als Estats Units i fer evolucionar a l'alça les exportacions. El consens apunta en aquest sentit, però encara cal veure si serà així.

L'índex d'activitat i sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management dona suport a la hipòtesi alcista. En manufactures, va passar, a l'abril, del nivell de 50,9 al de 54,7 punts, sempre per damunt de la barrera de 50, la qual cosa indica que hi ha més optimistes que pessimistes. Els serveis van seguir un patró semblant: van guanyar 4 punts i van arribar fins al nivell de 56,0. En els dos casos, els components que van mostrar més força van ser noves comandes, preus i, de forma significativa, comandes d'exportació.

El contrapunt negatiu cal buscar-lo en la producció industrial, que, a l'abril, va reduir el ritme de creixement fins a un magre 1,9% interanual. I és que la recuperació inversora del primer trimestre del PIB no va passar pel sector industrial, on el material de transport va continuar evolucionant clarament a la baixa.

...però el consum aguanta i la inversió en informàtica i en programari es recupera...

...però el sector exterior punxa.

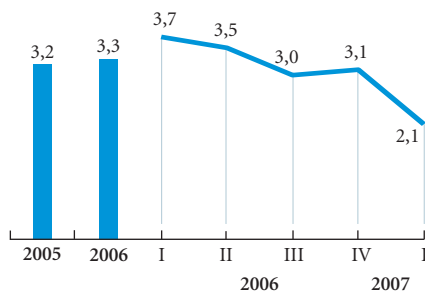
Els factors que han provocat el dèficit exterior han perdut força.

Continua la feblesa a la indústria.

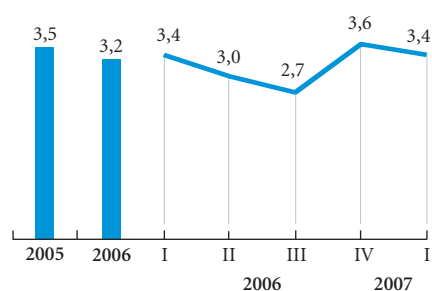
EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

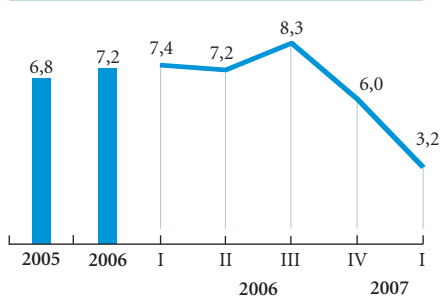
PIB



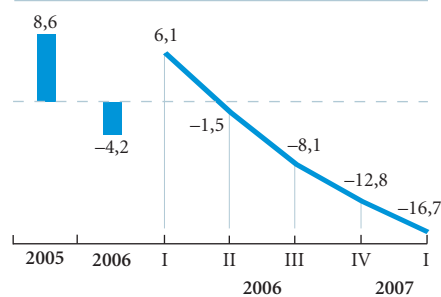
Consum privat



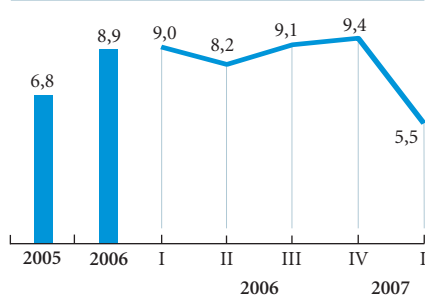
Inversió no residencial



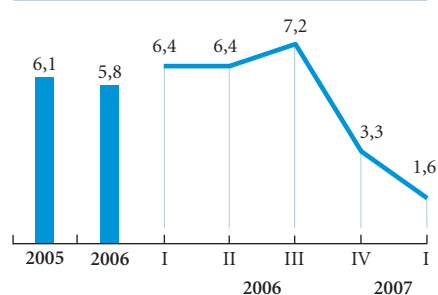
Inversió residencial



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

El sector de l'habitatge continua sense recuperar-se...

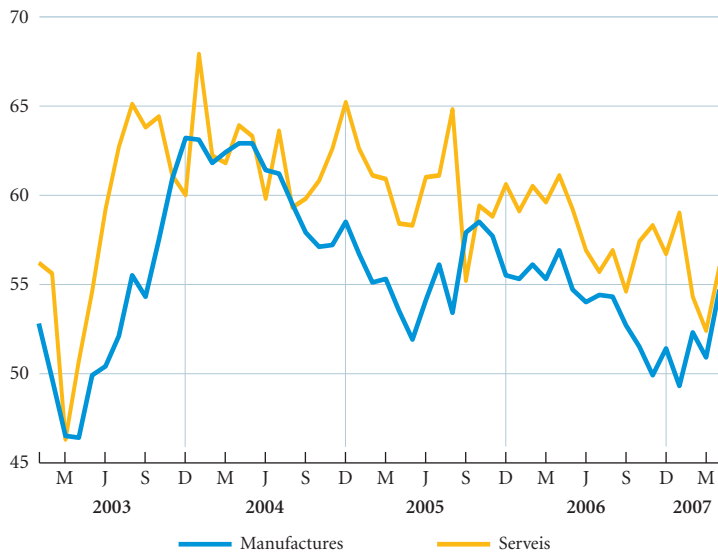
Pel que fa a la demanda, el consum al detall de l'abril va mostrar ja uns símptomes més clars de replègament i va créixer el 3,8% interanual, clarament per sota del 4,5% del març. Malgrat tot, al consum encara li queden forces, ja que la desacceleració ha estat provocada, sobretot, per una revisió a l'alça dels mesos anteriors i per efectes de base. En el mateix sentit, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board de l'abril va baixar fins al nivell dels 104,0 punts, però la percepció de

la situació present continua per damunt de la mitjana de la segona meitat del 2006.

Així, ara com ara, sembla que la demanda interna aguanta més que raonablement bé la crisi de l'habitatge. No obstant això, el sector immobiliari és lluny de veure la claror al final del túnel. Els habitatges iniciats a l'abril van repuntar en relació amb els mesos anteriors, en part gràcies al fet que aquests mateixos mesos van ser revisats a la baixa, però els visats d'obra nova van

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS SÓN MODERADAMENT OPTIMISTES

Nivell dels índexs de l'ISM



FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

cedir el 8,9% en relació amb el març. Atès que aquest és un indicador avançat, la recuperació encara sembla una mica verda.

Si l'oferta s'ho pren amb calma, la demanda també. El nombre de transaccions continua sense recuperar-se, amb unes vendes d'habitatges que, a l'abril, van cedir l'11,9% interanual en el cas dels de segona mà i el 23,5% en el cas dels nous. Confirmant aquesta tendència, la proporció d'habitatges per vendre en relació amb el total ha augmentat amb celeritat i s'ha situat ja el 50% per damunt dels nivells típics de l'última dècada.

No obstant això, tot i aquesta imatge de feblesa, és significatiu el manteniment del nivell de preus: en segona mà, cedeixen el 0,9% interanual i, en nova construcció, ja guanyen el 6,4%, de manera que no hi ha un afebliment de l'efecte riquesa que dona suport al consum privat.

Un consum que es continua basant en el mercat de treball, que, tot i evolucionar a

la baixa, encara va ser capaç de crear 1.881.000 nous llocs de treball en els dotze últims mesos fins a l'abril, combinat amb una taxa d'atur de només el 4,5% de la població activa.

El front inflacionista va generar a l'abril bones notícies, tot i la moderada preocupació de la Fed. L'índice de preus al consum (IPC) general va passar de créixer el 2,8% al 2,6% interanual, i el component subjacent, el general sense energia ni aliments, es va moderar del 2,5% al 2,4%. Aquesta millora és més positiva del que sembla. Eliminant l'important efecte dels lloguers d'habitatges, que encara creixen gairebé el 4%, la resta del component subjacent (el 50% de l'IPC general) es va desaccelerar fins a créixer l'1,2%.

Finalment, cal destacar que el dèficit comercial de béns i serveis va tornar a patir, al març, un nou deteriorament i va arribar als 63.891 milions de dòlars, el 10,4% per damunt del balanç del febrer. El cas és que ni el petroli ni la Xina van tenir-ne la

...però el preu dels immobles es manté.

La inflació es modera i el component subjacent creix el 2,4%.

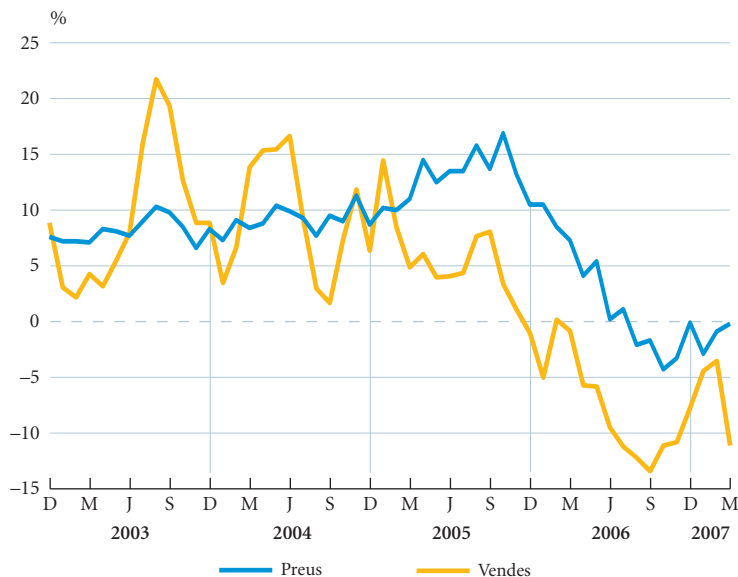
El dèficit comercial es torna a deteriorar per l'alentiment exportador.

culpa. El dèficit, exclòs el petroli, va augmentar el 6,1% fins als 41.000 milions de dòlars i la balança bilateral deficitària amb el gegant groc va ser de 17.246 milions, clarament per sota del registre del

febrer i de la mitjana del 2006. I és que la feblesa exportadora va ser la principal causa de la reculada, la qual cosa ens deixa esperant temps millors, tal com ho auguren les previsions.

ESTATS UNITS: EL PREU DEL TOTXO AGUANTA

Variació interanual del preu i de les vendes de l'habitatge de segona mà



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

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	Febrer	Març	Abril
PIB real	3,2	3,3	3,7	3,5	3,0	3,1	-	2,1	-	-
Vendes al detall	6,6	6,1	7,9	6,4	5,4	5,0	2,2	3,6	4,4	3,2
Confiança del consumidor (*)	100,3	105,9	105,7	106,6	104,4	106,8	110,2	111,2	108,2	104,0
Producció industrial	3,2	4,0	3,3	4,2	5,1	3,5	2,4	2,9	2,1	1,9
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	55,5	53,9	55,6	55,2	53,8	50,9	49,3	52,3	50,9	54,7
Venda d'habitatges unifamiliars	6,6	-17,7	-11,6	-14,4	-22,3	-22,5	-25,6	-19,5	-23,5	...
Taxa d'atur (**)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5
Preus de consum	3,4	3,2	3,7	4,0	3,4	1,9	2,1	2,4	2,8	2,6
Balança comercial (***)	-717	-765	-740	-762	-781	-765	-758	-753	-754	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

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

Japó: el consum es recupera i la inversió flaqueja

El Tokyo Mitsubishi UFJ, el banc més gran del món en termes d'actius, espera per al 2007 una notable caiguda dels beneficis. Els seus competidors, el Sumitomo Mitsui Financial Group i el Mizuho Financial Group, vaticinen uns resultats semblants. El seu problema és que, d'una banda, les empreses demanen menys crèdits i no accepten les últimes pujades de tipus d'interès i, de l'altra, els consu-

midors creuen que paguen massa als bancs pels seus deutes. Una situació que posa de manifest les diferents arestes que caracteritzen el moment present de l'economia nipona.

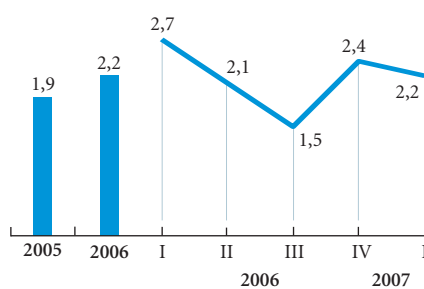
El PIB del primer trimestre del 2007 va créixer el 2,2% interanual, una mica menys que en el període anterior, i va prosseguir l'expansió de perfil baix coherent amb les possibilitats demogràfiques del país. Tot i la moderada desacceleració, hi ha dos elements clarament positius. En primer lloc,

El Japó creix el 2,2% amb més consum i menys inversió.

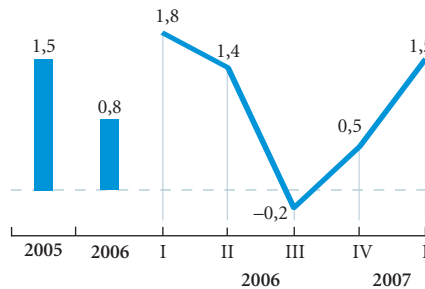
EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

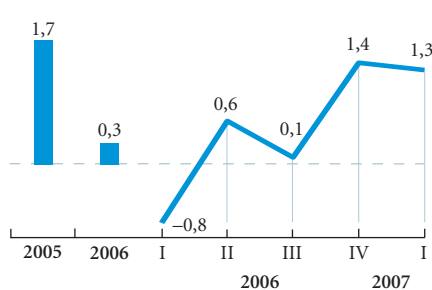
PIB



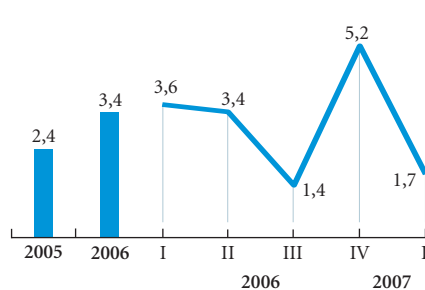
Consum privat



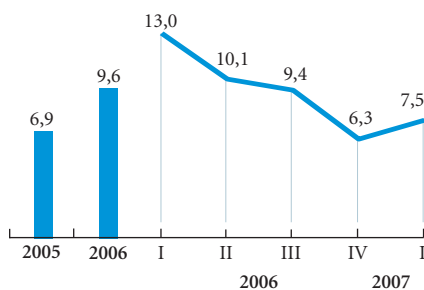
Consum públic



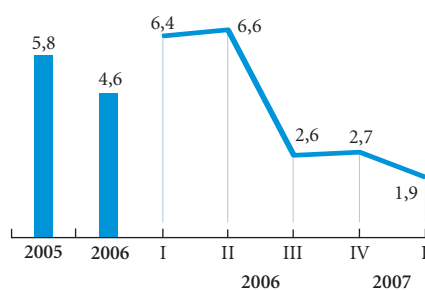
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

La continuïtat d'un consum privat més intens hauria d'incrementar els rendiments de les inversions...

cal destacar l'acceleració del consum privat, que va créixer l'1,5% interanual, enfront del 0,5% del final de l'any. En segon lloc, les exportacions de béns i serveis van repuntar amb força després de certs dubtes i van guanyar el 7,5%, resultat que, combinat amb la moderació importadora, va empènyer la contribució al creixement de la demanda interior. L'element de fre va ser, aquest cop, la inversió en equipament, que, després de mostrar-se molt forta al llarg del 2006, va patir una intensa desacceleració i va passar d'increments del 10,9% a guanys del 4,9% interanual.

Aquest fet té una doble lectura. D'una banda, indica un sentiment empresarial més tebi, que també es pot observar en la reculada de l'índex Tankan de sentiment empresarial per a grans firmes manufactureres, que publica el Banc del Japó, el nivell del qual va passar en el primer trimestre de 25 a 23 punts. Les comandes de maquinària tampoc no auguren una recuperació propera de la inversió. Més enllà del constant augment de la proporció que representen les comandes destinades a l'exportació, tant les destinades a l'exportació

com les que atenen la demanda interna van patir al març reculades superiors al 15% interanual que no afavoreixen el volum de negoci del Tokio Mitsubishi. De l'altra, tradicionalment al Japó ha faltat consum i ha sobrat a vegades una inversió que, per regla general, rendeix menys que en altres països. Amb aquests baixos rendiments, s'entenen els problemes dels bancs a l'hora de passar als clients les últimes pujades de tipus d'interès. Per tot plegat, la combinació de més consum privat i més vendes a l'exterior amb una inversió d'equipament més moderada, si continua, s'hauria d'entendre com un factor de correcció positiu que hauria de comportar rendiments més elevats del capital productiu.

Una continuïtat que és lluny de confirmar-se en el cas del consum privat, segons es desprèn de les febles vendes al detall del març. En el cas dels automòbils, l'abril va ser el mes amb menys vendes des del gener de 1998, resultat que va dur el total dels dotze últims mesos a perdre el 9,1% interanual. L'índex de confiança del consumidor del primer trimestre del 2007 va baixar lleugerament de 47,0 fins a 46,7

...però els indicadors de consum no són forts...

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

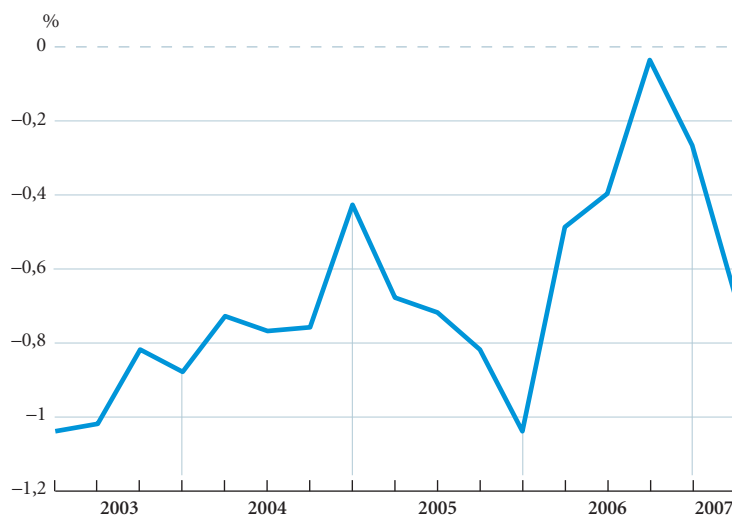
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006				2007		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	1,9	2,2	2,7	2,1	1,5	2,4	-	2,2	-
Vendes al detall	1,4	0,2	0,6	-0,2	0,4	-0,1	-0,8	-0,3	...
Producció industrial	1,5	4,5	2,6	4,0	6,0	5,3	3,2	4,5	3,2
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	18,0	22,5	20,0	21,0	24,0	25,0	-	23,0	-
Habitatges iniciats	3,9	4,5	4,9	8,9	-0,8	5,4	-0,8	-9,9	5,5
Taxa d'atur (**)	4,4	4,1	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Preus de consum	-0,3	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,1
Balança comercial (***)	10,2	9,4	9,5	9,1	8,9	9,4	9,9	9,8	10,3

NOTES: (*) Valor.
 (**) Percentatge sobre població activa.
 (***) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
 FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

JAPÓ: LA DEFLACIÓ ES RESISTEIX A DESAPARÈIXER

Variació interanual del deflactor del consum del PIB



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

punts, i la propensió a l'estalvi del març va continuar augmentant en relació amb el mateix període de l'any anterior, tot i que la taxa d'atur del març es va mantenir en un baix 4,0% de la població activa. Per la seva banda, el mercat immobiliari va continuar mostrant signes de feblesa a l'abril, amb fortes davallades en la quantitat d'habitatges venuts i amb uns preus estancats. No obstant això, al març, els habitatges iniciats van tenir un cert repunt. L'oferta es va afegir al perfil baix, amb una producció industrial que, en aquest mes, es va desaccelerar i va passar de créixer el 4,5% al 3,2% interanual.

Al front dels preus, continuen dominant els números vermells. L'IPC del març va perdre el 0,1% interanual, que, un cop exclosos els aliments frescos, va quedar en una reculada del 0,3%. Per la seva banda, el deflactor del consum privat del primer trimestre va perdre el 0,2% en relació amb el període anterior, tot i que la tendència de fons continua essent a l'alça i apunta al final del període deflacionista cap al final de l'any. Coherent amb les dades del PIB, la balança comercial dels dotze últims mesos fins al març es va enfilair fins als 10,3 bilions de iens, el 8% per damunt del mateix període de l'any passat.

...i els preus continuen baixant.

Llatinoamèrica: l'estabilitat recuperada

Sembla que els temps de bonança econòmica han arribat a Llatinoamèrica. Després d'uns turbulents anys vuitanta i noranta, en què la regió va patir un seguit de crisis financeres tant d'origen intern com extern, el cert és que l'última dècada ha representat la recuperació d'una certa estabilitat. Des de la crisi financera del Brasil del 1998, el famós col·lapse argentí del 2001 ha estat l'excepció i no la regla a la regió.

Per examinar en què consisteix la conquesta de l'estabilitat macroeconòmica a Llatinoamèrica, ens fixem en un indicador clau: la inflació. Durant els vuitanta i els noranta, els països llatinoamericans eren incapaços de contenir la despesa pública, mentre que la recaptació impositiva era insuficient. Per aquest motiu, havien de recórrer periòdicament a la monetització de la despesa pública, és a dir, havien d'imprimir diners per cobrir una part significativa del pressupost i pagar el deute existent. Això va provocar taxes d'inflació anuals de tres, quatre i fins i tot cinc dígits (el 1985 Bolívia va tenir una taxa d'inflació de l'11.750% i, al Brasil i l'Argentina, la inflació va superar el 1.000% en tres ocasions en cada país). Les crisis eren recurrents.

No obstant això, des de la meitat dels noranta, l'estabilitat en la inflació s'ha consolidat a la regió. En la següent taula, hem separat en un «abans» i un «després» l'evolució de la inflació des del 1980. L'any de tall s'escull en el moment en què la inflació va creuar el llindar del 20% anual per no tornar a passar-lo. És a dir, la columna de l'«abans» presenta la inflació anual mitjana en el període entre 1980 i l'any de canvi, mentre que la columna del «després» recull el període entre l'any del canvi i el 2006. Com es pot observar, tots els països han estat capaços d'abaixar les taxes d'inflació per sota del 10% de mitjana. L'única excepció és Veneçuela, on la inflació era relativament baixa fins a l'any 1986 i, de llavors ençà, no ha tornat a baixar de forma permanent del 20%. Per aquest motiu, al contrari que a la resta de països, a Veneçuela l'«any del canvi» és l'any en què la inflació va pujar del 20% i no ha tornat a baixar.

INFLACIÓ MITJANA ANUAL

	Abans (%)	Després (%)	Any del canvi
Argentina	628,3	6,3	1993
Bolívia	1.724,7	8,5	1987
Brasil	740,0	7,8	1996
Colòmbia	22,8	6,5	1999
Equador	39,3	5,7	2002
Mèxic	44,7	5,4	2000
Perú	916,1	6,3	1995
Uruguai	55,7	8,6	1998
Veneçuela	12,6	37,5	1986
Xile	21,3	5,3	1992

NOTA: Any del canvi descrit al text.

FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Per què s'ha reduït la inflació en aquesta última dècada? En els fallits plans d'estabilització dels anys vuitanta i començament dels noranta, els països adoptaven un tipus de canvi fix, generalment amb el dòlar nord-americà, per controlar la inflació. La idea consistia a limitar el creixement de la massa monetària vinculant la quantitat de diners que un país podia emetre a l'acumulació de reserves internacionals en el banc central. No obstant això, aquests règims canviaris no eren creïbles, perquè el problema fiscal no s'abordava: al final, les autoritats del país tornaven a fer el mateix, gastaven en excés, imprimien diners i el sistema saltava pels aires. El pla de convertibilitat argentí amb tipus de canvi fix amb el dòlar va funcionar entre els anys 1993 i 2001, però la falta de disciplina fiscal, exemplificada en l'emissió de «patacones» (bons dels governs provincials que podien ser utilitzats com a diners), va fer que la situació es tornés insostenible.

Una causa important de la recent estabilitat de la regió hem de buscar-la en les reformes institucionals. Cal destacar l'adopció de règims de política monetària d'objectius d'inflació (*inflation targeting*) en l'última dècada, seguint la tendència dels països industrialitzats. Sota aquest règim de política monetària, adoptat formalment per Brasil, Xile, Colòmbia, Mèxic i Perú, el banc central es dedica exclusivament a assolir un objectiu numèric d'inflació i té prou independència per aconseguir-ho. Per tant, un dels pilars d'aquests règims és que es prohibeix que el banc central financi el govern. Es podria pensar que un règim de tipus de canvi fix amb prohibició de finançar el govern també podria tenir èxit a l'hora de proporcionar estabilitat macroeconòmica. No obstant això, quan un país adopta un tipus de canvi fix, ha d'acceptar la política monetària del país a la moneda del qual fixa el tipus de canvi, i pot ser que el que és adequat en un país no ho sigui en un altre. Aquest va ser un dels problemes d'Argentina en la crisi del 2001: el problema principal era la falta de disciplina fiscal, però la fortalesa de la divisa nord-americana en aquella època, a la qual el peso estava ancorat, va fer perdre competitivitat a les exportacions argentines en relació amb les dels països veïns que tenien tipus de canvi flexibles, situació que va agreujar la recessió. Així, doncs, l'avantatge addicional d'un règim d'objectius d'inflació és que el tipus de canvi és flexible, la qual cosa permet al país esmorteir millor els xocs externs i fixar la política monetària d'acord amb les condicions internes del país.

No obstant això, cal reconèixer que la conjuntura econòmica mundial ha estat molt bona i que és més fàcil fer bé els deures quan els vents són favorables que quan són desfavorables: el diferencial de tipus d'interès entre les economies emergents i les industrialitzades s'ha situat en mínims històrics (menys de 200 punts bàsics); l'economia mundial ha crescut a un ritme rècord en els trenta últims anys (5,4% el 2006, d'acord amb l'FMI), i la inflació ha baixat a tot el món, i no solament als països que han adoptat un règim d'objectius d'inflació. A més a més, la posició externa de les economies llatinoamericanes ha millorat, ja que la relació d'intercanvi és molt favorable a causa de l'apetència xinesa de primeres matèries que produeix la regió. Per tant, cal preguntar-se què podria succeir si la conjuntura es tornés menys favorable. Tornaria la regió a la situació anterior, amb crisis financeres recurrents, problemes fiscals i hiperinflació? O Llatinoamèrica ha ingressat a la divisió d'honor de la gestió macroeconòmica per quedar-s'hi?

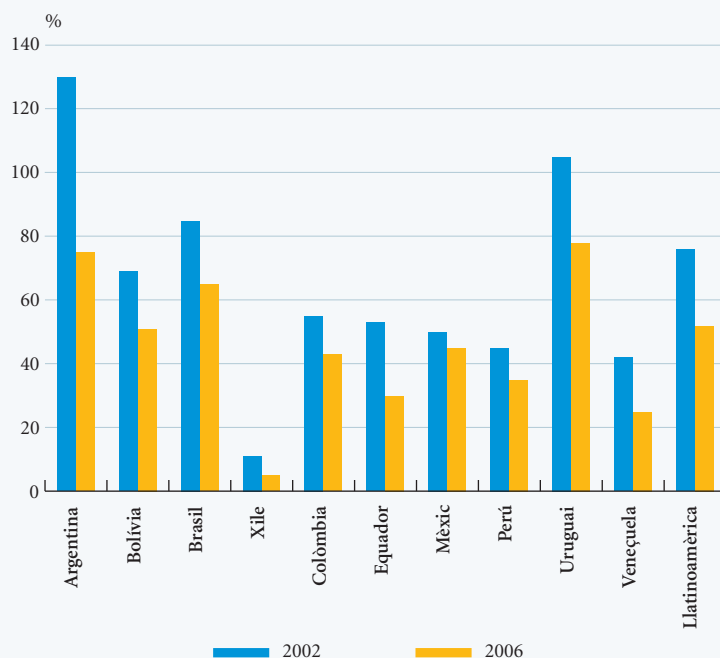
Algunes dades recents permeten ser moderadament optimistes de cara al futur. Segons un estudi de l'FMI, la política fiscal a la regió en la recent fase expansiva s'ha tornat menys procíclica quan es compara amb les fases expansives dels anys noranta.⁽¹⁾ Entre els anys 2002 i 2006, els comptes públics han millorat, en lloc d'empitjorar com en anteriors expansions. A més a més, les restriccions fiscals que imposa la política monetària d'objectius d'inflació, la renegociació del deute argentí i els ingressos addicionals derivats de l'augment de preus de les primeres matèries han fet baixar els nivells de deute públic de la regió de manera significativa: el nivell de deute era del 76% del PIB el 2002 i lleugerament superior al 54% el 2006. Malgrat aquest descens, el nivell de deute llatinoamericà és superior al que es registrava el 1996, de manera que les vulnerabilitats davant de condicions econòmiques menys favorables persisteixen.

Per acabar, cal preguntar-se en què s'ha beneficiat la regió de l'estabilitat macroeconòmica obtinguda recentment. A la taula següent presentem la mitjana de creixement anual per a cada país, dividint el període mostrat en un «abans» i un «després» d'acord amb el criteri escollit per a la inflació. El resultat és una mica descoratjador: malgrat que, amb l'estabilitat macroeconòmica, les taxes de creixement a la regió han augmentat a la majoria de països, encara no han assolit els nivells dels països emergents del sud-est asiàtic o de l'Europa de l'Est. Per tant, sembla que l'estabilitat macroeconòmica és un ingredient necessari, però no suficient, per obtenir uns nivells de creixement econòmic que permetin reduir de manera significativa la pobresa i la desigualtat. Això afe-

(1) Vegeu *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, Fons Monetari Internacional, Washington, DC. Novembre de 2006.

IMPORTANT DESCENS DEL DEUTE PÚBLIC ALS PAÏSOS LLATINOAMERICANS

Deute públic en relació amb el PIB



FONT: FMI.

geix clarament un risc polític a l'estabilitat macroeconòmica: si la població no percep un augment del benestar, és més probable que surtin elegits governs populistes amb plans sobre polítiques macroeconòmiques, inclosa la reversió d'algunes reformes institucionals, que podrien dur la regió als problemes que l'han castigat durant tant de temps. Ara que Llatinoamèrica ha aconseguit estabilitzar les turbulències que afectaven la seva economia, ha arribat l'hora de dur l'avió a una velocitat de creuer superior.

CREIXEMENT DEL PIB REAL MITJÀ ANUAL

	Abans (%)	Després (%)	Any del canvi
Argentina	0,8	3,1	1993
Bolívia	1,4	3,4	1987
Brasil	2,6	2,5	1996
Colòmbia	3,2	3,9	1999
Equador	2,5	4,9	2002
Mèxic	2,9	2,9	2000
Perú	0,6	4,8	1995
Uruguai	2,7	1,1	1998
Veneçuela	0,1	2,7	1986
Xile	4,6	5,0	1992

NOTA: Any del canvi descrit al text.

FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Brasil guanya fora el que perd dins

L'economia brasilera espera per al primer trimestre del 2007 mantenir el ritme d'avanç del final de l'any amb una lleugera tendència a l'alça. Amb la bona marxa de la inflació, el superàvit comercial i la continuïtat de l'expansió, cal esperar que es redueixi la taxa d'atur, que és l'assignatura pendent en aquest bon moment de la conjuntura econòmica.

Els indicadors mensuals de demanda ofereixen bones perspectives de cara al creixement del primer trimestre, amb unes vendes al detall que, al març, mantenint la tònica del començament de l'any, es van accelerar fins a créixer l'11,5% interanual. Les compres d'automòbils van seguir un patró similar, amb un avanç del 14,4%. Pel que fa a l'oferta, els avanços van ser una mica més mesurats. La producció industrial va tenir un increment del 3,9% al març, encara relativament modest, però la tendència de fons és a l'alça. La producció industrial de béns d'inversió va guan-

yar un robust 12,7% interanual, que, tot i ser inferior al 17,7% del gener, va mantenir la via alcista.

La inflació moderada continua essent un dels punts forts de l'economia brasilera, amb un IPC que, a l'abril, es va continuar mostrant molt estable i va avançar el 3,0% interanual, tot i l'increment del consum. El contrapunt negatiu el continua posant l'atur. La taxa d'atur de la regió de São Paulo, després d'exhibir una lenta tendència a la baixa que l'havia deixat en el 14,3% al final del 2006, va tornar a repuntar al març fins al 15,9% de la població activa, resultat que representa un maldecap per a un govern que fa equilibris entre conservar la pau social i garantir l'estabilitat macroeconòmica.

Al sector exterior és on l'economia brasilera mostra la seva cara més favorable, ja que ha consolidat un superàvit comercial que, en els dotze últims mesos fins a l'abril, va continuar creixent fins als 46.700 milions de dòlars. Una millora que va te-

Brasil espera mantenir l'elevat creixement en el primer trimestre.

La demanda i la indústria continuen guanyant força...

...i els preus només pugen el 3%, tot i que l'atur és alt.

BRASIL: LA INDÚSTRIA APUNTA A LA CONTINUÏTAT DE L'EXPANSIÓ

Variació interanual de la producció industrial i del PIB en termes reals



FONTS: IPEA i elaboració pròpia.

BRASIL: 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	Febrer	Març	Abril
PIB real	2,9	3,6	3,9	1,6	4,4	4,6	—	...	—	—
Producció industrial	3,1	2,8	4,6	0,9	2,8	3,2	4,5	3,0	3,9	...
Taxa d'atur São Paulo (*)	17,0	15,9	16,3	16,9	16,0	14,3	14,4	15,3	15,9	...
Preus de consum	6,9	4,2	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Balança comercial (**)	44,8	46,1	45,7	44,5	46,1	46,1	45,8	45,9	45,6	46,7

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

Argentina espera la continuïtat de l'expansió.

nir lloc malgrat el vigor importador, gràcies a la força de les exportacions, que van augmentar el 26,6% interanual.

Argentina espera continuar creixent

L'economia argentina espera continuar creixent amb força en el primer trimestre, combinant la robusta demanda interna amb el superàvit exterior, però la inflació i l'atur milloren amb massa lentitud.

Les vendes al detall van continuar incrementant la seva portentosa marxa al març i van guanyar el 28,9% interanual a la regió de Buenos Aires. Les vendes als grans magatzems també van créixer el

30,6% en el mateix període. Un indicador d'aquesta continuada recuperació de la demanda és l'adquisició d'automòbils, que, en els dotze últims mesos fins al març, es va situar en el 73,9% del màxim històric del març de 1998, quan fa un any només estava en el 54,4%.

Pel que fa a l'oferta, les coses van una mica més assossegades, amb una producció industrial que, al març, es va accelerar fins a créixer el 4,4% interanual, amb un manteniment de l'avanç de l'índex d'activitat industrial. No obstant això, la construcció va punxar al març, amb l'Indicador Sintètic de l'Activitat en Construcció (ISAC) reculant el 2,6% interanual després de dos mesos d'avanços.

Els indicadors de demanda avancen amb força, però la construcció flaqueja.

ARGENTINA: 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	Febrer	Març	Abril
PIB real	9,2	8,5	8,8	7,7	8,7	8,6	—	...	—	—
Producció industrial	7,6	7,6	6,7	8,7	9,2	6,1	5,2	2,6	4,4	...
Taxa d'atur (*)	11,6	10,2	11,4	10,4	10,2	8,7	—	9,8	—	—
Preus de consum	9,6	10,9	11,6	11,4	10,6	10,1	9,7	9,6	9,1	8,9
Balança comercial (**)	11,7	12,3	11,7	12,3	11,6	12,3	11,9	11,9	11,6	11,4

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

ARGENTINA: EL RISC INFLACIONISTA ES RESISTEIX

Variació interanual de l'IPC



FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

La inflació continua essent la incògnita de la present expansió. L'IPC es continua moderant, però el procés és lent, i els principals veïns de la regió li duen avantatge. A l'abril, els preus van pujar el 8,9% interanual, que constitueix una lleugera millora en relació amb el 9,8% en què va acabar el 2006. La taxa d'atur continua essent una altra qüestió que cal millorar. Després d'e-

volucionar a la baixa fins al final de l'any, malgrat el creixement de la demanda, la davallada de l'activitat constructora va comportar que, en el primer trimestre del 2007, hi hagués un repunt des del 8,7% fins al 9,8% de la població activa. Per la seva banda, el superàvit comercial es va mantenir estable i, en els dotze últims mesos fins al març, va ser d'11.700 milions de dòlars.

La inflació continua essent un risc al qual s'afegeix la persistència de l'atur.

Quatre anys de creixement, cent anys de prosperitat?

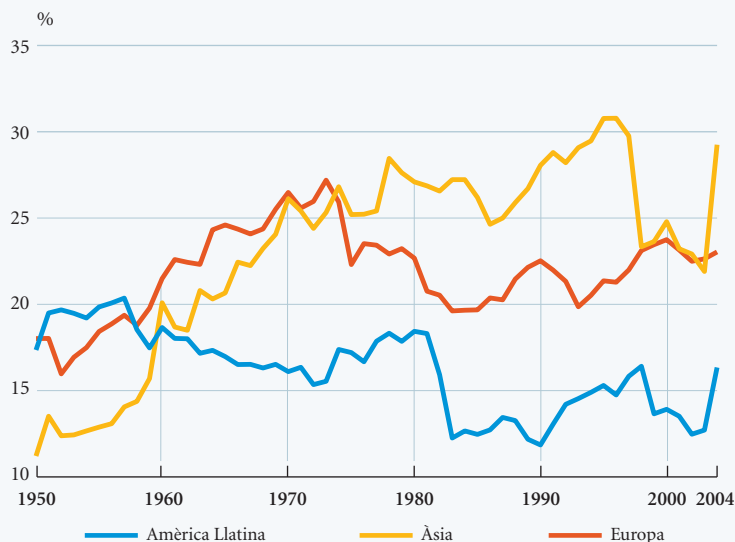
En complir-se el quart any consecutiu de creixement econòmic, es respira un cert optimisme a l'Amèrica Llatina. Des del 2002, any de l'última crisi, la regió ha registrat una mitjana de creixement del PIB superior al 4%, i les previsions per al 2007 apunten a un creixement del 5%. La història moderna de l'Amèrica Llatina és, però, la d'un continent que no ha aconseguit fer dues passes seguides endavant sense fer-ne, com a mínim, una endarrere. Des del 1970, qualsevol etapa de bonança econòmica, sense cap excepció, ha acabat en una crisi sobtada que ha arrossegat el capital econòmic, polític i social que tants anys de construcció requereixen. Hi ha motius per creure que alguna cosa ha canviat? Ha trobat Llatinoamèrica el camí cap al creixement estable i durador?

El dinamisme recent de les economies llatinoamericanes s'explica, en part, pel renovat impuls de la demanda externa –sobretot des d'Àsia–, per la recuperació de la demanda interna estimulada pels baixos tipus d'interès i per la consolidació de l'estabilitat macroeconòmica (vegeu el requadre «Llatinoamèrica: l'estabilitat recupera-

da» a la pàgina 15). Llevat de l'últim, aquests factors tenen un caràcter conjuntural i, tot i que poden explicar l'acceleració del creixement recent, no garanteixen el creixement a mitjà i a llarg termini. El creixement econòmic d'un país és degut a l'acumulació de factors –treball, capital físic i capital humà– i a la millora de la productivitat amb què s'utilitzen aquests recursos a l'hora de produir béns i serveis. En aquest sentit, no sembla que els països de l'Amèrica Llatina hagin acabat els deures.

AMÈRICA LLATINA, A LA CUA EN INVERSIÓ DES DELS ANYS SEIXANTA

Inversió en relació amb el PIB



FONTS: Penn World Tables 6.2 i elaboració pròpia.

Des de la dècada dels seixanta, el nivell mitjà d'inversió en capital físic (en percentatge del PIB) s'ha mantingut molt endarrerit en relació amb la mitjana dels països de la UE 12 i encara més en relació amb la dels països asiàtics (vegeu el gràfic anterior). Pel que fa al capital humà, no sembla tampoc que les polítiques educatives a l'Amèrica Llatina donin el resultat desitjat. Per bé que la regió té un percentatge mitjà de població amb estudis primaris força semblant al d'Àsia, els Estats Units o Europa, el seu dèficit en educació secundària és notable. Com ho mostra la taula adjunta, la qualitat educativa també hauria de millorar: tant en ensenyament matemàtico-científic com en qualitat del sistema educatiu o en accés de les escoles a les noves tecnologies, la mitjana llatinoamericana és inferior a la d'altres regions.

En definitiva, la poca inversió i la pobra formació de la població activa haurien contribuït al baix creixement a l'Amèrica Llatina durant l'últim terç del segle vint. Així i tot, les dades indiquen que el factor que més ha frenat el creixement en aquesta regió ha estat la pobra evolució de la productivitat, amb taxes de creixement sempre inferiors a la mitjana global (fins i tot, a vegades, negatives) des dels anys setanta.

La constatació que el modest creixement a Llatinoamèrica es pot atribuir als pobres nivells d'inversió i al lent avanç en productivitat és només el primer pas per entendre les causes del creixement. Immediatament se'ns plantegen altres preguntes: per què l'Amèrica Llatina inverteix tan poc?, per què no millora la productivitat? La resposta cal buscar-la en les qualitats d'un país que promouen (o frenen) l'acumulació de factors i la seva pro-

ductivitat. Entre les diferents hipòtesis considerades per la investigació econòmica com a possibles «determinants de fons», en destaquen tres: geografia, institucions i integració econòmica.

LA BAIXA QUALITAT DEL SISTEMA EDUCATIU TAMBÉ FRENA EL CREIXEMENT

	Taxa d'escolarització en primària (%)	Taxa d'escolarització en secundària (%)	Preparació en matemàtiques i ciències (índex de 0 a 10)	Qualitat sistema educatiu (índex de 0 a 10)	Qualitat escoles públiques (índex de 0 a 10)	Accés a Internet a les escoles (índex de 0 a 10)
Amèrica Llatina	94,9	66,6	4,4	3,8	3,5	4,5
Àsia (*)	93,4	80,2	7,1	6,1	6,2	6,6
Europa	98,9	94,0	6,8	6,5	7,5	7,3
Estats Units	92,4	89,3	6,5	6,9	7,1	8,5

NOTES: Les dades de matrícula són per al 2004. Els índexs de qualitat, per al 2005-2006.

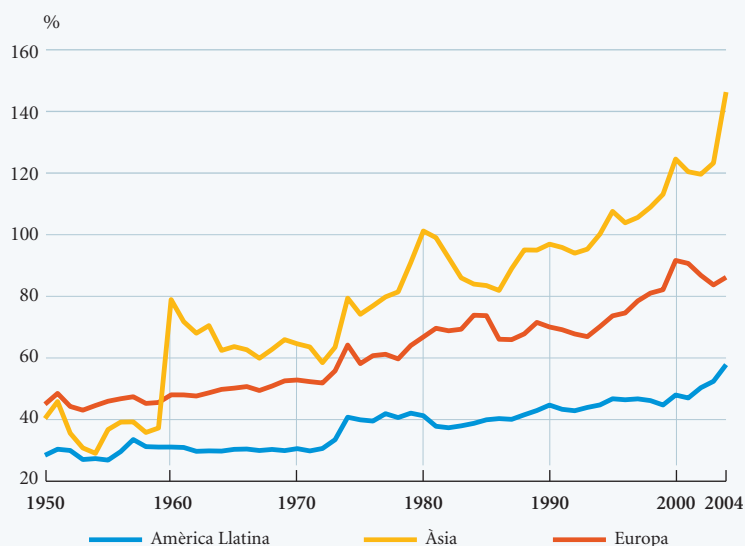
(*) Taxa de matrícula secundària a Àsia per a l'any 2000.

FONTS: *World Development Indicators* (Banc Mundial), *The Global Information Technology Report* (World Economic Forum) i elaboració pròpia.

La hipòtesi geogràfica sosté que el clima, l'ecologia i la geografia d'un país condicionen molt el seu grau de desenvolupament econòmic. Segons Jeffrey Sachs, catedràtic de la Universitat de Columbia, alguns països corrien amb avantatge la carrera del creixement en disposar de millor accés a recursos naturals, millor accés a rutes navegables, proximitat a països rics o una climatologia favorable. No obstant això, tot i que una geografia complicada podria explicar, per exemple, el pobre creixement de Bolívia, no podem dir el mateix de la majoria de països llatinoamericans i molt menys afirmar que les tendències divergents entre Àsia i l'Amèrica Llatina són degudes a rutes navegables o al clima.

OBERTURA COMERCIAL: L'AMÈRICA LLATINA CONTINUA ENDARRERIDA

Exportacions i importacions en relació amb el PIB



NOTA: Obertura comercial mesurada com exportacions més importacions sobre PIB.

FONTS: *Penn World Tables 6.2* i elaboració pròpia.

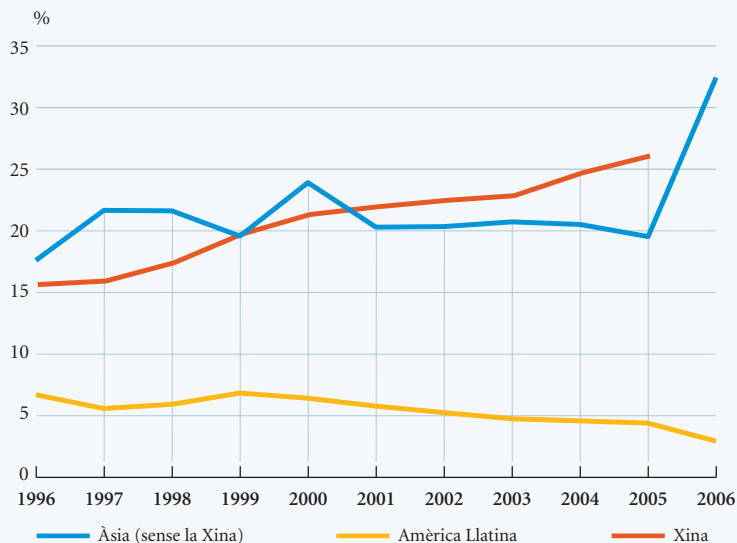
Una segona teoria defensa que la qualitat de les institucions és el determinant clau del creixement econòmic. En un treball recent, Jeromin Zettelmeyer, economista del Fons Monetari Internacional, argumenta que la qualitat institucional a Llatinoamèrica, en general, ha millorat des dels anys setanta, tot i que, recentment, ha patit una reculada en nivells de corrupció i protecció del dret de propietat en alguns països. De tota manera, en general es coincideix en la idea que encara queda un llarg camí per recórrer, com es posa de manifest en el requadre de la pàgina 34.

Finalment, la importància de l'obertura comercial per al creixement d'un país és una hipòtesi de pes en la disciplina econòmica, i hi ha qui li atribueix el mèrit principal en l'èxit dels miracles asiàtics. L'impuls del comerç al creixement actua mitjançant la seva capacitat de millorar l'assignació dels recursos, fomentar la competència i difondre la tecnologia i el coneixement. Tot i la seva clara aposta per la liberalització comercial des del final dels anys vuitanta i l'entrada d'aire fresc que ha aportat l'explosió de la demanda xinesa en l'últim lustre, el cert és que Llatinoamèrica té una assignatura pendent en el terreny del comerç exterior. El seu grau d'obertura comercial només ha experimentat lleugeres millores i es manté molt tancat en relació amb altres regions del món i, en especial, amb Àsia, com es posa de manifest al gràfic anterior.

Així mateix, les exportacions llatinoamericanes continuen concentrades en productes primaris i en manufactures de baix contingut tecnològic, situació que contrasta clarament amb la dels països asiàtics. Aquest tipus d'especialització no solament exposa les economies de l'Amèrica Llatina a la volatilitat que caracteritza els mercats d'aquests productes, sinó que també limita els beneficis del comerç.

MÉS EXPORTACIÓ DE BÉNS AMB ALT CONTINGUT TECNOLÒGIC A ÀSIA QUE A LLATINOAMÈRICA

Exportacions de béns d'alt contingut tecnològic en relació amb el total de béns



NOTA: Els béns d'alt contingut tecnològic inclouen: aeronàutica, farmàcia i equipament elèctric, electrònic, òptic, fotogràfic, tècnic i mèdic (classif. 85, 88, 90 i 30 de l'HS2002).

FONTS: UN Comtrade i elaboració pròpia.

En definitiva, queda camí per recórrer. L'Amèrica Llatina hauria d'aprofitar l'oportunitat que la conjuntura favorable li ofereix per invertir en els pilars del creixement: institucions, capital humà i obertura comercial. Aquestes són les claus per escriure la seva història de cent anys (o més) de prosperitat.

Primeres matèries: alces al maig

El preu del petroli de qualitat Brent va marcar 71,21 dòlars per barril el 25 de maig, preu màxim des de l'agost del 2006. El preu del cru va recular el 15% durant els 15 primers dies de gener, però, de llavors ençà, la seva trajectòria ha estat ascendent. La tensió geoestratègica a l'Iran i la inestabilitat a Nigèria durant el mes de maig van pressionar el preu a l'alça.

Les pujades del preu del cru han anat acompanyades de l'alça dels preus de les primeres matèries agrícoles. En el mes de maig, el cacau va pujar el 9,8%; la soja, el 9,4%; el cafè, el 8,0%; el blat de moro, el 4,3%, i el cotó, l'1,8%. En la majoria dels casos, les males notícies sobre el creixement de l'oferta van ser la causa d'aquests increments. Per exemple, s'espera que el consum de cafè sigui el 5,4% superior a la seva producció durant la campanya

2007-2008. En el cas del blat, es dona la paradoxa que, mentre Ucraïna, que és l'octau exportador de blat, ha comunicat oficialment la pèrdua de 400.000 hectàrees de cultiu a causa de la sequera que pateix el país, als Estats Units les fortes pluges i les inundacions a Kansan i Oklahoma han fet perillar les collites de dos dels estats amb més producció de blat.

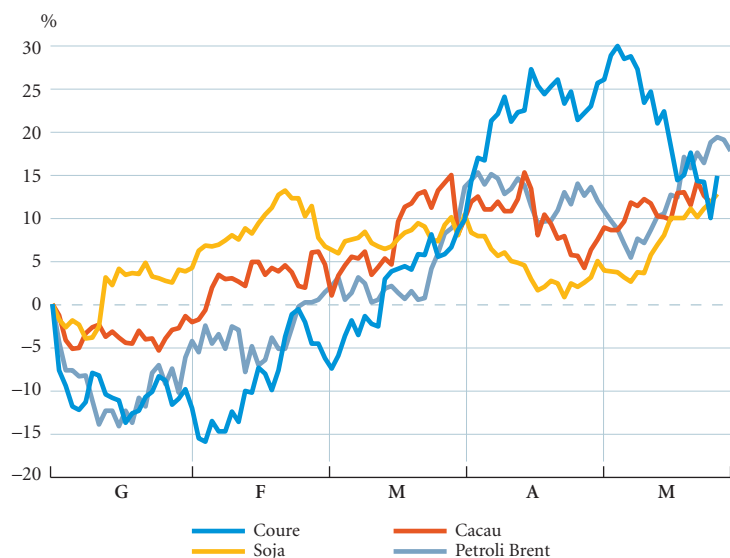
Pel que fa als metalls, el plom va pujar el 4,6%, però la resta (or, plata, alumini i zinc) van caure durant el mes de maig al voltant del 4,5%, en un moviment de consolidació dels nous màxims assolits durant els últims mesos. L'única excepció va ser el coure, que va caure al voltant del 12,4% per la sobreoferta del metall, tot i el creixement mundial. En tots els casos, els alts preus continuen essent el reflex de la intensitat de la producció industrial mundial i de la necessitat d'incrementar els nivells d'existències.

El petroli manté la tendència alcista en el mes de maig per la inestabilitat a l'Iran i a Nigèria.

El preu de les matèries primeres agrícoles puja per la previsió d'una menor oferta, i els metalls consoliden els nivells de preus.

NOU RALLY DE LES PRIMERES MATÈRIES

Variació del preu de les primeres matèries des de l'1 de gener del 2007



FONT: Bloomberg.

UNIÓ EUROPEA

La Comissió Europea augura un 2007 més expansiu i preveu un creixement del 2,6% a la zona de l'euro...

...gràcies al millor comportament de la inversió i a l'acceleració del consum privat.

Previsions de la Comissió Europea: revisió a l'alça, més optimisme

La Comissió Europea ha publicat les seves previsions de primavera, en les quals revisa a l'alça el creixement de l'economia sense modificar l'estimació d'inflació controlada en relació amb les anteriors previsions de tardor de l'any passat. Segons l'executiu comunitari, enguany la Unió Europea dels 27 creixerà el 2,9% interanual (3,0% el 2006), per després cedir lleugerament en la seva embranzida amb un avanç del producte interior brut (PIB) del 2,7% el 2008. La zona de l'euro replicarà aquest cicle i creixerà el 2,6% el 2007 i el 2,5% el 2008. El 2006 el creixement registrat a la zona de l'euro va ser del 2,7%.

Els dos pilars del creixement seran la inversió i una acceleració del consum privat. La inversió en equipament rebrà el

suport de la millora d'expectatives de demanda, de les condicions financeres, dels beneficis empresarials, de l'elevada utilització de capacitat i de la necessitat d'invertir en noves tecnologies.

La forta creació d'ocupació i l'increment salarial, combinats amb una inflació moderada, milloraran el creixement de la renda neta disponible dels consumidors. A més a més, la creació d'ocupació ha impulsat a l'alça la confiança dels consumidors. La Comissió Europea preveu una creació de 5,5 milions de llocs de treball en el període 2007-2008.

Un dels riscos d'aquest escenari seria un augment significatiu del preu del petroli. Al seu escenari, la Comissió Europea utilitza una previsió de 66,2 dòlars per barril el 2007 i de 70,3 dòlars per barril el 2008 de la qualitat Brent.

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

	2004	2005	Previsions actuals primavera 2007			Diferència amb la tardor de 2006 (2)	
			2006	2007	2008	2007	2008
Producte interior brut	2,0	1,4	2,7	2,6	2,5	0,5	0,3
Consum	1,5	1,4	1,8	2,1	2,4	0,5	0,3
Inversió	2,2	2,5	4,7	4,4	3,6	1,4	0,6
Ocupació	0,8	0,8	1,4	1,4	1,2	0,2	0,1
Taxa d'atur (3)	8,8	8,6	7,9	7,3	6,9	-0,4	-0,5
Inflació (4)	2,1	2,2	2,2	1,9	1,9	-0,2	0,0
Saldo públic (% del PIB)	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-0,8	0,5	0,5
Deute públic (% del PIB)	69,7	70,5	69,0	66,9	65,0	-1,1	-1,9
Saldo per compte corrent (% del PIB)	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
<i>Creixement del PIB en la UE-27</i>	<i>2,5</i>	<i>1,7</i>	<i>3,0</i>	<i>2,9</i>	<i>2,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>

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

(2) Un signe «+» («-») significa una xifra positiva més alta (més baixa) o una negativa més baixa (més alta) comparat amb la tardor de 2006.

(3) Percentatge de la població activa.

(4) Índex de preus de consum harmonitzat.

FONT: Comissió Europea.

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Primavera 2007

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

NOTES: (*) Percentatge de variació real.

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

(***) Percentatge de la població activa.

FONT: Comissió Europea.

No obstant això, tot i la previsió de creixement per damunt del potencial, la Comissió Europea estima un efecte inflacionista negligible: la inflació harmonitzada de la zona de l'euro es mantindrà, de mitjana anual, en l'1,9% en els exercicis 2007 i 2008. Els factors que expliquen aquesta absència de tensions en preus són dos. En primer lloc, l'efecte de base favorable propiciat pels elevats increments del preu del petroli l'any passat. En segon lloc, el discret impacte de la pujada de l'impost sobre el valor afegit (IVA) a Alemanya.

Un segon factor de risc d'aquest escenari seria una desacceleració intensa de l'economia dels Estats Units que impliqués una correcció severa dels desequilibris macroeconòmics globals. Un altre factor de risc el constituïria una correcció immobiliària severa a la zona de l'euro. La Comissió Europea creu que l'escenari més probable és el d'un aterratge suau en

aquest sector. L'executiu indica que l'increment dels tipus d'interès modera les pujades de preus de l'habitatge a tots els països.

Tot i que la dispersió del creixement als països de la Unió Europea va disminuir el 2005 i el 2006, per al 2007 encara es manté un ampli ventall de previsions per al creixement que van des de l'1,8% de Portugal fins al 10% de Letònia. Això s'explica, en part, pel procés de convergència dels països incorporats fa poc a la Unió Europea. No obstant això, a la zona de l'euro també hi ha una certa dispersió. En el cas dels tres grans països, s'espera que Alemanya i França creixin al voltant del 2,5%, mentre que Itàlia repetirà el creixement de l'any passat, és a dir, l'1,9%. Tot i que s'espera una millora de la demanda interior a Itàlia, les exportacions netes aportaran menys al creixement el 2007.

Els riscos externs, com el preu del petroli i la desacceleració dels Estats Units, i interns, com la correcció immobiliària, són importants.

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

Primavera 2007

	PIB (*)			Inflació (**)			Atur (***)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Bulgària	6,1	6,1	6,2	7,4	4,2	4,3	9	8,2	7,4
Xipre	3,8	3,8	3,9	2,2	1,3	2,0	4,7	4,8	4,8
Dinamarca	3,1	2,3	2,0	1,9	1,9	2,2	3,9	3,3	3,3
Eslovàquia	8,3	8,5	6,5	4,3	1,7	2,4	13,4	12,2	11,7
Estònia	11,4	8,7	8,2	4,4	5,1	5,3	5,9	6,6	6,2
Hongria	3,9	2,4	2,6	4,0	7,5	3,8	7,5	7,8	7,8
Letònia	11,9	9,6	7,9	6,6	7,2	6,2	6,8	6,3	6,0
Lituània	7,5	7,3	7,3	3,8	4,7	4,4	5,6	4,8	4,3
Malta	2,9	3,0	2,8	2,6	1,4	2,1	7,4	7,4	7,3
Polònia	6,1	6,1	5,5	1,3	2,0	2,5	13,8	11,0	9,0
Regne Unit	2,8	2,8	2,5	2,3	2,3	2,0	5,3	5,0	4,9
República Txeca	6,1	4,9	4,9	2,1	2,4	2,9	7,1	6,4	6,1
Romania	7,7	6,7	6,3	5,1	4,3	3,8	7,4	7,2	7,1
Suècia	4,4	3,8	3,3	1,5	1,2	1,9	7,0	6,4	5,9
UE-27	3,0	2,9	2,7	2,3	2,2	2,1	7,9	7,2	6,7
<i>EUA</i>	3,3	2,2	2,7	3,2	2,3	1,9	4,6	4,7	5,0
<i>Japó</i>	2,3	2,3	2,1	0,2	0,0	0,4	4,1	4,1	4,2

NOTES: (*) Percentatge de variació real.

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

(***) Percentatge de la població activa.

FONT: Comissió Europea.

Zona de l'euro: el consum privat s'uneix a la inversió

La zona de l'euro creix el 3,1% durant el primer trimestre.

L'estimació avançada per Eurostat sobre el creixement del primer trimestre del 2007 a la zona de l'euro ha estat del 3,1%. La velocitat de creixement es redueix dues dècimes en relació amb el trimestre anterior. El motiu de la lleugera desaceleració és un menor creixement del consum privat, que matisa l'intens increment del quart trimestre. No obstant això, al conjunt de la zona de l'euro, les vendes al detall han augmentat fins a l'1,7% interanual. El consum facilitarà l'expansió del cycle econòmic durant la resta de l'any.

La inversió també és un dels pilars del creixement.

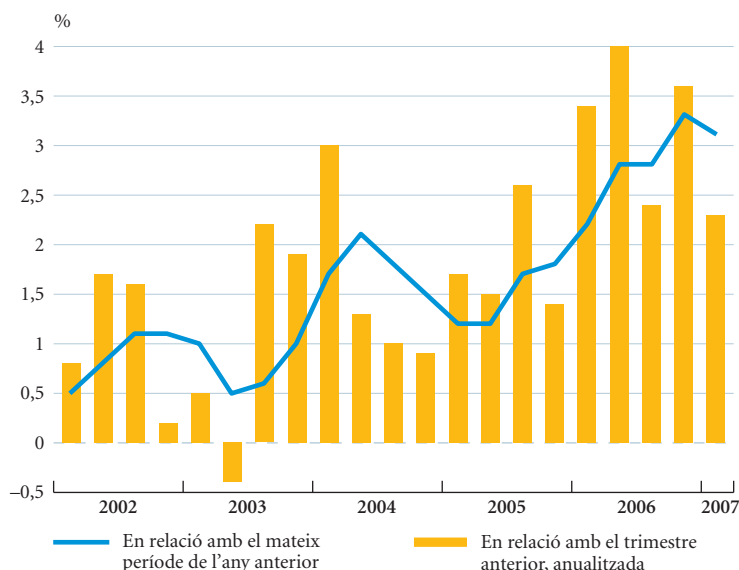
Aquesta millora del consum privat és fonamental per dos motius. El principal és

que representa el 60% del PIB de la zona de l'euro i el segon és que encapsula una forta línia de defensa davant de la desacceleració que s'està produint als Estats Units. En definitiva, el creixement basat en la demanda interna sol ser de més qualitat i és menys sensible a un risc de deteriorament del creixement d'altres zones econòmiques. La inversió industrial es manté en nivells molt elevats, tant la de béns de consum durador com la de béns d'equipament, animada per l'increment de les exportacions. Es pot afirmar, per tant, que la inversió també és un dels pilars bàsics del creixement a la zona de l'euro.

La clau de l'enlairament del consum ha estat la creació de llocs de treball, que ha permès la consolidació de la confiança

LA ZONA DE L'EURO MANTÉ LA VELOCITAT DE CREUER

Variació del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

dels consumidors en el seu futur. Si, al final del 2006, la taxa d'atur se situava en el 7,9%, ara l'última dada del mes de març ens presenta una taxa de només el 7,2%, mínim històric a la zona de l'euro. La millora del mercat laboral té un ampli abast, ja que inclou tots els sectors eco-

nòmics i tots els països. Aquesta simetria és un factor positiu, perquè reflecteix la solidesa de la creació de llocs de treball.

Des del punt de vista dels desequilibris, es manté una inflació per sota del 2%, tot i l'alt nivell d'utilització de la capacitat in-

La capacitat europea d'accelerar addicionalment el creixement es nodreix de l'alta creació de llocs de treball.

ZONA DE L'EURO: 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	I	Abril
PIB	1,5	2,8	2,2	2,8	2,8	3,3	3,1	-
Vendes al detall	1,2	2,0	1,2	2,2	2,3	2,3	1,7	...
Confiança del consumidor (*)	-14	-9	-11	-10	-8	-7	-5	-4
Producció industrial	1,3	4,0	3,5	4,3	4,1	3,9	3,8	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,0
Taxa d'atur (**)	8,6	7,9	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	...
Preus de consum	2,2	2,2	2,3	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9
Balança comercial (***)	42,1	-10,4	3,0	-10,0	-21,6	-13,1	-4,1	...

NOTES: (*) Valor.

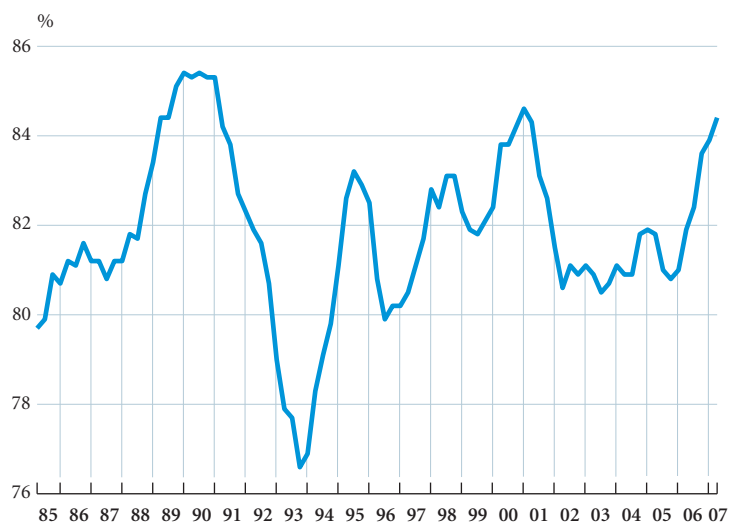
(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

LA INDÚSTRIA, A TOT GAS

Utilització de la capacitat productiva industrial



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

La inflació es manté per sota del 2%, tot i que el nivell d'utilització de la capacitat productiva és elevat, gràcies a l'augment de la productivitat.

El creixement alemany del primer trimestre se situa en el 3,6%, per damunt del que s'esperava, tot i l'increment de l'IVA.

industrial, auxiliat per un fort augment de la productivitat cíclica de la zona de l'euro i l'apreciació de l'euro, que permet un control dels preus importats.

No obstant això, l'apreciació de l'euro va permetre que el dèficit comercial de la zona de l'euro amb la Xina augmentés el 30%, fins als 19.700 milions d'euros, en els dos primers mesos d'enguany. El dèficit comercial amb el Japó també va augmentar el 15%, fins als 3.800 milions d'euros, en el període gener-febrer.

Alemanya: la locomotora accelera

El PIB del primer trimestre va augmentar el 3,6%, lleugerament menys que en l'últim trimestre de l'any anterior. El motiu va ser el retraïment esperat del consum privat després de l'alça de l'IVA. El creixement es va basar, sobretot, en la formació de capital, que manté la seva tendència dinàmica. Les exportacions netes també van contribuir positivament al creixement

de l'economia alemanya. D'altra banda, la desaparició de l'efecte de l'IVA durant el segon trimestre impulsarà el creixement del consum, que mostrarà la seva veritable fortalesa.

Pel que fa a l'oferta, dos factors continuen essent molt positius. En primer lloc, la producció industrial, que, al març, presentava un creixement del 7,7% anual. La cartera de comandes i la demanda interna continuen impulsant la indústria alemanya. El segon factor positiu és la creació de llocs de treball i la reducció de l'atur. En el primer trimestre, es van crear 174.000 llocs de treball i la taxa d'atur va baixar fins al 9,2% des del 9,8% del final de l'any passat.

Aquests elements tan positius han impulsat cap amunt els índexs de sentiment empresarial. L'índex d'activitat empresarial (IFO) ha arribat als 108,6 punts al maig i s'ha situat en un entorn de màxims històrics des de la reunificació del país. Els executius alemanys tenen força mo-

ALEMANYA: 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	I	Abril
PIB	1,1	3,0	1,9	2,9	3,2	3,9	3,6	-
Vendes al detall	1,4	6,6	7,5	6,8	6,6	7,4	-3,8	...
Producció industrial	2,8	5,6	4,6	6,0	6,6	6,1	1,51	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	103,6	106,1	105,2	107,0	107,5	108,6
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	11,4	11,0	10,6	10,1	9,3	9,2
Preus de consum	2,0	1,7	2,0	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9
Balança comercial (***)	156,3	153,1	154,6	151,2	148,3	158,1	168,4	...

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.

tius per ser optimistes: els beneficis empresarials pugen, les exportacions mantenen la fermesa tot i la fortalesa de l'euro i, finalment, el consum hauria de fer-ho bé durant els propers trimestres. Ni l'increment del preu del cru ha aconseguit erosionar l'optimisme dels empresaris alemanys. Els factors esmentats més amunt també han impulsat a l'alça la confiança dels consumidors, que ha assolit màxims històrics des del 1985.

D'altra banda, malgrat l'alt creixement, la inflació es manté per sota del 2%. Des del març d'enguany, roman en l'1,9%. Tot i que els últims acords salarials han pactat condicions millors que les dels últims anys, el fort increment de la productivitat impedeix que els costos laborals unitaris es reaccelerïn. Addicionalment, la temuda repercussió de l'increment de l'IVA sobre l'IPC ha estat inferior a l'esperada, en part perquè els empresaris van avançar-ne la repercussió en els preus de l'any anterior i en part també per uns increments inferiors als preus energètics.

França: mantenint la velocitat de creuer

El PIB francès del primer trimestre va créixer a una taxa anual del 2,0%. Tots els epígrafs continuen mostrant el seu dinamisme, tot i que l'increment de les importacions, amb un augment del 3,4%, i l'alentiment del consum privat, amb un augment de l'1,6%, van reduir el creixement en dues dècimes. El consum privat va ser una mica més feble en serveis (epígraf de transport, sanitat i restaurants). Les existències també van contribuir negativament en el primer trimestre.

Dos elements ens permeten ser optimistes sobre l'evolució del consum en els propers trimestres: l'elevada confiança dels consumidors i l'anunci previst de davallades d'impostos al juliol.

Des del punt de vista de l'oferta, la confiança empresarial es manté en màxims des del març del 2001. Aquest augment de les expectatives empresarials es basa en un increment de les comandes exteriors i en la necessitat de tornar a reconstruir les existències, que han assolit ni-

La inflació continua per sota del 2%.

Es manté el dinamisme de l'economia francesa.

Tot i que el consum fluïxeja en el primer trimestre, es veurà compensat per un creixement més intens en el segon trimestre.

FRANÇA: 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	I	Abril
PIB	1,7	2,2	1,9	2,7	2,1	2,2	2,0	-
Consum de les llars	2,9	4,2	2,8	4,8	4,3	4,9	6,0	...
Producció industrial	0,2	1,0	0,6	1,8	0,7	0,8	1,9	...
Taxa d'atur (*)	9,8	9,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,4	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,8	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3
Balança comercial (**)	-1,3	-2,1	-2,0	-2,0	-2,3	-2,2	-2,2	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

El mercat de treball confirma la seva fortalesa i es manté l'absència de tensions en preus.

vells molt baixos. Això indicaria que la producció industrial s'hauria d'accelerar en els propers mesos. Actualment, la producció industrial creix a un ritme anual de l'1,1%. La fortalesa del mercat laboral queda demostrada amb la taxa d'atur del mes d'abril, del 8,3%, el nivell més baix dels 24 últims anys. El nombre d'aturats va baixar en 71.000 persones durant el primer trimestre d'enguany. L'ocupació, un cop exclosos el sector agrícola i el sector públic, creix a una taxa anual de l'1,4%. Aquest és un altre factor que ha de donar suport al consum privat en els propers trimestres.

Les primeres mesures del nou govern seran clau per apuntalar el creixement econòmic.

El nou president de França, Nicolas Sarkozy, va inaugurar el seu mandat anunciant l'equip de govern, el qual presenta diversos trets que cal destacar. En primer lloc, l'obertura al centre i a l'esquerra per assegurar-se una àmplia majoria parlamentària en les eleccions al Parlament que se celebraran al juny. En segon lloc, la divisió en dos del poderós Ministeri d'Economia i Finances: d'una banda, queda el Ministeri de Finances i, de l'altra, el nou Ministeri d'«Estratègia Econòmica», clar signe que el president desitja afeblir la tradicional influència dels tecnòcrates sobre el pressupost i el Tresor. Finalment, cal destacar que el Presi-

Itàlia creix el 2,3% en el primer trimestre, més del que s'esperava, gràcies al consum privat i a la inversió.

dent hagi anomenat, per als llocs clau involucrats en negociacions de reformes internes, persones amb un tarannà negociador i gran experiència i que han demostrat bones relacions amb els sindicats. Les primeres mesures que dugui a terme el nou govern seran molt importants per mantenir el creixement i senyalar als agents econòmics la nova ruta per la qual caldrà transitar.

Itàlia també existeix

El PIB va créixer el 2,3% en el primer trimestre. Tot i que encara no es disposa del desglossament per components, l'evolució dels indicadors mensuals apunta a una aportació important del consum privat i de la inversió. Després d'un estancament al gener (0,0%), les vendes al detall es van revifar al febrer. Enguany l'increment de la renda neta disponible i els incentius fiscals per a l'adquisició d'automòbils i altres béns duradors haurien de donar suport al consum.

La producció industrial va créixer a una taxa de l'1,3% al març. Després del fort creixement de l'últim trimestre de l'any passat, el 3,8%, es podia descomptar una lleugera desacceleració superior a l'expe-

ITÀLIA: 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	Febrer	Març	Abril
PIB	0,2	1,9	1,7	1,6	1,6	2,8	–	2,3	–	–
Vendes al detall	0,4	1,2	0,5	1,8	1,6	1,0	0,0	0,4
Producció industrial	–0,8	2,6	3,2	1,9	1,6	3,8	1,6	0,7	1,3	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	7,2	6,9	6,7	6,5	–	...	–	–
Preus de consum	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

rimentada pel país en el primer trimestre. No obstant això, el creixement de les comandes d'exportació va millorar les expectatives, que van anar acompanyades, addicionalment, d'una lleugera reducció d'existències impulsada per la producció industrial, sobretot les manufactures de béns de consum.

La confiança empresarial es manté en màxims en els últims sis anys. L'alta utilització de la capacitat industrial i la previsió d'una recuperació en la despesa pública animen els empresaris. Finalment, cal tancar aquest repàs recordant que la inflació va créixer moderadament a l'abril (1,5% interanual, que cal comparar amb l'1,7% del març). Des de l'octubre de l'any passat, Itàlia té ancorada la inflació per sota del 2% i pot afirmar que mostra una estabilitat de preus envejable.

Regne Unit: el consum en el punt de mira

Un cop coneguda l'estimació del creixement del primer trimestre (2,9% interanual), el principal dubte del pols conjuntural britànic continua essent la tendència futura del consum privat. Els indicadors disponibles, en especial les vendes al detall, indiquen que s'està produint una inflexió,

ja que van créixer a una taxa del 5,0% al març i van baixar a una taxa interanual del 4,2% a l'abril. Sembla que una alça en el cost del deute hipotecari, després de les últimes pujades de tipus d'interès oficials, combinada amb una pujada d'impostos, està reduint la renda neta disponible de les famílies. Però encara és aviat per afirmar que el consum ha iniciat una via de desacceleració. A més a més, el mercat laboral manté el fort dinamisme, ja que la taxa d'atur roman en un sorprenent 2,8%, mentre que la confiança dels consumidors continua essent alta, fet que dona suport al consum.

La producció industrial es ressent, al vesant exportador, de la fortlesa de la lliura esterlina, que rep el suport de les últimes pujades de tipus d'interès. Si en l'últim trimestre de l'any passat la producció industrial creixia a una taxa de l'1,0% interanual, l'última dada del mes de març apunta a una caiguda del 0,2%.

Pel que fa a altres temes d'interès, cal destacar que, malgrat que la inflació del mes d'abril va baixar fins al 2,8%, des del 3,1% del mes anterior, l'evolució dels preus continua preocupant el governador Mervyn King. El Banc d'Anglaterra va indicar la necessitat de tornar a apujar el tipus oficial per reconduir la inflació al

El Regne Unit creix al 2,8% i marca un rècord de 59 trimestres consecutius de creixement.

El consum es ressent de les últimes pujades de tipus d'interès, tot i que el mercat laboral no ho nota.

La inflació continua essent un tema preocupant per al Banc Central d'Anglaterra.

voltant del 2%. El dèficit de la balança comercial manté la trajectòria de lleuger deteriorament a causa del major increment relatiu de les importacions en rela-

ció amb les exportacions, situació que reflecteix l'apreciació de la lliura esterlina.

REGNE UNIT: 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	I	Abril
PIB	1,9	2,8	2,4	2,7	2,9	3,0	2,9	-
Vendes al detall	1,9	3,2	1,7	3,4	3,8	3,8	4,6	4,2
Producció industrial	-1,9	0,1	-0,7	-0,4	0,6	1,0	-0,5	...
Taxa d'atur (*)	2,7	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9	2,8
Preus de consum	2,0	2,3	1,9	2,2	2,4	2,7	2,9	2,8
Balança comercial (**)	-64,9	-78,5	-72,0	-77,5	-81,4	-83,2	-83,2	...

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.

La qualitat institucional, la baula perduda del progrés llatinoamericà

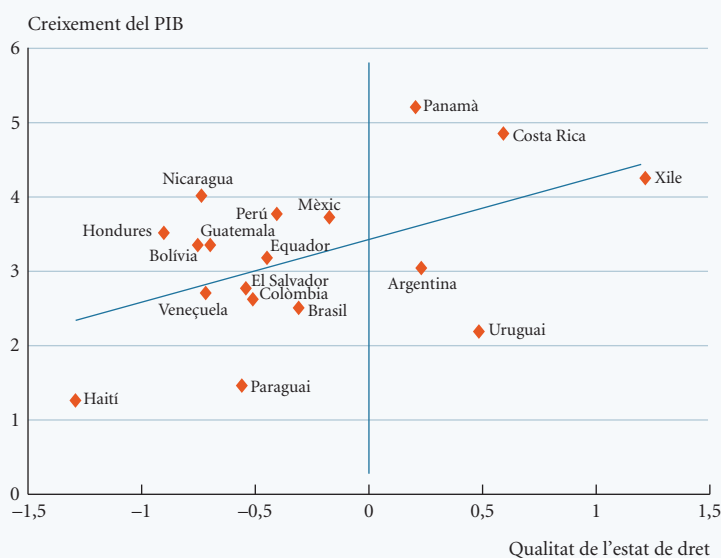
El 1941 l'il·lustrat escriptor Stefan Zweig vaticinava que el Brasil era, sens dubte, el país del futur. Una percepció que es podia ampliar fàcilment al conjunt de l'Amèrica Llatina, ja que també era l'època en què s'especulava sobre el moment precís en què Argentina se situaria entre els països més rics del món. Gairebé set dècades després, la visió del segon autor més llegit del seu temps i dels seus contemporanis pot semblar il·lusa. La història econòmica de l'Amèrica Llatina està jalonada d'episodis que exemplifiquen vies errònies cap al desenvolupament econòmic, com la política de substitució d'importacions iniciada cap al final de la dècada de 1940 o la «dècada perduda» de 1980. L'interrogant que sorgeix constantment quan s'estudia la regió és per què uns països que disposen d'ingents recursos naturals, propers als Estats Units –geogràficament– i a Europa –culturalment– i que s'han beneficiat en diversos moments de la història de notables contingents d'immigrants no han acabat d'enlairar-se econòmicament.

Indubtablement, factors com el grau d'acumulació de factors de producció (capital i treball) i la gestió de les polítiques macroeconòmiques són rellevants, tal com expliquem en el requadre anterior. Aquí explorarem més a fons el paper de les institucions, la importància del qual ja va ser intuït per Adam Smith i, dos segles després, ha estat «redescobert» pels economistes. Segons es desprèn de la gràfica següent, la qüestió és rellevant a l'Amèrica Llatina: prosperitat econòmica i institucions estan estretament vinculades, ja que els estats de la zona amb millors institucions el 1996 són els que, de mitjana, han crescut més en el període 1996-2006.

A diferència de la visió dominant dues dècades enrere, avui en dia ja no es pensa que, a partir d'un determinat nivell de prosperitat econòmica, els països es dotaran de millors institucions. La causalitat, com ho defensa l'economista Douglass North, pot ser, més aviat, la inversa: les institucions –enteses com les regles del joc, formals i informals, que estableixen el marc en què es produeixen les interaccions socials, polítiques i econòmiques– són

LA QUALITAT DE LES INSTITUCIONS AFECTA EL CREIXEMENT

Relació entre el creixement mitjà del PIB el 1996-2006 i la qualitat de l'estat de dret el 1996



FONTS: Banc Mundial, Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

determinants per al desenvolupament econòmic. Unes «bones» institucions seran les que creen un sistema d'incentius per als agents econòmics que redueixi la incertesa i promogui l'eficiència. Tot i que simple, la idea és poderosa. No és estrany que el 1993 North merequés un premi Nobel d'Economia per la seva visió.

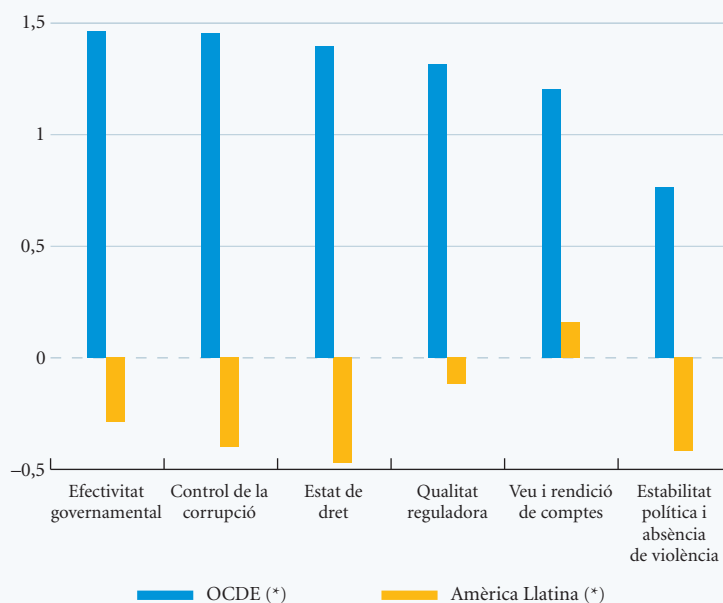
Quina és la situació a l'Amèrica Llatina? La resposta no és immediata, ja que «mesurar institucions» és un exercici amb evidents dificultats. No obstant això, i atesa la seva importància en termes econòmics, en els últims anys el Banc Mundial ha fet un important treball de clarificació conceptual i de mesurament empíric de la qualitat de les institucions.⁽¹⁾ Com a concepte clau utilitza la idea de governabilitat, és a dir, el conjunt de processos i institucions mitjançant el qual s'exerceix el poder polític en un país. La governabilitat es descompon en tres dimensions diferenciades: 1) la del procés pel qual el govern és escollit, ret comptes i és reemplaçat, que es mesura mitjançant dos indicadors: el de transparència i rendició de comptes i el d'estabilitat política; 2) la capacitat del govern de gestionar recursos de manera eficient i de formular, dur a terme i fer complir les normes i les polítiques; els indicadors, en aquest cas, són: la qualitat de la regulació i l'efectivitat del govern; i 3) el respecte per les institucions que governen les interaccions socials i econòmiques, aproximat mitjançant un indicador de control de la corrupció i un altre d'estat de dret.

Utilitzant aquests indicadors del Banc Mundial, és possible realitzar una radiografia de l'Amèrica Llatina en matèria de qualitat institucional. Prenent com a referent el conjunt de països més desenvolupats (els de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic, OCDE, sense Mèxic), es poden extreure certes conclusions sobre la situació de la regió. D'entrada, com es pot comprovar a la gràfica següent, l'Amèrica Llatina disposa d'una governabilitat de qualitat sensiblement inferior a la dels països de l'OCDE. A més a més, la distri-

(1) Per a un resum d'aquest enfocament i banc de dades, vegeu Kaufmann, D., Kraay, A. i Mastruzzi, M., «Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996-2005» (2006). World Bank Policy Research Working Paper núm. 4.012.

IMPORTANTS REPTES PENDENTS A L'AMÈRICA LLATINA EN MATÈRIA INSTITUCIONAL

Indicador de qualitat per àrees de governabilitat, 2005



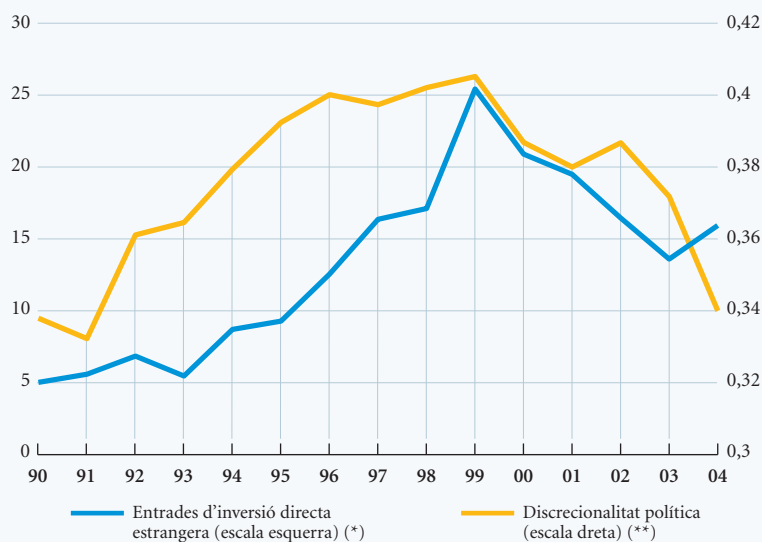
NOTA: (*) Del grup OCDE s'ha eliminat Mèxic, que és inclòs en el total Amèrica Llatina.
FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

bució per àrees de governabilitat també difereix. Als països més desenvolupats, les àrees que exhibeixen més qualitat són l'efectivitat governamental, el control de la corrupció i l'estat de dret. En canvi, a Llatinoamèrica, la millor posició la mostren les àrees de transparència i rendició de comptes, qualitat reguladora i, en tercer lloc, efectivitat governamental. En definitiva, a l'Amèrica Llatina li queda encara un llarg recorregut de millora de la governabilitat abans d'homologar-se amb els països més avançats del planeta. A més a més, el seu punt de partida no solament és més baix sinó diferent.

Aquesta valoració regional no ens ha de fer oblidar que la situació per països és notablement desigual. En revisar els sis indicadors anteriors, és possible identificar tres grans grups de països. Uns pocs disposen d'una posició homologable a la de les economies avançades. És el cas de Xile i de Costa Rica i, menys clarament, d'Uruguai. Un segon bloc l'integren els estats que ofereixen una qualitat institucional inferior, però amb certes fortaleses en una o en més dimensions. En aquesta situació es troben, per exemple, les dues grans economies regionals –Brasil i Mèxic– i altres països com Argentina o Colòmbia. Finalment, la situació de certs estats és clarament més difícil. En aquest sentit, no es pot deixar d'esmentar el cas d'Haití.

El repte, en definitiva, és transitar cap a un estadi de més qualitat institucional. La trajectòria de l'última dècada demostra que, tot i ser exigent, aquest repte no és insalvable. Prenent un indicador global de marc institucional –el que és conegut com «de llibertat econòmica», publicat per l'Heritage Foundation–, s'albira que, amb importants vaivens, el marc institucional de l'Amèrica Llatina el 2007 és, en conjunt, més favorable per a la llibertat d'empresa i de comerç, més segur en la defensa dels drets de propietat i més obert a la inversió directa estrangera que deu anys enrere.

LA DISCRECIONALITAT POLÍTICA, MALA OPCIÓ PER ATREURE INVERSIÓ ESTRANGERA



NOTES: (*) Entrades d'inversió directa estrangera en percentatge de la formació bruta de capital total.
 (**) Indicador de Witold Henisz de discrecionalitat política; com més alt és el valor, menor és el marge de discrecionalitat dels actors polítics.

FONTS: Witold Henisz, Nacions Unides i elaboració pròpia.

El procés, però, estarà ple de dificultats. Una de les més preocupants és, segurament, la referida a la seguretat jurídica. Tot i que millorin altres aspectes de la qualitat institucional, una de les decisions fonamentals en el camí del desenvolupament econòmic, la d'invertir a la regió, depèn críticament de l'existència d'un marc legal caracteritzat per unes regles clares i estables. Aquesta qüestió ha estat essencial en la important discussió sobre els determinants de la inversió directa estrangera. En un seguit de treballs influents i recents, Witold Henisz demostra que el grau de discrecionalitat política està estretament relacionat amb les decisions d'inversió i que, al seu torn, la discrecionalitat política està vinculada al marc institucional.⁽²⁾ I en aquesta matèria els resultats, en especial en els últims anys, no acaben de ser satisfactoris.

En definitiva, que Brasil –i Argentina i Mèxic i tota la regió– sigui realment el país del futur que albiraven Zweig i els seus contemporanis dependrà, en gran part, de les decisions que avui es prenguin en un camp –el de la reforma institucional– que donarà els seus fruits en un horitzó llunyà. Sense aquesta inversió en capital institucional, però, probablement noves «dècades perdudes» llatinoamericanes planaran sobre una regió que mereix un futur millor.

(2) Pel seu caràcter general, és recomanable: Henisz, W.J. 2004. «Political Institutions and Policy Volatility». *Economics and Politics*, 16(1): 1-27.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Les polítiques monetàries continuen vigilant la inflació

En general, els bancs centrals continuen considerant que hi ha riscos inflacionistes, sobretot amb el recent rebot del preu del petroli. Al llarg del mes de maig, alguns dels principals bancs centrals han continuat apujant els tipus d'interès oficials i han contribuït d'aquesta forma a restringir una liquiditat global que, de tota manera, continua essent abundant.

És el cas del Banc d'Anglaterra, que va pujar el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics fins al 5,50% en la reunió del Comitè de Política Monetària del 10 de maig. D'aquesta manera, el va col·locar en el nivell més alt dels sis últims

anys. El banc central britànic va justificar la mesura per contenir una inflació que havia arribat al 3,1% al març, sensiblement allunyada de l'objectiu del 2%, en un marc de dinamisme econòmic. Posteriorment, en la presentació de l'informe trimestral sobre la inflació, el governador Mervyn King va suggerir que el cicle restrictiu no havia acabat i va confirmar les expectatives existents.

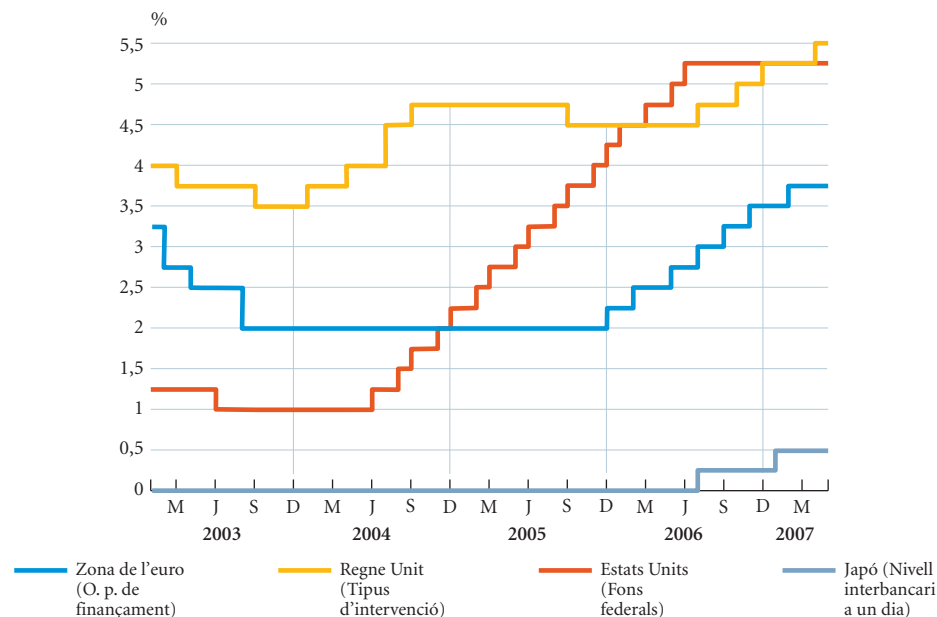
A Àsia, el Banc de la Xina va tornar a pujar els tipus d'interès de referència en un nou intent de refredar la desbocada economia. Així, va pujar el tipus d'interès dels préstecs a un any en 18 punts bàsics fins al 6,57% i el dels dipòsits a dotze mesos en 27 punts bàsics fins al 3,06%. A més a més, va pujar el coefi-

Els bancs centrals restringeixen les polítiques monetàries, però la liquiditat global encara és abundant.

Es produiran més increments del tipus oficial del Banc d'Anglaterra per contenir la inflació.

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

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

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									
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	3,55	3,82	4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21
Març	3,75	3,89	4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26
Abril (*)	3,82	3,98	4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32
Maig (1)	3,82	4,10	4,42	5,25	5,36	0,66	5,50	5,80	2,46

NOTES: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 25.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 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%), 8-3-07 (3,75%).

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

(4) Últimes dates de variació: 6-5-04 (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%), 10-5-07 (5,50%).

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

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

cient de caixa dels bancs en mig punt fins a l'11,5%.

En canvi, el Banc del Japó no va variar la posició de la seva política monetària en la reunió del 17 de maig. En el seu informe econòmic, l'autoritat monetària nipona considerava que l'expansió continuaria a un ritme moderat. Tot i que preveia que la inflació es mantindria a la vora del 0% a curt termini, a llarg termini pronosticava que seria positiva, d'acord amb una major utilització de la capacitat productiva. En aquest entorn, és probable que el banc central japonès prossegueixi la normalització del tipus d'interès oficial, situat actualment en el 0,50%, de manera

gradual. El proper moviment possiblement tingui lloc a l'estiu.

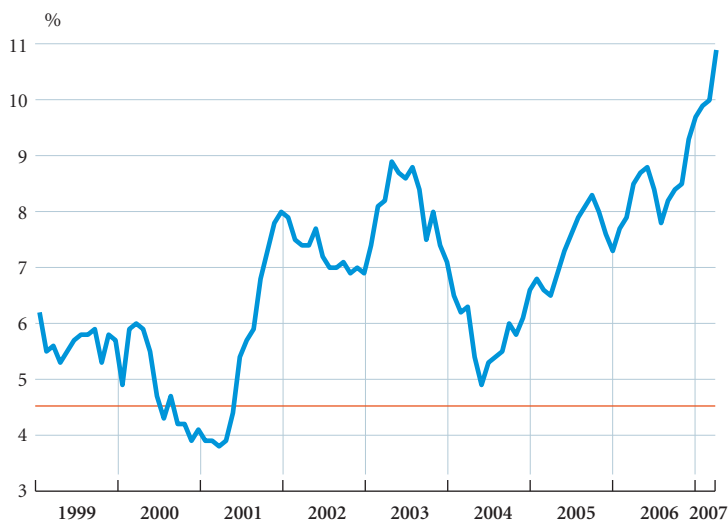
A l'altre costat del Pacífic, la Reserva Federal dels Estats Units tampoc no va modificar la seva posició en la reunió del passat 9 de maig. La Fed va reiterar que el principal risc era que la inflació no es moderés com estava previst. No obstant això, els mercats financers continuen apostant perquè el proper moviment sigui a la baixa, ateses la conjuntura de desacceleració econòmica i la delicada situació del mercat immobiliari.

A Europa, el Banc Central Europeu tampoc no va canviar els tipus d'interès. No

El Banc de la Xina torna a incrementar lleugerament els tipus d'interès de referència en un intent de frenar el reescalfament econòmic.

NOU MÀXIM HISTÒRIC DEL CREIXEMENT DE L'AGREGAT MONETARI AMPLI DE LA ZONA DE L'EURO

Taxa de variació interanual de l'M3 de la zona de l'euro



NOTA: La línia vermella correspon al creixement de referència del 4,5%.
FONT: Banc Central Europeu.

És molt probable que el tipus d'interès de l'Eurosistema no s'aturi en el 4% previst per al juny.

obstant això, el president Jean-Claude Trichet va emetre un clar senyal que augmentarien en la següent cita del 6 de juny, en esmentar que la situació requeria una «forta vigilància». Trichet va insistir en el fet que els riscos inflacionistes eren a l'alça. Atès que va reconèixer que la política monetària continuava essent relaxada i que, al març, el creixement de l'agregat monetari ampli de la zona de l'euro, l'M3, va arribar al 10,9% en termes interanuals, percentatge que representa un nou màxim històric i que dobla amb escreix el creixement de referència del 4,5%, és molt probable que la pujada del tipus d'interès de l'Eurosistema no s'aturi en el 4% previst per al juny.

Afebliment del ien i del dòlar

L'alentiment de l'activitat econòmica als Estats Units i les conseqüents expectatives de davallades del tipus d'interès de la Reserva Federal han afeblit lleugerament el dòlar en les últimes setmanes. El tipus de

canvi efectiu de la divisa nord-americana va registrar el nivell mínim des del juliol del 1997 en la quarta setmana de maig. El dòlar presentava una caiguda del 20,1% en relació amb el màxim del començament del 2002. No obstant això, no sembla que aquesta depreciació sigui suficient per equilibrar l'important dèficit exterior dels Estats Units, de manera que, probablement, continuaran les pressions a la baixa sobre el bitllet verd.

En les últimes setmanes, la depreciació del dòlar s'ha manifestat especialment enfront de les divises emergents, com, per exemple, el real brasiler i el peso filipí, que van marcar la cotització màxima enfront del dòlar dels últims anys. En canvi, el dòlar va resistir enfront de l'euro després que la moneda europea anotés la cota màxima històrica el dia 25 d'abril del 2007 en 1,365 dòlars.

La feblesa del dòlar tampoc no es va mostrar especialment enfront del ien japonès, en un entorn de renovada apetència pel

El dòlar cau fins al nivell mínim dels deu últims anys enfront d'una àmplia cistella de divises.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Abril 2007

	Última sessió del mes		Tipus de canvi mitjà	Dades mensuals			Tipus de canvi 25-05-07
	Tipus de canvi	% de variació mensual (2)		% variació (2)			
				Mensual	s/desembre 2006	Anual	
Enfront al dòlar dels Estats Units							
Ien japonès	119,4	1,5	118,9	1,4	1,3	1,7	121,8
Lliura esterlina (1)	2,000	1,6	1,988	2,1	1,3	12,4	1,984
Franc suís	1,207	-0,5	1,213	-0,4	0,2	-5,4	1,228
Dòlar canadenc	1,110	-3,8	1,135	-2,9	-1,6	-0,8	1,080
Pes mexicà	10,93	-1,0	10,98	-1,2	1,2	-0,6	10,78
Índex efectiu nominal (4)	104,5	-1,4	105,3	-1,3	-1,3	-4,1	104,2
Enfront de l'euro							
Dòlar dels EUA	1,361	2,2	1,350	2,0	2,2	10,2	1,344
Ien japonès	162,8	3,5	160,5	3,4	3,6	11,8	163,5
Franc suís	1,646	1,3	1,637	1,5	2,5	4,0	1,650
Lliura esterlina	0,683	0,4	0,679	-0,1	1,0	-2,1	0,678
Corona sueca	9,152	-2,1	9,240	-0,6	2,3	-1,0	9,191
Corona danesa (3)	7,451	0,0	7,453	0,0	0,0	-0,1	7,452
Zloty polonès	3,781	-2,2	3,817	-1,8	0,1	-2,7	3,811
Corona txeca	28,12	0,4	28,01	-0,2	0,9	-1,8	28,31
Forint hongarès	247,2	-0,3	246,0	-1,6	-3,1	-7,4	249,8
Índex efectiu nominal (5)	107,6	1,1	107,1	0,9	1,4	4,0	107,0

NOTES: (1) Unitats per lliura esterlina.

(2) Els percentatges de variació fan referència a les cotejacions 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 24 principals socis comercials de la zona de l'euro. Base: 1-1999 = 100.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

risc que va impulsar el *carry trade*, és a dir, les operacions d'endeutament en divises de baixos tipus d'interès, com el ien, i la simultània inversió en divises d'alt rendiment. En efecte, el ien va tornar a caure en termes globals fins al nivell més baix des de l'octubre del 1998. En relació amb l'euro, la moneda nipona va anotar la cota mínima històrica de 163,9 unitats en la quarta setmana de maig.

En aquest context, l'euro també va marcar un rècord enfront del franc suís en la quarta setmana de maig en pagar-se a 1,656 francs suïssos. El sensible diferen-

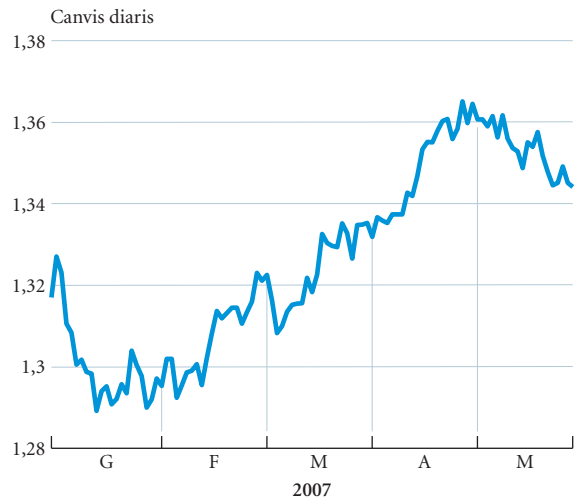
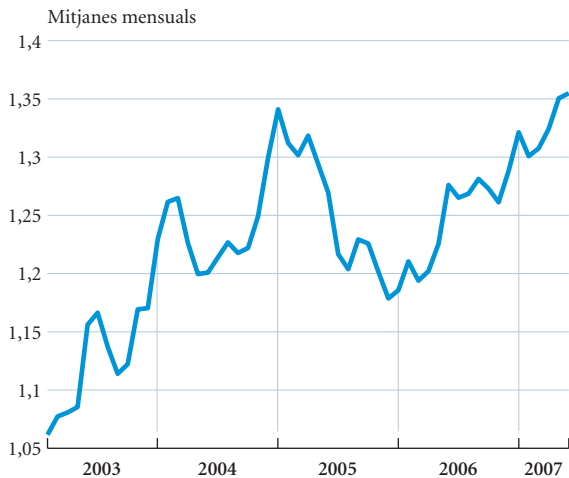
cial de tipus d'interès a favor de la moneda europea i la perspectiva de noves alces per part del Banc Central Europeu van empènyer l'euro en un altre cas de *carry trade*.

D'altra banda, cap al final de la tercera setmana de maig, el Banc de la Xina va anunciar l'ampliació de la banda de fluctuació diària del renminbi vigent des del juliol del 2005 des del 0,3% fins al 0,5%. Aquesta decisió es va produir pocs dies abans del viatge d'una delegació ministerial xinesa per entrevistar-se amb Henry Paulson, secretari del Tresor dels Estats

L'euro anota un rècord contra el franc suís, amb el suport d'un sensible diferencial de tipus d'interès al seu favor.

L'EURO ES REPLEGA DESPRÉS D'ANOTAR UN MÀXIM HISTÒRIC ENFRONT DEL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro

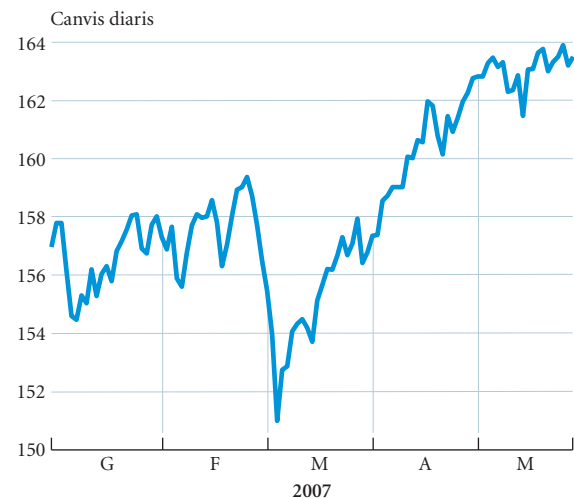
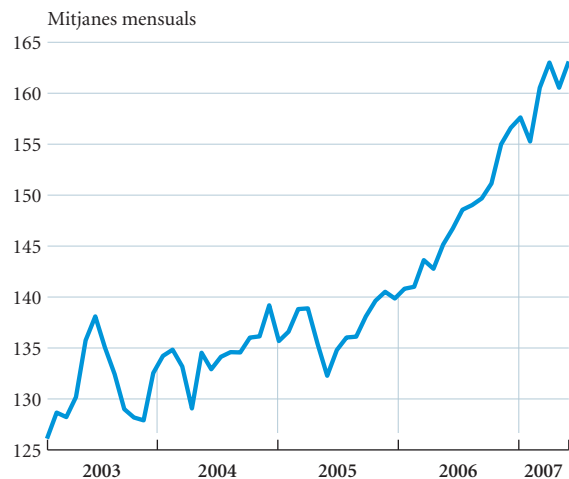


NOTA: Les dades arriben fins al 25 de maig.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

NOU MÀXIM DE L'EURO ENFRONT DEL IEN EN REPRENDRE EL VOL EL CARRY TRADE

Iens japonesos per euro



NOTA: Les dades arriben fins al 25 de maig.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

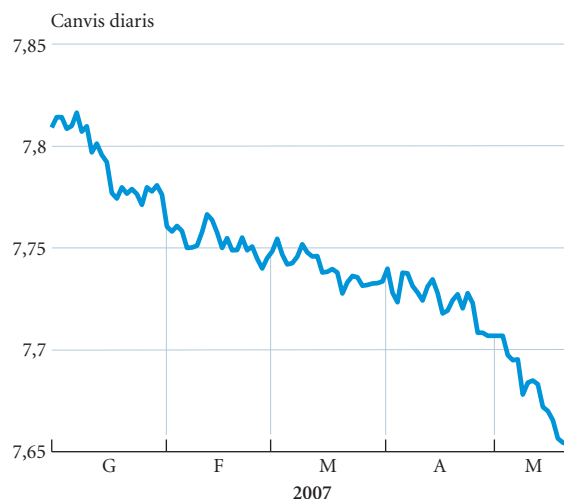
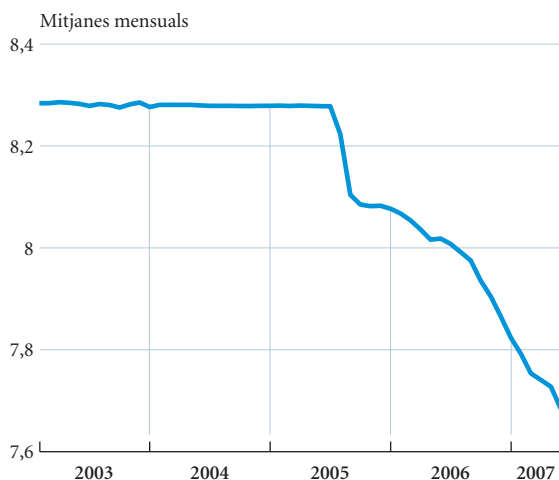
El Banc de la Xina anuncia una ampliació de la banda de fluctuació diària del iuan sense efectes pràctics.

Units, i, de fet, té un caràcter primordialment simbòlic, ja que la variació dia a dia del iuan no s'apropa gairebé mai al límit màxim del 0,3%. Un cop coneguda la mesura, però, el ien japonès va repuntar momentàniament enfront del dòlar i va mar-

car un nou mínim global pocs dies després. No obstant això, com es pot apreciar a la gràfica següent, la moneda xinesa segueix una via d'apreciació gradual enfront del dòlar i ha pujat al voltant del 2% des del començament de l'exercici i el 8%

EL IUAN XINÈS S'APRECIA MOLT GRADUALMENT ENFRONT DEL DÒLAR

Iuans xinesos per dòlar dels Estats Units



NOTA: Les dades arriben fins al 25 de maig.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

des del 20 de juliol del 2005, abans de l'inici de la flotació controlada. A les autoritats xineses no els agraden els canvis bruscos.

Suau repunt dels rendiments dels bons públics

La reiteració de la preocupació per la inflació expressada per la Reserva Federal

dels Estats Units i els baixos nivells d'aversió al risc regnants, que van deixar el deute públic sense el paper de refugi, van tendir a empènyer cap amunt les rendibilitats dels bons públics dels Estats Units. De tota manera, el tipus d'interès dels bons del Tresor a 10 anys no va superar el nivell del final de gener.

A l'altre costat de l'Atlàntic, el rendiment dels bons de l'Estat alemanys ha pujat en

La rendibilitat del deute públic alemany a llarg termini puja fins a la cota màxima des del juny del 2004.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2005	2006	2006			2007		
			II	III	IV	I	Abril	25 maig
Estats Units	4,33	4,85	5,13	4,96	4,68	4,74	4,75	4,86
Japó	1,39	1,75	1,90	1,80	1,70	1,68	1,68	1,72
Alemanya	3,38	3,78	3,96	3,89	3,77	4,01	4,16	4,37
França	3,41	3,80	3,99	3,90	3,78	4,05	4,21	4,42
Itàlia	3,56	4,05	4,27	4,18	4,03	4,23	4,38	4,56
Espanya	3,39	3,79	3,97	3,89	3,79	4,06	4,21	4,43
Regne Unit	4,47	4,55	4,65	4,67	4,65	4,92	5,10	5,23
Suïssa	2,04	2,46	2,67	2,61	2,38	2,57	2,74	2,95

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

LA PRIMA DE RISC DELS BONS SOBIRANS EMERGENTS REGISTRA UN NOU MÍNIM HISTÒRIC

Diferencial del deute sobirà dels països emergents en relació amb el del Tresor dels Estats Units mesurat amb l'índex JP Morgan EMBI+



NOTA: Les dades arriben fins al 25 de maig.

FONTS: JP Morgan i Thomson Financial Datastream.

Es preveu un repunt de la morositat dels bons de baixa qualitat creditícia partint de nivells molt reduïts.

les últimes setmanes, impulsat per declaracions alcistes de diferents dirigents del Banc Central Europeu. Així, la rendibilitat del deute públic germànic a 10 anys va anotar el nivell màxim des del juny del 2004 en la quarta setmana de maig. El diferencial de tipus d'interès a llarg termini entre el dòlar i l'euro es va col·locar en uns 49 punts bàsics.

El creixement dels beneficis empresarials, el dinamisme de les operacions corporatives i l'àmplia liquiditat impulsen les borses.

D'altra banda, la prima de risc dels bons sobirans dels països emergents es va reduir fins a una cota mínima històrica en la quarta setmana de maig. En les últimes setmanes, les primes de risc dels bons empresarials també s'han continuat reduint fins a situar-se en nivells reduïts. Aquesta evolució es basa en uns baixos nivells de morositat, a conseqüència de la favorable conjuntura econòmica i d'una àmplia liquiditat als mercats financers. De tota manera, a l'abril es va produir un lleuger repunt de la taxa de morositat dels bons de baixa qualitat creditícia globals, d'acord amb les dades de l'agència

de qualificació Moody's, ja que s'ha situat en l'1,5% en els dotze últims mesos des de l'1,4% registrat al març. Aquesta petita pujada concordaria amb la previsió d'un increment d'aquesta taxa el 2007 i el 2008.

Les borses anoten nous màxims històrics

Un cop superada la forta correcció del final de febrer, les borses internacionals han reprès la tendència alcista i, en les últimes setmanes, han anotat en general nous màxims històrics. Un notable creixement dels beneficis empresarials, el dinamisme de les operacions empresarials d'adquisicions i fusiones i una gran liquiditat als mercats financers internacionals van contrarestar l'encariment del petroli. Tot i que la bona marxa de l'economia global dona suport a l'escalada de les borses, no es pot descartar que pugui haver-hi nous ensurts.

ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

30-04-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	Cotització a 25-5-07	
					% variació acumulada	% variació sobre la mateixa data de 2004
Nova York						
<i>Dow Jones</i>	13.062,9	5,7	4,8	14,9	8,4	33,5
<i>Standard & Poor's</i>	1.482,4	4,3	4,5	13,1	6,9	36,2
<i>Nasdaq</i>	2.525,1	4,3	4,5	8,7	5,9	30,2
Tòquio	17.400,4	0,7	1,0	2,9	1,5	59,5
Londres	6.449,2	2,2	3,7	7,1	5,6	48,7
Zona de l'euro	4.392,3	5,1	6,6	14,4	8,3	65,4
<i>Frankfurt</i>	7.408,9	7,1	12,3	23,3	17,3	102,2
<i>París</i>	5.960,0	5,8	7,5	14,9	9,3	67,8
<i>Amsterdam</i>	530,8	4,0	7,2	13,1	8,1	61,5
<i>Milà</i>	33.979,0	4,4	6,5	15,5	5,4	65,6
<i>Madrid</i>	14.374,6	-1,8	1,6	20,9	6,4	92,0
Zuric	9.428,3	5,0	7,3	17,2	6,8	66,1
Hong Kong	20.319,0	2,6	1,8	22,0	2,8	75,5
Buenos Aires	2.154,6	2,5	3,1	12,9	3,9	130,4
São Paulo	48.956,0	6,9	10,1	21,3	16,1	173,7

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

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Les borses nord-americanes han continuat avançant en les últimes setmanes i han apostat per un aterratge suau de l'economia, fins al punt que l'índex ampli Standard & Poor's 500 es va col·locar molt a la vora del rècord de l'any 2000. En canvi, l'índex Nasdaq, representatiu dels valors tecnològics, tot i marcar un màxim anual, encara se situava més del 40% per sota del rècord abans de l'esclat de la bombolla tecnològica. De fet, des del començament de l'any, el sector de les tecnologies de la informació presenta una alça més aviat discreta.

A Europa, l'alegria ha predominat als parquets, situació que reflecteix la millora de les perspectives econòmiques. Cal destacar, sobretot, el balanç del mercat alemany, amb els guanys més importants de les principals places europees. A l'altre

costat del canal de la Mànega, la Borsa de Londres també va experimentar pujades, gràcies al vigor econòmic.

La borsa espanyola, per la seva banda, s'ha recuperat de l'ensurt de les immobiliàries i s'ha col·locat en zona de màxims. Així, l'índex selectiu IBEX 35 va superar de nou la cota dels 15.000 punts i va marcar un rècord en la quarta setmana de maig. Els processos de reestructuració sectorial en marxa impulsen les cotitzacions.

La revifada de les últimes setmanes ha estat especialment notable en el cas de les borses emergents, moltes de les quals han marcat noves cotes màximes històriques, com, per exemple, les de Brasil, Mèxic, Corea del Sud, Indonèsia, Filipines, Singapur, Hong Kong i la Xina.

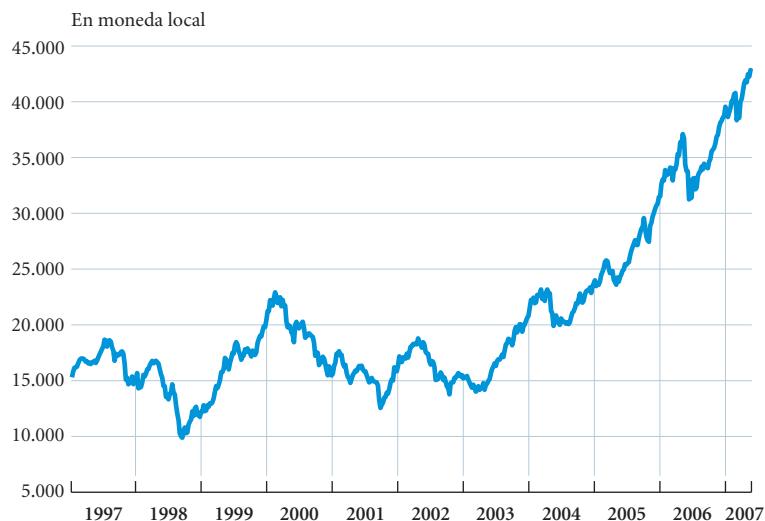
L'índex Standard & Poor's se situa al voltant del màxim de l'any 2000, però el Nasdaq encara és lluny.

Alegria als parquets europeus.

L'índex IBEX 35 supera de nou la cota dels 15.000 punts i registra un rècord.

REVIFAMENT DE LES BORSES EMERGENTS

Índex Morgan Stanley Capital internacional de mercats emergents



NOTA: Les dades arriben fins al 25 de maig.

FONTS: Morgan Stanley Capital i Thomson Financial Datastream.

Les autoritats xineses intenten inútilment frenar l'alça estratosfèrica de la borsa.

La borsa xinesa és un cas a part. L'índex de la Borsa de Shanghai ha pujat més del 50% des del començament de l'exercici, després de fer-ho el 131% l'any passat. Les autoritats xineses han intentat inútilment frenar la pujada de la borsa, atesos els evidents símptomes de l'existència d'una bombolla especulativa, com ràtios «per» superiors a 50. Així, han liberalitzat recentment les inversions dels bancs als mercats estrangers per treure pressió a la borsa domèstica.

No obstant això, els inversors particulars, atesos uns rendiments dels dipòsits ban-

caris molt baixos, continuen apostant per la renda variable. La febre borsària es palesa en el fet que la negociació diària a les borses xineses va arribar a superar el volum de transaccions de la resta dels mercats asiàtics, inclòs el Japó. Cal apuntar que el fenomen de l'alça estratosfèrica dels índexs xinesos és una manifestació més de l'excés de liquiditat acumulat en l'economia, a causa, en bona part, d'un tipus de canvi excessivament infravalorat, que motiva un augment espectacular de les reserves de divises.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El PIB creix per damunt de les previsions

En el primer trimestre del 2007, el producte interior brut (PIB) generat per l'economia espanyola va créixer el 4,1% interanual, per damunt del que preveien la majoria d'analistes i de les estimacions prèvies del Banc d'Espanya i del mateix Institut Nacional d'Estadística. De tota manera, si ens fixem en la taxa de variació trimestral, que reflecteix amb més fiabilitat la tendència més recent, veiem que el ritme d'avanç del PIB s'ha moderat lleugerament, la qual cosa podria indicar que el fort ritme expansiu del PIB ha vorejat ja un màxim cíclic.

Quines són les claus del sorprenent impuls de l'economia espanyola en els últims mesos? Principalment, la progressiva millora del sector exterior. En el primer trimestre del 2007, va restar només 0,7 punts al creixement del PIB, molt menys que en l'etapa precedent –la seva aportació negativa el 2005 i el 2006 havia estat d'1,7 punts i d'1 punt, respectivament–. Gràcies a aquesta millora puntual, el dèficit exterior espanyol, l'autèntic taló d'Aquil·les de l'actual model de creixement espanyol, ha tendit a frenar el fort deteriorament.

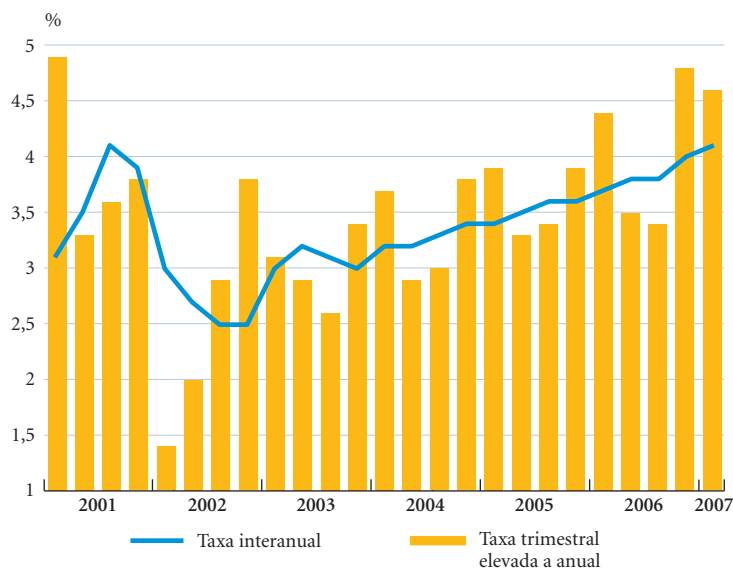
Al mateix temps, la demanda nacional va tendir a moderar-se lleugerament (va

El PIB accelera el seu creixement al 4,1% en el primer trimestre del 2007, el ritme més alt des del 2001...

...gràcies, en part, a la retallada de l'aportació negativa del sector exterior.

L'ACCELERACIÓ DEL CREIXEMENT DEL PIB POT HAVER TOCAT SOSTRE

Variació del PIB

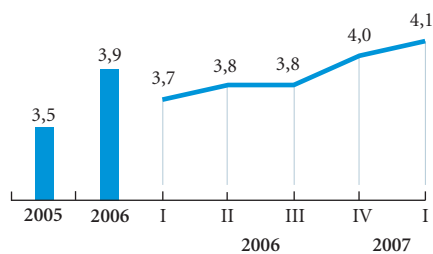


FONTS: INE i elaboració pròpia.

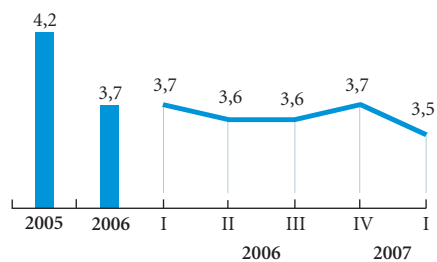
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)

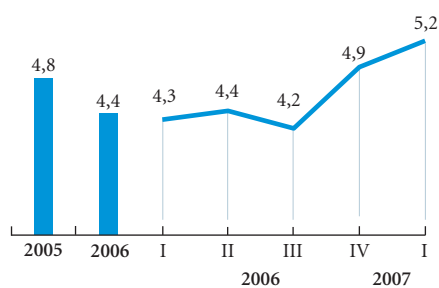
PIB



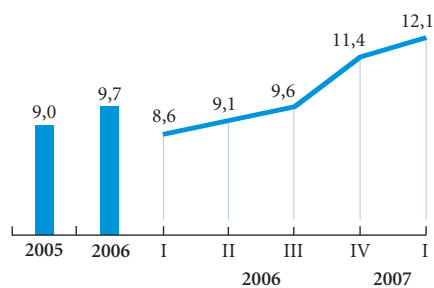
Consum de les llars



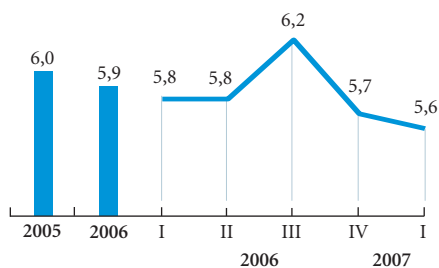
Consum públic



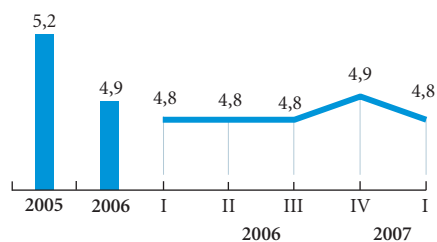
Inversió en béns d'equipament



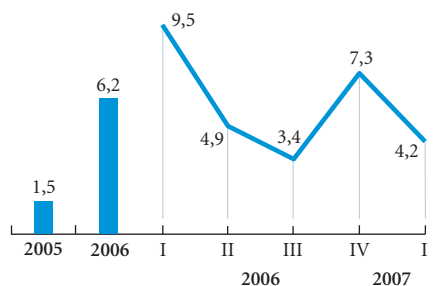
Inversió en construcció



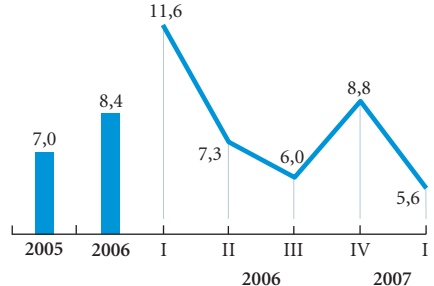
Demanda nacional (**)



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

(**) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

aportar 4,8 punts al creixement del PIB, una dècima menys que en el període precedent). Això va ser degut, fonamentalment, al menor ritme expansiu del consum de les llars, que es va reduir al 3,5% interanual, el més baix dels tres últims anys. Sembla, doncs, que, a poc a poc, les recents pujades dels tipus d'interès, que limiten la capacitat de despesa dels consumidors, s'han començat a notar. El

sentiment de confiança dels consumidors, d'acord amb aquesta situació, tendeix a empitjorar lleugerament (va caure a 12 punts negatius a l'abril). De tota manera, l'avanç de l'ocupació, un dels puntals del consum, es continua mostrant molt sòlid.

En canvi, la inversió va tenir, en el període considerat, un comportament molt

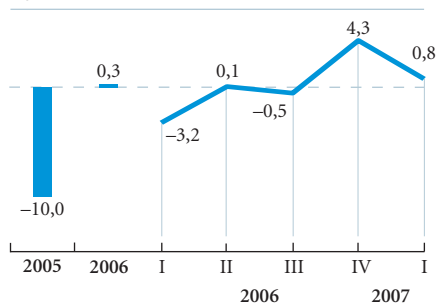
El consum tendeix a moderar-se...

...però la inversió en béns d'equipament registra un fort impuls...

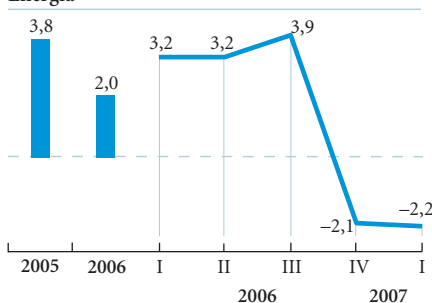
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)

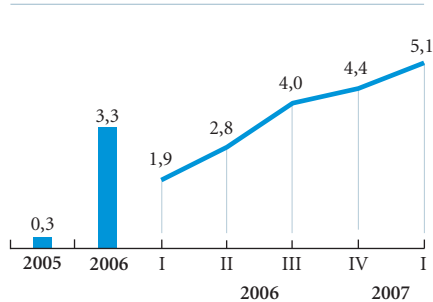
Agricultura



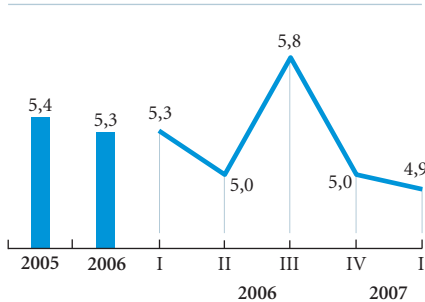
Energia



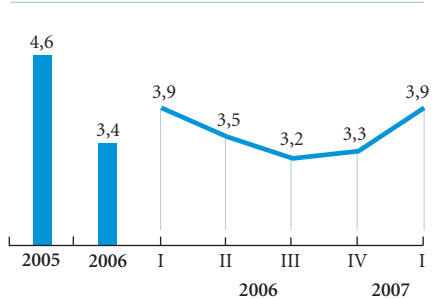
Indústria



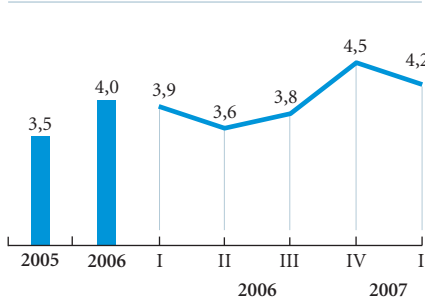
Construcció



Serveis de mercat



Serveis no de mercat



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

...i la construcció manté un creixement sostingut gràcies a l'auge de l'obra pública.

Es preveu una progressiva desacceleració del ritme de construcció d'habitatges en els propers mesos.

La indústria cobra un fort dinamisme...

expansiu. En concret, la inversió en béns d'equipament va accelerar el ritme de creixement interanual fins al 12,1%, la taxa més elevada des del 1999. D'altra banda, la construcció, que en els darrers anys s'ha convertit en un pilar fonamental del creixement econòmic espanyol, va continuar mostrant una fortalesa considerable, amb una taxa de creixement interanual del 5,6%, només una dècima inferior a la del trimestre precedent. En aquest cas, la desacceleració del ritme d'avanç en l'edificació residencial va ser compensada pel renovat impuls de l'obra civil.

Tot fa pensar que el ritme de construcció d'habitatges es continuarà moderant gradualment en els propers mesos. Ara com ara, el volum d'obra en execució encara és elevat, però alguns indicadors avançats, com els visats d'obra nova, mostren clars signes de desacceleració. Els senyals procedents del mercat immobiliari també apunten a una major contenció. En particular, els contractes de compraven-

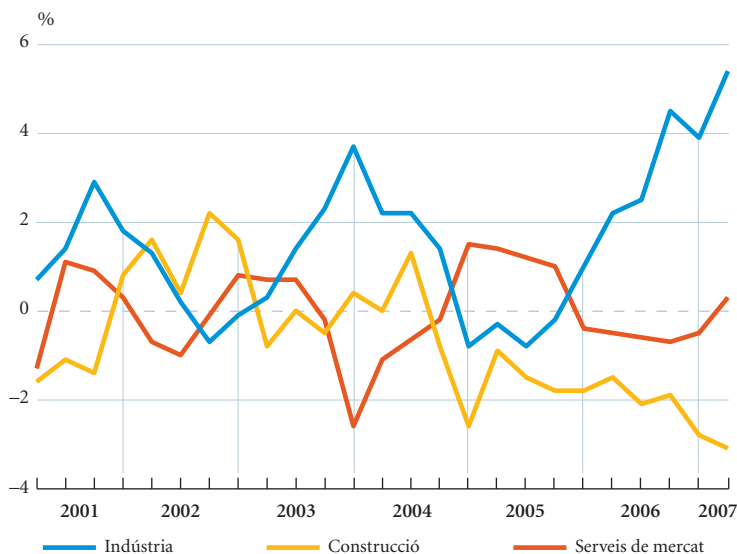
da d'habitatges de segona mà han patit una sensible contracció en els últims mesos. Sembla que la moderació dels preus (l'augment del preu per metre quadrat de l'habitatge lliure es va limitar al 7,2% interanual en el primer trimestre del 2007) va en la mateixa direcció.

Malgrat tot, el creixement econòmic espanyol continua pivotant al voltant del consum i de la construcció. Entre els dos sectors van aportar tres punts al creixement del PIB en el primer trimestre del 2007. Però l'auge de la inversió en béns d'equipament, el manteniment de les exportacions i la moderació de les importacions contribueixen a dotar de més equilibri el creixement de l'economia espanyola.

Un fet destacable és la consolidació de la recuperació de la indústria, que, en el període indicat, va accelerar la taxa de creixement interanual al 5,1%. En termes de valor afegit, la seva contribució al creixement del PIB (0,7 punts percentuals) su-

FORT AVANÇ DE LA PRODUCTIVITAT A LA INDÚSTRIA

Variació interanual del PIB per lloc de treball equivalent a temps complet



FONTS: INE i elaboració pròpia.

pera ja la de la construcció (0,5 punts). Un altre aspecte molt positiu és el fort avanç de la productivitat que ha protagonitzat aquest sector en els últims mesos, tal com es pot observar al gràfic anterior. És una bona notícia, ja que l'enfortiment de la competitivitat de la indústria és un factor clau per competir al mercat global i garanteix un trànsit més suau cap a un model de creixement menys dependent del cicle de la construcció.

Les branques dels serveis també van accelerar el creixement agregat (del 3,5% al 4,0%), gràcies, fonamentalment, a l'impuls dels sectors de mercat. Les activitats més dinàmiques van ser les vinculades als serveis a empreses, el transport i, amb menys pes, el comerç.

Des de la perspectiva de les rendes, destaca la contenció de la remuneració dels assalariats, que va créixer el 7,0%, una dècima menys que en el període precedent. Així, la moderació de tres dècimes en el ritme d'avanç de la remuneració mitjana va compensar l'acceleració de dues dècimes en el creixement del nombre total d'assalariats. Gràcies a això i a la millora de la productivitat, el cost laboral per uni-

tat de producte es va desaccelerar quatre dècimes, fins al 2,4%, nou dècimes per sota del deflactor implícit de l'economia. Els preus globals mesurats per aquest deflactor van créixer el 3,3%, tres dècimes menys que en el trimestre anterior.

L'escassa informació disponible encara sobre la marxa del segon trimestre d'enguany mostra una certa continuïtat en les tendències apuntades anteriorment. Prossegueix la moderació del consum, molt ostensible en el cas de determinats béns de consum durador, com els automòbils de turisme, que van registrar un descens en les vendes del 6,0% a l'abril. Es tracta, però, d'un mes atípic per la coincidència de les festivitats de Setmana Santa.

Les previsions apunten a una progressiva desacceleració de l'activitat durant la segona meitat de l'any, influïda per la pèrdua d'impuls de la construcció, que s'intensificaria al llarg del 2008. Així, per exemple, l'Organització de Cooperació i Desenvolupament Econòmic preveu un creixement encara intens el 2007 (3,6%), però el rebaixa al 2,7% per a l'any següent.

...igual que determinades activitats relacionades amb els serveis.

La moderació salarial propicia la desacceleració del creixement del cost laboral unitari.

El segon trimestre s'inicia sense grans canvis de tendència.

L'OCDE preveu una desacceleració gradual del creixement al llarg d'enguany i de l'any vinent.

Mercat de treball

L'ocupació continua en ascens...

...amb un fort avanç a la construcció i creixement sostingut als serveis.

Sòlid avanç de l'ocupació

L'ocupació va mantenir un ritme de creixement elevat durant el primer trimestre del 2007, al voltant del 3,4% interanual, segons les dades de l'enquesta de població activa (EPA). El total d'ocupats va superar la cota dels 20 milions, la més alta de tota la història. Sorpren el fort ritme de creació d'ocupació a la construcció, amb el 9,4% interanual, prop d'un punt més que en el quart trimestre, i crida també l'atenció el descens del 0,3% interanual comptabilitzat a la indústria.

Les dues tendències (l'impuls de la construcció i la reculada de la indústria) són corroborades per les dades de la comptabilitat nacional. A més a més, es constata que, en el cas de la indústria, l'estancament de l'ocupació va acompanyat d'un

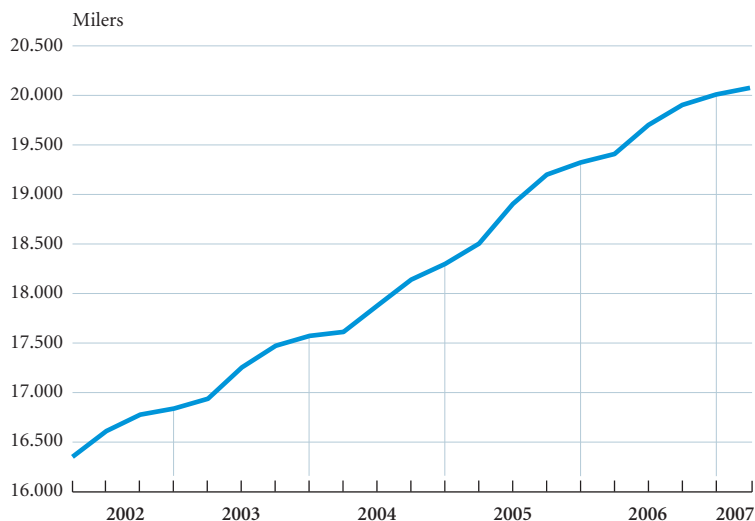
sensible avanç de la productivitat de l'ocupació. En canvi, les xifres de la Seguretat Social pinten un panorama una mica diferent, amb una suau desacceleració del ritme d'afiliació a la construcció i un avanç substancial a la indústria.

Pel que fa als serveis, l'EPA indica una desacceleració moderada del ritme d'avanç de l'ocupació (fins al 3,5% interanual, unes vuit dècimes menys que en el trimestre precedent), mentre que les dades de la comptabilitat nacional i de la Seguretat Social apunten a una major estabilitat.

En els dotze últims mesos, es van crear al voltant de 669.000 llocs de treball nets, segons l'EPA, coberts en una proporció propera al 53% per treballadors estrangers. En el primer trimestre del 2007, el

XIFRA RÈCORD D'OCUPATS

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

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

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.

13,2% del total d'ocupats tenien nacionalitat estrangera, gairebé un puny i mig més que un any enrere. Al col·lectiu de treballadors estrangers, la taxa d'activitat és més alta (76,3%) que entre els espanyols (56,5%), i també la taxa d'atur és superior (12,6% enfront del 7,8%).

El sector de la construcció va absorbir gairebé un terç dels nous llocs de treball, i els dos terços restants van anar a parar als serveis, majoritàriament als privats. En termes de llocs de treball equivalents a temps complet, la comptabilitat nacional situa al voltant de 554.000 els nous llocs de treball generats en l'últim any, amb una distribució sectorial similar a la mostrada per l'EPA.

Segons l'enquesta, l'ocupació femenina va créixer amb més intensitat (5,0% interanual) que la masculina (2,4%), i el ritme d'avanç també va ser molt superior entre la població adulta (per damunt del 5,5%

en els trams d'edat compresos entre els 40 i els 55 anys) que entre els més joves.

Des del punt de vista de la creació d'ocupació, les comunitats autònomes més dinàmiques van ser Aragó, Canàries, Castella-La Manxa, Extremadura i Múrcia, amb creixements interanuals superiors al 5,5%. En sentit oposat, Astúries, Cantàbria, Catalunya, Galícia, Madrid, el País Basc i La Rioja van anotar creixements inferiors a la mitjana nacional.

Un aspecte positiu que cal destacar entre la bateria de dades que ofereix l'EPA és la relativa millora de la taxa de temporalitat. En el primer trimestre del 2007, els contractes temporals representaven el 32% del total, 1,8 punts menys que un any abans. Aquest avanç ha estat possible, en gran part, gràcies a les mesures incentivadores de l'ocupació fixa, que van entrar en vigor al juliol del 2006, a partir de l'«Acord per a la Millora del Creixement i

Es generen 669.000 llocs de treball en l'últim any.

La taxa de temporalitat es redueix en gairebé dos punts en relació amb un any abans.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Primer trimestre 2007

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	990,0	68,2	7,4	5,2	0,5	4,9
No agraris	19.079,3	-0,7	0,0	664,0	3,6	95,1
Indústria	3.265,3	-54,5	-1,6	-8,3	-0,3	16,3
Construcció	2.664,7	41,5	1,6	228,0	9,4	13,3
Serveis	13.149,3	12,3	0,1	444,3	3,5	65,5
Per empleadors						
Sector privat	17.137,0	43,2	0,3	600,2	3,6	85,4
Sector públic	2.932,2	24,2	0,8	68,9	2,4	14,6
Per situació professional						
Assalariats	16.514,5	48,4	0,3	625,6	3,9	82,3
Contracte indefinit	11.237,7	340,3	3,1	644,7	6,1	56,0
Contracte temporal	5.276,8	-291,9	-5,2	-19,1	-0,4	26,3
No assalariats	3.541,6	17,4	0,5	60,1	1,7	17,6
Empresaris empleadors	1.084,0	-3,8	-0,3	31,2	3,0	5,4
Empresaris no empleadors	2.200,4	5,0	0,2	49,8	2,3	11,0
Ajudes familiars	257,2	16,2	6,7	-20,9	-7,5	1,3
Altres	13,1	1,6	13,9	-16,6	-55,9	0,1
Per temps d'ocupació						
A temps complet	17.574,4	-53,8	-0,3	588,1	3,5	87,6
A temps parcial	2.494,8	121,2	5,1	80,9	3,4	12,4
Per sexes						
Homes	11.854,6	23,3	0,2	279,0	2,4	59,1
Dones	8.214,7	44,2	0,5	390,2	5,0	40,9
TOTAL	20.069,2	67,4	0,3	669,1	3,4	100,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

L'atur es redueix en 80.000 persones en els dotze últims mesos.

l'Ocupació». Però, si tenim en compte la distància existent amb la mitjana de la Unió Europea, que registra una taxa de temporalitat inferior al 14%, es tracta encara d'una millora clarament insuficient.

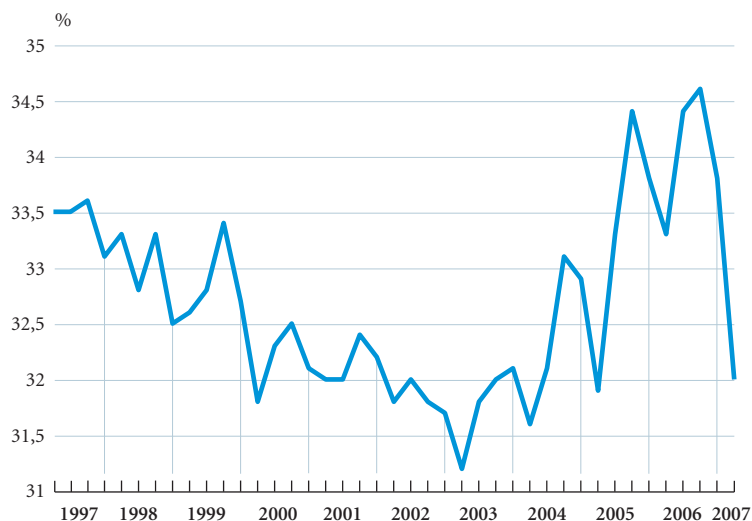
La població activa va augmentar en gairebé 589.000 persones, menys que l'ocupació, de manera que l'atur estimat es va poder reduir en gairebé 80.000 i es va tancar el trimestre amb 1.856.100 aturats. La taxa d'atur es va situar en el 8,5% de la població activa, sis dècimes menys que un

any abans, però lleugerament per damunt de la del trimestre precedent. D'altra banda, la taxa d'activitat sobre la població més gran de 16 anys es va mantenir en el 58,6%, igual que en el quart trimestre i sis dècimes per damunt de la corresponent a un any abans.

L'atur abunda més entre la població femenina (11,4% sobre la població activa) que entre la masculina (6,3%) i més entre els més joves de 25 anys (17,8%) que entre la resta d'edats (7,3%). Des de la pers-

DISMINUEIX LA PROPORCIÓ DE LLOCS DE TREBALL TEMPORALS

Treballadors amb contracte temporal sobre el total d'assalariats



FONTS: INE i elaboració pròpia.

ATUR ESTIMAT

Primer trimestre 2007

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	800,1	36,3	4,8	-46,3	-5,5	43,1	6,3
Dones	1.056,0	9,1	0,9	-33,4	-3,1	56,9	11,4
Per edats							
Menors de 25 anys	423,1	-11,0	-2,5	-31,1	-6,8	22,8	17,8
Resta	1.433,0	56,4	4,1	-48,6	-3,3	77,2	7,3
Per situació personal							
Atur de llarga durada	550,8	27,7	5,3	20,0	3,8	29,7	-
Busquen la seva primera feina	185,4	-16,4	-8,1	-18,3	-9,0	10,0	-
Resta	1.119,9	34,1	3,1	-81,4	-6,8	60,3	-
TOTAL	1.856,1	45,4	2,5	-79,7	-4,1	100,0	8,5

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

pectiva territorial, el rànquing de l'atur l'encapçalen Extremadura i Andalusia, amb taxes d'atur del 13,0% i del 12,5%, respectivament, i el tanquen Catalunya, el

País Basc i La Rioja (les tres comunitats amb el 6,7%), juntament amb Madrid (6,6%), Aragó (5,7%) i Navarra (5,1%).

Extremadura i Andalusia encapçalen el rànquing de l'atur.

Preus

La taxa de variació interanual de l'IPC baixa lleugerament fins al 2,4% a l'abril.

La recuperació de la demanda de pollastre, un cop superats els temors a la grip aviària, provoca un increment del 19% en relació amb l'abril del 2006.

Els productes energètics permeten un lleuger descens de l'IPC a l'abril

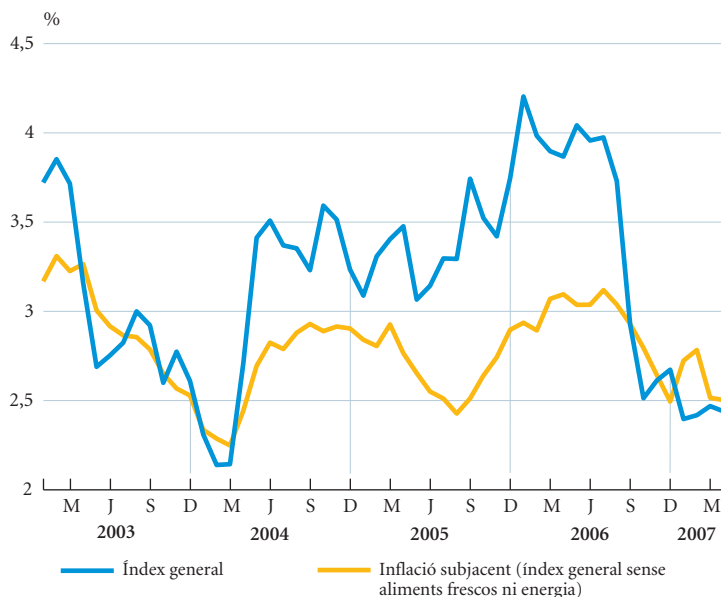
Un repunt superior a l'esperat dels preus dels aliments frescos va impedir un descens més intens de l'índex de preus de consum (IPC) a l'abril. Els aliments sense elaborar van accelerar els preus i gairebé van doblar la taxa de variació interanual des del 3,5% registrat al gener fins al 6,4% de l'abril. Potser el cas més clar és el de la carn de pollastre. A l'abril del 2006, el preu de la carn d'au presentava una caiguda del 9,6% en relació amb dotze mesos abans. La crisi de la grip aviària va produir una forta davallada de la demanda pel temor al contagi del virus. La recuperació de la demanda, un cop superats aquests temors, ha provocat pujades en el

pollastre fins al 19,0%, atesa la limitada oferta existent. En el mateix mes d'abril del 2007, els preus a les llotges d'origen van assolir màxims històrics, de manera que la tendència alcista podria prosseguir en el futur immediat.

Afortunadament, a l'abril, l'efecte dels combustibles i lubricants va ser favorable i va permetre una lleugera moderació de l'índex de preus de consum. En efecte, els carburants i combustibles van contribuir en una mica més d'una dècima a la davallada de l'IPC a l'abril, després d'haver-ho fet en una quantitat similar però de signe contrari al març. És destacable el descens del preu del gas, que, de pujades del 24% fa un any, va passar a un descens interanual del 3% a l'abril.

MANTENIMENT DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

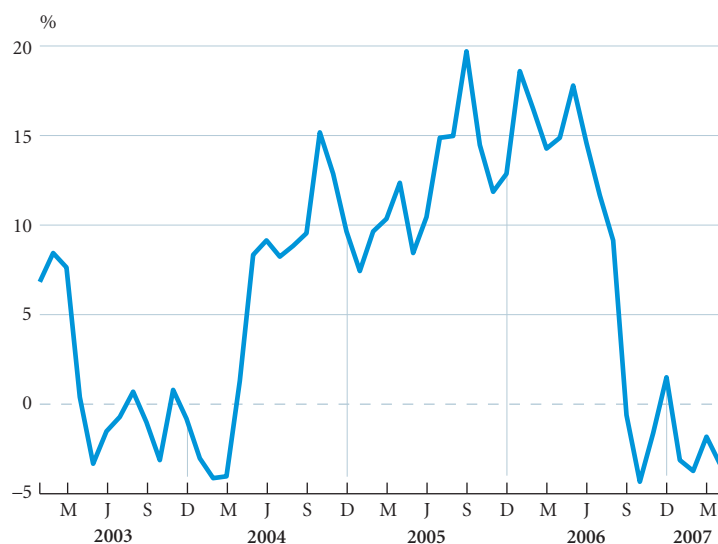
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2006			2007		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual
Gener	-0,4	-0,4	4,2	-0,7	-0,7	2,4
Febrer	0,0	-0,4	4,0	0,1	-0,6	2,4
Març	0,7	0,3	3,9	0,8	0,1	2,5
Abril	1,4	1,8	3,9	1,4	1,5	2,4
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.

DESCENS DEL PREU DELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES

Variació interanual dels preus de carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

De fet, després del decrement experimentat per l'IPC al gener d'enguany, quan va passar del 2,7% al 2,4%, la inflació mesurada pels preus de consum s'ha mantingut al voltant d'aquest nivell. El nucli més estable de la inflació, l'anomenada inflació subjacent, que exclou els productes

energètics i els aliments sense elaborar, va romandre en el 2,5% a l'abril i va mostrar la resistència a la davallada de la inflació.

Aquesta persistència es concentra, sobretot, als serveis, que, en general, estan arre-

La inflació subjacent es resisteix a baixar.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Abril

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual		
		2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Per classes de despesa								
Aliments i begudes no alcohòliques	102,4	0,2	0,6	0,9	1,0	3,5	3,2	
Begudes alcohòliques i tabac	106,9	0,3	0,1	0,6	5,4	2,2	6,3	
Vestit i calçat	105,6	9,3	9,3	-1,1	-1,3	1,3	1,0	
Habitatge	103,1	1,1	0,3	4,3	2,5	7,2	3,2	
Parament	102,5	0,7	0,8	1,1	1,1	2,7	2,6	
Medicina	97,6	0,4	0,4	0,7	-3,0	1,3	-2,1	
Transport	101,4	1,5	1,4	4,3	3,1	6,7	0,7	
Comunicacions	100,5	-0,2	-0,2	-0,4	1,4	-1,2	0,3	
Oci i cultura	99,9	1,0	0,6	-0,6	-0,4	1,1	-0,4	
Ensenyament	103,5	0,1	0,0	0,3	0,5	3,9	4,5	
Hotels, cafès i restaurants	104,5	0,9	1,2	2,6	3,2	4,8	5,0	
Altres	103,2	0,3	0,3	2,7	2,3	3,4	3,5	
Agrupacions								
Aliments amb elaboració	102,4	0,3	0,2	2,0	2,0	3,9	2,2	
Aliments sense elaboració	103,8	-0,1	1,1	-1,4	0,4	2,1	6,4	
Conjunt no alimentari	102,6	1,8	1,7	2,1	1,6	4,0	2,0	
Béns industrials	101,7	2,9	2,6	2,0	0,8	4,0	0,3	
<i>Productes energètics</i>	<i>100,2</i>	<i>3,1</i>	<i>1,9</i>	<i>8,0</i>	<i>3,8</i>	<i>12,2</i>	<i>-1,5</i>	
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>99,1</i>	<i>4,1</i>	<i>2,5</i>	<i>9,3</i>	<i>4,1</i>	<i>15,0</i>	<i>-3,1</i>	
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>102,2</i>	<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>1,4</i>	<i>0,9</i>	
Serveis	103,6	0,7	0,7	2,2	2,4	4,1	3,9	
Inflació subjacent (**)	102,9	1,4	1,3	1,4	1,4	3,1	2,5	
ÍNDEX GENERAL	102,7	1,4	1,4	1,8	1,5	3,9	2,4	

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística

Els preus dels hotels, restaurants i cafès, impulsats per la demanda turística, pugen el 5% en un any i doblen l'IPC general.

cerats de la competència exterior. El conjunt dels serveis va continuar en el 3,9% a l'abril. No obstant això, algunes branques, com els hotels, restaurants i cafès, van mostrar tensions, impulsats per la demanda turística. Així, l'índex d'aquests subsectors va pujar el 5,0% en els dotze últims mesos, per damunt de la mitjana i doblant amb escreix l'IPC general. En canvi, els viatges organitzats es van moderar fins al 0,3%.

Encara sort que la disciplina dels mercats internacionals manté deprimits els preus dels béns industrials no energètics per sota de l'1%. No obstant això, a l'abril, la taxa de variació interanual d'aquests béns va experimentar un lleuger increment fins al 0,9%. Aquest augment va ser contrarestat per una lleugera desacceleració dels preus dels aliments elaborats fins al 2,2% en relació amb l'abril del 2006. En aquest apartat, cal esmentar que l'oli va prosseguir la tendència descendent fins a

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equi-pament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2006											
Març	-10,2	5,8	3,3	2,0	4,6	16,4	7,2	3,5	-0,1	5,2	-
Abril	-8,1	5,7	2,9	2,2	5,1	15,4	7,4	2,6	-0,1	6,2	-
Maig	-3,6	6,6	3,2	2,3	6,1	17,8	7,7	1,5	-0,6	7,7	4,0
Juny	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	6,1	1,0	-0,6	7,3	-
Juliol	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	5,9	0,6	-0,3	9,3	-
Agost	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,7	-0,4	8,8	3,8
Setembre	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	3,2	0,8	-0,2	9,0	-
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	3,0	0,7	-0,1	9,3	-
Novembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,4	-0,1	-0,3	8,5	3,6
Desembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,3	0,2	-0,3	7,9	-
2007											
Gener	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,2	0,7	0,4	-0,3	7,6	-
Febrer	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,0	0,1	-0,2	7,0	3,3
Març	1,4	2,8	1,7	3,3	6,3	-1,6	-0,1	0,3	-0,3	6,1	-
Abril	...	2,7	2,2	3,2	6,4	-2,6

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

FONTS: Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Gràcies a l'enfortiment de l'euro, els productes importats ajuden a contenir la inflació.

rament en passar al 3,2%. En canvi, els béns de consum van pujar el 2,2% en els dotze últims mesos fins a l'abril, 5 dècimes més que en el mes anterior, a causa d'un repunt dels no duradors. Per la seva banda, els béns intermedis, amb una alça interanual del 6,4%, continuen mostrant una inflació persistent.

D'altra banda, gràcies a l'enfortiment de l'euro, els productes importats contribueixen a contenir la inflació. Segons les dades proporcionades per l'enquesta de l'Institut Nacional d'Estadística a les empreses importadores, l'índex de preus d'importació va experimentar una lleugera caiguda del 0,1% en els dotze últims mesos fins al març i va mantenir la tendència a la desacceleració.

Per components, però, la situació és diversa. Tant els béns de consum com els d'equipament van mostrar taxes de variació dels preus molt baixes, però, mentre

els preus dels béns de capital van baixar el 0,3% en l'últim any, els dels béns de consum van pujar aquesta quantitat. Això, al seu torn, és el resultat d'una pujada dels béns de consum no durador del 0,9% i d'una davallada de l'1,7% dels duradors. Per la seva banda, els preus dels productes energètics importats van caure el 10,6% en relació amb el març del 2006, mentre que la resta de béns intermedis van créixer el 6,1% en el mateix període, a causa del fort encariment de les primeres matèries.

Pel que fa als productes agraris en origen, al març es va produir un repunt dels preus que va revertir la caiguda interanual dels mesos anteriors. Així, els preus percebuts pels agricultors es van incrementar l'1,4% al març en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Tot i que tots els principals components van tendir a remuntar, cal destacar la pujada interanual dels productes ramaders fins al 5,1%.

Sector exterior

Dèficit comercial: les exportacions reaccionen

El dèficit comercial del març va ser de 7.804 milions d'euros, una mica superior a la dada del febrer. No obstant això, en el total del mes, les exportacions van créixer el 3,9% interanual, clarament per damunt de les importacions, que van mostrar un avanç del 2,7%. En termes reals, sense considerar els canvis en preus, les diferències van ser més importants, amb les ex-

portacions avançant l'1,9% interanual, enfront de l'estancament importador.

En els dotze mesos fins al març, el dèficit va ser de 90.888 milions d'euros, lleugerament per sota del registre del febrer, tot i que ajudat per unes importacions d'energia més baixes. El dèficit no energètic del període va ser de 58.272 milions d'euros, el 8,3% més que en el mateix període de l'any anterior, però intensificant el seu alentiment, ja que, fins al novembre del

El dèficit comercial s'estabilitza gràcies a les exportacions.

COMERÇ EXTERIOR

Acumulat 12 últims mesos fins al febrer del 2007

	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	39.767	12,3	15,1	7.151	0,9	4,1	-32.616	18,0
Béns de consum	73.088	4,7	27,7	63.981	6,0	37,0	-9.107	87,5
<i>Alimentaris</i>	14.902	4,1	5,7	20.344	7,7	11,8	5.441	136,5
<i>No alimentaris</i>	58.185	4,8	22,1	43.637	5,2	25,3	-14.548	75,0
Béns de capital	28.823	2,9	10,9	16.875	4,1	9,8	-11.949	58,5
Béns intermedis no energètics	122.017	12,3	46,3	84.800	11,3	49,1	-37.216	69,5
Per àrees geogràfiques								
Zona de l'euro	128.789	6,0	48,8	98.008	7,9	56,7	-30.781	76,1
Resta Unió Europea 25	26.299	7,0	10,0	24.761	6,0	14,3	-1.538	94,2
Rússia	7.567	35,9	2,9	1.647	37,8	1,0	-5.920	21,8
Estats Units	8.601	4,2	3,3	7.617	14,5	4,4	-983	88,6
Xina	15.526	27,1	5,9	1.688	3,8	1,0	-13.839	10,9
Japó	5.970	3,2	2,3	1.332	8,5	0,8	-4.637	22,3
Resta d'Àsia	14.432	16,5	5,5	4.387	6,8	2,5	-10.044	30,4
OPEP	21.958	11,5	8,3	4.567	2,1	2,6	-17.391	20,8
Amèrica Llatina	14.716	15,3	5,6	10.518	18,7	6,1	-4.197	71,5
Resta	19.838	3,2	7,5	18.281	4,7	10,6	-1.557	92,2
TOTAL	263.695	9,0	100,0	172.807	8,1	100,0	-90.888	65,5

FONTS: Departament de Duanes Especials i elaboració pròpia.

**En termes reals,
el creixement de les
exportacions supera
el de les importacions.**

2006, els increments de dos dígits havien estat la norma. Les exportacions no energètiques d'aquest període van créixer el 8,5% interanual i van superar els avanços importadors (8,4%) per primer cop des del començament del 2003. Confirmant aquest panorama, en termes reals, l'última tendència de les exportacions és d'acceleració, mentre que les importacions mantenen els avanços, tot i que el seu creixement és una mica més ràpid.

Aquest despertar exportador es va concretar, per sectors, en els productes químics, els béns de consum durador, les semimanufactures no químiques i els aliments, que van créixer per damunt dels dos dígits en termes interanuals. La creu cal buscar-la en els béns d'equipament i en els automòbils, que, malgrat representar al març gairebé el 40% del total de les vendes a l'exterior, només van guanyar el 2,4% i el 0,1% interanual, respectivament. En el camp importador, els augments més importants van correspondre a les primeres matèries i a les manufactures no químiques, mentre que la major partida importadora, els béns d'equipament, es va incrementar el 7,8% interanual.

Per àrees geogràfiques, en el període dels dotze últims mesos fins al març, el dèficit amb la zona de l'euro va arribar als 30.781 milions d'euros, una mica per sota del registre del febrer. Aquesta moderació del dèficit, fruit, en part, de l'increment de la demanda a la regió, també es va donar en els tres primers mesos de l'any, que van presentar un dèficit de 2.354 milions d'euros, enfront dels 2.427 milions del mateix període de l'any anterior. També es va reduir lleugerament el dèficit bilateral amb els Estats Units, que va quedar en 983 milions d'euros, mentre que la balança deficitària amb l'Amèrica Llatina va ser de 4.197 milions, en línia amb els nivells assolits el 2006. On continua el deteriorament és amb l'Ex-

trem Orient, llevat del Japó, on el dèficit roman estable. El dèficit amb la Xina dels dotze últims mesos fins al març va arribar als 13.839 milions d'euros, el 27% per damunt dels valors de l'any passat, mentre que el dèficit amb la resta d'Àsia (sense el Japó, la Xina i els països de l'OPEP) va arribar als 10.044 milions, un increment del 16,5% interanual.

Balança de pagaments: la lleugera millora del dèficit comercial no compensa les sortides de transferències

Al febrer, el dèficit de la balança per compte corrent va ser de 8.991 milions d'euros, lleugerament superior al valor del mes anterior (8.622 milions). No obstant això, el dèficit comercial del mateix període va ser de 6.021 milions d'euros, 430 milions per sota del de gener i el 10% per sota de la mitjana del 2006. El dèficit corrent va augmentar a causa de la continuada disminució del superàvit de serveis i, sobretot, de la intensificació del deteriorament de la balança de transferències corrents. Tampoc no va ajudar la balança de rendes, el saldo negatiu de la qual, 1.939 milions d'euros, va superar en gairebé l'11% els valors típics del 2006.

Al compte financer, els fluxos d'entrada d'inversió directa van superar les sortides per primer cop des del novembre del 2005, tot i que més per la disminució de les primeres que per l'augment de les segones. Tot plegat va quedar en un saldo positiu de 1.403 milions d'euros.

Des d'un punt de vista més tendencial, en els dotze últims mesos fins al febrer del 2007, el dèficit acumulat de la balança per compte corrent es va ampliar fins als 88.177 milions d'euros, 19.267 milions més que en el mateix període de l'any anterior. Un deteriorament que du, però, camí d'estabilitzar-se, ja que gairebé va

**Es modera el dèficit
amb la zona de l'euro, però
continua el deteriorament
amb Àsia.**

**El dèficit de la balança
per compte corrent arriba
als 88.000 milions d'euros.**

repetir els valors del gener. El creixement del dèficit comercial va representar el 53,1% de l'increment del dèficit per compte corrent. Participació que evoluciona a la baixa, mentre que l'augment de les sortides netes per transferències corrents ja arriba al 20,1%, quan fa un any la seva contribució era gairebé inexistent. La balança de rendes, que posa la resta, també dobla la seva contribució negativa en relació amb el mateix període de l'any anterior.

Pel que fa al compte financer, en els dotze últims mesos fins al febrer, les sortides netes d'inversió directa es van reduir a 30.313 milions d'euros, una disminució substancial en relació amb els 56.614 milions del gener, motivada, sobretot, per efectes de base i per un cert alentiment de les inversions espanyoles a l'exterior. Per la seva banda, les entrades van romandre estables en un nivell que continua per sota del que va ser la norma el 2005 i la primera meitat del 2006.

La millora del dèficit comercial és superada per l'augment de les sortides netes de transferències corrents.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Febrer 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-12.473	7,5	-81.013	-10.229	14,5
Serveis					
<i>Turisme</i>	2.940	1,4	27.486	1.070	4,0
<i>Altres serveis</i>	-1.169	-11,8	-5.145	-199	4,0
Total	1.771	12,6	22.341	871	4,1
Rendes	-3.889	84,4	-22.763	-6.030	36,0
Transferències	-3.011	48,9	-6.743	-3.880	135,5
Total	-17.602	24,3	-88.177	-19.267	28,0
Compte de capital	1.432	107,7	6.917	-1.381	-16,6
Balança financera					
Inversions directes	-702	-97,3	-30.313	8.147	-21,2
Inversions de cartera	34.424	-9,1	194.873	117.968	153,4
Altres inversions	-10.114	-174,9	-59.130	-91.063	-285,2
Total	23.608	-7,2	105.431	34.768	49,2
Error i omissions	-855	-65,9	-1.257	2.662	-67,9
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-6.582	-	-22.913	-16.781	-

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.

Remeses a Llatinoamèrica: mannà caigut del cel?

Llatinoamèrica rep més remeses que cap altra regió del món. Segons les dades del Banc Mundial, van ser 48.000 milions de dòlars el 2005, una xifra equivalent al 2% del PIB de la regió o al 70% de la inversió estrangera directa que rep i vuit vegades superior a l'ajuda oficial al desenvolupament (vegeu la taula inferior). Es tracta d'una quantitat que s'ha multiplicat per deu, en termes reals, en els vint últims anys. En valors absoluts, Mèxic és el major receptor de remeses de la regió i del món; en termes relatius, però, el superen altres països centreamericans, com Hondures, El Salvador i Nicaragua, on una proporció molt més gran de la població és emigrant (gràfica inferior). Amb aquestes xifres, no ens ha de sorprendre que el fenomen de les remeses hagi despertat l'interès d'acadèmics, institucions financeres internacionals, governs i bancs. Un dels aspectes més estudiats ha estat el seu impacte sobre el desenvolupament econòmic dels països receptors.

LLATINOAMÈRICA: FLUXOS DE REMESSES, INVERSIÓ DIRECTA I AJUDA OFICIAL

Any 2005

Milions de dòlars dels Estats Units

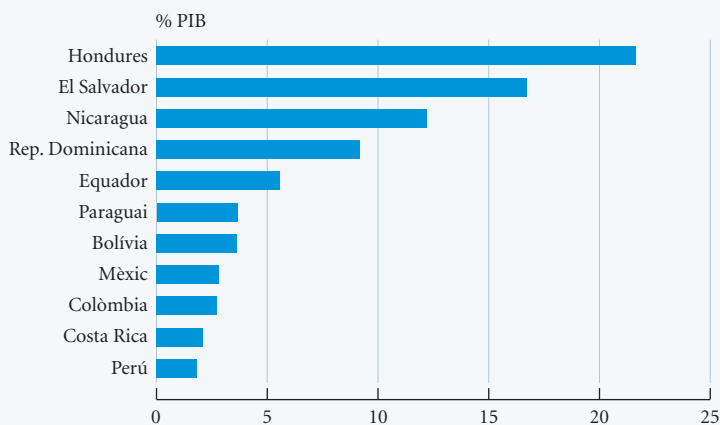
	Remeses	Inversió estrangera directa	Ajuda oficial al desenvolupament
Llatinoamèrica i Carib	48.201	70.017	6.308
Àsia de l'Est i Pacífic	45.053	96.898	9.496
Sud-àsia	35.558	9.869	9.260
Europa i Àsia Central	31.363	73.687	5.731
Àfrica del Nord i Orient Mitjà	24.001	13.765	26.946
Àfrica Subsahariana	8.728	16.559	32.620

FONT: Banc Mundial.

DESTACA EL PES DE LES REMESSES EN LES ECONOMIES DE CENTREAMÈRICA

Any 2005

Remeses rebudes



NOTA: La gràfica inclou els països en què el pes de les remeses supera l'1% del PIB el 2005.

FONT: Banc Mundial.

Sembla lògic esperar que les remeses disminueixin la pobresa absoluta, mesurada, per exemple, com la proporció de la població amb uns ingressos inferiors a 2 dòlars per dia (aquesta ràtio de pobresa arriba al 22% a Llatinoamèrica). Al capdavant, les remeses són transferències directes de renda que segurament beneficïen sobretot els qui més ho necessiten. Sembla que les dades confirmen aquesta intuïció: estudis que utilitzen enquestes a llars per calcular ràtios de pobresa incloent i excloent les rendes provinents de remeses indiquen que, en la majoria dels casos, la ràtio es redueix amb força amb les remeses (de 3 a 5 punts percentuals), en especial als països en què els emigrants provenen de les capes socials més baixes, com Mèxic o El Salvador. És curiós que, en alguns països, no són els més necessitats els qui més remeses reben. A Perú o Nicaragua, per exemple, entre el 35% i el 40% dels receptors de remeses pertanyen al 20% de la població amb més ingressos. Lògicament, en aquests països, l'impacte de les remeses sobre la pobresa és molt menor.

Aquests càlculs, però, no tenen en compte que les remeses reemplacen, si més no en part, els ingressos que els emigrants haurien pogut aconseguir al seu país d'origen. Una anàlisi més completa requeriria estimar la renda de les llars en un escenari de «no emigració», calcular la ràtio de pobresa associada a aquesta situació i comparar-la amb la ràtio que s'obté amb migració i remeses. Els resultats d'aquest exercici, dut a terme pel Banc Mundial,⁽¹⁾ confirmen que l'emigració i les remeses tendeixen a disminuir la pobresa, però que la magnitud de l'efecte, en contrast amb altres estudis, és relativament modesta: un augment de les remeses de l'1% del PIB redueix la ràtio de pobresa en 0,3 punts percentuals.

També es constata que les llars que reben remeses tendeixen a gastar més en habitatge, educació i salut. Són bones notícies, ja que es tracta d'un tipus de despesa que pot incrementar la productivitat dels treballadors i, per tant, els seus salaris. Sembla que l'efecte és més intens a les llars de classe mitjana i mitjana-alta.

És ben sabut que el creixement del PIB dels països en desenvolupament és molt més volàtil que el dels països avançats. En altres paraules, els cicles econòmics són més pronunciats. En aquest context, les remeses podrien tenir un important paper d'estabilització. La majoria d'estudis conclouen que les remeses tendeixen, efectivament, a ser contracíclics i que, per tant, redueixen la volatilitat del PIB.⁽²⁾ De tota manera, de la falta de robustesa dels resultats es pot deduir que no totes les remeses són purament altruistes, ja que, pel que sembla, una part respon a l'existència d'oportunitats d'inversió en les economies receptores i es comporta com els fluxos privats de capital estàndard, de manera procíclica.

No tot el que s'associa a les remeses, però, són beneficis. Per exemple, els membres de les llars que reben remeses tendeixen a participar menys al mercat de treball (vegeu la gràfica següent). A Mèxic, l'efecte és enorme: mentre el 90% dels homes adults en edat de treballar que no reben remeses formen part de la força laboral, només el 60% dels que reben remeses ho fan. Pel que sembla, les remeses fan augmentar el salari de reserva: el nivell mínim necessari perquè aquests adults estiguin disposats a treballar. D'altra banda, també hi ha indicis que palesen que un volum important de remeses provoca una pèrdua de competitivitat del sector exportador.⁽³⁾ Passa així: una part de les remeses es gasta en béns no comercials, com alguns serveis, i una altra part, en béns que sí ho són. Això tendeix a augmentar el preu dels primers més que el dels segons, ja que aquests últims es poden importar. L'augment del preu relatiu dels béns no comercials millora, al seu torn, els beneficis d'aquest sector i n'incentiva l'expansió, la qual cosa tendeix a incrementar els salaris i causa una pèrdua de competitivitat en el sector exportador.

(1) Banc Mundial (2007). *Close to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America*, Washington DC.

(2) Per exemple Sayan, S. (2006). «*Business Cycles and Worker's Remittances: How Do Migrant Workers Respond to Cyclical Movements of GDP at Home?*», IMF Working Paper No. 06/52.

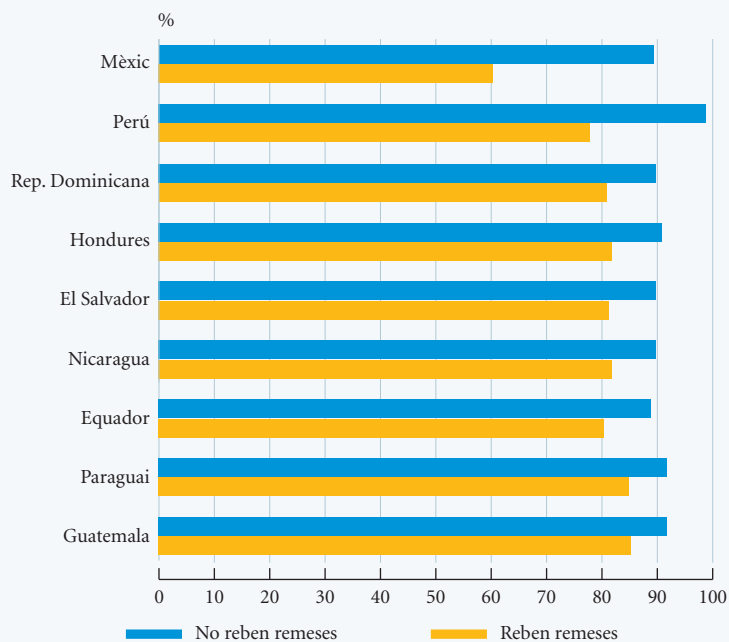
(3) Acosta, P., Lartey, E. i Mandelman, F. (2007). «*Remittances and Dutch Disease*», Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2007-8.

Sembla que l'impacte net d'aquest conjunt d'efectes contraposats sobre el creixement econòmic de les economies receptores de remeses és incert. Paola Giuliano i Marta Ruiz-Arranz, per exemple, no troben un efecte significatiu de les remeses sobre el creixement.⁽⁴⁾ L'estudi del Banc Mundial esmentat més amunt, en canvi, conclou que l'impacte sí és estadísticament significatiu, tot i que econòmicament no ho és tant: un augment en les remeses de l'1% del PIB tendeix a augmentar la taxa de creixement del PIB en 0,1-0,2 punts percentuals.

En definitiva, els estudis empírics disponibles suggereixen que l'impacte de les remeses sobre la reducció de la pobresa i l'augment del creixement econòmic, tot i ser, potser, positiu, és molt modest: migració i remeses no poden reemplaçar unes bones polítiques econòmiques i unes institucions de qualitat com a motor d'un creixement sostingut.

BAIXA LA PARTICIPACIÓ LABORAL DELS HOMES QUE REBEN REMESES

Any 2004
Taxa d'activitat masculina



NOTA: Inclou els homes entre 25 i 59 anys.
FONT: Banc Mundial.

(4) Giuliano, P. i Ruiz-Arranz, M. (2005). «Remittances, Financial Development and Growth», IMF Working Paper 05/234.

Estalvi i finançament

El crèdit a empreses i famílies es continua moderant

La pujada dels tipus d'interès del Banc Central Europeu s'ha continuat transmetent als tipus d'interès bancaris. Així, a l'abril, l'euríbor a un any, utilitzat àmpliament com a referència per a moltes operacions de crèdit al sector privat, va pujar fins al 4,25% i va recollir les expectatives de nous augments del tipus d'interès de referència de l'Eurosistema. D'aquesta manera, es va col·locar 103 punts bàsics per damunt del nivell de dotze mesos abans.

L'ascens dels tipus d'interès crediticis ha contribuït a la moderació de l'expansió del finançament a les empreses i famílies. Així, els recursos financers obtinguts pel

sector privat es van incrementar el 21,2% al març en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Això representa un alentiment des de la taxa interanual del 24,3% anotada al setembre del 2006. No obstant això, el creixement del finançament continua essent alt, el doble del conjunt de la zona de l'euro, estimulat per la bona marxa de l'economia.

El crèdit destinat als particulars augmentava a un ritme anual del 18,4% al final del primer trimestre, 2,9 punts menys que la taxa corresponent al març del 2006. Aquesta moderació correspon, sobretot, al finançament de l'habitatge, que ha passat a créixer el 18,7% al març d'enguany, enfront del 24,1% d'un any abans. En canvi, la resta de préstecs a les famílies amb prou feines s'han moderat, per bé

La pujada dels tipus d'interès crediticis contribueix a la desacceleració del finançament al sector privat.

L'alentiment del crèdit a les famílies se centra en l'habitatge.

ALENTIMENT DEL FINANÇAMENT AL SECTOR PRIVAT EN EL PRIMER TRIMESTRE

Variació interanual del finançament al sector privat



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESSES I FAMÍLIES

Març 2007

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
Crèdit comercial	81.424	-3.942	-4,6	9.582	13,3	5,2	
Deutors amb garantia real (*)	967.512	44.521	4,8	190.932	24,6	61,7	
Altres deutors a termini	434.695	20.106	4,8	91.749	26,8	27,7	
Deutors a la vista	31.648	-2.474	-7,3	3.720	13,3	2,0	
Arrendaments financers	42.103	1.390	3,4	5.580	15,3	2,7	
Crèdits dubtosos	11.786	951	8,8	1.850	18,6	0,8	
TOTAL	1.569.169	60.553	4,0	303.414	24,0	100,0	

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La taxa de morositat creditícia s'apropa al mínim històric.

que s'expandien a un ritme inferior, el 17,6% en els dotze últims mesos fins al març. Aquesta evolució ha estat deguda, en part, a la política de les entitats financeres d'impulsar aquest tipus de crèdit per contrarestar la desacceleració de les hipoteques.

No sembla que els dipòsits bancaris s'hagin desaccelerat.

D'altra banda, els crèdits dubtosos de les entitats creditícies van pujar el 18,6% en el període març 2006 - març 2007. No obstant això, atès que el creixement dels actius totals va ser superior, la taxa de dubtositat es va situar només en el 0,75%,

únicament 3 centèsimes per damunt del mínim històric del desembre del 2006.

El creixement dels dipòsits bancaris supera el dels crèdits

A diferència del crèdit al sector privat, no sembla que els dipòsits bancaris s'hagin desaccelerat. En els dotze últims mesos fins al març del 2007, els dipòsits de les empreses i famílies a les entitats creditícies van augmentar el 25,3%, una taxa que és superior en 0,6 punts percentuals a

DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Març 2007

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
A la vista i d'estalvi (*)	437.071	-10.876	-2,4	39.829	10,0	36,6	
A termini fins a 2 anys	277.671	31.422	12,8	78.422	39,4	23,3	
A termini a més de 2 anys	356.428	23.579	7,1	90.666	34,1	29,9	
Cessions temporals	81.571	1.116	1,4	10.862	15,4	6,8	
Total	1.152.741	45.242	4,1	219.778	23,6	96,6	
Dipòsits en monedes no euro	40.689	7.972	24,4	21.026	106,9	3,4	
TOTAL	1.193.430	53.214	4,7	240.805	25,3	100,0	

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

la corresponent al desembre del 2006. Així i tot, malgrat que el creixement dels dipòsits ha superat el dels crèdits per primer cop des del desembre del 2001, l'augment en termes absoluts dels dipòsits continua essent insuficient per finançar els crèdits. Aquesta situació continua empenyent les entitats financeres a l'emissió de valors per cobrir aquesta bretxa de finançament.

Pel que fa als actius favorits dels estalviadors, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària es va incrementar el 2,2% en el primer quadrimestre fins als 259.812 milions d'euros, segons les dades de l'associació de gestores Inverco. Les modalitats que van experimentar augments més elevats van ser la renda variable i la renda fixa mixta, amb alces del 6%, seguides de les internacionals, que van pujar el 5%. La rendibilitat mitjana dels fons d'inversió mobiliària en els dotze últims mesos fins a l'abril va ser del 4,95%, més del doble que la inflació en aquest període.

D'altra banda, el volum d'actius dels fons de pensions va sumar, al final del primer trimestre, 81.944 milions d'euros. Aquesta xifra representa una alça del 10,7% en els dotze últims mesos. El rendiment anual mitjà ponderat va ser del 4,4% i va superar amb escreix la inflació.

Increment de la riquesa financera neta de les famílies el 2006

El 2006 els dipòsits van recuperar terreny en les carteres de les famílies, després de les reculades dels tres anys anteriors. Així, el seu pes en els actius financers de les llars va pujar fins al 33,4% i va constituir, així, un terç del total. El 2007 probablement continuarà aquesta tendència, després de la modificació del règim fiscal dels productes financers, que n'ha igualat el tracte fiscal.

La cartera de renda variable, incloses les participacions en fons d'inversió, va con-

El volum d'actius dels fons de pensions puja l'11% en els dotze últims mesos fins al març.

El 2006 els dipòsits recuperen terreny en les carteres de les famílies després de tres anys de reculades.

RIQUESA FINANCERA NETA DE LES FAMÍLIES

	2006			Variació anual		Variació en 5 anys	
	Milions d'euros	Estructura en %	% s/PIB	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Actius financers							
Efectiu	88.207	5,0	9,0	8.068	10,1	47.532	116,9
Dipòsits	584.974	33,4	59,9	73.659	14,4	179.803	44,4
Valors diferents d'accions	43.047	2,5	4,4	7.816	22,2	17.994	71,8
Accions i participacions en fons d'inversió	729.306	41,7	74,7	92.854	14,6	289.830	65,9
Reserves tècniques d'assegurança	247.765	14,2	25,4	18.317	8,0	87.294	54,4
Altres	57.317	3,3	5,9	10.496	22,4	22.742	65,8
Total	1.750.614	100,0	179,3	211.210	13,7	645.194	58,4
Passius financers							
Préstecs	778.695	93,6	79,8	125.171	19,2	451.136	137,7
Altres	53.593	6,4	5,5	4.963	10,2	2.011	3,9
Total	832.289	100,0	85,3	130.135	18,5	453.147	119,5
Riquesa financera neta	918.326	-	94,1	81.075	9,7	192.047	26,4

NOTA: Inclou les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les accions posseïdes directament per les llars augmenten la seva quota en el total a causa de les revaloracions.

tinuar guanyant pes en el total fins al 41,7%. Les accions posseïdes directament per les famílies van augmentar la seva participació en el total en 1,8 punts fins al 26,1%. No obstant això, aquesta situació va ser deguda a les revaloracions, ja que es van registrar vendes netes d'accions cotitzades i no cotitzades. Les adquisicions netes de participacions en fons d'inversió sí que van ser positives, però van ser molt inferiors a les dels tres anys precedents.

Els préstecs pugen fins al 125% de la renda disponible familiar, per damunt de la mitjana de la zona de l'euro.

Els productes vinculats a l'assegurança van augmentar un notable 8,0%, que, malgrat tot, es va col·locar per sota del creixement del 13,7% dels actius totals. D'aquesta manera, la seva quota en el total va disminuir lleugerament per quart any consecutiu. Per modalitats, els més dinàmics van ser els fons de pensions, que, així i tot, també van créixer menys que la mitjana.

La riquesa financera neta de les famílies puja fins al 94% del producte interior brut el 2006, després d'un descens en l'any anterior.

Pel que fa a l'efectiu, el 2006 «només» es va incrementar el 10,1%, i la seva participació en el total va baixar fins al 5,0%. No obstant això, des del final del 2001, va créixer el 116,0%, l'increment més intens de les principals rúbriques. Aquesta extraordinària variació en cinc anys s'explica, en part, perquè, atesa l'entrada en circulació dels bitllets en euros al començament del 2002, es va reduir la circulació de bitllets en pessetes. No obstant això, de llavors ençà es va produir una forta expansió dels bitllets en circulació,

que podria estar vinculada a la dinàmica de l'economia submergida.

A l'altre costat del balanç financer de les llars, els passius financers van pujar el 18,5% el 2006 i van continuar augmentant més que els actius. En la seva major part, estan constituïts per préstecs, els quals van pujar el 19,2%. El 95% d'aquests préstecs són a llarg termini, principalment hipoteques. Pel que fa a la renda bruta disponible familiar, els préstecs van augmentar fins al 124,6%, una xifra que se situa per sota del Regne Unit i dels Estats Units, però que és superior a la mitjana de la zona de l'euro. Cal destacar el fort creixement experimentat pels préstecs a les famílies en els cinc últims anys, del 137,7%, a conseqüència, en part, de la gran davallada dels tipus d'interès que es va produir després del llançament de la moneda única europea. Els préstecs es van incrementar fins als 17.670 euros per persona el 2006.

D'aquesta manera, la riquesa financera de les famílies, definida com els seus actius financers menys els seus passius financers, va pujar el 9,7% fins als 918.326 milions d'euros el 2006. En relació amb el producte interior brut, la riquesa financera de les llars va ascendir fins al 94,1%, després d'un descens en l'any anterior. Per capita, la riquesa financera neta va ser de 20.839 euros, el 8,0% més que el 2005.

Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.estudis.lacaixa.es

Correu electrònic:

publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006.

Selecció de indicadors

Edició completa disponible

a Internet

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

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

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

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

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

5. La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units Enric Fernández

6. El temps amb els fills i l'activitat laboral dels pares Maria Gutiérrez-Domènech

■ "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

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

■ "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

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

INFORME MENSUAL

Juny 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.

