

Informe Mensual



NÚMERO 306

Invertint a l'est de l'edèn Pàg. 26

Els països de l'ampliació treuen profit de la inversió estrangera

L'euro a l'Europa Central i de l'Est: cal esperar noves incorporacions? Pàg. 37

Els nous membres trigaràn a unir-se a la moneda única

Polònia queda més a la vora del que sembla Pàg. 55

Les exportacions dels nous membres guanyen mercat a la UE

Desenvolupament financer a l'Europa Central i Oriental: clau per potenciar el creixement Pàg. 67

La modernització del sistema financer contribueix al seu creixement econòmic

Previsions

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

	2006	2007	2008	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL								
	Previsions			Previsions				
Producte interior brut								
Estats Units	2,9	1,7	2,0	2,6	1,5	1,9	1,8	1,7
Japó	2,2	2,0	1,7	2,5	2,6	1,7	2,0	1,7
Regne Unit	2,8	2,7	2,1	3,2	3,1	3,1	2,6	2,1
Zona de l'euro	2,9	2,5	2,3	3,3	3,2	2,5	2,4	2,1
<i>Alemanya</i>	3,1	2,3	2,1	3,9	3,6	2,5	2,0	1,2
<i>França</i>	2,2	1,6	1,6	2,1	1,9	1,3	1,6	1,6
Preus de consum								
Estats Units	3,3	2,6	2,1	2,0	2,4	2,6	2,4	2,8
Japó	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Regne Unit	2,3	2,4	2,0	2,7	2,9	2,6	1,9	2,2
Zona de l'euro	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	2,3
<i>Alemanya</i>	1,7	1,9	1,8	1,4	1,8	1,8	2,1	2,0
<i>França</i>	1,7	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,8
ECONOMIA ESPANYOLA								
	Previsions			Previsions				
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,7	3,2	2,7	3,7	3,4	3,3	3,2	3,1
Consum de les AP	4,8	5,3	4,7	4,9	5,7	5,5	5,2	4,9
Formació bruta de capital fix	6,8	6,2	3,7	6,4	6,6	6,6	6,1	5,5
<i>Béns d'equipament</i>	10,4	12,6	8,9	11,4	13,3	13,0	12,5	11,7
<i>Construcció</i>	6,0	4,3	1,7	5,7	5,2	4,6	4,0	3,4
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	4,7	3,6	4,9	5,0	4,9	4,6	4,4
Exportació de béns i serveis	5,1	4,5	3,3	7,3	3,7	4,8	4,9	4,6
Importació de béns i serveis	8,3	6,6	4,8	8,8	5,9	6,7	6,7	6,9
Producte interior brut	3,9	3,8	2,9	4,0	4,1	4,0	3,8	3,4
Altres variables								
Ocupació	3,2	3,0	2,1	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,0	8,0	8,3	8,5	8,0	7,9	7,8
Índex de preus de consum	3,5	2,6	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	3,1
Costos laborals unitaris	2,3	2,2	2,3	2,4	2,0	2,1		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-8,8	-9,4	-9,7	-8,6	-10,2	-9,0		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,3	-7,4	-9,6	-8,8		
Saldo públic (% PIB)	1,8	1,2	0,9					
MERCATS FINANCERS								
	Previsions			Previsions				
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,3	5,0	4,5	5,3	5,3	5,3	5,1	4,6
Repo BCE	3,5	3,9	4,3	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2
Bons EUA 10 anys	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,6	4,6
Bons alemanys 10 anys	3,9	4,3	4,5	3,9	4,0	4,4	4,3	4,5
Obligacions 10 anys	4,0	4,4	4,7	4,0	4,1	4,4	4,4	4,6
Tipus de canvi								
\$/Euro	1,32	1,37	1,39	1,32	1,32	1,35	1,39	1,42

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional

6 Estats Units

9 Japó

11 Xina

13 Mèxic

15 Primeres matèries

18 Unió Europea

18 Zona de l'euro

21 Alemanya

23 França

23 Itàlia

24 Regne Unit

26 Invertint a l'est de l'edèn

30 Mercats financers

30 Mercats monetaris
i de capital

37 L'euro a l'Europa Central i de l'Est: cal esperar noves incorporacions?

40 Conjuntura espanyola

40 Activitat econòmica

43 Mercat de treball

47 Preus

52 Sector exterior

55 Polònia queda més a la vora del que sembla

58 Sector públic

63 Estalvi i finançament

67 Desenvolupament financer a l'Europa Central i Oriental: clau per potenciar el creixement

Europa de l'Est: el tren de la modernitat passa per Brussel·les

«Hem vist la necessitat de la Unió com a baluard contra el perill exterior, com a garant de la pau entre nosaltres, com a guardià del nostre comerç i dels nostres interessos comuns, com l'únic substitut de les institucions militars que han desbaratat les llibertats del vell món.» Al començament de la dècada de 1990, els països de l'Europa Central i Oriental, necessitats de passar pàgina en la història i d'atrapar el tren de la modernitat política, econòmica i social, podrien haver subscrit aquestes paraules, que resumeixen perfectament la promesa que comportava per a aquests països l'anhelada adhesió a la Unió Europea (UE). El fet que hagin estat escrites el 1787 per James Madison, quan un altre continent es plantejava la unitat dels pobles com a única via cap al futur, ens recorda que, tot i que la història mai no es repeteix dues vegades, ho sembla.

Poc més de tres anys després de l'ampliació a l'est, és oportú plantejar-se si aquests nous estats membres estan aprofitant la seva oportunitat. La resposta que es desprèn d'aquest Informe Mensual, dedicat a la qüestió, és afirmativa. Els països de l'Europa Central i Oriental han crescut sensiblement més que la UE-15 en l'última dècada i han reduït l'enorme diferencial de renda per capita que els separava de l'Europa Occidental. A més a més, aquesta convergència real s'ha fet gràcies a la millora de la productivitat i a la inversió en capital, la qual cosa revela una transició cap a la modernitat econòmica. Així mateix, s'han beneficiat d'importantes entrades d'inversió estrangera directa i han aprofitat de manera excel·lent les possibilitats que els acords de desarmament aranzelari iniciats el 1995 els proporcionaven per avançar en la integració comercial. Fins i tot en el crític sector financer, el procés de posada al dia ha estat indubtable.

El progrés econòmic ha estat, per tant, notable, si tenim en compte les precàries condicions inicials de partida. Però encara no s'albira la meta. Parafraçant les paraules de Churchill, potser no són al final, però possiblement sí al començament del final. Els mateixos països apunten, en els seus Programes Nacionals de Reforma, els reptes pendents: consolidació pressupostària, inversions en infraestructures i generació de capital humà. A més a més, l'opinió dels seus ciutadans, recollida en l'enquesta d'opinió Eurobaròmetre, està carregada de sentit comú: els preocupa la situació econòmica, la inflació i l'estat del benestar. I el comú dels mortals ho encerta. Tenen reptes estructurals pendents molt importants, i el temor que, a vegades, s'ha esmentat és que, amb l'incentiu de l'adhesió expirat, el vigor reformador podria perdre suport popular i polític.

I és que encara som molt lluny els uns dels altres! En l'esmentat Eurobaròmetre, els ciutadans de la UE-15 afirmen que els preocupa la immigració, la delinqüència, el terrorisme, el clima i el medi ambient. La distància entre les agendes d'uns i altres països ens recorda que els nous membres només tenen un peu a l'estrep del desenvolupament econòmic. Cal no enganyar-se. Es tracta d'un punt fort ocult en una feblesa: tenen un món que guanyar i la seva arma és la Unió Europea. Els seus ciutadans es mostren, en general, més confiats en el futur de la Unió que els dels països amb més pedigrí europeista i aposten per noves ampliacions, mentre que altres discursos són clarament refractaris a aquesta possibilitat. I confien més en les institucions comunitàries, lluny del descrèdit que, de tant en tant, planteja el ciutadà de l'antiga UE-15. En definitiva, la seva aposta és Europa. Com s'assemblen a l'Espanya de 1986!

RESUM EXECUTIU

La Reserva Federal apaga el foc de la crisi hipotecària amb una rebaixa de mig punt del tipus d'interès de referència...

...tot i que encara hi ha problemes de liquiditat al mercat interbancari i als mercats de crèdit.

La crisi no es resoldrà de forma ràpida i no contribueix a redreçar el problema de fons, la recessió immobiliària nord-americana.

Turbulències financeres, temors reals

Quan el 18 de setembre la Reserva Federal dels Estats Units va anunciar la retallada del tipus d'interès dels fons federals en mig punt percentual, fins al 4,75%, una sensació d'alleujament va recórrer els mercats financers. Fins llavors, el degoteig de males notícies no feia més que complicar l'ambient de crisi d'ençà que, al començament de l'estiu, va començar a aflorar el problema de les hipoteques *subprime*, de baixa qualitat creditícia. Les veus crítiques van considerar que era inadequat que el banc central acudís al rescat de les entitats financeres que han corregut riscos excessius, ja que així s'estimula i es dona suport a les actuacions irresponsables (l'anomenat *moral hazard*, en anglès). Però el cert és que cap banc central es pot desentendre d'una crisi de liquiditat o de solvència que afecti el sistema financer. Els mercats van celebrar la decisió de la Fed amb fortes pujades a les borses i una certa distensió en els tipus d'interès interbancaris.

L'actuació de la Fed, però, no ha resolt totes les dificultats, ni de bon tros. El mercat interbancari s'ha «assecat» i persisteixen els problemes de liquiditat en determinats terminis. Fins i tot a Europa, on el Banc Central Europeu (BCE), tot i les nombroses injeccions extraordinàries de fons, no aconsegueix normalitzar el tràfic normal de transaccions interbancàries. Fora de la zona de l'euro, el cas del banc Northern Rock, amb les cues de clients temorosos de perdre els estalvis davant una possible fallida de l'entitat, ens remet a èpoques que es creien superades i il·lustra les reverberacions d'una crisi originada a molts qui-

lòmetres de distància. Les emissions de valors a curt termini s'han reduït substancialment. El mercat de crèdit, que fins fa poc es trobava en plena ebullició per les operacions corporatives de compra, venda i fusions, ha perdut l'alegria.

La crisi financera és lluny d'estar conjurada. Henry Paulson, secretari del Tresor nord-americà, va declarar que seria una crisi llarga, ja que purgar les imprudències en què ha incorregut un determinat segment del mercat financer no serà senzill. I el problema de fons, la crisi immobiliària, subsisteix. Tres motius justifiquen el manteniment de la incertesa.

En primer lloc, la resolució de les crisis provocades per un augment de la morositat requereix més temps. Per exemple, en el cas dels Estats Units, uns 450.000 clients amb hipoteques *subprime* amb pagaments variables de les quotes mensuals tindran la revisió en els propers tres mesos. La quota mensual serà revisada a l'alça, i, atesa la impossibilitat d'afrontar l'increment, s'afegiran a l'estoc de morositat. En segon lloc, encara és massa aviat per realitzar una estimació fiable de la trajectòria de desaceleració del consumidor nord-americà. Finalment, la depreciació del dòlar ha estat molt intensa, i cal seguir-ne les conseqüències sobre la demanda de béns i de serveis de les empreses exportadores asiàtiques i europees.

En definitiva, la crisi immobiliària dels Estats Units ha acabat afectant el seu sistema financer i, des d'aquí, via innovació financera, s'ha projectat a entitats i a inversors de tot el planeta, els quals, en molts casos, han estat els primers sorpresos en veure-

s'hi involucrats. La caiguda de la confiança que generen aquestes turbulències financeres i l'aturada de la inversió creditícia no ajuden, precisament, a resoldre el problema de fons, la recessió immobiliària. Pot arrossegar la recessió immobiliària la resta de l'economia? Ens trobem davant un aterratge suau, bruscat o ens enfrontem a una recessió? Alan Greenspan, l'anterior president de la Fed, anticipa una probabilitat del 50% d'una recessió a curt-mitjà termini. La següent pregunta és: un eventual estancament o recessió nord-americana s'estendrà a la resta del món i interromprà així la llarga i intensa fase expansiva de l'economia mundial dels últims anys?

La resposta tradicional a la pregunta anterior és que sí: que, quan els Estats Units esternuden, la resta del món es refreda. Però ara no és tan clar. L'economia mundial és avui un avió amb dos motors: el consum privat nord-americà i el vigor dels països emergents. En particular, les economies asiàtiques presenten una dinàmica pròpia molt intensa, que, ara com ara, no sembla que es vegi alterada per les turbulències hipotecàries. Una mostra d'això és la trajectòria dels preus de les primeres matèries. El barril de petroli s'ha enfilat per damunt dels 80 dòlars, rècord històric, tant en la referència europea com en la nord-americana. Altres primeres matèries de caràcter industrial o agrari reflecteixen tensionaments en els preus. Una part d'aquestes tensions poden respondre al diner especulatiu que surt del dòlar i busca refugis menys arriscats. D'altres indicadors, però, com els nòlits marítims, confirmen el vigor de l'activitat i del comerç internacional.

La Xina és l'eix central dels països emergents. I, ara com ara, no mostra cap senyal d'alentiment. La producció industrial creix el 17% i el consum privat s'ha accelerat en els últims mesos fins a taxes similars. La borsa de valors xinesa continua pujant, indiferent als avatars de les borses

occidentals. Les autoritats continuen apujant de mica en mica els tipus d'interès i permeten una apreciació molt suau de la moneda, preocupades pel rebrot de la inflació i pel risc de sobreescalfament. Les exportacions destinades als Estats Units representen el 20% del total. Una desacceleració d'aquestes exportacions, a causa del refredament de l'economia nord-americana que les reduís el 10%, restaria directament el 0,7% del producte interior brut (PIB) nominal. Situació que, atès el creixement xinès, és lluny de ser dramàtica.

Pot continuar volant l'avió de l'economia internacional amb un motor fet malbé? Aquesta és una de les qüestions més debatudes en aquests moments i que, sens dubte, es va plantejar la Comissió Europea en elaborar, cap a la meitat de setembre, la revisió de les previsions de primavera. La Comissió reconeix que no està en disposició de valorar plenament els efectes sobre el creixement futur de la crisi hipotecària. Apunta la possibilitat d'un empitjorament de l'activitat el 2008 a causa d'una hipotètica contracció del crèdit i es limita a revisar marginalment l'evolució prevista fins al final d'enguany. De fet, el principal factor que explica aquesta evolució és un comportament més negatiu del que s'esperava durant el segon trimestre. Sí reconeix, però, que la incertesa que envolta aquestes previsions és superior a l'habitual en aquests exercicis.

A la zona de l'euro, les mirades es dirigeixen cap al BCE. Amb un cicle madur –creixement per damunt del potencial però amb tendència a la desacceleració–, un empitjorament sobtat de les expectatives combinat amb una apreciació de l'euro podria precipitar el final d'una etapa de creixement que es pensava que seria més prolongada. El BCE ha interromput les pujades dels tipus d'interès que ha aplicat de manera escalonada des del 2005, però ha d'afrontar les crítiques que l'acusen de ser menys flexible que la Fed, sense perdre

Pot la crisi afectar l'expansió internacional? No, si els emergents resisteixen.

De fet, la Xina no mostra cap senyal d'alentiment, i el problema de les autoritats xineses és refredar el creixement.

El cicle europeu sembla madur i es podria veure afectat per una eventual desacceleració del creixement mundial, en un context d'euro fort.

A Espanya, indústria i serveis mantenen l'activitat, mentre que la construcció es ressent de l'alentiment del mercat de l'habitatge.

El mercat de treball apunta a una creació menys intensa de llocs de treball.

Els pressupostos de l'Estat per al 2008 preveuen un nou superàvit, en un context de comptes públics sanejats.

de vista unes dades d'inflació menys favorables del que seria desitjable.

Economia espanyola: suau desacceleració

A l'economia espanyola, la nota característica és un lleuger alentiment de l'activitat. La producció industrial va presentar un perfil de lleugera desacceleració al començament del tercer trimestre, amb una confiança de les empreses a la baixa, però amb unes carteres de comandes encara ben nodrides. Per la seva banda, els serveis es continuen expandint a un ritme estable. La xifra de negocis del sector va augmentar el 8,8% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any precedent, per bé que la temporada turística està resultant més aviat discreta.

En canvi, el panorama de la construcció s'ha enfosquit, amb una forta caiguda de la confiança de les empreses a l'agost i una reducció anual del consum de ciment en aquest mateix mes. Diversos senyals mostren el progressiu refredament del mercat de l'habitatge, com els visats d'obra nova, que van caure el 37% al juliol en relació amb dotze mesos abans. D'altra banda, el crèdit hipotecari es continua alentint, afectat per la pujada dels tipus d'interès, per bé que encara ostenta taxes de creixement anuals molt altes. El contrapunt el constitueix la licitació oficial, amb una alça anual del 20% al juliol, que apunta a una millora de l'obra civil.

Des de l'òptica de la demanda, les primeres dades del tercer trimestre apunten a un consum privat encara animat. Així, les vendes al detall presenten un ritme d'avanç robust, i la importació de béns de consum va registrar un fort increment al juliol. No obstant això, les vendes d'automòbils s'han mostrat febles en els mesos càlids de l'any, amb una caiguda interanual a l'agost. Pel que fa a la inversió en

béns d'equipament, els indicadors assenyalen creixements elevats.

El mercat de treball també indica un alentiment en la creació de llocs de treball. Els afiliats a la Seguretat Social van augmentar el 2,5% interanual a l'agost, enfront del 3,6% del primer trimestre. Per sectors, es constata que l'alentiment presenta més intensitat a la construcció, que ha passat a una taxa anual del 2,1% des del 6,1% del primer trimestre. D'aquesta manera, tant els serveis com la indústria mostren ja taxes de variació anuals superiors a la de la construcció. El menor vigor del mercat laboral també es va manifestar en una caiguda dels contractes registrats al servei públic d'ocupació a l'agost, del 2,7%, en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

Pel que fa al sector exterior, les dades disponibles del comerç de béns del juliol indiquen alts ritmes de creixement anuals, per bé que superiors en el cas de les importacions. D'aquesta manera, el sector exterior continuarà contribuint negativament al creixement del PIB, però probablement cada cop menys si es consolida la moderació de la demanda nacional.

Les perspectives de desacceleració, l'abast de la qual es pot veure influït per l'eventual efecte que la crisi hipotecària pot tenir sobre l'economia internacional, es mantenen fins al final d'enguany i per al 2008. El Govern, en la presentació dels pressupostos per al proper exercici, situa el creixement del PIB en el 3,3%, enfront del 3,8% del 2007, una xifra superior a la del consens de previsions. El que no es discuteix és la folgada posició financera del sector públic, que acumula elevats superàvits des del 2005, els quals constitueixen un factor de tranquil·litat davant un panorama econòmic menys plàcid que en anys anteriors.

28 de setembre de 2007

CRONOLOGIA

2006

- setembre** 26 La Comissió Europea dona el vist-i-plau a l'entrada a la Unió Europea de **Romania i Bulgària** l'1 de gener del 2007.
- octubre** 5 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,25%.
- novembre** 29 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 35/2006 sobre reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de modificació parcial de les lleis dels Impostos de Societats, sobre la Renda dels no Residents i sobre el Patrimoni.
- desembre** 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,50%.

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.
- juny** 1 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.501,5) amb uns guanys acumulats del 9,6% en relació amb el final de desembre del 2006.
- 6 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,00%.
- 14 El Congrés aprova una nova **Llei de defensa de la competència** i crea la Comissió Nacional de la Competència.
- 21 El Consell de Ministres de la UE aprova que **Malta i Xipre adoptin l'euro com a moneda nacional** l'1 de gener del 2008.
- 23 El Consell Europeu acorda les línies bàsiques per adoptar un nou tractat que substitueixi el de la **Constitució Europea**.
- juliol** 19 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (14.000,4) amb una alça del 12,3% en relació amb el final de l'any 2006.
- agost** 9 El Banc Central Europeu injecta liquiditat extraordinària al mercat interbancari, en una primera operació d'emergència per alleujar les tensions desencadenades per la **crisi de les hipoteques subprime** dels Estats Units.
- 13 La Reserva Federal dels Estats Units redueix el tipus d'interès de descompte del 6,25% al 5,75% per alleujar els efectes de la **crisi de les hipoteques subprime**.
- setembre** 18 La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,75%.
- 27 L'**euro** cotitza a 1,418 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
- 28 El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 80,74 dòlars per barril.

AGENDA

Octubre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 4 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 5 Índex de producció industrial (agost).
- 11 IPC (setembre).
- 15 Balança de pagaments (juliol).
- 16 IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- 23 Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
- 24 Comerç exterior (agost).
- 25 Preus industrials (setembre).
- 26 Enquesta de població activa (tercer trimestre).
- 30 Avanç IPCH (octubre).
- 31 PIB dels Estats Units (tercer trimestre). Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Novembre

- 5 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- 6 Índex de producció industrial (setembre).
- 8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13 PIB de la UE (tercer trimestre).
- 14 Avanç del PIB (tercer trimestre). IPC (octubre).
- 15 Balança de pagaments (agost). IPC harmonitzat de la UE (octubre).
- 20 Comerç exterior (setembre).
- 21 Comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).
- 26 Preus industrials (octubre).
- 27 Ingressos i despeses de l'Estat (octubre).
- 29 Avanç IPCH (novembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats units creixen a l'1,9%.

El risc present més important és una desacceleració més intensa del consum.

Estats Units: una mica menys de riquesa i molta més cautela

Un famós poema de Rudyard Kipling diu així: «si ets capaç d'apilar tots els teus guanys, arriscar-los a un únic dau, perdre'ls i tornar a començar pel principi sense sospirar cap paraula sobre la teva pèrdua (...), teva serà la terra i tot el que hi hagi en ella, i –el que és més– seràs un home, fill meu». D'aquí es dedueix que superar la pèrdua sobtada de la riquesa acumulada ha de ser certament difícil. A la seva manera, Kipling descrivia la importància de l'efecte riquesa en el consum, que implica que existeix una relació directa entre riquesa acumulada i consum corrent. En la mateixa tessitura, tot i que amb menys dramatisme, es troben els

consumidors nord-americans, la despesa dels quals és cada any equivalent al 72% del producte interior brut (PIB). Després de veure com la riquesa familiar augmentava mes rere mes gràcies a l'apreciació dels seus habitatges, caldrà veure com aquestes pautes de consum evolucionen si s'intensifica la incipient correcció del preu dels immobles.

L'economia va repuntar en el segon trimestre i va passar de créixer l'1,5% a l'1,9% interanual. No obstant això, el consum privat, principal baluard del creixement en els últims anys, va punxar. La reacció alcista va provenir del sector exterior, de la despesa pública i de l'acumulació d'existències. La inversió en activitats productives, tot i deixar de recu-

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	–	...
Vendes al detall	6,6	6,1	5,4	5,0	3,4	4,0	3,6	3,7
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	111,9	105,0
Producció industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,8	1,7	1,7
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8	52,9
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	–18,0	–23,3	–21,9	–24,6	–19,1	–10,2	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
Preus de consum	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4	1,9
Balança comercial (3)	–714,4	–758,5	–777,7	–758,5	–764,4	–731,5	–723,2	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	77,5	77,5

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

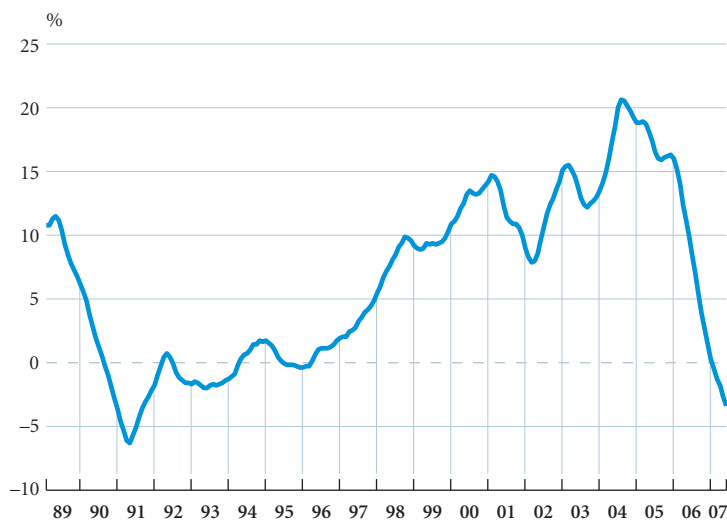
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

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

ESTATS UNITS: EL TOTXO CANVIA DE TENDÈNCIA

Variació interanual de l'índex Case-Schiller del preu de l'habitatge



FONTS: Standard and Poor's i elaboració pròpia.

lar, va mantenir un perfil baix i la construcció va continuar sense aixecar el cap. Així i tot, les vendes al detall de l'agost, sense incloure les compres d'automòbils i de benzina, sempre variables, van créixer el 4,7% interanual, o el 2,7% si es descompten els increments de preus, la qual cosa demostra que al consum encara li queden forces.

El problema és que la tendència és de desacceleració. En aquest sentit, un indicador avançat, com és la marxa de Wal-Mart, de bon tros la principal empresa de consum al detall del país, no ofereix perspectives esperançadores. Els resultats del tercer trimestre van sorprendre a la baixa i, a més a més, es va retallar la previsió dels beneficis esperats per al total del 2007 a causa d'una davallada de l'activitat al mercat nord-americà, i és que les paraules de Kipling, o l'efecte riquesa, pesen. Segons Martin Feldstein, en les conclusions del Simposi Anual de la Reserva Federal de Kansas City a Jackson Hole, la riquesa immobiliària de les famílies nord-americanes és d'uns 21 bilions de dòlars, aproximadament 1,5 cops el PIB. Una hipotè-

tica pèrdua del 20% en el preu dels immobles, equivalent al 30% del PIB, s'hauria de traduir en una disminució de l'1,5% del PIB mitjançant un menor consum privat, situació que potencialment comportaria una recessió.

Això encara no ha passat, però, al maig, l'estadísticament robust índex Case-Schiller de preus de l'habitatge va baixar el 3,4% interanual i va mostrar una sobtada desacceleració. L'evolució de la quantitat d'immobles en venda des del maig i les previsions d'augment dels préstecs impagats en els propers mesos, a causa del venciment del termini de gràcia d'interessos baixos en un bon nombre de contractes hipotecaris, fan preveure que la tendència continuarà a la baixa durant un temps. L'activitat del mercat va continuar lluint a l'agost, amb descensos en vendes propers al 10% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Les contraccions en aquest sector tenen la seva inèrcia i, pel que sembla, així ho veu l'oferta, amb nous descensos dels habitatges iniciats, que, a l'agost, van arribar al 19,1% interanual.

El consum al detall resisteix...

...però el preu de l'habitatge baixa i el mercat de treball perd força.

Fins ara, el mercat de treball ha constituït un important baluard de suport al nivell d'activitat. La taxa d'atur de l'agost continuava situada en un benigne 4,6% de la població activa, però es van perdre 4.000 llocs de treball quan se n'esperava la creació de 110.000. Tot i que el marge d'error d'aquest resultat és alt i el descens és mínim, és significatiu perquè és el primer dels quatre últims anys, amb el consegüent efecte psicològic en un moment en què les pors i els canvis en la percepció dels riscos tenen la seva importància. Una mostra d'aquest estat anímic, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board de l'agost, va baixar de 111,9 a 105,0 punts.

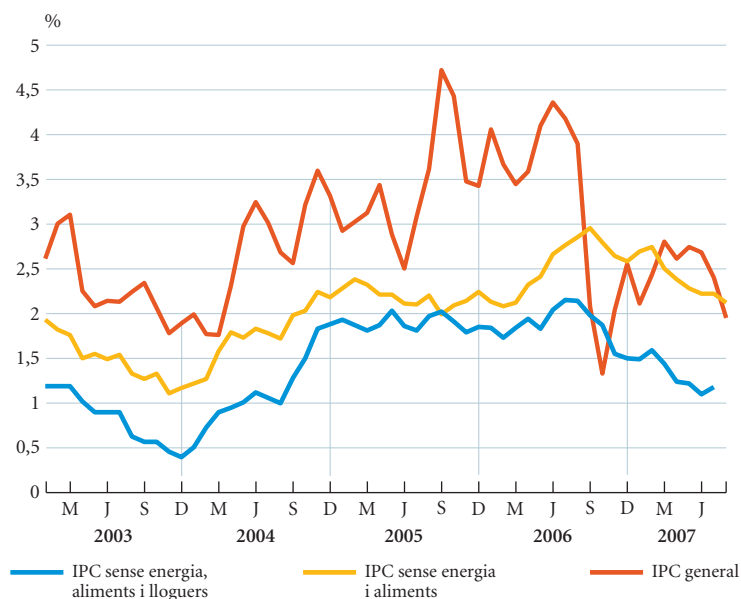
Si en aquests moments el principal risc és que s'intensifiqui la desacceleració del consum a causa de la crisi del sector de l'habitatge i dels mercats de crèdit, cal no oblidar les fortaleces de l'economia en l'àmbit dels preus i en la millora del sec-

tor exterior, situació que deixa marge de maniobra per a l'actuació de la Reserva Federal, tal com ho palesa la rebaixa de mig punt percentual del tipus d'interès de referència al setembre. El ritme d'avanç de l'índex de preus al consum (IPC) de l'agost va disminuir del 2,4% a l'1,9% interanual. Els pessimistes poden dir que una gran part de la millora va ser deguda a efectes de base en el preu del petroli, situació que, ateses les últimes dades, no hauria de tenir gaire continuïtat. Per bé que aquest fet és en part cert, cal no oblidar que el component subjacent, el general sense incloure l'energia i els aliments, també va tenir una evolució positiva, ja que va passar d'incrementos del 2,2% al 2,1%, i que, en els últims anys, el lloguer de l'habitatge, amb els preus desaccelerant-se, ha tingut molta més influència en l'IPC que el petroli.

Els preus de producció també es van desaccelerar a l'agost i van passar d'avanços

ESTATS UNITS: LA TENSÍO INFLACIONISTA CONTINUA AMAINANT

Variació interanual de l'IPC als Estats Units



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

del 3,9% al 2,1% interanual. Un risc inflacionista addicional és que la depreciaió del dòlar dificulta que el sector exterior continuï essent la font de baixos costos en la mateixa mesura que ho ha estat fins ara. No obstant això, la menor força del consum hauria de compensar amb escreix aquest efecte, tal com, pel que sembla, ho indica el deflactor del consum privat del PIB del segon trimestre, sense considerar el consum energètic, que va avançar l'1,9% en relació amb el trimestre anterior en termes anuals, clarament per sota del 2,8% del primer trimestre. En tot cas, sí cal acceptar que, en el futur, la relació inflació-creixement serà menys favorable que fins ara.

Per la seva banda, el dèficit comercial de l'agost ja mostra una tendència de correcció basada no solament en unes importacions que creixen menys de pressa, fruit de la feblesa del consum privat, sinó també en el ressorgiment de les exportacions, amb el suport de la robusta demanda global. Conseqüentment, el dèficit comercial de béns i serveis, exclòs el petroli, es va situar el 19% per sota del màxim de l'octubre del 2005.

L'índex de sentiment empresarial i activitat de l'Institute for Supply Management va presentar lleugers descensos, però va quedar una mica per damunt del nivell del 50, de manera que els qui veuen alces són tants com els qui veuen davallades. No obstant això, les noves comandes, en especial les d'exportació, van tenir un comportament robust, la qual cosa hauria de comportar una certa recuperació de la producció industrial, que a l'agost va avançar l'1,7% interanual. Ara només falta esperar que la continuïtat de la moderació dels preus i la correcció del desequilibri exterior siguin suficients perquè l'economia pugui travessar aquest tràngol amb l'ajuda de la Fed, però sense haver de recórrer a l'heroisme que Kipling descriu al seu poema.

Japó: una demanda interna grisosa

Yasuo Fukuda, de 71 anys, dirigent del Partit Liberal-Democràtic, que ha governat el Japó durant els 50 últims anys –llevat d'un període de 9 mesos–, fill d'un antic primer ministre dels anys setanta, era considerat fa només un any una opció del passat, avorrida i tèbia. Al capdavant, després de les reformes de Junichiro Koizumi, el seu successor, Shinzo Abe, tan jove que va néixer després del final de la Guerra Mundial, semblava una alternativa atractiva.

Però Abe ha durat poc, ja que va dimitir cap a la meitat de setembre, enmig d'escàndols de corrupció, un increment de les desigualtats socials i amb el motor de l'economia tirant amb menys força. El nou president, Yasuo Fukuda, tot i que gris, ja és el cap de govern fiable del futur. Les seves intencions són atendre els qui han quedat enrere i, al mateix temps, mantenir els canvis iniciats per Koizumi. Tot i aquestes reformes, el Japó és el de sempre, amb una forta dependència del sector exterior, amb un baix rendiment per al capital invertit i amb un sistema que prima els productors sobre els consumidors. Així, doncs, el nou i madur primer ministre, encara que vulgui, poques coses podrà tirar enrere.

Després de l'acostumada revisió dels comptes nacionals del segon trimestre per part del Ministeri de Comunicacions, el creixement econòmic del segon trimestre va ser de l'1,7% interanual, sensiblement per sota del 2,3% publicat prèviament. És significatiu que el PIB es contragués l'1,2% en termes anuals en relació amb el primer trimestre. El consum privat continua mantenint un perfil baix, de manera que queda lluny del bon to que va arribar a tenir durant el 2004 i contribueix només amb un magre 0,7% al creixement. Amb un consum públic que continua en cura d'aprimament i amb una in-

La moderada inflació deixa marge a la Reserva Federal...

...i el dèficit comercial comença a corregir.

Els empresaris s'ho miren amb cautela.

El Japó creix a l'1,7%, gràcies al sector exportador.

Els consumidors encara no ho veuen clar, però la inversió ha de repuntar.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	1,9	2,2	1,4	2,5	2,6	1,7	–	...
Producció industrial	1,5	4,5	6,0	5,3	3,6	2,3	2,0	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	24,0	25,0	23,0	23,0	–	...
Habitatges iniciats	3,9	4,5	–0,8	5,4	–1,9	–2,7	–23,4	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,6	...
Preus de consum	–0,3	0,2	0,6	0,3	–0,1	–0,1	0,0	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	8,9	9,4	10,2	11,1	11,1	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	98,1	91,3	91,0	89,1	87,1	86,9	...	...

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

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

El mercat immobiliari continua feble...

versió en equipament que es va desaccelerar, només el sector exterior es va mantenir ferm. Unes importacions una mica inferiors i unes exportacions que es mantenen robustes van dur la contribució al creixement del sector exterior fins a l'1,0%.

Entre els últims indicadors, la producció industrial del juliol es va desaccelerar lleugerament i va avançar un modest 2,0% interanual. Les comandes de maquinària del mateix mes es van recuperar de l'ensopagada del juny i, exclosos els projectes navals, que, per la seva singularitat, creen distorsions, van avançar el 9,7% interanual. Aquesta recuperació, que, per una vegada, va incloure les indústries destinades al consum interior, fa preveure un repunt de la inversió en el tercer trimestre, coherent també amb les últimes enquestes de confiança empresarial.

No obstant això, tot i que les febles dades del segon trimestre podrien patir una revisió a l'alça, mentre el consum privat no

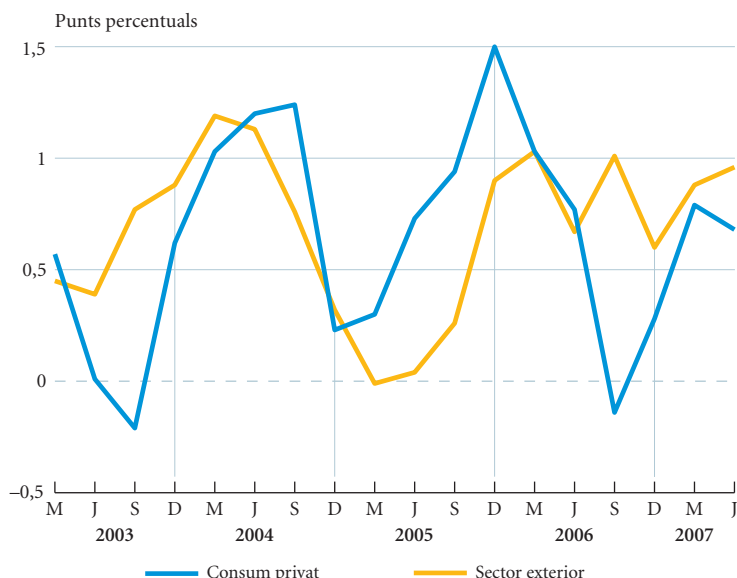
doni signes de millora, la demanda interna continuarà competint en apatia amb la situació política. Els últims indicadors no mostren millores en aquest sentit. Les vendes al detall del juliol van baixar el 2,3% interanual i, tot i que les vendes d'automòbils de l'agost van augmentar un tímid 0,8%, queden encara molt lluny dels nivells d'anys anteriors. El mercat de l'habitatge tampoc no aporta vitalitat. Si a l'agost els preus van continuar moderadament a l'alça, el nombre d'immobles venuts a Tòquio va continuar caient amb intensitat i l'inventari dels no venuts va evolucionar a l'alça. De forma coherent amb la situació, els habitatges iniciats van cedir al juliol el 23,4% interanual.

Els preus no acaben d'abandonar l'ombra de la deflació. Si l'IPC general del juliol va repetir els registres del mateix període de l'any passat, l'índex subjacent més fiable, que al Japó és l'índex sense els aliments frescos, va recular el 0,1%. I l'IPC de Tòquio de l'agost va cedir el 0,2% interanual. La taxa d'atur, en canvi, va continuar baixant i, al juliol, va arribar a ser

...i la deflació persisteix, però sense atur.

JAPÓ: MÉS CREIXEMENT DE LES EXPORTACIONS QUE DEL CONSUM

Contribució a la variació interanual del PIB



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

només del 3,6% de la població activa. Un bon registre que no acaba de donar força a la demanda, en ser, en part, propiciat per una demografia minvant i per la percepció d'una disminució de la protecció social entre la població. El superàvit comercial dels dotze últims mesos fins al juliol va augmentar fins als 11,1 bilions de iens, però l'amenaça d'una davallada de les compres per part dels Estats Units i la fortalesa del ien continuen constituint un element de risc per al principal baluard de l'activitat econòmica.

Xina: l'economia creix i els preus també

La veritat és el que és, tot i que es miri a l'inrevés. Amb la Xina la frase de Machado quadra a la perfecció, i per partida doble. Trimestre rere trimestre, s'espera una desacceleració, i la realitat acaba essent justament la contrària, com ho demostra l'increment del PIB del segon trimestre,

que es va enfilars fins a l'11,9% interanual. Però si fins ara el fort creixement coexistia amb uns preus sota control, avui la cosa ha canviat. Tot i que les autoritats s'entestin a controlar els preus, la realitat és el que és, i la inflació de l'agost va arribar al 6,5% interanual. Per si la dada oficial pot semblar moderada, la inflació d'aliments no ho és i va arribar al 18,2% interanual. En un país en què, aproximadament, el 50% de la massa laboral es dedica a l'agricultura, molts la consideren més rellevant que l'índex general. Així, els increments de preus, juntament amb l'excessiva dependència del sector exterior, són els dos talons d'Aquil·les del principal motor del creixement mundial.

Un motor en què la demanda comença a despertar i a posar-se al costat de l'oferta, sempre creixent. La producció industrial de l'agost va tenir una minúscula desacceleració, però, així i tot, va créixer el 17,5% interanual. La novetat important cal buscar-la, però, en l'acceleració del

La Xina creix a l'11,9%, amb el suport de la indústria i del sector exterior.

La inflació repunta al 6,5% i els preus alimentaris pugen el 18,2%.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006			2007			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	10,1	10,7	11,5	10,6	10,4	11,1	11,9	–	...
Producció industrial	15,9	16,4	18,0	16,2	14,8	14,4	18,3	18,0	17,5
Producció elèctrica	13,4	14,7	13,2	16,5	15,3	12,4	17,7	15,8	16,3
Preus de consum	1,8	1,5	1,4	1,3	2,0	2,7	3,6	5,6	6,5
Balança comercial (*)	102,0	177,5	123,4	143,3	177,5	200,6	228,9	238,7	244,9
Tipus interbancari 3 mesos (*)	2,4	2,8	2,9	3,0	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3
Tipus de canvi (**)	8,2	8,0	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7	7,6	7,5

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

(**) Respecte al dòlar.

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

El consum desperta, però li queda camí per recórrer.

consum al detall, que es va incrementar el 17,1% interanual, quan al gener creixia al 12,7%. Aquest repunt del consum ha de ser benvingut, i més si, com és el cas, inclou les zones rurals, que encara queden molt endarrerides en relació amb les zones urbanes. No obstant això, els colls d'ampolla propiciats per la ineficàcia generada per la ràpida transformació econòmica i per certes herències del passat comunista fan que hi hagi escassetat en diversos punts de la cadena productiva i que, per tant, pugin els preus. Un exemple d'això és el canvi de dieta, arran del desenvolupament, amb més abundància de carn, que, entre d'altres factors, ha provocat la pujada del preu dels cereals que consumeix el bestiar.

Ateses les desigualtats de renda i la importància vital del sector alimentari, aquesta inflació, si s'allarga, podria arribar a erosionar l'aparent pau social, situació que a la Xina, malgrat els vaivens econòmics, és una constant. Per aquest motiu les autoritats monetàries van tornar a apujar, a l'agost, els tipus d'interès, en 18 punts bàsics, amb el tipus de referència per a préstecs a menys de sis mesos situat en el 6,21%, un nivell alt en comparació amb el 5,22% del final del 2005. Però els

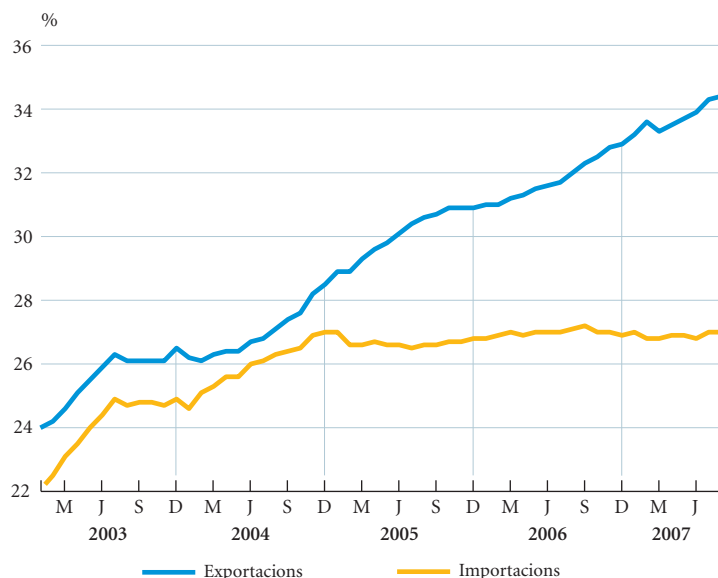
resultats es fan esperar. L'apreciació del renminbi en relació amb el dòlar encara és relativament petita, i, ateses la depreciació del bitllet verd i la dinàmica del sector exterior, amb compres molt centrades en primeres matèries per a la indústria, no sembla que els seus efectes per moderar preus via importacions barates hagin de ser gaire grans.

Pel que fa al segon aspecte, la dependència del creixement exportador i l'excés pes del superàvit bilateral amb els Estats Units, no sembla que s'hagi de corregir. El superàvit comercial dels dotze últims mesos fins a l'agost va arribar als 244.900 milions de dòlars, el 80% per damunt del mateix període de l'any anterior. El superàvit bilateral amb els Estats Units i amb Europa va arribar als 148.400 i als 127.400 milions de dòlars, respectivament. Per la seva banda, les exportacions contribueixen gairebé a la meitat del creixement, a més de representar el 34,4% del PIB, i les destinades als Estats Units arriben al 6,9%. Una desacceleració de les exportacions destinades als Estats Units a causa d'un refredament de l'economia nord-americana que les reduís el 10% restaria el 0,7% al PIB nominal, resultat que, atès el creixement xinès, és lluny de ser dramàtic.

El superàvit exterior continua creixent, però la dependència dels avanços exportadors és avui un risc.

XINA: L'EXCESSIU PES DE LES EXPORTACIONS

Pes de les exportacions i de les importacions dels 12 últims mesos en relació amb el PIB



FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

No obstant això, el problema cal buscar-lo també en els efectes indirectes. Una davallada de les importacions nord-americanes de la Xina implicaria també menys importacions d'altres països asiàtics que en depenen més. Aquests països, en créixer menys, reduirien les importacions de la Xina, que representen el 16,1% de la seva economia. Probablement, les inversions d'empreses foranes destinades a indústries exportadores també patirien una desacceleració. Aquesta possibilitat confirma la creixent importància de continuar reactivant el consum intern sense crear tensions inflacionistes.

Mèxic: l'activitat reprèn el vol

L'economia mexicana va tenir un lleuger repunt, ja que va créixer el 2,8% interanual en el segon trimestre i va frenar la desacceleració dels últims trimestres. El consum privat va consolidar la recuperació i va arribar a avanços del 4,6%. La inversió privada també va girar a l'alça i va

créixer el 6,9% interanual, la qual cosa dona una imatge més robusta que el 4,9% del trimestre previ. El sector públic es va recuperar en part de l'aturada de l'inici de l'any, tot i que continua en cura d'aprimament.

Per la seva banda, el sector exterior és el que encara genera més dubtes. Si les importacions es van accelerar seguint la tònica del consum, les exportacions van continuar ensopides i van avançar un marge 3,6%, víctimes, en part, d'un tipus de canvi sobrevalorat. Tot i que el tipus de canvi està vinculat al dòlar, ara a la baixa, la competitivitat mexicana no se n'ha beneficiat, i els seus productes no s'han abaratit en relació amb els del conjunt dels seus socis comercials.

Entre els indicadors d'activitat més recents, les coses també milloren en els últims mesos. La producció industrial del juliol va repuntar lleugerament i va créixer el 2,5% interanual després d'haver estat en hibernació durant l'hivern i la pri-

Mèxic creix al 2,8% i el consum i la inversió es reactiven...

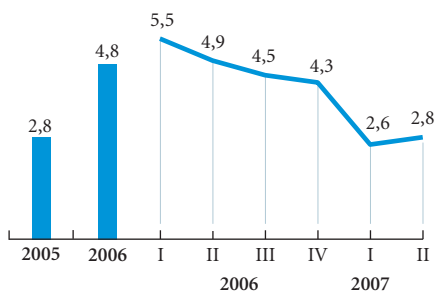
...però no les exportacions.

El sector industrial reacciona amb tímidesa.

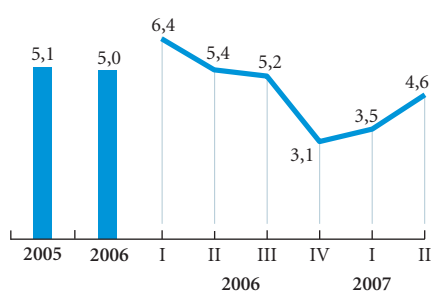
EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

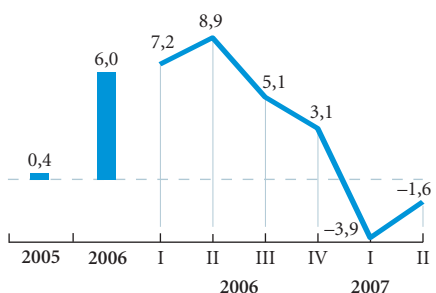
PIB



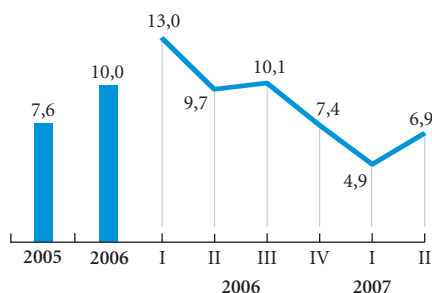
Consum privat



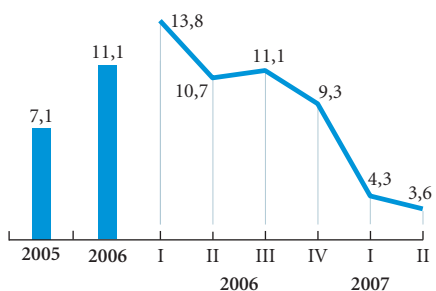
Consum públic



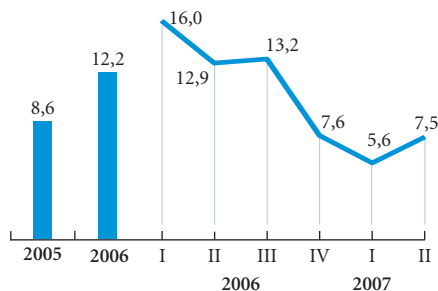
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

mavera. Les manufactures van anar per davant, amb un avanç del 2,8%, mentre que la construcció, reflectint també el clima predominant al veí del nord, va mostrar una mica més d'inèrcia i es va incrementar en un modest 1,2%.

La inflació continua estable, però més alta que la dels seus veïns. A l'agost, els preus van pujar el 4,0% interanual, i l'índex subjacent, el general sense energia i aliments, es va incrementar el 3,9%. El més

preocupant va ser el repunt dels costos laborals unitaris, que, en el segon trimestre, es van accelerar amb intensitat i van créixer el 6,6% interanual. Tot plegat contribueix a la pèrdua de competitivitat que hi ha darrere de l'esmentat estancament de les exportacions. Per la seva banda, la taxa d'atur oficial de l'agost es va situar en un benigne 3,9% de la població activa.

La balança comercial es va continuar deteriorant després d'uns tímids indicis de

La inflació és del 4,0%, però els costos laborals repunten.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006			2007			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,8	4,8	4,9	4,5	4,3	2,6	2,8	-	...
Producció industrial	1,8	5,0	3,9	5,4	3,6	0,5	0,7	2,5	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,6	3,2	4,0	3,7	4,0	3,4	4,0	3,9
Preus de consum	4,0	3,6	3,1	3,5	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0
Balança comercial (**)	-7,6	-6,1	-4,5	-5,4	-6,1	-9,5	-11,7	-12,1	...
Tipus interbancari 3 mesos	9,5	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Tipus de canvi (***)	10,9	10,9	11,2	10,9	10,9	11,1	10,8	10,9	11,0

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

(***) Respecte al dòlar.

FONT: Banc Central de Mèxic.

MÈXIC: EL DÈFICIT COMERCIAL CONTINUA SENSE TOCAR FONS

Saldo acumulat de 3 mesos de la balança comercial sense incloure les exportacions de petroli



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

correcció. El saldo acumulat dels dotze últims mesos fins al juliol es va deteriorar fins als 12.100 milions de dòlars. Sense l'ajuda de les exportacions de petroli, que, en aquests moments representen un coixí precari, el dèficit comercial del mateix període va vorejar els 50.000 milions de dòlars, un increment del 16,4% interanual.

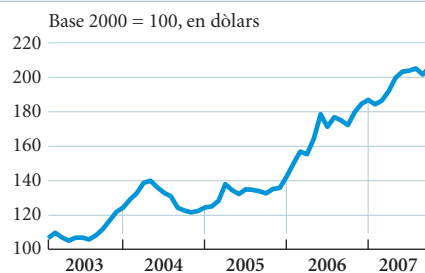
Primeres matèries: màxims històrics del petroli

El 28 de setembre, el preu del barril de qualitat *Brent* (lliurament a un mes) tancava a 80,7 dòlars, un nou màxim històric que superava en més de dos dòlars el registrat a l'agost del 2006, en plena incursió israeliana al Líban. Ara no és la guer-

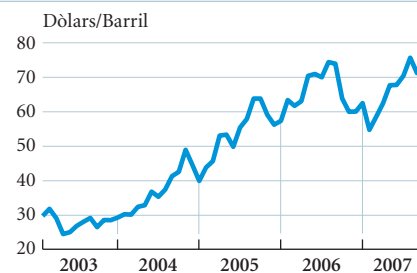
El sector exterior es continua deteriorant.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES

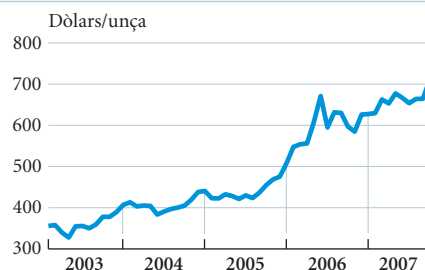
Índex «The Economist»



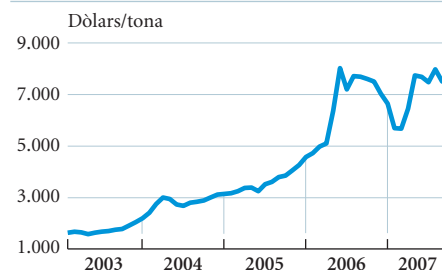
Petroli Brent



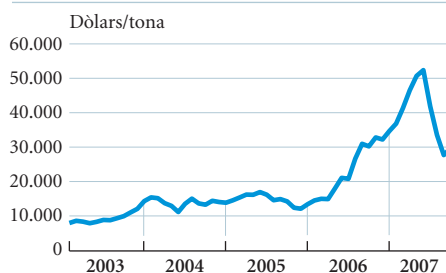
Or



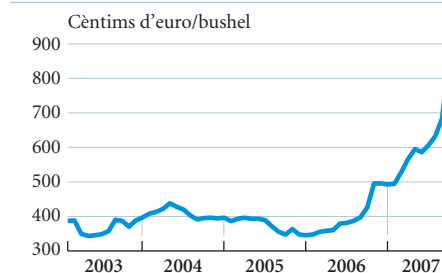
Coure



Níquel



Blat



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

El petroli se situa en la zona dels 80 dòlars per barril, la qual cosa representa que el mercat espera un 2008 amb una demanda forta...

ra, ni tan sols les incidències climàtiques del Golf de Mèxic, en plena temporada d'huracans, el que ha empès l'or negre a nivells que se situen el 32% per damunt dels d'un any enrere.

L'evolució del petroli apunta a un escenari de demanda esperada per als propers mesos a l'alça, només compatible amb un creixement mundial també vigorós. Les dades disponibles sobre demanda fan pensar que l'alentiment de la demanda de cru que es produeix als països industrialitzats és compensat amb escreix per l'acceleració en les economies emergents. És

per aquesta lectura que els futurs sobre el petroli esperen que el barril se situï, cap a la meitat del 2008, en nivells de 76 dòlars per barril, només marginalment més baixos que els actuals.

La resta de primeres matèries reblen el clau. Tot i que diferents productes segueixen trajectòries diferenciades, en termes generals l'evolució dels dos grans grups de primeres matèries –les agrícoles i els metalls– reiteren que l'apetència global es manté intacta i que no s'espera un ajustament sobtat de la demanda. En els últims temps, el titular l'ha aportat el blat, que

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2006		2007		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
Índex «The Economist» en dòlars (*)									
General	3,6	27,5	30,5	33,3	21,7	18,1	15,9	15,2	19,5
Alimentàries	-1,3	11,0	8,5	20,2	16,5	19,0	23,2	29,0	39,5
Industrials	9,7	46,1	55,5	46,9	26,9	17,6	10,1	4,4	3,7
<i>Agrícoles no alimentàries</i>	-1,9	12,5	12,6	2,0	4,5	3,3	2,1	6,0	14,9
<i>Metalls</i>	16,5	62,0	76,4	66,8	36,2	22,6	12,7	4,0	0,5
Índex «The Economist» en euros (*)									
Petroli (**)	4,0	26,3	24,9	22,9	11,6	10,0	6,9	8,0	10,4
Dòlars/barril	55,1	66,3	70,9	61,0	58,7	68,8	75,8	71,3	76,8
Taxa de variació	46,5	21,6	14,7	5,7	-6,5	-2,6	1,7	-3,6	19,9
Or									
Dòlars/unça	445,1	604,1	621,3	614,4	650,3	667,8	665,9	666,1	711,7
Taxa de variació	8,6	36,1	41,5	26,6	17,3	6,9	5,2	5,4	18,8

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.

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

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

segueix una tendència clarament alcista que l'ha dut als seus màxims històrics. No obstant això, altres productes significatius, com l'or, el platí i el plom, entre els metalls, i com el cautxú, el cafè i el cotó, entre les primeres matèries agrícoles,

també han acumulat creixements notables en el mes de setembre. En definitiva, si les primeres matèries ofereixen alguna pista vàlida sobre l'any vinent, el 2008 no hauria de registrar cap enfonsament de l'activitat global.

...un escenari que també és subjacent al notable creixement de la resta de primeres matèries, en especial les agrícoles.

UNIÓ EUROPEA

La Comissió Europea accepta implícitament un impacte contingut de la crisi financera i revisa moderadament les seves previsions de creixement per al 2007.

La zona de l'euro es desaccelera fins al 2,5% en el segon trimestre a causa de la pèrdua d'embranchida de la demanda interna.

Previsions 2007: menys creixement, més inflació

En el seu avanç de setembre, la Comissió Europea ha revisat moderadament les previsions de creixement per al 2007 de la zona de l'euro. Així, es preveu que el creixement serà del 2,5%, una dècima menys del que s'esperava en les previsions de primavera. Així mateix, l'executiu comunitari ha modificat a l'alça les previsions d'inflació, que se situaria en el 2,0% el 2007, enfront de l'1,9% previst anteriorment. Les previsions de creixement relatives a la Unió Europea en conjunt han estat igualment revisades a la baixa en una dècima percentual, mentre que les dels preus de consum s'han mantingut invariables.

Aquestes previsions presentaven a priori un notable interès, perquè han estat elaborades amb posterioritat a la crisi financera de les hipoteques *subprime* iniciada a l'agost passat. No obstant això, la Comis-

sió reconeix que no està en disposició de valorar-ne plenament els efectes sobre el creixement futur. Apunta que és possible un empitjorament de l'activitat el 2008, provocada per una hipotètica contracció del crèdit, i es limita a revisar de manera marginal l'evolució prevista fins al final del 2007. De fet, el principal factor que explica aquesta evolució és un comportament més negatiu del que estava previst durant el segon trimestre. Però sí reconeix que la incertesa que envolta aquestes previsions és superior a l'habitual en aquests exercicis.

Zona de l'euro: núvols a l'horitzó

L'apreciació dominant és que l'economia de la zona de l'euro es troba en bona posició per superar els possibles efectes negatius induïts per la crisi financera de les hipoteques *subprime* dels Estats Units. Ho destacava el 5 de setembre el Comissari Europeu d'Assumptes Econòmics, Joa-

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DE LA COMISSIÓ EUROPEA

Percentatge de variació anual

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

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

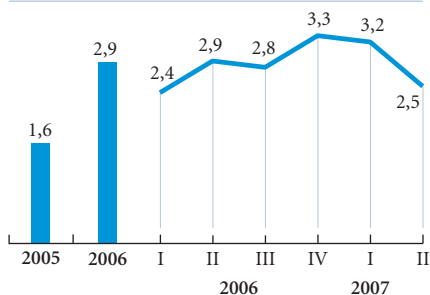
(**) Maig de 2007.

FONT: Comissió Europea.

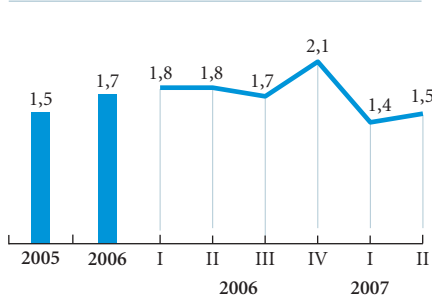
EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

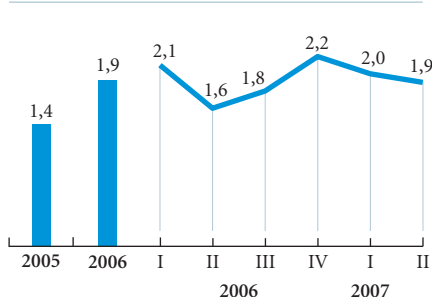
PIB



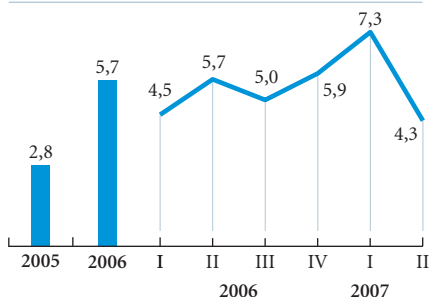
Consum privat



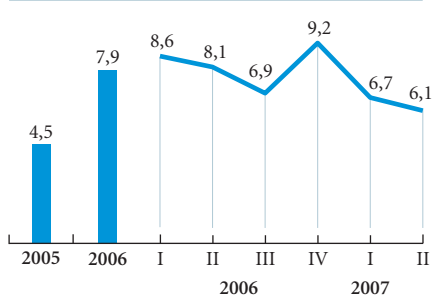
Consum públic



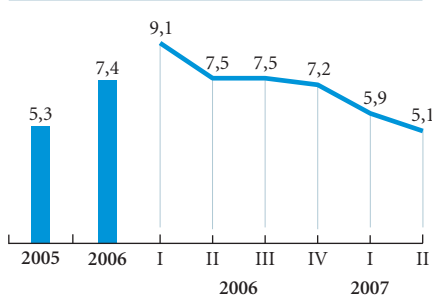
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

quín Almunia, en una compareixença davant el Parlament Europeu. Segons el Comissari, l'economia mundial i, en especial, els països emergents seran capaços de compensar una hipotètica pèrdua de ritme dels Estats Units. A més a més, les variables clau internes, com la inversió i el consum, haurien de ser capaces de trampejar el temporal. De tot plegat concloïa Almunia: «Hi ha bones raons per expressar un vot de confiança en els fonaments de l'economia europea i en la seva

capacitat per superar les turbulències actuals».

I sí, és cert. Però també sembla inqüestionable que hi ha raons, també de pes, que aigüeixen l'optimisme de l'executiu comunitari. D'entrada, les dades de creixement del segon trimestre presenten alguna màcula. En aquest període, l'economia de la zona de l'euro va créixer el 2,5% interanual, que cal comparar amb el 3,2% del primer trimestre. El que preocupa no

La tònica de desacceleració prosseguirà en els propers mesos, per bé que de forma continguda.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	1,6	2,9	2,8	3,3	3,2	2,5	-	...
Vendes al detall	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	0,7	...
Confiança del consumidor (*)	-14	-9,0	-8	-7	-5	-2	-2	-3
Producció industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	3,9	2,7	3,7	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	110,0
Taxa d'atur (**)	8,6	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	...
Preus de consum	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7
Balança comercial (***)	42,1	-10,4	-21,6	-13,1	-0,9	15,3	24,3	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,4	3,1	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	101,2	104,5	105,1	104,5	105,5	106,4	107,3	107,2

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

Preocupa que la crisi financera afecti sensiblement la demanda exterior o la confiança dels consumidors i dels empresaris.

és tant la intensitat de la desacceleració, que probablement es moderarà en la segona meitat de l'exercici, com la composició del creixement.

El primer tret destacat és que el ritme de creixement del consum privat només s'incrementa de manera marginal. Cal recordar que les previsions de la majoria d'analistes esperaven una acceleració sensiblement superior. Un segon apunt en el deure és que la inversió pateix una desacceleració força important en aquest segon trimestre. Sense el concurs de la demanda interna, tot depèn, una vegada més, del sector exterior. En aquest front, la situació fa taules. L'alentiment exportador es veu superat per la desacceleració de les importacions, de manera que l'aportació positiva del sector exterior a la variació del producte interior brut (PIB) no canvia en relació amb el primer trimestre.

Quan movem el focus d'atenció al tercer trimestre, constatem que les tendències anteriors persisteixen. Els indicadors de

consum privat perden una mica més d'embranchada: les vendes al detall amb prou feines creixen el 0,7% interanual al juliol i la confiança del consumidor perd un punt a l'agost. La inversió tampoc no ofereix grans esperances. Tot i que el component de béns d'equipament de la producció industrial es recupera al juliol, la utilització de la capacitat productiva es redueix en sis dècimes percentuals a l'agost. De nou, sembla que el sector exterior salva el partit, ja que el superàvit exterior continua augmentant fins al juliol.

El perill, en definitiva, ve de l'impacte d'una crisi que podria afectar algunes de les baules essencials de l'actual cicle europeu. Si l'entorn global es deprimeix més del que s'esperava, la probabilitat que limiti les exportacions europees és elevada, una possibilitat preocupant, ja que aquest és el principal canal de creixement. El front de la inversió tampoc no apunta a una tendència expansiva, ja que, per als propers mesos, no cal esperar grans millores en els seus determinants últims (demanda esperada i condicions financeres, especial-

ment). I, tot i que el consum es beneficiarà de la combinació d'una inflació continguda (amb prou feines l'1,7% interanual a l'agost) i una taxa d'atur en progressiva reducció (es va situar en el 6,9% al juliol i a l'agost), difícilment es produirà una inflexió alcista significativa. A més a més, totes aquestes tendències podrien veure's afectades si es degrada la confiança dels empresaris i dels consumidors, un perill que el mateix Joaquín Almunia esmentava com el més important, però també com el més impredecible.

Recapitulant: la zona de l'euro manté al començament del tercer trimestre un pols raonablement actiu –i serveixi de confirmació el repunt de la producció industrial del mes de juliol–, però les perspectives a més llarg termini són menys positives. Fins i tot si la crisi financera es reconduïx, les tendències de consum i inversió (ja materialitzades en el segon trimestre de l'any) fan pensar que es transita cap a una etapa de menor creixement.

Alemanya: temps de reformes?

Quan preocupava que, en la segona part de la legislatura, la «Gran Coalició» en-

trés en una mena de bloqueig polític, la resposta ha arribat de Meseberg. Reunits durant dos dies en aquest petit poble del nord-est d'Alemanya, els ministres del govern van presentar un programa de política econòmica per al període 2007-2009. Es tracta d'un paquet de nombroses mesures que fan referència a àmbits diversos. Tot i que els dos grans objectius són clars –consolidar la fase expansiva del cicle i millorar la distribució de la riquesa– i figuren fins i tot en el títol (*Aufschwung – Teilhabe – Wohlstand*), una de les crítiques que ha generat el paquet és la falta d'uns eixos d'actuació més definits.

S'apunta que les actuacions més significatives pivoten al voltant dels temes de la formació i de la recerca i desenvolupament, però, en definitiva, no queda gens clar quins són els programes prioritaris, els grans projectes que permeten visualitzar on es vol arribar. Addicionalment, preocupa que les actuacions del govern federal trobin eco als *länder*, socis necessaris en diferents d'aquests projectes. A més a més, algunes mesures proposades, com una major cobertura dels esquemes de salari mínim, entren en contradicció amb la línia reformadora seguida anys

Alemanya presenta un programa de política econòmica per al 2007-2009 que peca d'una certa falta de grans projectes.

La situació econòmica, globalment positiva, permetria més ambició reformadora.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	1,0	3,1	3,2	3,9	3,6	2,5	–	...
Vendes al detall	1,4	6,1	5,5	6,5	–1,2	–2,2	–1,6	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,1	4,4	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,2	107,0	107,5	108,1	106,4	105,8
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	9,0
Preus de consum	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0
Balança comercial (***)	156,3	153,1	148,3	158,1	168,4	179,8	188,1	...

NOTES: (*) Valor.

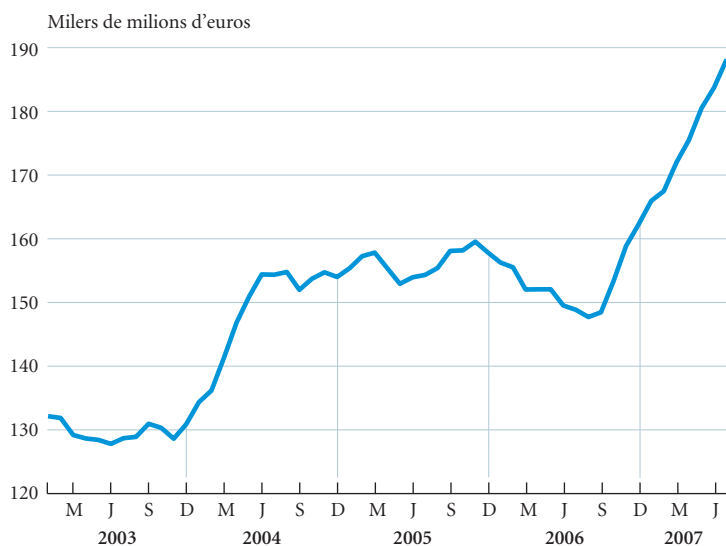
(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

EL SECTOR EXTERIOR ALEMANY, FACTOR CLAU DE L'EXPANSIÓ

Balança comercial, saldo acumulat de 12 mesos



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

El tercer trimestre comença amb un cert alentiment econòmic, per bé que d'escassa intensitat.

enrere. Finalment, alguns analistes han indicat una certa falta d'ambició. Per exemple, atesa la positiva evolució dels ingressos fiscals, mantenir l'objectiu d'assolir el dèficit públic zero el 2010 sembla poc exigent.

I, certament, seria lògic aprofitar l'actual etapa de bonança per reblar les reformes pendents, ja que, a mesura que avancin els trimestres, el ritme expansiu perdrà una mica de brillantor. Ara com ara, el tercer trimestre s'ha iniciat amb una certa pèrdua de ritme dels indicadors de consum (les vendes al detall cauen l'1,6% interanual al juliol; la confiança del consumidor recula gairebé tres punts al juliol i a l'agost), compensada, però, per una certa estabilització del deteriorament inversor i per una progressió constant del sector exterior. Al juliol, el superàvit comercial alemany, en saldo acumulat de dotze mesos, es va situar el 26% per damunt dels nivells d'un any abans.

Des de l'òptica de l'oferta, la imatge que s'albira és la d'una economia que es desaccelera de manera progressiva. Així, l'indicador IFO d'activitat empresarial es va situar al setembre en el nivell dels 104 punts, la qual cosa representa el quart mes consecutiu en descens. Així i tot, cal recordar que es ve de nivells màxims en més de quinze anys. Una via similar va seguir la producció industrial, que es va desaccelerar al juliol fins al 4,4% interanual (5,2% al juny).

Pel que fa als preus, l'evolució general és momentàniament positiva. A l'agost, l'índex de preus de consum (IPC) va créixer el 2,0% interanual, lleugerament per damunt de l'1,8% del juliol. Així i tot, a partir del setembre, l'alça del component energètic tendirà a accelerar sensiblement la inflació. Menys cauteles cal realitzar sobre l'evolució de la taxa d'atur, situada a l'agost en el 9,0% de la població activa (fa un any era 1,6 punts percentuals superior).

França: tercer trimestre crític

Després de l'inesperat alentiment econòmic del segon trimestre, l'atenció se centra en valorar el pols precís d'aquest tram final del 2007. L'indicador més global d'activitat, el de sentiment econòmic, referit al juliol, dictamina que l'economia gal·la s'ha comportat lleugerament millor al començament del tercer trimestre que al final de l'anterior. Aquesta millora ha estat deguda a l'augment de la confiança del sector serveis i de la indústria. En canvi, la confiança del consumidor s'ha deteriorat lleugerament.

Els indicadors de tipus no qualitatiu confirmen les tendències anteriors. La matriculació d'automòbils es va enfonsar a l'agost, mentre que la producció industrial de béns de consum va repuntar suauement al juliol. En conjunt, els indicadors de consum apunten a una tendència gairebé plana, la qual cosa ja és una millora en relació amb la desacceleració anterior.

Una millora apreciable de la despesa de les famílies dependrà, però, del comportament favorable de variables fonamentals com l'atur (al juliol, la taxa d'atur es va situar en el 8,0%, sense canvis en relació amb el juny) i de la inflació (repunt

d'una dècima a l'agost, fins a l'1,2%). En aquest sentit, les perspectives no són negatives, ja que el repunt previsible de la inflació es produeix des de nivells molt reduïts, mentre que les previsions apunten a reduccions addicionals de la taxa d'atur.

Pel que fa als indicadors d'oferta, el més destacable és el repunt de l'activitat industrial al juliol, mes en què la producció industrial va créixer el 2,6% interanual, lluny del descens interanual del 0,6% del juny. No obstant això, el tebi creixement de la cartera de comandes industrials del juny i del juliol anticipa que aquest registre pot ser flor d'un dia.

Itàlia: previsions a la baixa

Situació actual: una economia que registra un dels ritmes de creixement més pobres de la zona de l'euro (en el segon trimestre, el PIB va créixer l'1,8% interanual, només millor, entre els publicats, que el de França). Perspectives immediates: les previsions oficials de creixement (2,0% per al 2007) poden tenir els dies comptats. Mario Draghi, governador del Banc d'Itàlia, va anticipar recentment que, fins i tot sense considerar els possibles efectes

Després del mal creixement del segon trimestre, l'actual és clau per dictaminar si França aixeca el vol econòmic.

Sembla que el consum manté una tendència gairebé plana.

La reactivació industrial pot ser efímera, ja que les comandes industrials no li donen suport.

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

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

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	I	II	Juliol	Agost
PIB	0,2	1,9	1,7	1,7	1,6	2,8	2,3	1,8	-	...
Vendes al detall	0,4	1,2	0,5	1,8	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	...
Producció industrial	-0,8	2,6	3,0	1,9	1,6	3,7	1,1	0,7	-0,3	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	7,2	6,9	6,6	6,4	6,2	6,0	0,0	0,0
Preus de consum	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
Balança comercial (**)	8,2	7,0	6,2	10,9	7,8	10,8	15,7	13,2	...	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

L'empitjorament de les perspectives força una revisió a la baixa de les previsions de creixement per al 2008...

de la crisi financera, el 2008 difícilment s'arribarà a l'1,7%. Oficiosament s'ha reconegut que les noves previsions oficials podrien ser de l'1,6% per a l'any vinent. Conseqüència directa: atès el baix creixement previst, el projecte de pressupostos per al 2008 renuncia a modificar la pressió fiscal. En definitiva, la idea d'un possible increment de la fiscalitat per pal·liar el dèficit públic ha quedat relegada a un futur indefinit.

...diagnòstic avalat per l'atonía dels indicadors contemporanis.

Certament, els últims indicadors disponibles no permeten un diagnòstic més optimista. La confiança del consumidor es va situar a l'agost en els mínims des del setembre del 2005. La producció industrial va baixar el 0,3% interanual al juliol i va sumar dos mesos consecutius en la zona de les caigudes interanuals. El ritme de caiguda de l'indicador compost d'indicadors avançats es va intensificar a l'agost i apunta a perspectives magres per als propers trimestres.

Ja no preocupa tant el possible reescalfament de l'economia britànica com la incidència de la crisi financera.

Igualment, l'indicador de sentiment econòmic ha perdut més de quatre punts en els mesos de juliol i agost. I l'única basa clara de l'economia transalpina, la relativa contenció de la inflació (1,6% interanual al juliol i a l'agost), també pot tenir un recorregut efímer, ja que les previsions apunten a un final d'any alcista. En con-

junt, aquesta bateria de dades confirma la percepció que Itàlia trigarà a aixecar el cap en el front econòmic.

Regne Unit: del reescalfament a la tebior?

En poc menys de dos mesos, la principal preocupació ha passat d'establir si l'economia britànica controlava el seu creixement excessiu (la hipòtesi del reescalfament) a témer pels efectes de la crisi financera. Les dades disponibles reflecteixen encara una economia amb creixement vibrant i, per tant, apunten el diagnòstic que les tensions del dinamisme no han expirat. El consum manté el vigor, com ho demostra el fet que les vendes al detall van assolir a l'agost un augment del 5,0% interanual i van igualar els màxims de l'any. La producció industrial es va estabilitzar al juliol en nivell d'avanç de l'ordre de l'1% interanual, xifres magres però superiors a les registrades en el segon trimestre. En definitiva, i com ho exemplifica l'evolució del sentiment econòmic (un indicador global del pols econòmic), fins a l'agost l'economia va mantenir un to d'expansió notable.

I els desequilibris fonamentals? L'evolució dels preus de consum, que tant havien

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	1,8	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	–	...
Vendes al detall	1,9	3,1	3,7	3,7	4,5	4,0	4,4	5,0
Producció industrial	–2,0	0,0	0,5	0,9	–0,1	0,7	0,9	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
Preus de consum	2,0	2,3	2,4	2,7	2,9	2,6	1,9	1,7
Balança comercial (**)	–64,9	–74,1	–75,3	–77,0	–78,1	–80,0	–81,3	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,1	4,8	5,1	5,3	5,6	6,0	6,0
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	99,5	102,7	100,0	102,7	103,9	104,0	104,3	104,6

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.

preocupat en la primera meitat de l'any, s'ha reconduït, com ho palesa un creixement de l'IPC de l'1,7% interanual a l'agost. Certament s'espera un repunt en el tram final del 2007, però sembla que el pitjor del tensionament inflacionista ha passat. Així i tot, el possible coll d'ampolla que representa un mercat de treball amb l'atur en mínims (la taxa d'atur va ser del 2,6% a l'agost) recorda que, possiblement, encara hi ha restriccions en els factors de producció.

Però les preocupacions futures van més enllà dels indicadors actuals. L'activisme del Banc d'Anglaterra (demostrat per l'abast de la seva intervenció en el cas del banc hipotecari Northern Rock) ha evidenciat que la magnitud de la crisi pot ser més gran al Regne Unit que en altres països de la UE. Conflueixen en el cas britànic dues tendències particulars que es re-

troalmenten, la importància de l'activitat financera, altament globalitzada (i, per tant, sensible a una crisi d'abast global com la que s'ha gestat), i un sector immobiliari que, després de dos anys d'una certa recuperació, sembla que torna a perdre pistonada.

Això ha propiciat que la patronal de la indústria, la influent *Confederation of British Industry*, hagi revisat les previsions de creixement per al 2008 fins al 2,2%, dues dècimes menys del que s'esperava abans de la crisi. I el conjunt d'analistes espera un exercici encara més complicat, ja que les seves previsions apunten a un creixement del 2,1% per a l'any vinent. En definitiva, temps complicats, amb un pols actual vigorós fins a l'extrem de generar encara tensions, però amb unes perspectives molt més tèbies.

Es comencen a revisar a la baixa les previsions de creixement del 2008.

Invertint a l'est de l'edèn

La caiguda del mur de Berlín cap al final de 1989 va revifar l'esperança de molts ciutadans a l'est del teló d'acer d'arribar a formar part de l'Europa moderna i democràtica. Aquestes il·lusions van ser ràpidament enterbolides pel llarg i profund sotrac que van travessar la major part dels països de l'Europa Central i Oriental (PECO) al començament de la dècada dels noranta. No obstant això, el seu espectacular creixement durant l'última dècada, superant amb escreix la mitjana de la Unió Europea (UE) a 15 i, fins i tot, la dels països emergents, ha retornat les esperances fins i tot als més escèptics.

TAXA DE CREIXEMENT MITJANA ANUAL DEL PIB EN TERMES REALS

En percentatge

	2001-2003	2004-2006
Bulgària	4,5	6,3
República Txeca	2,7	5,7
Estònia	7,6	10,0
Letònia	7,2	10,4
Lituània	7,9	7,5
Hongria	4,2	4,3
Polònia	2,2	5,0
Romania	5,3	6,8
Eslovènia	3,0	4,5
Eslovàquia	3,8	6,6
Mitjana PECO	4,9	6,7
UE-15	1,4	2,2

FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

La conseqüència d'aquest diferencial en el creixement real és que els PECO han començat a retallar les diferències en els nivells de renda per capita que els separen de l'Europa dels quinze. El cas dels països bàltics ha estat el més espectacular: tal com ho mostra la següent taula, el 1997 el poder adquisitiu del ciutadà mitjà d'aquests països se situava una mica per damunt del 30% del nivell d'un ciutadà mitjà de la UE-15, mentre que el 2006 aquesta xifra ja arribava al 50% a Letònia i fins i tot al 60% a Estònia. Tot i que en altres països l'avanç no ha estat tan fort, la tendència a convergir s'observa de forma generalitzada. Però, quins factors expliquen aquesta convergència?

La majoria d'estudis consideren que els principals responsables de les elevades taxes de creixement i de convergència observades en aquests països són la major inversió en capital físic i els augments de la productivitat total dels factors (PTF). Les millores en la PTF són augments en la producció no provocats per un canvi en la utilització dels factors clàssics de producció, capital i treball. Als països bàltics, la PTF explica dues terceres parts del creixement, mentre que la inversió en capital físic explica la resta.⁽¹⁾ Als països de l'Europa Central, PTF i inversió contribueixen equitativament a la taxa de creixement. El paper clau de la PTF és una bona notícia, ja que, en alimentar-se d'innovacions tecnològiques, és la font de creixement amb més recorregut.

(1) IMF Occasional Papers (2006), «Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union».

PIB PER CAPITA EN PARITAT DEL PODER DE COMPRA

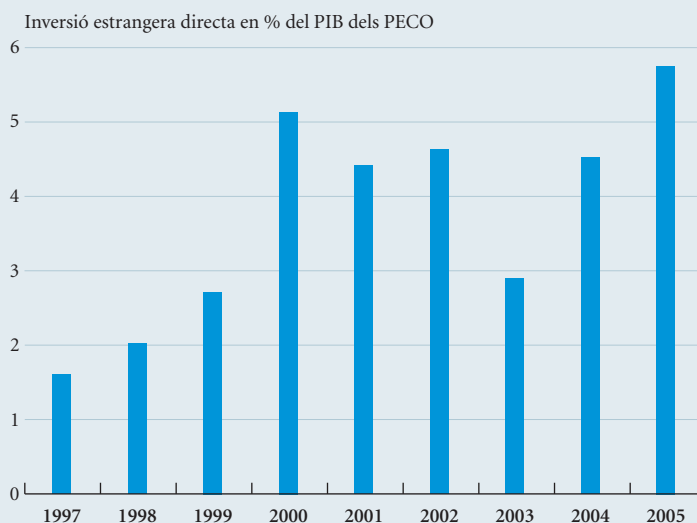
UE-15 = 100

	1997	2006
Bulgària	23	33
República Txeca	63	71
Estònia	36	60
Letònia	30	50
Lituània	33	52
Hongria	45	58
Polònia	41	47
Romania	28	34
Eslovènia	66	78
Eslovàquia	45	56
Mitjana PECO	42	54
UE-15	100	100

FONTS: Eurostat, FMI i elaboració pròpia.

En aquest context, les entrades de capital en forma d'inversió estrangera directa (IED) han tingut una especial rellevància. Segons Lane i Milesi-Ferretti, l'elevada aflluència d'aquest tipus de fluxos cap als PECO ha ajudat a augmentar no solament el capital físic sinó també la productivitat.⁽²⁾ Els canals a través dels quals la IED fomenta el creixement són dos: en primer lloc, permet l'ús d'estalvi extern per finançar l'acumulació de capital, la qual cosa accelera aquest procés; en segon lloc, és un vehicle per a la transmissió de tecnologies més avançades i «know-how», la qual cosa es tradueix en augments de productivitat.

LA IED EN PERCENTATGE DEL PIB ES MANTÉ I FINS I TOT AUGMENTA ALS PECO



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

(2) Lane, P. R, Milesi-Ferretti, G. M. (2006), «Capital Flows to Central and Eastern Europe», IMF Working Paper 188.

Atès el paper fonamental que exerceix la IED en l'acumulació de capital i en la millora de la productivitat dels PECO, és lògic preguntar-se sobre la sostenibilitat d'aquests fluxos a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, la proximitat geogràfica i cultural, la qualitat i el cost dels treballadors, el tracte fiscal i les institucions –totes raons de pes en la decisió de localització d'IED– juguen a favor dels PECO com a destinació preferent d'IED, sobretot des dels països de la UE. Tal com ho mostra el següent quadre, el cost salarial d'un empleat en relació amb la seva productivitat continua dotant els PECO d'un important avantatge enfront dels països de la UE-15. En concret, mentre els salaris són sis cops més baixos, els treballadors són només quatre cops menys productius.

SALARI I PRODUCTIVITAT DEL TREBALLADOR MITJÀ

Any 2004

	Salari hora (euros)	Salari hora (UE-15 = 100)	Productivitat treballador (PIB/treballador) (UE-15 = 100)
Bulgària	1,5	6	11
República Txeca	5,9	24	31
Estònia	4,2	18	26
Letònia	2,5	11	18
Lituània	3,2	13	21
Hongria	5,5	23	35
Polònia	4,7	20	25
Romania	1,8	7	11
Eslovènia	10,4	43	46
Eslovàquia	4,4	18	26
Mitjana PECO (*)	4,0	17	23
UE-15	24,0	100	100

NOTA: (*) Ponderada per població.

FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

D'altra banda, el procés d'integració en la UE ha estat clau per accelerar el procés de modernització de les institucions. Finalment, la fiscalitat sobre les empreses i els incentius directes a la inversió són molt més favorables que a la majoria dels països de la UE, tal com ho indica l'últim quadre.

La sostenibilitat dels fluxos d'IED està íntimament relacionada amb la dels dèficits externs per compte corrent. Tots els PECO es caracteritzen per tenir uns dèficits molt alts, situació que ha preocupat alguns observadors. No obstant això, és tranquil·litzador que la major part d'aquests dèficits es financin precisament amb IED, la qual cosa limita l'endeutament financer d'aquestes economies, representa una font de finançament més estable que, per exemple, les compres d'accions en borsa –fàcilment reversibles– i és simptomàtic d'una confiança en l'evolució de la competitivitat d'aquests països. De tota manera, caldrà vigilar l'evolució de la bretxa entre els dèficits i la IED.

En definitiva, els PECO tenen encara un ampli potencial d'atracció d'inversió estrangera. Això els hauria d'ajudar a mantenir el seu veloç procés de convergència. El camí que cal recórrer encara és llarg, però el més important és que ja s'ha començat a caminar.

TIPUS EFECTIU DE L'IMPOST DE SOCIETATS

Any 2006, en percentatge

Bulgària	7,4
Estònia	9,6
Hongria	7,8
Letònia	9,1
Lituània	5,9
Polònia	11,5
Romania	9,3
Eslovènia	7,7
Eslovàquia	15,6
UE-13 (*)	18,9

NOTA: (*) Sense Bèlgica ni Luxemburg.

FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Durant el mes de setembre, es mantenen les reverberacions de la crisi hipotecària *subprime* en els mercats financers.

La crisi hipotecària *subprime* manté l'atenció dels mercats

Al setembre ha continuat el desenvolupament de la crisi hipotecària *subprime* als Estats Units i el seu impacte sobre la resta del món a través dels mercats financers. El secretari del Tresor, Henry Paulson, va declarar que la crisi serà llarga. També el comissari d'Economia de la Unió Europea, Joaquín Almunia, va coincidir amb aquesta apreciació en comentar que la volatilitat als mercats explica la decisió de rebaixar les previsions de creixement econòmic. És a dir, va reconèixer que el contagi del mercat financer a l'economia real és un fet. El mercat interbancari dels Estats Units va continuar tensionat, com es pot veure al gràfic se-

güent, i es va mantenir la situació de illiquiditat.

Mentre els inversors es refugiaven en el deute públic comprant lletres del Tresor nord-americà, els bancs van reduir les posicions al mercat interbancari i tenien dificultats per emetre paper de renda fixa. Per exemple, als Estats Units, el saldo de pagarés amb garantia real del mercat de renda fixa privada va disminuir en 251.300 milions de dòlars en poques setmanes. El 25 de juliol, hi havia un saldo viu d'1,18 bilions de dòlars, mentre que, el 19 de setembre, s'havia reduït a 0,93 bilions de dòlars. És a dir, paper emès per diferents empreses o corporacions que va vèncer i no va poder refinançar-se als mercats perquè era massa car per l'ampliació dels diferencials de crèdit.

ES MANTÉ LA ILIQUIDITAT AL MERCAT INTERBANCARI DELS ESTATS UNITS

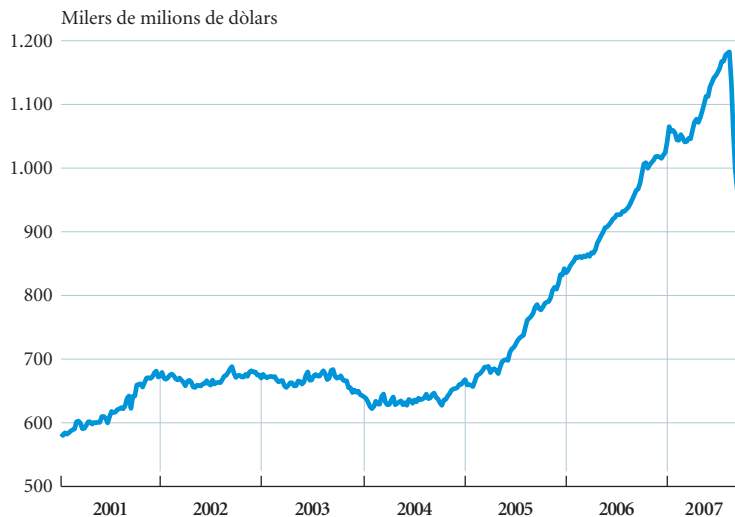
Tipus d'interès al mercat interbancari i de les lletres del Tresor a 3 mesos als Estats Units



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

ELS INVERSORS NO VOLEN COMPRAR PAPER COMERCIAL DELS ESTATS UNITS

Saldo viu de pagarés garantits amb actius (*)



NOTA: (*) Asset backed securities.

FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Una altra mostra dels problemes provocats per la crisi hipotecària la constitueix la trajectòria del banc anglès Northern Rock. El 13 de setembre es va fer públic que havia sol·licitat fons d'emergència al Banc d'Anglaterra amb el vistiplau del Tresor del Regne Unit per valor de 3.000 milions de lliures esterlines (4.376 milions d'euros). El motiu va ser la dificultat d'obtenir fons al mercat interbancari, ja que aquest banc hi finança les seves operacions creditícies en més del 75%, en lloc de fer-ho a través de dipòsits. Un cop coneguda la notícia, les accions del banc es van enfonsar el 32%. L'any 2000, el Northern Rock va entrar a formar part de l'índex de borsa FTSE 100, que representa les 100 companyies més grans per capitalització que cotitzen a Londres. Tot i tenir poques oficines, el notable impacte de la seva crisi de liquiditat en el sistema financer és degut al fort desenvolupament de la innovació financera, que permet transmetre el risc de forma molt ràpida. El 14 de setembre, l'endemà de saber-se la notícia, es van formar llargues cues de

clients que desitjaven retirar tots els seus estalvis. Al cap de dos dies, el banc havia perdut uns 2.000 milions de lliures esterlines. El dilluns 17 de setembre, la cotització es va tornar a enfonsar el 35%, de 438 penics a 283 penics. Aquest mateix dia, el Ministre d'Economia va anunciar que el govern britànic i el Banc d'Anglaterra garantien tots els dipòsits al Northern Rock sense cap límit.

Els bancs centrals i la recepta contra la crisi

Des de l'inici de la crisi, es van plantejar dos enfocaments sobre la forma d'abordar-la. D'una banda, els bancs centrals dels Estats Units i el Banc Central Europeu van injectar liquiditat en el sistema interbancari per intentar normalitzar una situació de risc elevat en què els bancs tenien por de prestar-se, pel risc d'impagament, en no saber-se la situació real de qui tenia el risc *subprime* concentrat en el seu balanç. Amb les seves accions, aquests

El banc anglès Northern Rock es veu obligat a sol·licitar un préstec d'emergència al Banc d'Anglaterra.

Mentre la Reserva Federal i el Banc Central Europeu injecten liquiditat en el sistema, el Banc d'Anglaterra adopta inicialment una posició més passiva.

El pànic per la pèrdua de confiança dels clients del Northern Rock obliga el Banc d'Anglaterra a un canvi d'actitud i a posar en marxa una estratègia més proactiva en la resolució de la crisi.

dos bancs centrals greixaven la maquinària financera, vital en l'economia actual, ja que tots els negocis comencen i acaben en una institució financera que és el motor del crèdit.

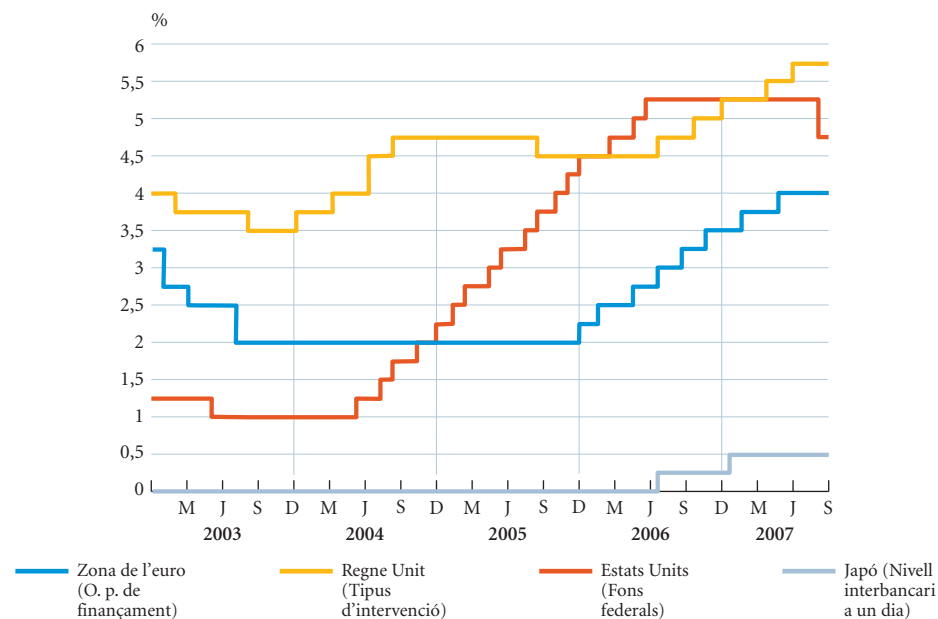
No obstant això, en un primer moment, el Banc d'Anglaterra va adoptar el que, en l'argot bancari, s'anomena una posició de falcó, en ser reticent a injectar diners. Com ho va comentar el governador Mervyn King en la seva carta al Tresor, el 12 de setembre, la injecció de liquiditat era ineficient, ja que invitava a un augment de l'anomenat risc moral. El risc moral és un concepte econòmic que expressa la possibilitat que una persona o una institució canviï la seva conducta pel fet d'estar assegurada. En el cas que ens ocupa, facilitar liquiditat a les institucions bancàries, per pal·liar el problema de la crisi, pot provocar un comportament més arriscat en el futur, ja que consideren que, en cas de crisi, els bancs centrals les rescataran. La conseqüència és una mala assignació de riscos que planta la llavor de futures crisis financeres.

nació de riscos que planta la llavor de futures crisis financeres.

Però les cues de clients per retirar els dipòsits del Northern Rock, pel pànic que sentien davant el risc de perdre els estalvis, van fer canviar de posició el Banc d'Anglaterra, que, el 19 de setembre, va decidir utilitzar l'estratègia d'injecció de liquiditat practicada per la Reserva Federal i pel BCE. Tot i que la llei britànica preveu actualment una garantia del 100% d'un primer tram de 2.000 lliures esterlines (2.868 euros) dipositat en un compte d'una institució financera i del 90% sobre un segon tram de 31.000 lliures esterlines (44.463 euros), aquesta garantia va ser insuficient per controlar el pànic que es va produir per part dels clients que desconfiaven de la situació. En el moment en què les imatges van aparèixer a la televisió i atesos els rumors que, si no s'actuava, podria afectar altres institucions més petites, el Banc d'Anglaterra va afirmar que, a causa de l'empitjorament de la situació, procedia al

LA RESERVA FEDERAL MOU FITXA

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals i elaboració pròpia.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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									
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	3,81	3,98	4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32
Maig	3,82	4,07	4,37	5,25	5,36	0,66	5,42	5,77	2,41
Juny	4,06	4,16	4,50	5,25	5,36	0,70	5,50	5,89	2,54
Juliol	4,05	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agost	4,08	4,73	4,76	5,25	5,51	0,99	5,75	6,61	2,84
Setembre (1)	4,15	4,72	4,69	4,75	5,21	1,00	5,75	6,37	2,76

NOTES: (1) Dia 21.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 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%), 6-6-07 (4,00%).

(3) Últimes dates de variació: 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%), 18-09-07 (4,75%).

(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.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

canvi de la seva estratègia, en el que representa un exemple d'una acció decisiva en el moment i en la justa mesura.

Mentrestant, la Reserva Federal (Fed), en la reunió del 18 de setembre, va decidir rebaixar el tipus oficial de referència en 50 punts bàsics del 5,25% al 4,75% i el tipus de descompte, que és el tipus d'interès que utilitzen els bancs per descomptar actius amb el banc central, del 5,75% al 5,25%. En la seva nota de premsa, el Comitè Federal del Mercat Obert va destacar quatre aspectes: 1) Tot i que el creixement de l'economia es mantenia moderat, la restricció creditícia podia potencialment agreujar la crisi al mercat de l'habi-

tatge i afectar el creixement del conjunt de l'economia. 2) L'acció de la Fed s'ha de llegir en el context de prevenir alguns dels efectes adversos de les disruptions dels mercats financers. 3) Va confirmar l'existència de riscos inflacionistes. 4) El banc central va afirmar que els següents moviments de tipus estarien subjectes a les diferents dades econòmiques que s'anessin coneixent.

Altres institucions nord-americanes van intervenir per neutralitzar la crisi, com el regulador de la Federal National Mortgage Association, coneguda popularment com Fannie Mae i Freddie Mac, dues agències quasigovernamentals dedicades a fi-

La Reserva Federal dels Estats Units abaixa el tipus d'interès oficial en la reunió del 18 de setembre del 5,25% al 4,75%.

Altres agències nord-americanes es mobilitzen per intentar estabilitzar el mercat hipotecari *subprime*.

L'impacte de la davallada de tipus de la Fed sobre les borses és espectacular i provoca pujades importants.

nançar la compra i la venda d'hipoteques residencials convencionals i d'hipoteques assegurades per la Federal Housing Administration, que és una divisió del departament d'Habitatge i Desenvolupament Urbà dels Estats Units. Creades pel Congrés dels Estats Units, la seva missió és facilitar a les famílies l'accés a la propietat d'un habitatge.

Aquestes empreses, que cotitzen a la borsa, regulades federalment i esponsoritzades pel govern, compren hipoteques als prestadors a tot el país. Amb posterioritat, les titultzen per vendre-les a inversors de diverses maneres. La titulització consisteix en convertir determinats actius, generalment préstecs, en valors negociables al mercat. Freddie Mac no té el suport del govern dels Estats Units, però la corporació té una especial autorització per demanar préstecs al Tresor. L'admi-

nistració Bush les ha autoritzat a comprar uns 20.000 milions de dòlars d'hipoteques *subprime* per estabilitzar el mercat. Les dues agències tenen o garanteixen el 40% dels préstecs residencials als Estats Units.

L'impacte de les mesures en els mercats de capital

Després de la davallada del tipus d'interès als Estats Units, es va produir una pujada espectacular de les borses: l'S&P 500 va pujar el 2,9% i el Nasdaq, el 2,7%. La notícia es va produir a un quart de nou del vespre, quan els mercats europeus ja havien tancat les sessions, però l'endemà l'Eurostoxx 50 va pujar el 2,9% i es va apuntar a l'onada d'optimisme dels mercats de renda variable.

El dòlar s'enfonsa enfront de l'euro i assoleix un mínim històric.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

21-09-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	13.860	5,9	11,2	20,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.529	5,7	7,8	16,0
<i>Nasdaq</i>	2.678	6,2	10,9	19,7
Tòquio	16.313	2,6	-5,3	3,0
Londres	6.454	6,0	3,7	9,4
Zona de l'euro	4.376	4,8	6,2	13,5
<i>Frankfurt</i>	7.794	5,0	18,2	30,7
<i>París</i>	5.701	5,2	2,9	9,5
<i>Amsterdam</i>	545	7,7	10,0	13,9
<i>Milà</i>	39.970	2,6	-3,5	4,5
<i>Madrid</i>	14.451	1,5	2,2	15,8
Zuric	8.897	3,4	1,3	6,3
Hong Kong	25.844	18,9	29,4	46,7
Buenos Aires	2.113	7,7	1,1	28,2
São Paulo	57.810	16,0	30,0	66,0

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

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

19-09-2007

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2006	Annual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	115,6	1,0	-3,0	-0,7
Lliura esterlina	0,495	-1,9	-3,1	-6,0
Franc suís	1,173	-2,8	-3,9	-5,9
Dòlar canadenc	1,001	-6,2	-16,5	-11,9
Pes mexicà	10,947	-1,8	1,2	-1,3
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,408	4,5	6,6	10,1
Ien japonès	162,8	5,6	3,6	9,4
Franc suís	1,652	1,7	2,6	4,0
Lliura esterlina	0,697	2,5	3,4	3,7
Corona sueca	9,191	-2,1	1,6	-0,4
Corona danesa	7,454	0,1	0,0	-0,1
Zloty polonès	3,756	-2,4	-2,0	-5,5
Corona txeca	27,50	-0,6	0,0	-3,3
Forint hongarès	249,9	-4,5	-0,5	-9,6

NOTA: (*) Un signe positiu indica una apreciació del dòlar (primer grup) o de l'euro (segon grup).

FONT: Bloomberg.

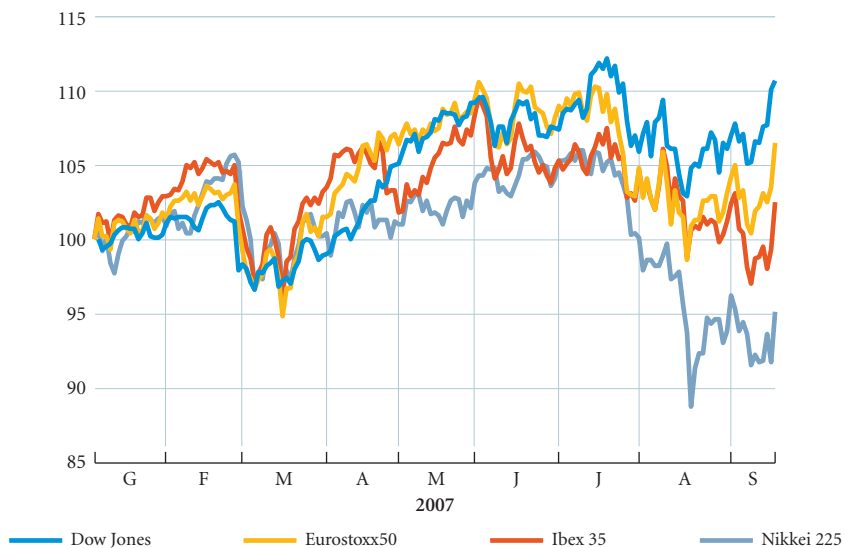
Els tipus d'interès van divergir. Mentre el tipus d'interès a 2 anys del deute públic, que és més sensible a moviments dels tipus directors, queia 11 punts bàsics, fins al 3,95%, el bo a llarg termini amb venciment a 30 anys pujava del 4,74% al 4,80%. Però l'impacte més gran va ser al mercat de divises, amb el canvi euro-dòlar cotitzant un màxim històric d'1,418 el 27 de setembre. El motiu era l'expectativa del mercat que la Fed continuï abaixant el tipus oficial i es redueixin els diferencials de tipus d'interès entre les dues divises. L'euro es va apreciar el 4,5% enfront del dòlar en un mes. Llevat de la cotització enfront del ien japonès, el dòlar es va depreciar enfront de totes les divises. Per exemple, el dòlar canadenc va assolir la paritat amb el dòlar dels Estats Units, situació que no es donava des de feia 31 anys, el 1977.

Les pujades de les borses que es van produir durant les 48 hores posteriors a la davallada de tipus de la Reserva Federal es van consolidar. Cap al final de setembre, només la borsa japonesa es mantenia el 5% per sota del punt de sortida de l'1 de gener. Pel que fa als tipus d'interès a curt termini als Estats Units, van caure 30 punts bàsics en el termini de 3 mesos, en relació amb el mes d'agost. Des de l'inici de la crisi es pot observar com la corba de tipus d'interès del deute públic s'ha positivitzat. La corba de tipus d'interès del 20 de juliol tenia menys pendent que la corba actual. Es pot observar com la davallada del tipus oficial per part de la Fed ha incidit més en el tram curt de la corba (de 3 mesos a 2 anys), situació normal, ja que els mercats descompten fins i tot alguna baixada addicional per part de la Fed. En canvi, els bons del deute públic amb venciments més llunyans no poden baixar

Les actuacions dels bancs centrals aconseguixen estabilitzar els mercats financers.

LES BORSES ES RECUPEREN GRÀCIES AL BALÓ D'OXIGEN DE LA RESERVA FEDERAL

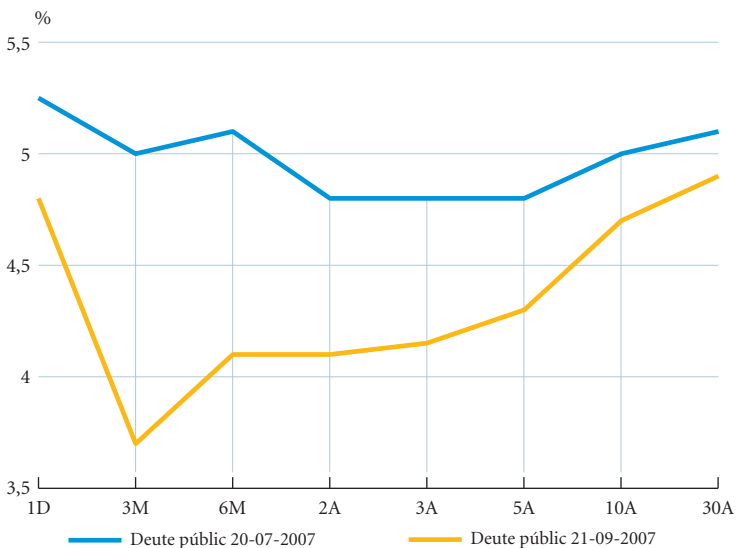
Evolució de les borses en base 1-1-2007 = 100



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

LA CORBA DE TIPUS D'INTERÈS DEL DEUTE PÚBLIC ALS ESTATS UNITS ES POSITITZA

Corba de tipus d'interès del deute públic dels Estats Units



NOTES: D = Dia, M = Mesos, A = Anys.
1D és el tipus oficial del banc central.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

tant les rendibilitats, perquè els inversors han de cobrir-se del risc potencial d'una intensificació de la inflació en el futur, ja que, en última instància, una davallada de tipus d'interès oficial, és a dir, una políti-

ca monetària més laxa, té l'objectiu de revifar o d'apuntalar el consum i la inversió en una economia. D'altra banda, el mateix comunicat de la Fed va confirmar l'existència d'un risc inflacionista.

L'EURO ASOLEIX MÀXIMS HISTÒRICS ENFRONT DEL DÒLAR

Dòlars d'Estats Units per euro



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

L'euro a l'Europa Central i de l'Est: cal esperar noves incorporacions?

Amb l'expansió de la Unió Europea (UE) cap a l'est, diversos països s'han convertit en possibles candidats a incorporar-se a la Unió Econòmica i Monetària (UEM) i a utilitzar l'euro com a moneda. Oficialment, tots els nous socis de la UE s'han compromès a adoptar la moneda única, ja que cap ha pogut acollir-se a clàusules d'exclusió voluntària (o *opt-out* en anglès), tal com, al seu dia, van negociar el Regne Unit i Dinamarca.⁽¹⁾ En aquest requadre repassem quins són els criteris per ingressar a la UEM, en quina posició es troben els nous membres de l'Europa Central i de l'Est i si és probable que es produeixin noves incorporacions en un futur proper.

Des del llançament de l'euro el 1999, amb onze països, s'han produït dues noves incorporacions al club: Grècia va ingressar el 2001 i Eslovènia, alumne avançat dels països excomunistes, ho va fer el 2007. A més a més, la Comissió Europea ja ha permès l'entrada de Malta i de Xipre a partir del 2008. Igual que Espanya, que al seu dia va haver de fer els deures per ingressar en l'euro, els països candidats a accedir a la zona de l'euro han de complir els requeriments macroeconòmics del Tractat de Maastricht.

(1) A més a més, cal recordar que els ciutadans suecs van decidir en referèndum ajornar l'ingrés del seu país a la zona de l'euro.

Recordem que, per ingressar a la zona de l'euro, és necessari: (i) que la taxa d'inflació no superi en 1,5 punts percentuals la mitjana dels tres països amb inflació més baixa; (ii) que el dèficit públic sigui inferior al 3% del PIB i que el nivell de deute públic sigui inferior al 60% del PIB; (iii) que els tipus d'interès a llarg termini no superin en un 2% la mitjana dels tres països amb inflació més baixa, i (iv) que la moneda del país candidat participi en el mecanisme de tipus de canvi amb l'euro (mantenir una cotització central fixa amb una banda de fluctuació del 15%, conegut com ERM II) durant dos anys com a mínim. A més a més, aquests criteris s'han de satisfer de forma sostenible a criteri de la Comissió Europea, per assegurar-se que la convergència del nou membre amb la UEM s'ha produït d'una forma sòlida i no solament puntual i que, per tant, la pèrdua de l'autonomia en la política monetària no representarà un cost excessiu i no contrarestarà els beneficis d'ingressar a la UEM.

En la taula següent examinem fins a quin punt els països de l'Europa Central i de l'Est compleixen els criteris de Maastricht, segons l'avaluació que fa la Comissió Europea cada dos anys, o a requeriment d'un estat membre (cas de Lituània al maig del 2006, quan la seva sol·licitud d'ingrés va ser denegada). Aquestes avaluacions continuen vigents al juliol del 2007. Curiosament, sembla que els criteris que no permeten que cap dels països considerats accedeixi de moment a l'euro segueixen un patró regional.

COMPLIMENT DELS CRITERIS DE CONVERGÈNCIA

País	Criteris incomplets	Data d'avaluació
Lituània	I	Maig del 2006
Estònia	I	Desembre del 2006
Letònia	I, TDC	Desembre del 2006
Hongria	Tots	Desembre del 2006
Polònia	DD, TDC	Desembre del 2006
Eslovàquia	I, DD, TDC	Desembre del 2006
República Txeca	DD, TDC	Desembre del 2006

NOTA: I = Inflació, TDC = Tipus de canvi, Int = Tipus d'interès, DD = Dèficit i deute.
 FONTS: Comissió Europea, Direcció General d'Assumptes Econòmics i Financers.

En els tres països bàltics, el principal problema és la inflació. El valor de referència se situaria al juliol del 2007 en el 2,3%, mentre que la inflació es col·loca en el 4,3% a Lituània, en el 4,9% a Estònia i en el 7,5% a Letònia. Aquests països tenen un tipus de canvi fix amb l'euro, de manera que, de fet, segueixen la política monetària del BCE. Les seves economies pateixen clars signes de sobreescalfament (fa uns quants anys que els *tigres bàltics* creixen per damunt del 7%), i sembla que necessiten una política monetària més restrictiva per poder abaixar la inflació fins a nivells acceptables per complir el criteri de Maastricht. No obstant això, en mantenir el tipus de canvi fix, l'única opció que els queda és intensificar les reformes estructurals. Les finances públiques estan ben sanejades, de manera que els tres països bàltics també compleixen amb escreix els criteris de dèficit i deute i de tipus a llarg termini.

En canvi, els països de l'Europa central (República Txeca, Eslovàquia, Polònia i Hongria) pateixen diversos problemes de fons per complir els objectius de Maastricht, la qual cosa suggereix que són lluny d'adoptar l'euro. El principal problema és fiscal: governs febles i coalicions inestables als quatre països en els últims anys han fet que no hagi estat possible una contenció de la despesa, de manera que tots els països tenen uns nivells de dèficit per damunt del 3% del PIB i tots suspensen el criteri fiscal. D'altra banda, només la República Txeca i Polònia tenen la inflació sota control i compleixen el criteri de Maastricht, gràcies a l'adopció de règims de política monetària

amb objectius explícits d'inflació. No obstant això, cap dels quatre països d'aquest grup compleix el criteri del tipus de canvi: tots, llevat d'Eslovàquia, tenen un tipus de canvi flexible i no participen en l'ERM II. En aquest grup, Hongria rep un esment especial, perquè no compleix cap criteri, el dèficit fiscal es va situar en el 9,5% del PIB el 2006 i la inflació va superar el 8% cap a la meitat del 2007.

Finalment, cal esmentar que les dues recents incorporacions a la UE, Romania i Bulgària, també tenen molt lluny l'adopció de l'euro. Cap d'aquests dos països ha estat encara avaluat per la Comissió Europea. Romania només compliria, a dia d'avui, el criteri fiscal, i, tot i que ha estat capaç de rebaixar la seva taxa d'inflació del 10% al 4% en dos anys, queda per veure si aquest descens es pot prolongar i és sostenible. Bulgària compliria, a més a més, el criteri de tipus d'interès a llarg termini, i té un tipus de canvi fix amb l'euro, tot i que no participa en l'ERM II. No obstant això, la inflació ha estat per damunt del 5% en els últims anys. Per a aquests països, el procés de convergència amb Europa només acaba de començar.

Així, doncs, no sembla gaire probable que vegem noves incorporacions a la UEM en un futur proper. Al capdavall, per a cada país la decisió crucial és la velocitat òptima d'adopció de l'euro i com distribuir els costos i els beneficis d'aquesta adopció al llarg del temps. Entre els beneficis a llarg termini d'estar a la Unió s'inclouen: polítiques macroeconòmiques més estables i creïbles (sobretot, la política monetària), l'augment del comerç amb la resta de països de la UEM i, finalment, una davallada dels tipus d'interès que permeti un increment de la inversió, de l'ocupació i de la renda per capita. D'altra banda, la pèrdua d'autonomia en la política monetària i canviària pot ser crítica quan un país experimenta un procés de transformació i de reformes estructurals, tot i que, tal com s'ha vist, en alguns països l'adopció d'un tipus de canvi fix amb l'euro ha funcionat bé. El cost polític de dur a terme una consolidació fiscal, que inicialment pot restar uns punts percentuals de creixement, requereix governs que vagin per feina i que tinguin un fort suport. Segons el Fons Monetari Internacional, el camí més apropiat per als països de l'Europa central hauria de ser per aquest ordre: la contenció fiscal i la intensificació de les reformes, la reducció de la inflació i l'ingrés a l'ERM II.⁽²⁾ Aquest és un camí que, en el millor dels casos, podria dur a l'ingrés a la zona de l'euro en un termini de cinc anys.

Finalment, cal recordar que la Comissió Europea s'ha mostrat inflexible a l'hora d'avaluar els nous membres i ha indicat que els propers candidats s'han de presentar amb els deures molt ben fets o no cal que es prenguin la molèstia de demanar l'ingrés. En el cas de Lituània, el motiu oficial per no autoritzar-ne l'entrada en l'euro al maig del 2006 va ser que la inflació es trobava 0,1 punts percentuals per damunt del valor de referència. Per raonar aquesta decisió, a més a més, la Comissió Europea va jutjar que la posició de l'economia lituana no era sostenible i que les projeccions de la inflació anticipaven una acceleració dels preus en el futur immediat, i això és el que ha acabat passant. Per tant, el «no» a Lituània suggereix que, des de la perspectiva de Brussel·les, tampoc no hi ha pressa per ampliar la zona de l'euro. La moneda única és un projecte amb profundes implicacions en la vida econòmica i política dels països implicats, i l'experiència demostra que ha d'avançar sense pressa, però sense pausa.

(2) Vegeu Schadler, S. *et al.*, *Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration*, *Occasional Paper 234*, Fons Monetari Internacional, Washington DC, 2005.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

La construcció es desaccelera, però la indústria i els serveis mantenen el pols

Després d'un fort ritme d'avanç de l'economia en el segon trimestre, però una mica inferior al del primer trimestre, les primeres dades dels mesos d'estiu apunten a la continuïtat de la mateixa tònica. Així i tot, sembla que la desacceleració de l'activitat econòmica és suau, tot i les convulsions als mercats financers internacionals arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units.

La producció industrial va presentar un perfil de lleuger alentiment al començament del tercer trimestre. A la indústria, la confiança va continuar flexionant a la

baixa, deteriorada per l'enfortiment de l'euro. No obstant això, el nivell d'activitat era elevat. Les indústries extractives de productes energètics, la fabricació de material electrònic, de maquinària i equipament mecànic i de vehicles de motor experimentaven un gran dinamisme. En canvi, la fabricació de màquines d'oficina i equips informàtics, la indústria del tabac, les coqueries i refinatge del petroli i la producció i distribució d'energia elèctrica i gas van reduir el nivell d'activitat al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

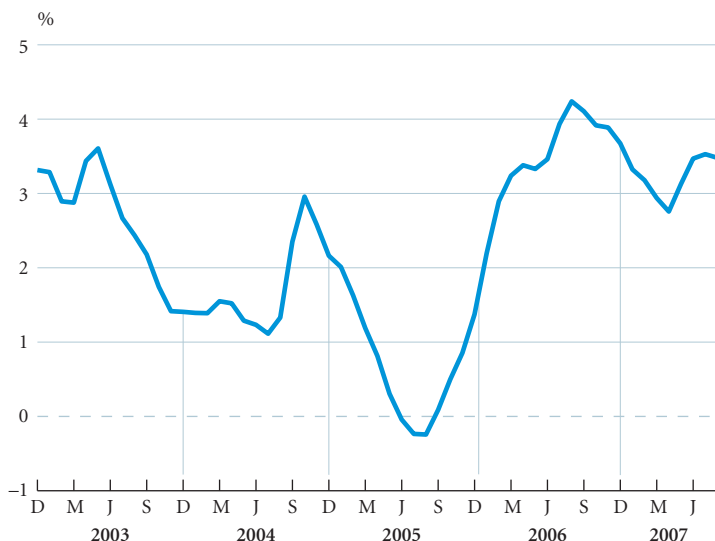
Les perspectives industrials eren relativament favorables, si s'ha de jutjar per l'increment anual del 8,5% al juliol de les entrades de comandes. Les branques dels

L'economia manté una tònica de desacceleració suau.

Perspectives industrials relativament favorables tot i l'apreciació de l'euro.

BON TO DE LES VENDES AL DETALL A L'ESTIU

Variació intermensual anualitzada de l'índex de comerç al detall (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència corregida de diferències de calendari, a preus constants.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	6,0	3,7	5,1	4,3	1,4	1,6
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,5	1,3	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-4,8	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	1,2	0,0	-1,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	80,3	81,6	80,6	81,3	-	82,1
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	13,8	12,1	8,1	8,2	15,8	...
Construcció								
Consum de ciment	7,3	8,5	5,7	8,5	4,8	-2,1	3,7	-2,7
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	15,0	6,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	-15,0	-37,1	...
Licitació oficial	18,5	31,3	19,1	55,1	15,2	-2,1	20,0	...
Serveis								
Vendes comerç minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,7	5,5
Turistes estrangers	6,6	4,0	2,3	2,5	5,3	0,1	1,8	3,0
Ingressos turisme	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-3,2	-1,2	-3,3	-6,4	-4,1	-6,5	7,2	-4,0
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,7	4,6	7,1	9,5	7,1	11,4	10,4
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	...	...

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

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

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

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

(5) En volum.

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

béns intermedis, de consum durador i equipament presentaven taxes d'augment superiors al 10% de les noves comandes en relació amb el juliol del 2006.

En canvi, el panorama s'ha enfosquit per a la construcció, o, si més no, això és el que es pot deduir de l'evolució d'alguns indicadors avançats, com una forta caiguda de la confiança de les empreses a l'agost i una reducció anual del consum de ciment en aquest mateix mes. Diversos senyals mostren el progressiu refredament del mercat de l'habitatge. Així, un altre indicador avançat, els visats d'obra nova, va caure el 37,1% al juliol en relació amb dotze mesos abans. Malgrat tot, represen-

ta 448.991 visats en els set primers mesos de l'exercici, un nivell encara elevat. D'altra banda, el crèdit hipotecari es continua alentint, afectat per la pujada dels tipus d'interès, però encara ostenta taxes de creixement anuals molt altes. Un contrapunt el constitueix la licitació oficial, amb una alça anual del 20,0% al juliol, que apunta a una millora de l'obra civil.

Afortunadament, els serveis continuen expandint-se notablement en general. Així, la xifra de negocis de les empreses del sector va augmentar el 8,8% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any precedent. Les branques més actives eren els serveis a empreses, el comerç, el trans-

Forta caiguda de la confiança de la construcció a l'agost.

Temporada turística més aviat discreta.

port, les tecnologies de la informació i el turisme. La temporada turística està resultant més aviat discreta. Al juliol-agost, les pernoctacions en establiments hotelers van créixer l'1,2% en relació amb el mateix període del 2006, el 0,4% les de residents i l'1,8% les de no residents. D'altra banda, al sector dels serveis la confiança es va recuperar a l'agost fins al nivell del febrer-març.

Des de l'òptica de la demanda, les primeres dades del tercer trimestre apunten a un creixement del consum privat una mica menys potent. Així, les vendes al detall presenten un ritme d'avanç robust i la importació de béns de consum va registrar un fort increment al juliol. No obstant això, les vendes d'automòbils s'han mostrat febles en els mesos càlids de l'any, amb una caiguda interanual a l'agost. A

més a més, la confiança dels consumidors no s'enlaira.

Pel que fa a la inversió en béns d'equipament, sembla que continua creixent a ritmes elevats. La producció de béns d'equipament va pujar el 7,0% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any passat, tot i que la matriculació de vehicles industrials continua mostrant alts i baixos.

Quant al sector exterior, les dades disponibles del comerç de béns del juliol indiquen alts ritmes de creixement anuals, per bé que superiors en les importacions. D'aquesta manera, el sector exterior continuarà contribuint negativament al creixement del producte interior brut, però probablement cada vegada menys si es consolida la moderació de la demanda nacional.

La confiança dels consumidors no s'enlaira.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Consum								
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,5	2,8	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	-1,1	5,6	15,0	...
Matriculacions d'automòbils	2,1	-0,9	-4,1	1,8	-0,7	-2,4	0,0	-2,7
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	14,5	13,2	12,0	13,8	9,6	-	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-10,8	-12,3	-13,7	-10,3	-10,7	-12,7	-11,0	-12,0
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	-0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	7,0	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	0,6	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	0,5	-1,0	1,7	-2,2	4,2	-4,6
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	13,8	...
Exportacions	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	10,6	...

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

(**) En volum.

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

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

Mercat de treball

S'alenteix el ritme de creació de llocs de treball

A l'agost és habitual que davallí el nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social. No obstant això, enguany ha sorprès la intensitat del descens experimentat en aquest mes, la qual cosa apunta a la pèrdua de dinamisme del mercat laboral després d'un període d'un vigor extraordinari.

Així, la taxa de creixement interanual del nombre total de treballadors afiliats a la Seguretat Social va ser del 2,5% a l'agost, enfront del 3,6% del primer trimestre. Aquesta desacceleració del ritme de crea-

ció de llocs de treball va correspondre als assalariats, ja que els no assalariats van augmentar el 2,9% a l'agost, enfront d'una taxa anual del 2,5% en els tres primers mesos de l'any. Per sectors, es constata que l'alentiment presenta més intensitat a la construcció, que ha passat a una taxa anual del 2,1% des del 6,1% del primer trimestre. D'aquesta manera, els serveis i la indústria mostren ja taxes de variació anuals superiors a la construcció.

Malgrat la moderació de la creació de llocs de treball en els últims mesos, el mercat laboral conserva un notable to. En els dotze últims mesos, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social ha augmentat

Enguany s'intensifica l'habitual descens del nombre d'afiliats a la Seguretat Social a l'agost.

Els serveis i la indústria presenten ja taxes d'augment anuals superiors a la de la construcció.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Afiliats a la Seguretat Social								
Assalariats	4,8	4,7	3,9	3,5	3,9	3,5	2,8	2,4
<i>Indústria</i>	-0,5	0,0	0,0	0,2	2,2	2,7	2,6	2,4
<i>Construcció</i>	8,6	8,7	7,5	6,8	6,1	4,4	3,1	2,1
<i>Serveis</i>	5,7	5,2	4,6	4,0	4,1	3,7	3,2	2,9
No assalariats	2,6	2,2	2,1	2,2	2,5	2,7	2,9	2,9
Total	4,4	4,3	3,6	3,3	3,6	3,3	2,8	2,5
Població ocupada (*)	5,6	4,1	3,7	3,6	3,4	3,4	-	-
Llocs de treball (**)	3,2	3,2	2,7	3,1	3,3	3,2	-	-
Contractes registrats (***)								
Indefïnits	8,7	41,1	46,6	76,8	25,8	15,6	7,5	-8,9
Temporals	4,6	4,7	0,5	0,5	2,6	-1,9	4,8	-2,0
Total	5,0	7,9	4,1	7,3	5,3	-0,1	5,0	2,7

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.

Primera caiguda interanual del nombre de contractes indefinits des del començament de l'última reforma laboral.

en 464.416 persones. D'aquest increment, el 29,7% correspon a estrangers. D'altra banda, el ritme d'augment de les dones afiliades en els dotze últims mesos, del 3,9%, ha doblat amb escreix el dels homes, l'1,6%, resultat coherent amb la desacceleració a la construcció, on treballa majoritàriament el personal masculí.

El menor vigor del mercat laboral també es va manifestar en una caiguda dels contractes registrats al servei públic d'ocupació a l'agost del 2,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Crida més l'atenció el descens del 8,9% dels contractes indefinits en relació amb l'agost del 2006, ja que no es produïa una davallada interanual des del començament de l'última reforma laboral. No obstant això, la contractació indefinida inicial va créixer el 26,7% en relació amb l'agost de l'any passat. En canvi, es van reduir les conversions d'altres tipus de contracte en indefinits, en no tenir aquesta modalitat cap in centiu des del final del 2006. Per la seva banda, els contractes temporals van dis-

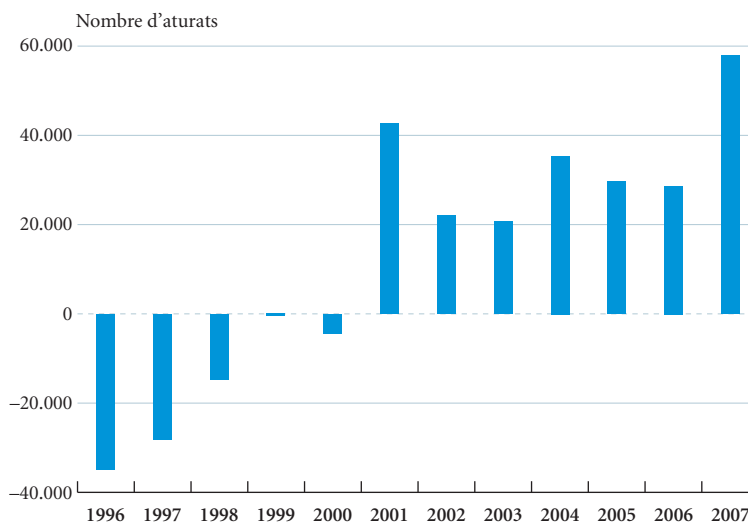
minuir el 2,0% en relació amb el mateix mes de l'any precedent. En conjunt, els contractes estables van representar el 9,9% del total de la contractació, una participació apreciable.

Fort increment de l'atur registrat a l'estiu

L'atur registrat a les oficines públiques d'ocupació va créixer a l'agost en 57.958 persones fins a un total de 2.028.296. Aquest augment mensual va doblar l'anotat en el mateix mes del 2006 i, de fet, va constituir un màxim històric, influït per una climatologia desfavorable. L'increment de l'atur registrat a l'agost va afectar tots els grans sectors econòmics, i només es va reduir en el col·lectiu sense feina anterior. La construcció va ser el sector en què es va registrar l'increment relatiu més intens de l'atur, el 9,6%, seguit de la indústria i dels serveis. L'augment de l'atur es va deixar sentir a la majoria de les comunitats autònomes, llevat de Castella i Lleó i de Cantàbria.

AUGMENT RÈCORD DE L'ATUR REGISTRAT A L'AGOST

Variació mensual de l'atur registrat a l'agost de cada any



FONTS: Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Agost 2007

	Aturats	Variació sobre desembre 2006		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	65.341	3.847	6,3	3.728	6,1	3,2
Indústria	276.997	-5.151	-1,8	-8.015	-2,8	13,7
Construcció	250.883	14.112	6,0	22.296	9,8	12,4
Serveis	1.218.721	-6.148	-0,5	21.978	1,8	60,1
Primera ocupació	216.354	-1.237	-0,6	4.632	2,2	10,7
Per sexes						
Homes	799.785	-4.489	-0,6	31.415	4,1	39,4
Dones	1.228.511	9.912	0,8	13.204	1,1	60,6
Per edats						
Menors de 25 anys	226.321	-15.691	-6,5	-3.234	-1,4	11,2
Resta d'edats	1.801.975	21.114	1,2	47.853	2,7	88,8
TOTAL	2.028.296	5.423	0,3	44.619	2,2	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

En els dotze últims mesos, l'atur registrat ha pujat el 2,2%. No obstant això, la seva evolució ha estat diversa per sectors. A la construcció, l'atur s'ha incrementat el 9,8%, mentre que, a la indústria, s'ha reduït el 2,8%. Els aturats registrats han augmentat notablement a l'agricultura i han pujat menys als serveis. L'increment de l'atur ha afectat més els homes, amb una alça del 4,1%, que les dones, amb un augment de l'1,1%. No obstant això, el col·lectiu femení representa el 60,6% del total. Cal destacar, d'altra banda, que el nombre de joves aturats ha disminuït l'1,4%, enfront de l'augment del 2,7% dels més grans de 25 anys.

Suau desacceleració dels costos laborals

Els costos laborals van mostrar un cert alentiment en el segon trimestre del 2007. El cost laboral mitjà per treballador i mes es va situar en 2.283 euros, amb una alça interanual del 3,9%, una dècima menys

que en el trimestre anterior, segons l'enquesta trimestral de cost laboral de l'Institut Nacional d'Estadística.

D'altra banda, els costos laborals per hora de treball efectiva van pujar el 4,2% en el segon trimestre en relació amb el mateix període del 2006. Aquest creixement superior va ser degut a un descens del 0,3% en el nombre d'hores treballades. D'acord amb aquesta mesura, l'increment anual dels costos laborals va baixar a la indústria, es va mantenir a la construcció i es va incrementar als serveis.

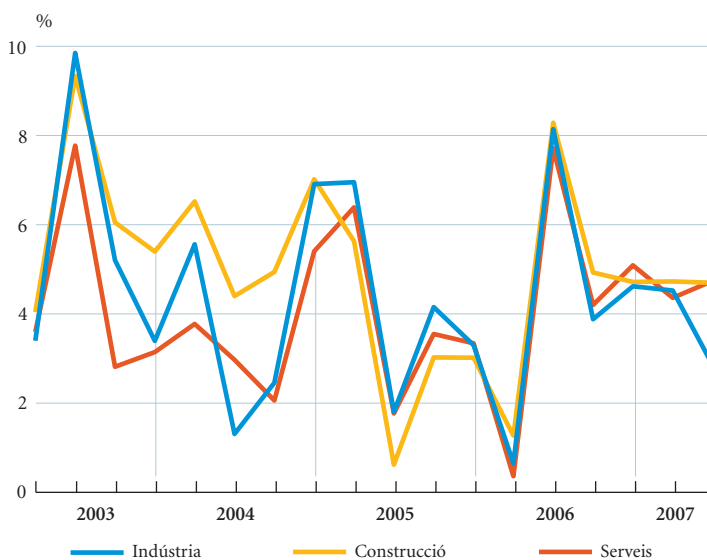
El guany mitjà per treballador i mes es va moderar fins a una taxa interanual del 3,8%. Atès que la taxa d'inflació anual va romandre en el 2,4% en el segon trimestre, el poder adquisitiu dels treballadors va créixer l'1,4%, quatre dècimes menys que en el primer trimestre. Aquest resultat, però, es contraposa al del període 2004-2006, durant el qual es va produir una pèrdua de poder adquisitiu.

Descens del nombre de joves aturats registrats en els dotze últims mesos.

Augmenta el poder adquisitiu dels treballadors, però menys que en el primer trimestre.

MODERACIÓ DELS COSTOS LABORALS A LA INDÚSTRIA

Variació interanual del cost laboral per hora efectiva



FONTS: Enquesta trimestral del cost laboral i elaboració pròpia.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2005	2006	2006				2007	
			I	II	III	IV	I	II
Increment pactat en convenis (*)	3,2	3,3	3,1	3,2	3,2	3,3	2,9	2,9
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	2,8	3,0	2,5	2,5	3,1	3,4	2,8	2,9
Enquesta trimestral de cost laboral								
Costos salarials								
Total	2,6	3,4	3,0	3,1	4,0	3,7	4,3	3,8
Indústria	2,7	3,6	3,8	3,1	4,1	3,6	3,7	3,1
Construcció	2,3	3,7	3,8	3,1	4,2	3,9	5,5	3,9
Serveis	2,9	3,7	3,0	3,4	4,3	4,0	4,5	4,3
Guanyos mitjans per hora treballada	3,2	4,2	0,0	7,1	4,4	5,0	4,6	4,2
Altres costos laborals	3,6	3,6	4,4	4,9	2,6	2,6	3,2	4,0
Jornada laboral (***)	-0,6	-0,6	3,0	-3,8	-0,3	-1,3	-0,2	-0,3
Jornals agraris	3,1	2,8	2,9	2,6	3,2	2,4	3,1	2,5
Cost laboral a la construcció	4,3	4,4	4,2	4,5	4,5	4,5	1,5	1,4

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

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

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

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

Preus

L'IPC es manté en el nivell mínim des del març del 2004

Gràcies, un cop més, al favorable comportament dels carburants i lubricants, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) es va mantenir en el 2,2% a l'agost, la cota més baixa des del març del 2004. Els aliments no elaborats també van contribuir a la moderació de la inflació a l'agost. En canvi, el nucli més estable de la inflació, l'anomenada «subjacent», que exclou els productes energètics i els aliments frescos, va repuntar lleugerament a l'agost fins al 2,5%.

La davallada interanual del preu dels carburants es va intensificar a l'agost en

comparació amb el màxim històric registrat en el mateix mes del 2006, quan el preu del petroli va assolir un rècord. D'aquesta manera, els carburants i lubricants van disminuir el 4,2% en relació amb l'agost de l'any passat i van contribuir negativament, gairebé amb una dècima, a la variació interanual de l'IPC general.

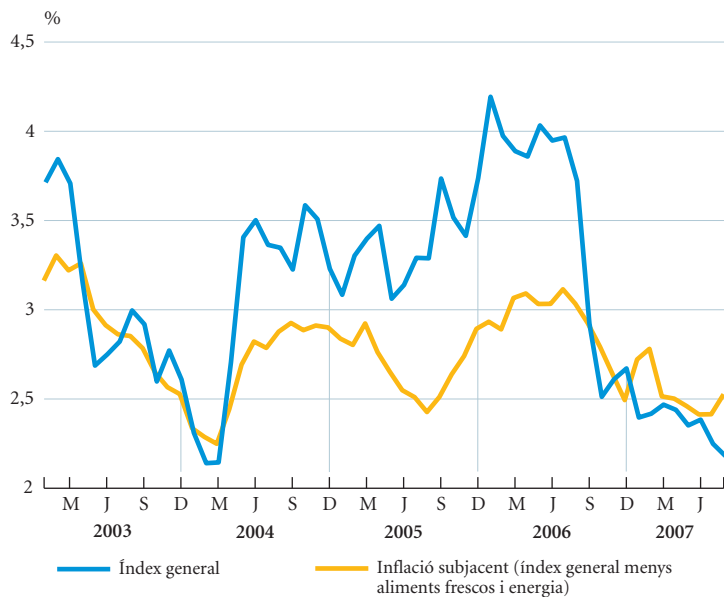
Així mateix, els aliments no elaborats van continuar impulsant l'IPC a la baixa en disminuir la taxa de variació interanual fins al 4,0% des del 4,7% del juliol, però menys que els carburants. La desacceleració dels aliments frescos va ser deguda, sobretot, a l'evolució dels preus de la carn i del peix. En canvi, les patates i els ous van experimentar repunts.

Els aliments no elaborats també contribueixen a la moderació de la inflació a l'agost...

...tot i que les patates i els ous experimenten repunts.

LA INFLACIÓ SUBJACENT TENDEIX A REPUNTAR LLEUGERAMENT

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	0,3	1,8	2,3
Juny	0,2	2,3	3,9	0,2	2,0	2,4
Juliol	-0,6	1,7	4,0	-0,7	1,3	2,2
Agost	0,2	1,9	3,7	0,1	1,4	2,2
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.

En canvi, els aliments elaborats van agafar la via alcista a l'agost i van pujar el 2,8% en els dotze últims mesos, 6 dècimes més que al juliol. La principal explicació d'aquest comportament desfavorable cal buscar-la en els olis, la caiguda dels

quals es va desaccelerar. Igualment, la llet va contribuir a la remuntada en enfilarse fins al 4,7% des del 2,7% anotat al juliol. Aquesta pujada respon a limitacions en l'oferta per part dels principals productors a causa de les males condicions cli-

ELS CARBURANTS PRESSIONEN A LA BAIXA L'IPC A L'AGOST

Variació interanual dels preus dels carburants i lubricants



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Agost

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	103,3	0,2	0,3	2,2	1,9	4,6	2,8
Begudes alcohòliques i tabac	107,1	-0,4	0,0	0,6	5,7	1,7	6,5
Vestit i calçat	93,9	-0,6	-0,7	-12,0	-12,3	1,1	1,0
Habitatge	104,0	0,1	0,1	5,2	3,4	6,4	3,1
Parament	102,5	0,1	0,0	1,3	1,2	2,7	2,6
Medicina	98,1	0,0	0,0	1,3	-2,5	1,5	-2,2
Transport	102,5	0,2	-0,5	6,1	4,2	4,8	-0,1
Comunicacions	100,3	0,1	-0,1	-0,9	1,1	-1,2	0,5
Oci i cultura	101,3	1,2	1,3	1,5	1,1	0,5	-0,9
Ensenyament	103,6	0,0	0,0	0,4	0,6	3,9	4,5
Hotels, cafès i restaurants	106,8	0,8	0,8	4,9	5,5	4,4	5,0
Altres	103,4	0,1	0,0	3,2	2,5	3,9	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	103,1	-0,3	0,3	2,0	2,6	3,6	2,8
Aliments sense elaboració	105,0	0,9	0,2	2,2	1,6	5,4	4,0
Conjunt no alimentari	102,2	0,2	0,1	1,8	1,1	3,6	1,8
Béns industrials	99,3	0,0	-0,4	0,1	-1,6	3,2	-0,2
<i>Productes energètics</i>	102,1	0,2	-0,8	10,9	5,8	8,2	-2,2
<i>Carburants i combustibles</i>	101,6	0,3	-1,0	12,9	6,8	9,3	-3,8
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	98,3	-0,1	-0,3	-3,3	-4,0	1,5	0,5
Serveis	105,1	0,5	0,6	3,7	3,9	3,9	3,9
Inflació subjacent (**)	102,3	0,1	0,2	0,8	0,9	3,0	2,5
ÍNDEX GENERAL	102,5	0,2	0,1	1,9	1,4	3,7	2,2

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

matològiques, entre d'altres factors. Així mateix, la pujada del pa es va intensificar fins al 6,4% interanual.

Igualment, els serveis es van accelerar lleugerament fins a mostrar una taxa de variació interanual del 3,9%, la qual cosa mostra la persistència de tensions inflacionistes de fons. En aquest sentit, el turisme i l'hoteleria es van enfilars fins al 4,5% en relació amb l'agost del 2006, una dècima més que al juliol.

En canvi, els preus dels béns industrials sense productes energètics, sotmesos a la forta disciplina de la competència internacional, només van augmentar el 0,5% en l'últim any, una dècima menys que al juliol, i van anotar la inflació mínima des de l'abril del 2004. Cal destacar que els preus dels equips informàtics es van reduir el 20,2% en els dotze últims mesos. Els preus del vestit i el calçat van disminuir a l'agost a conseqüència de les habituals rebaixes, la intensitat de les quals,

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO MARCA EL NIVELL MÍNIM DES DEL GENER DEL 2004

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



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

Perspectiva d'una remuntada de l'IPC a partir del setembre, que es podria situar al voltant del 3% al final de l'exercici...

...a causa de l'efecte base del petroli i de les tensions de les primeres matèries agrícoles.

Els preus industrials anoten la taxa més baixa d'inflació interanual des del març del 2004.

però, va ser similar a la de l'any anterior, de manera que la taxa de variació interanual va romandre en el mateix nivell del juliol, l'1,0%.

S'ha esgotat el combustible de les davallades de l'IPC? És el més probable. A partir del setembre, les contribucions dels carburants deixaran de ser negatives, atesa l'evolució recent del preu del cru, en comparar-se, en canvi, amb un període de caigudes el 2006. A més a més, les tensions en els preus de les primeres matèries agrícoles mundials, en particular els cereals, a conseqüència de les restriccions en l'oferta i d'una forta demanda per part dels països emergents, es transmetran al preu dels aliments. Per tant, en l'últim trimestre, segurament l'IPC tendirà a repuntar i se situarà al voltant del 3% cap al final de l'exercici.

D'altra banda, la taxa d'inflació harmonitzada amb la Unió Europea va baixar una dècima fins al 2,2% a l'agost, en el

mateix nivell que l'IPC general. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va situar en el 0,5%, la cota mínima des del gener de l'any 2004.

Moderació dels preus a l'engròs a l'estiu

Durant els mesos d'estiu, els preus a l'engròs industrials han mostrat contenció. Tant els preus a la sortida de fàbrica com els preus industrials importats han presentat taxes d'inflació relativament baixes, molt inferiors a les registrades un any abans. El descens de la inflació durant aquest període s'ha degut, sobretot, al reflux dels preus petrolers des de l'agost de l'any passat. No obstant això, els preus dels béns intermedis encara presentaven una taxa d'inflació notable. Això i els recents màxims històrics anotats pel preu del cru auguren tensions inflacionistes en els propers mesos.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

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

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

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

L'índex general dels preus industrials va marcar una taxa d'inflació interanual del 2,3% a l'agost, la més baixa des del març del 2004. La majoria dels components es van mostrar moderats, llevat dels béns de consum no durador, dels quals cal destacar l'alça dels preus dels productes alimentaris i begudes, que van repuntar des del 2,5% del juliol fins al 3,7% de l'agost, en traslladar les empreses l'encariment de les primeres matèries agràries.

Les taxes d'inflació anuals dels béns de consum durador i dels béns d'equipament, pressionats per la competència dels mercats internacionals, no van variar. La caiguda interanual dels preus energètics, per la seva banda, es va intensificar, en

comparar-la amb els preus de l'agost del 2006, quan els preus de l'or negre van marcar un màxim històric.

Pel que fa als preus d'importació de productes industrials, al juliol la seva taxa de variació interanual es va replegar fins al 0,8% amb l'enfortiment de l'euro, segons les dades proporcionades per l'enquesta de l'Institut Nacional d'Estadística a les empreses importadores. Tant els béns de capital com els de consum presentaven taxes d'inflació molt baixes, mentre que la dels béns intermedis va disminuir fins al 4,2%. La recent apreciació de l'euro és un factor que contrarestarà, en part, les previsibles alces dels preus en els propers mesos.

L'enfortiment de l'euro afavoreix un descens de la inflació anual dels béns industrials importats.

Sector exterior

El creixement del desequilibri comercial, després de diversos mesos alentint-se, sorprèn a l'alça.

El dèficit comercial dóna un disgust

Durant els set primers mesos del 2007, el dèficit comercial va arribar als 54.878 milions d'euros, un valor el 9% superior a l'existent en el mateix període del 2006. En comparació, l'ampliació del desequilibri comercial era només el 7% superior en el primer semestre, la qual cosa indica que la tendència a la desacceleració del dèficit comercial es pot haver aturat. Les dades de saldo acumulat de dotze mesos, que aproximen millor la tendència de

fons, validen aquesta valoració, ja que el seu ritme de creixement va repuntar quatre dècimes percentuals i es va situar en el 9,8% al juliol. La taxa de cobertura, per la seva banda, va empitjorar tres dècimes en el període gener-juliol del 2007 en relació amb un any abans i es va situar en el 66,1%.

Darrere d'aquest empitjorament comercial hi ha l'intens dinamisme de les importacions, que bat un comportament de les exportacions ja prou positiu. Així, les

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juliol 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	22.775	-4,8	14,1	3.927	-13,5	3,7	-18.848	17,2
Béns de consum	44.192	5,6	27,3	39.047	5,9	36,5	-5.145	88,4
<i>Alimentaris</i>	8.715	9,5	5,4	12.402	5,3	11,6	3.687	142,3
<i>No alimentaris</i>	35.477	4,4	21,9	26.645	1,8	24,9	-8.832	75,1
Béns de capital	16.998	10,3	10,5	9.903	-1,0	9,3	-7.095	58,3
Béns intermedis no energètics	77.893	13,1	48,1	54.103	12,2	50,6	-23.790	69,5
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	96.465	8,0	59,6	76.188	7,3	71,2	-20.277	79,0
<i>Zona de l'euro</i>	80.793	8,5	49,9	61.130	8,2	57,1	-19.663	75,7
Altres països	65.392	7,8	40,4	30.791	7,5	28,8	-34.601	47,1
<i>Rússia</i>	4.814	11,1	3,0	1.113	41,9	1,0	-3.702	23,1
<i>Estats Units</i>	5.599	9,6	3,5	4.527	2,2	4,2	-1.071	80,9
<i>Japó</i>	3.651	8,2	2,3	824	7,0	0,8	-2.827	22,6
<i>Amèrica Llatina</i>	8.202	0,0	5,1	6.128	4,1	5,7	-2.074	74,7
<i>OPEP</i>	11.983	-6,6	7,4	2.847	11,8	2,7	-9.136	23,8
<i>Resta</i>	31.143	16,1	19,2	15.352	8,0	14,4	-15.791	49,3
TOTAL	161.857	7,9	100,0	106.979	7,4	100,0	-54.878	66,1

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

compres a l'exterior creixen, en valor, el 8% interanual al gener-juliol, mentre que les exportacions avancen un meritori, però inferior, 7,4%. En termes reals, la distància entre les importacions i les exportacions és més intensa, ja que les importacions creixen el 7% interanual i les exportacions se situen en una taxa d'increment del 4%, sempre en termes del període gener-juliol.

L'evolució sectorial dels fluxos comercials mostra un vigor que afecta sense gairebé cap excepció tots els sectors econòmics. Pel que fa a les vendes a l'exterior, els tres grans sectors exportadors –béns d'equipament, automòbil i alimentació, que junts equivalen a més de la meitat de les exportacions espanyoles– han crescut per damunt del 5% interanual en els set primers mesos del 2007. Des de l'òptica de les importacions, la dinàmica és similar. Els dos primers sectors importadors, els béns d'equipament i el sector de l'automoció, exhibeixen un dinamisme notable, amb creixements interanuals del 10% i del 8%, respectivament. La nota diferencial l'aporta, tant des de la perspectiva de les exportacions com de les importacions, el sector de productes energètics, els fluxos amb l'exterior del qual, defugint la tendència general, han caigut en termes interanuals al gener-juliol d'enguany.

Pel que fa a l'evolució dels principals mercats exteriors, l'element més significatiu continua essent el bon to de la Unió Europea (UE) i, en especial, dels països de la zona de l'euro. Tant les exportacions com les importacions a la zona de l'euro van superar en dinamisme les dels fluxos comercials en conjunt. Aquest resultat és especialment apreciable en els casos de França i d'Alemanya, dos mercats que representen, aproximadament, un terç de les exportacions i importacions totals espanyoles. Fora de la Unió, cal destacar el bon comportament exportador cap a les economies emergents. En aquest sentit,

destaquen els casos de Rússia, el Brasil, l'Argentina, l'Índia i la Xina. Quant a les compres a l'exterior, el nostre proveïdor no comunitari més dinàmic és encara la Xina, seguida, a distància, de Turquia i del Marroc. No obstant això, cal recordar que, malgrat aquest vigor, continuen tenint un pes relativament poc important en relació amb els mercats europeus.

Balança de pagaments: notable ampliació del dèficit de rendes

Al juny, es va registrar un dèficit per compte corrent de 7.683,3 milions, el 26% per damunt del comptabilitzat un any abans. Els dos principals responsables de l'ampliació del desequilibri van ser els augments del dèficit de la balança comercial i de la balança de rendes. El compte de transferències corrents també va aportar el seu gra de sorra, ja que fa un any estava en superàvit, mentre que al juny es va situar en dèficit. Per la seva banda, l'ampliació del superàvit de serveis va ser insuficient per compensar l'evolució anterior.

En termes acumulats de dotze mesos, que aporten una perspectiva de caràcter més tendencial, la visió negativa de les últimes dades queda en part corregida. Així, el dèficit de la balança corrent acumulat en els dotze mesos fins al juny és gairebé idèntic al registrat el mes passat. A més a més, la xifra mostra una tendència a una certa desacceleració (al juny, va créixer el 25%, dos punts menys que al maig). La notícia més significativa és, però, que l'aportació de la balança de rendes supera ja la de la balança comercial. La importància d'aquesta dada queda subratllada quan es recorda que el dèficit comercial és, aproximadament, el triple del desequilibri de rendes.

En l'àmbit financer, l'element més destacat de l'evolució recent és que el ritme de

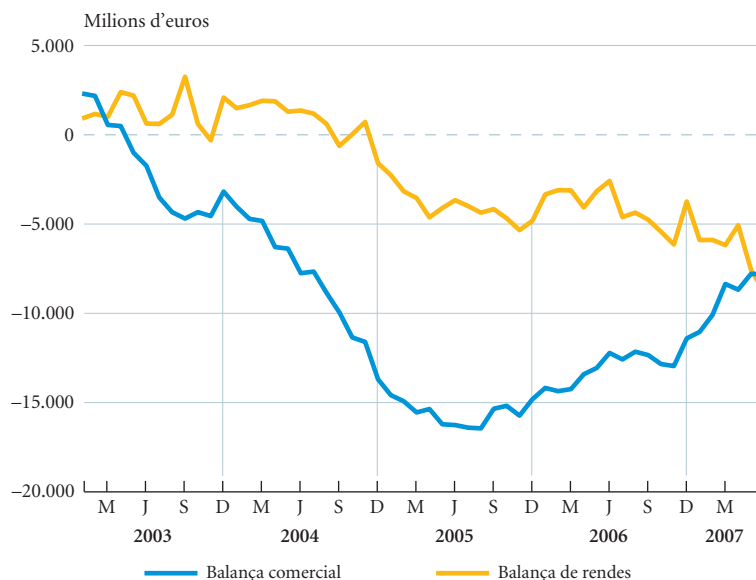
Els «motors» de l'exportació (béns de consum, automòbil i alimentació) aprofiten el bon context internacional.

Les exportacions als emergents avancen a bon ritme.

L'ampliació del dèficit corrent s'estabilitza en els dotze últims mesos.

EL DESEQUILIBRI DE LA BALANÇA DE RENDES JA PESA MÉS QUE EL COMERCIAL

Variació absoluta interanual de l'acumulat dels dotze mesos



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juny 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-40.687	6,1	-82.470	-7.959	10,7
Serveis					
<i>Turisme</i>	11.849	1,6	27.632	362	1,3
<i>Altres serveis</i>	-3.229	5,9	-5.481	13	-0,2
Total	8.620	0,1	22.151	375	1,7
Rendes	-13.412	64,2	-26.229	-8.922	51,6
Transferències	-4.724	40,9	-7.124	-3.677	106,7
Total	-50.203	21,7	-93.672	-20.183	27,5
Compte de capital	2.156	11,4	6.396	90	1,4
Balança financera					
Inversions directes	-22.249	-44,6	-37.624	3.096	-7,6
Inversions de cartera	92.963	-26,6	164.636	33.318	25,4
Altres inversions	-3.093	-89,0	-10.514	-10.798	-
Total	67.621	15,8	116.498	25.616	28,2
Errors i omissions	-182	-94,1	-6	6.507	-99,9
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-19.393	21,4	-29.216	-12.030	70,0

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.

creixement de les entrades d'inversió en cartera, sense perdre plenament el dinamisme, s'ha alentit a la meitat en relació amb les xifres d'un mes enrere (sempre en termes d'acumulat de dotze mesos).

També cedeix en intensitat el flux de sortides d'inversió directa, que cau fins al juny el 8% interanual (augmentava al 7% interanual en els dotze mesos fins al maig).

L'augment del desequilibri de la balança de rendes ja supera el de la balança comercial.

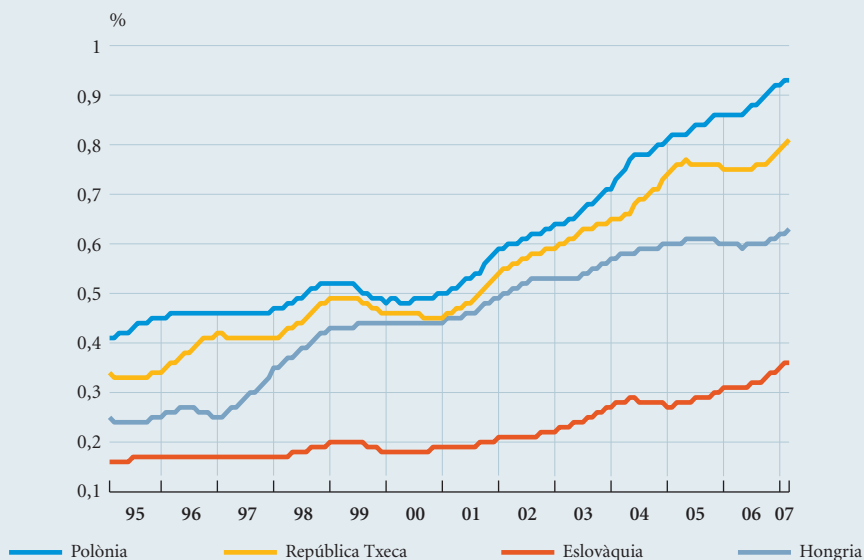
Polònia queda més a la vora del que sembla

L'expansió de la Unió Europea (UE) cap a l'est és un fet irreversible que hauria d'ampliar el nostre horitzó de mires. Entre d'altres coses, perquè s'ha posat en marxa una dinàmica imparabile, amb importants conseqüències per al nostre comerç i inversió. Com passa sovint, això representa alhora una oportunitat i un risc. Oportunitat, perquè més comerç permet treure el millor de nosaltres i gaudir del millor de la resta, tal com ja van descobrir els atenesos, els venecians i, una mica més tard, els economistes clàssics. Però també és un risc, ja que els nous membres són competidors que ens disputen clients i inversió directa.

Quatre països de l'Europa Central són els més rellevants en parlar de comerç (vegeu el gràfic adjunt), tots membres de la UE des del 2004: Hongria, limitada per les rigideses internes; l'antiga Txecoslovàquia i, en especial, Polònia, que presenta uns fluxos de comerç amb Espanya que igualen la totalitat de la resta de nous membres.

ELS VENTS DEL COMERÇ BUFEN FORT DES DE L'EST

Participació de les exportacions dels dotze últims mesos en el total mundial



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

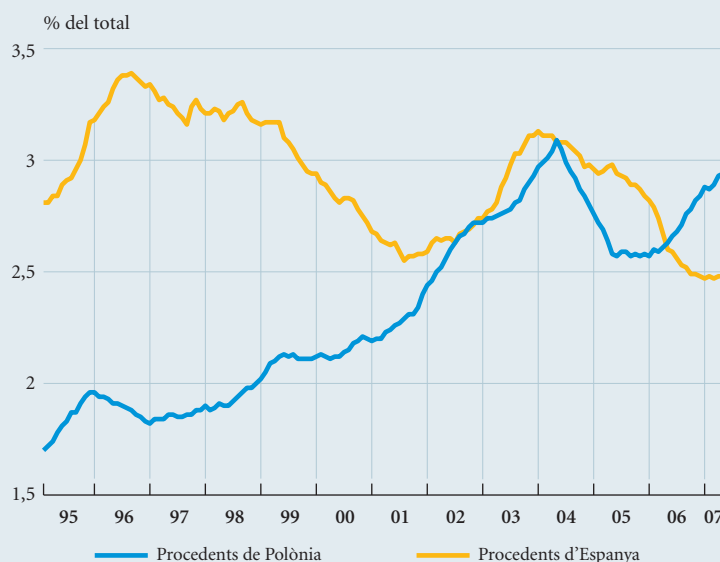
El primer aspecte que cal constatar és que, després de l'adhesió a la UE, hi ha hagut un augment de l'obertura comercial de tots aquests països, amb exportacions i importacions guanyant pes en relació amb els seus PIB, que, al seu torn, creixen a un fort ritme. Simultàniament, la seva competitivitat s'ha beneficiat de l'augment de la inversió estrangera directa. En termes del capital estranger acumulat per aquestes inversions, la suma del total dels nous membres pertanyents a l'Europa Central i Oriental el 1991 arribava al 7% del capital estranger acumulat a Espanya. El 1995 vorejava ja el 30% i el 2005, després de l'adhesió, es col·locava en el 71%. En part a causa d'aquestes inversions, la quota de les exportacions d'aquests països en relació amb el total mundial ha augmentat, al contrari del que ha succeït al conjunt dels països de la zona de l'euro.

Un segon tret destacat és que la irrupció dels nous membres de l'Europa Central i Oriental en el comerç europeu ha estat molt desigual. Vivim en l'era d'internet i de les autopistes de la informació, però, en qüestió de comerç, aspectes tan prosaics com la geografia i la història tenen la seva importància, situació de la qual es beneficien Polònia i els països de l'antiga Txecoslovàquia. En el competitiu mercat alemany, la penetració dels productes d'aquests països avança, en part, en detriment dels països de la zona de l'euro, tot i que paga la pena esmentar que les exportacions espanyoles s'han mantingut, com es posa de manifest al gràfic següent. Podria semblar que si la distància geogràfica continua pesant tant, també fa d'amortidor i deixa els reptes i les oportunitats per a més endavant. Res més lluny de la realitat, perquè el procés d'integració comercial avança amb rapidesa. Els intercanvis comercials de Polònia, la República Txeca i Eslovàquia amb Espanya en relació amb el seu creixent comerç exterior total han passat del 9% el 2000 al 12,5% el 2006, mentre que el comerç amb Alemanya, tot i que en un punt de partida més alt, ha baixat del 32% al 27%.

El tercer aspecte té relació amb la nostra competitivitat, és a dir, amb la capacitat per conservar els nostres clients o per guanyar-ne de nous. En la teoria del comerç internacional, cada soci s'especialitza en el que sap fer

LES FORTUNES DISPARS D'ESpanyA I POLÒNIA

Importacions de béns d'Alemanya (*)



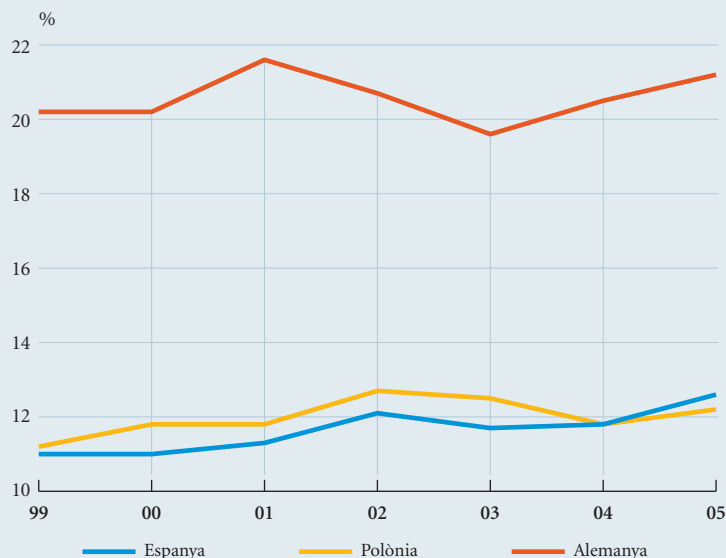
NOTA: (*) Mitjanes mòbils de 12 mesos.

FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

relativament millor. En aquest sentit, Espanya i Polònia són molt semblants i, al mateix temps, diferents d'Alemanya. Els germànics són complementaris dels polonesos i hi veuen uns proveïdors eficaços de productes que ells no fabriquen. Nosaltres, en canvi, som competidors de Polònia, i, ara com ara, la contesa no es presenta fàcil. Tal com ho mostra el gràfic anterior, mentre les exportacions poloneses han avançat significativament al mercat alemany, les espanyoles han cedit una mica en la seva quota de mercat.

ESPANYA S'ASSEMBLA MÉS A POLÒNIA QUE ALEMANYA

Pes de les exportacions d'alt contingut tecnològic en el total



FONTS: UN ComTrade i elaboració pròpia.

Per mantenir-se als mercats internacionals, és fonamental millorar la competitivitat. Aquest paràmetre és difícil de mesurar, i, a més a més, sempre cal matisar els resultats de les diferents mesures utilitzades. Una manera fàcil de fer-ho és fixar-se com es col·loquen en el mercat global els productes que indiquen millor els avanços competitius. Aquests productes són, per regla general, els que capten un major contingut tecnològic, com maquinària i equips electrònics, instruments de precisió, farmàcia o aeronaus. Alemanya, els productes d'alt contingut tecnològic de la qual equivalien el 2005 al 21% del total de les exportacions, destaca clarament sobre Espanya i Polònia, que presenten un balanç semblant, una mica més del 12% de les exportacions, en aquest crucial sector de la tecnologia.

Tot i que no cal esquinçar-se les vestidures, atès que, entre els anys 2002 i 2005, les exportacions espanyoles amb un alt contingut tecnològic van créixer el 60%, ritme similar al de les alemanyes, la complaença no és aquí una bona companya. El punt de partida d'Alemanya és molt més alt, mentre que Polònia, amb qui competim més directament, va veure com les seves exportacions tecnològiques creixien el 113% en el mateix període, situació que ens recorda que Espanya s'ha de prendre molt seriosament el repte de la competitivitat en tecnologia.

Sector públic

Els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2008

El projecte de Pressupostos Generals de l'Estat per al 2008 té com a objectius impulsar la productivitat i la millora del benestar social...

El projecte de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per a l'any 2008 confirma com a prioritat de la política econòmica un model de creixement equilibrat, sostenible i competitiu. Per aquest motiu, manté l'estabilitat pressupostària, impulsa la productivitat i desenvolupa mesures per a la millora del benestar i de la cohesió social.

...i es basa en un escenari de lleugera desacceleració econòmica.

Els PGE reconeixen un escenari de lleugera desacceleració econòmica, com es pot apreciar al quadre adjunt. El 2008 el creixement del producte interior brut (PIB) en termes reals disminueix 5 dècimes fins al 3,3%, un nivell que, de tota manera, supera el consens de les previsions dels analistes. El consum final nacional s'alenteix de manera similar fins a un creixement anual del 3,4%. La formació bruta de capital també es modera, per bé que presenta una expansió superior, del 4,6%. Els béns d'equipament s'incrementen el 7,9%, mentre que la construcció ho fa el 3,8%. El sector exterior disminueix la seva aportació negativa al creixement del PIB fins a 6 dècimes. Lògicament, la creació de llocs de treball també es redueix fins al 2,2%, mentre que la taxa d'atur baixa lleugerament fins al 7,9% de la població activa.

Les despeses consolidades pugen el 8,0%, més que el conjunt de l'economia.

Per assolir els seus objectius, els PGE-08 presenten una despesa consolidada de l'Estat, Seguretat Social, organismes autònoms i ens públics, un cop exclosos els passius financers, de 314.522 milions d'euros. Aquesta quantitat representa un

Les despeses de capital creixen menys que el PIB nominal.

augment del 8,0% en relació amb l'any anterior, de manera que tenen un caràcter més aviat expansiu, si els comparem amb el creixement del PIB nominal previst del 6,7%. Aquesta despesa consolidada no inclou tampoc la que efectuen les administracions territorials (comunitats autònomes i ajuntaments) ni les actuacions del sector públic empresarial i fundacional o altres ens públics com la Corporació de Ràdio i Televisió Espanyola.

Les despeses consolidades corrents pugen el 7,3%, per damunt del conjunt de l'economia. La partida que s'incrementa més són les transferències corrents, que creixen el 7,7%. Tot seguit, les despeses de personal, que augmenten el 6,9%. La partida que creix menys són les despeses financeres, amb una alça del 4,3%, per sota de l'expansió del PIB nominal. Així i tot, representen 16.679 milions d'euros, l'1,5% del PIB.

Les despeses de capital consolidades, situades en 23.802 milions d'euros, també creixen per sota del PIB nominal, amb el 5,2% d'increment. Tant les inversions reals com les transferències de capital experimenten un ascens similar.

En canvi, els actius financers pugen el 18,0%, fins als 24.773 milions d'euros. Aquest capítol inclou la dotació al Fons de Reserva de Pensions per un total de 6.814 milions d'euros. Altres partides importants en aquest capítol són una dotació de 2.451 milions d'euros per a la Societat Estatal d'Infraestructures del Transport Terrestre, crèdits al Fons d'Ajuda al Desenvolupament de 2.342 milions d'euros i

ESCENARI MACROECONÒMIC 2006-2008

	2006	2007	2008
PIB i agregats (% variació real)			
Despesa en consum final nacional	4,0	3,9	3,4
<i>Despesa en consum final nacional privat (*)</i>	3,8	3,4	3,1
<i>Despesa en consum final de les AP</i>	4,8	4,8	4,4
Formació bruta de capital	7,0	5,8	4,6
Formació bruta de capital fix	6,8	5,8	4,6
<i>Béns d'equipament</i>	10,4	9,9	7,9
<i>Altres productes</i>	4,6	2,7	2,6
<i>Construcció</i>	6,0	5,1	3,8
Variació d'existències (contribució al creixement del PIB)	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional	4,8	4,3	3,7
Exportació de béns i serveis	5,1	5,3	5,0
Importació de béns i serveis	8,3	6,8	6,0
Saldo exterior (contribució al creixement del PIB)	-1,2	-0,8	-0,6
Producte interior brut	3,9	3,8	3,3
PIB a preus corrents (milers de milions d'euros)	981,0	1.051,1	1.121,5
PIB a preus corrents (% de variació)	8,0	7,1	6,7
Preus i costos (% de variació)			
Deflactor del PIB	4,0	3,2	3,3
Remuneració (cost laboral) per assalariat	3,0	3,1	3,1
Mercat de treball			
Ocupació total (% de variació) (**)	3,2	2,8	2,2
Ocupació (variació en milers) (**)	571,8	509,9	419,1
Taxa d'atur (% de la població activa)	8,5	8,1	7,9
Productivitat per ocupat (% de variació) (**)	0,7	1,0	1,1
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament (AP, % del PIB)	1,83	1,30	1,15

NOTES: (*) Inclou les llars i les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.

(**) Ocupació equivalent a temps complet, segons la Comptabilitat Nacional.

FONTS: INE i Ministeri d'Economia i Hisenda.

una dotació al Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç per a projectes d'investigació civil per valor de 2.245 milions d'euros. Aparentment, aquestes operacions tenen una naturalesa més propera a la despesa que a la inversió financera.

Des d'un altre punt de vista, per polítiques de despesa, la partida més important continua essent la despesa social, que representa el 50,5% del total. Dins d'aquesta partida, la principal rúbrica són les pensions, que representen el 31,2% de

la despesa pressupostària i creixen el 7,2%. Cal destacar la millora de les pensions mínimes. Les pensions contributives experimenten una alça del 6,5% si el titular té cònjuge a càrrec i del 5% la resta, llevat de les pensions de viduïtat amb càrregues familiars, que augmenten el 22,3%.

Entre la resta de partides de la despesa social, la que experimenta l'increment més important són els serveis socials i la promoció social, que puja el 24,8% fins

PRESSUPOSTOS CONSOLIDATS DE L'ESTAT, ORGANISMES AUTÒNOMS I SEGURETAT SOCIAL, I ALTRES ORGANISMES PER AL 2008

Milions d'euros

	Despeses	% var. (*)		Ingressos	% var. (*)
Operacions corrents			Operacions corrents		
Despeses de personal	31.290	6,9	Impostos directes i cotitzacions socials	220.046	8,1
Béns corrents i serveis	8.376	6,3	Impostos indirectes	53.363	5,2
Despeses financeres	16.679	4,3	Taxes i altres ingressos	5.083	6,6
Transferències corrents	206.094	7,7	Transferències corrents	12.653	0,9
Total	262.440	7,3	Ingressos patrimonials	5.826	33,5
Operacions de capital			Total		
Fons de contingència	3.508	15,8		296.972	7,6
Inversions reals	14.040	5,3	Operacions de capital		
Transferències de capital	9.761	5,1	Alienació d'inversions reals	571	3,3
Total	23.802	5,2	Transferències de capital	4.071	35,4
Total operacions no financeres	289.749	7,2	Total	4.642	30,4
Actius financers	24.773	18,0	Total operacions no financeres		
Passius financers	34.893	3,3		301.614	7,9
Total operacions financeres	59.666	8,9			
TOTAL PRESSUPOST	349.415	7,5			

NOTA: (*) Variació respecte al pressupost inicial del 2007.

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Fort augment de les dotacions per a la situació de dependència.

als 2.288 milions d'euros. Dins d'aquest epígraf, s'inclou l'atenció a les persones en situació de dependència, la dotació de la qual suma 871 milions d'euros, més del doble que l'any anterior. També cal destacar les assignacions per a l'acollida i la integració dels immigrants. D'altra banda, en el marc de la protecció a la família, el govern estableix una nova prestació de 2.500 euros per naixement o adopció d'un fill sota la forma d'un benefici fiscal en l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), excepte per als qui no hi tinguin dret, per als quals adquirirà naturalesa de prestació de la Seguretat Social.

Noves prestacions per al naixement d'un fill i per al lloguer d'habitatges.

Un altre punt nou és la política de l'habitatge. La dotació per a l'accés a l'habitatge puja el 9,7%. Es potencia l'habitatge protegit. Complementàriament, es fomenta el lloguer i, com a novetat, es concedeixen 210 euros mensuals per al pagament del lloguer a joves ocupats amb

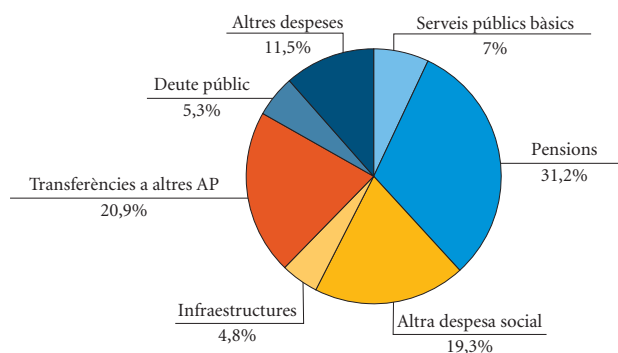
ingressos màxims de 22.000 euros bruts anuals, entre d'altres ajudes i deduccions fiscals.

Una partida important és la dedicada a l'atur, a la qual s'adjudiquen 15.777 milions d'euros, el 5,0% del pressupost. Aquest epígraf experimenta una pujada del 9,0% a conseqüència de l'increment de les prestacions i de l'augment del nombre de beneficiaris, en part a causa de l'alt nivell de rotació en l'ocupació.

Pel que fa a la despesa de caràcter econòmic, la partida més important són les infraestructures. La seva assignació pressupostària puja el 5,9% fins als 15.084 milions d'euros. L'increment creix fins al 9,4% si s'hi afegeixen les del sector públic empresarial. Les inversions en infraestructures s'emmarquen en l'aplicació del Pla Estratègic d'Infraestructures i Transport i del Pla Hidrològic Nacional, que són plans d'actuació a mitjà i a llarg

LA DESPESA SOCIAL REPRESENTA MÉS DE LA MEITAT DEL PRESSUPOST

Distribució de les despeses dels pressupostos de l'Estat consolidats per al 2008 per polítiques (operacions no financeres més actius financers, en percentatge del total)



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

termini. Per a noves infraestructures de carreteres es disposa de 2.552 milions d'euros. A més a més, la Societat Estatal d'Infraestructures del Transport Terrestre realitzarà inversions en carreteres per 1.197 milions d'euros. En la xarxa ferroviària, l'Estat invertirà 1.647 milions d'euros i les empreses públiques, 5.125 milions més, en especial en la xarxa d'alta velocitat. Per la seva banda, les inversions hidrològiques pujaran a 2.012 milions d'euros per part de l'Estat i a 2.465 milions més a càrrec de les Societats d'Aigües.

L'impuls a la R+D+I és una prioritat política. Segons els PGE-08, en efecte, la partida destinada a recerca, desenvolupament i innovació civil puja el 17,4% fins als 7.679 milions d'euros, tot i que només representa el 2,4% del total. Juntament amb la R+D+I militar, representa el 0,83% del PIB, percentatge que encara queda sensiblement per sota del nivell d'inversió dels països més desenvolupats.

D'altra banda, els serveis públics bàsics experimenten un increment del 12,6% fins als 22.044 milions d'euros, el 7,0% del pressupost. La partida que puja més

és la política exterior, amb una alça del 51,3%. El total global de l'Ajuda Oficial al Desenvolupament arriba al 0,5% del PIB. La seguretat ciutadana i institucions penitenciàries creix el 9,0%; justícia, el 7,8%, i defensa, el 5,9%.

A l'altre costat del balanç pressupostari, està previst que els ingressos augmentin el 8,7%, el 7,9% els no financers. D'aquesta manera, els ingressos consolidats creixen una mica més que les despeses i que el conjunt de l'economia, per bé que experimenten una lògica desacceleració en relació amb l'any anterior.

La pressió fiscal (impostos directes, indirectes i cotitzacions socials), en termes de pressupostos inicials, representa el 24,4% del PIB el 2008, una dècima menys que en els pressupostos inicials del 2007 i quatre dècimes més que en els del 2006.

En la recaptació impositiva, el principal increment, en termes de pressupostos inicials, correspon als impostos directes i cotitzacions socials, que pugen el 8,1%. En relació amb l'avanç de liquidació del 2007, l'IRPF creix el 5,2%. El 2008 es noten ja intensament els efectes de la refor-

Notable impuls a la despesa en R+D+I, per bé que encara se situa per sota dels països més avançats.

La pressió fiscal prevista es col·loca en un nivell similar al del 2007, però se situa per damunt d'uns anys enrere.

Superàvit de les administracions públiques de l'1,15% del PIB el 2008, una mica inferior al previst per al 2007.

ma fiscal que va entrar en vigor al gener del 2007. A més de l'actualització, del 2% de la tarifa, en aquesta ocasió també s'han deflactat els imports dels mínims personal i familiar i de les deduccions per rendiments de treball. L'impost de societats augmenta el 6,2% en relació amb l'avanç de liquidació un cop entri en vigor una nova reducció gradual del tipus impositiu. Les cotitzacions socials creixen el 7,5% a conseqüència de l'augment del nombre de cotitzants i de les bases de cotització. Els impostos indirectes pateixen l'alentiment del consum i s'incrementen el 5,2%, menys que el PIB nominal.

Formalment, els PGE-08 mostren un superàvit consolidat en termes de comptabilitat nacional equivalent a l'1,15% del PIB. Aquest resultat procedeix d'excedents del 0,60% del PIB de la Seguretat Social, del 0,30% de l'Administració Central i del 0,25% de les Comunitats Autònomes. Aquest superàvit previst de les administracions públiques seria inferior a l'anticipat per al 2007, estimat en l'1,3% del PIB. D'aquesta manera, la ràtio del deute de les administracions públiques en relació amb el PIB es continuaria reduint fins a col·locar-se en el 34,3% del PIB, la cota més baixa dels 20 últims anys.

Estalvi i finançament

Es frena l'expansió del crèdit

L'euríbor a dotze mesos, referència per a nombroses classes de crèdits, en especial els hipotecaris, va continuar pujant a l'agost fins al 4,67% i va anotar el nivell màxim des del desembre de l'any 2000. En l'últim any, l'euríbor a dotze mesos s'ha incrementat en 105 punts bàsics i ha transmès una alça similar del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu (BCE). Atès que existeix l'expectativa que el tipus del BCE augmenti fins al 4,25% en els propers mesos, arran, sobretot, de les tensions generades al mercat interbancari per la crisi de les hipoteques *subprime* nord-americanes, és probable que l'euríbor a dotze mesos pugi encara una mica al setembre en mitjana mensual. No obstant això, possiblement ja haurà tocat sostre.

Com és habitual, les entitats creditícies han continuat traslladant els increments dels tipus d'interès interbancaris a les operacions amb els seus clients amb una mica de retard. Així, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits amb el sector privat es va col·locar en el 5,63% al juliol, amb un ascens de 102 punts bàsics en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Atès que, en el mateix període, la taxa d'inflació va baixar en 1,8 punts percentuals, l'augment ha estat encara més significatiu en termes reals.

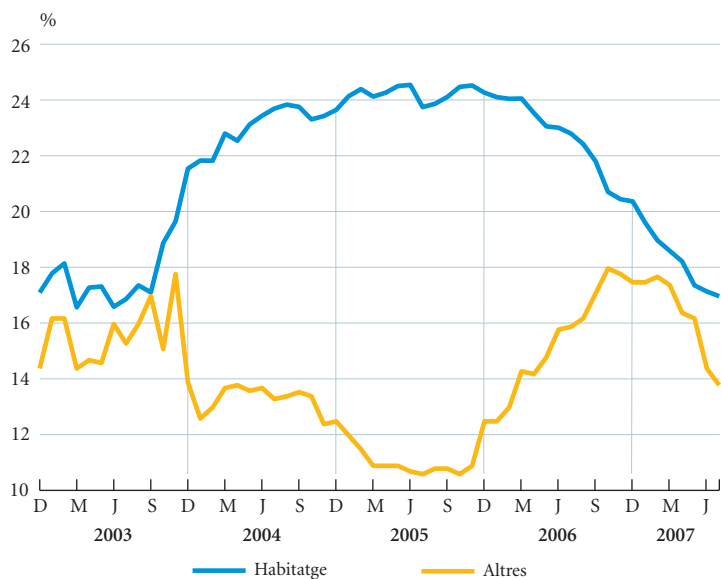
En aquest context, el finançament al sector privat es va continuar desaccelerant al juliol, fins a presentar una taxa de variació interanual del 19,8%, 4,4 punts menys que al desembre del 2006. No obstant això, encara és un ritme alt de creixement,

És probable que l'euríbor a dotze mesos toqui sostre al setembre.

El creixement del finançament al sector privat és molt superior al del conjunt de la zona de l'euro.

SENSIBLE MODERACIÓ DEL FINANÇAMENT A LES FAMÍLIES

Variació interanual del finançament a les llars i a les institucions sense ànim de lucre



FONT: Banc d'Espanya.

L'impacte de la crisi de les hipoteques *subprime* probablement intensificarà la moderació del finançament de les societats.

molt superior al del conjunt de la zona de l'euro, i reflecteix un notable dinamisme econòmic.

Des del començament de l'any, les empreses, que han passat d'un creixement anual del 27,9% al desembre a un del 22,7% al juliol, han experimentat l'alentiment més intens del finançament. No obstant això, continuen presentant un augment inter-anual més elevat que les llars. L'impacte de la crisi als mercats financers internacionals generada per les hipoteques *subprime* als Estats Units dificulta el finançament de les empreses als mercats de capitals, que havia assolit una expansió espectacular, de manera que probablement prosseguirà la moderació del finançament de les societats.

El volum de préstecs i crèdits obtingut per les famílies va créixer el 16,1% en els dotze últims mesos fins al juliol, 3,5 punts percentuals menys que al desembre. Aquesta moderació ha estat deguda, sobretot, a l'alentiment del crèdit per a la compra d'habitatges. Els préstecs per a aquesta finalitat han passat a créixer al juliol el 17,0% anual des del 20,4% que presentaven al final de l'any passat. A més de la pujada dels tipus d'interès, els elevats preus assolits pels habitatges i, recent-

ment, un major rigor en la concessió de préstecs hipotecaris alenteixen el crèdit hipotecari.

Al juny, amb dades de l'Institut Nacional d'Estadística, el nombre d'hipoteques constituïdes va baixar el 5,2% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. En el conjunt del primer semestre el nombre d'hipoteques registrades va baixar l'1,7%. No obstant això, el capital prestat en la primera meitat de l'any va pujar el 9,1% en relació amb el mateix període del 2006 en augmentar l'import mitjà per hipoteca l'11,1%.

Però no solament es van alentir els préstecs per a l'adquisició d'habitatge. La resta de préstecs, tot i les campanyes comercials per estimular el crèdit al consum, han experimentat una desacceleració similar en els últims mesos, com es pot apreciar al gràfic anterior, coherent amb la moderació del consum.

D'altra banda, la pujada dels tipus d'interès en l'últim període s'ha traduït en un lleuger augment de la morositat. La taxa de dubte, és a dir, el quocient entre el total de crèdits dubtosos i el saldo del crèdit total al sector privat del conjunt de les entitats, es va col·locar en el 0,79%. No obs-

El nombre d'hipoteques constituïdes en el primer semestre cau l'1,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Juliol 2007

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
Crèdit comercial	87.080	1.704	2,0	8.680	11,1	5,2	
Deutors amb garantia real (*)	1.023.880	100.904	10,9	178.182	21,1	61,0	
Altres deutors a termini	473.447	58.858	14,2	94.953	25,1	28,2	
Deutors a la vista	35.223	1.110	3,3	4.747	15,6	2,1	
Arrendaments financers	44.760	4.047	9,9	5.680	14,5	2,7	
Crèdits dubtosos	13.184	2.325	21,4	2.654	25,2	0,8	
TOTAL	1.677.573	168.947	11,2	294.895	21,3	100,0	

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

tant això, es tracta d'un nivell baix, que s'apropa al mínim històric del 0,72% registrat al final del 2006.

Alentiment del creixement dels dipòsits bancaris

Els dipòsits bancaris de les empreses i de les famílies a les entitats de crèdit també han experimentat una moderació en els últims mesos. Així, al final de juliol, mostren un augment del 20,8% en relació amb el mateix mes de l'any precedent, 4,5 punts menys que al final del primer trimestre. El fort augment dels dipòsits en l'últim període ha estat estimulat per un increment considerable de les seves remuneracions. El tipus d'interès dels dipòsits a termini fins a un any va superar la taxa d'inflació anual al setembre del 2006 i, de llavors ençà, s'ha incrementat sensiblement en termes reals.

La classe que ha experimentat un ascens més intens en termes relatius ha estat la

de moneda estrangera, impulsada per uns favorables diferencials de tipus d'interès. No obstant això, només representa el 3,7% del total. Els dipòsits a termini fins a dos anys també han experimentat una forta expansió, afavorits pel nou règim fiscal de l'estalvi que ha eliminat la discriminació per terminis. En canvi, els comptes a la vista i d'estalvi només han augmentat el 4,1% en els dotze últims mesos, a causa de les baixes retribucions.

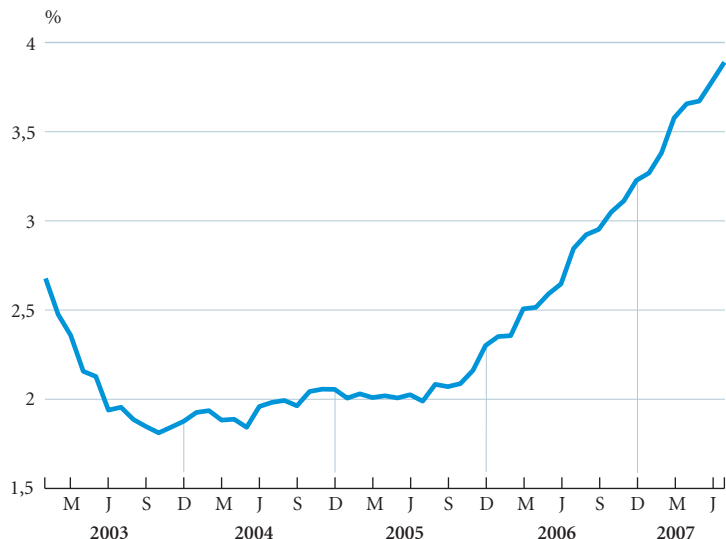
Tot i el fort augment dels dipòsits en els últims mesos, ha estat insuficient per finançar el creixement dels crèdits, de manera que les entitats financeres han hagut de recórrer, sobretot, a l'emissió de valors i a les titulitzacions. La crisi generada per les *subprime* nord-americanes ha significat un contratemps per a aquesta via de finançament, de manera que els dipòsits han recuperat rellevància.

Els dipòsits bancaris representen una forta competència per a altres productes financers de la cartera de les famílies, com

Fort augment dels comptes a termini fins a dos anys després de l'entrada en vigor del nou règim fiscal de l'estalvi.

CONSIDERABLE AUGMENT DE LA RETRIBUCIÓ DELS DIPÒSITS A TERMINI

Tipus d'interès efectiu dels dipòsits a termini fins a un any de les llars (noves operacions)



FONT: Banc d'Espanya.

DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juliol 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	435.986	-12.351	-2,8	17.186	4,1	35,0
A termini fins a 2 anys	303.818	57.412	23,3	84.702	38,7	24,4
A termini a més de 2 anys	381.258	48.409	14,5	84.883	28,6	30,6
Cessions temporals	80.052	-3.772	-4,5	10.283	14,7	6,4
Total	1.201.113	89.697	8,1	197.053	19,6	96,3
Dipòsits en monedes no euro	45.559	12.842	39,3	17.230	60,8	3,7
TOTAL	1.246.672	102.539	9,0	214.283	20,8	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La rendibilitat anual mitjana dels fons d'inversió a l'agost dobla amb escriure la inflació.

La crisi de les *subprime* no frena el creixement dels *hedge funds* espanyols.

Vigorosa expansió de les assegurances directes de vida en el primer semestre.

els fons d'inversió. El patrimoni de la modalitat dels mobiliaris va patir una davallada de 1.259 milions d'euros a l'agost, d'acord amb les xifres de l'associació de gestores Inverco. Aquesta caiguda va ser deguda a les minusvàlues derivades de les turbulències viscudes als mercats financers, per bé que també es van registrar vendes netes de participacions de 400 milions d'euros. Les principals sortides dels fons a l'agost van tenir lloc en els fons globals i en la renda variable europea, mentre que els fons de renda fixa a curt termini, més conservadors, es van incrementar. Des del gener, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària ha augmentat el 0,7% fins als 256.081 milions d'euros, gràcies a les plusvàlues obtingudes, ja que, en els vuit primers mesos de l'any, es van registrar fluxos negatius nets de participacions per valor de 2.386 milions d'euros.

Arran de les convulsions viscudes als mercats financers, la rendibilitat mitjana dels fons d'inversió va disminuir en certa mesura a l'agost. Així i tot, el rendiment mitjà anual se situava en el 5,0%, més del doble de la taxa d'inflació. Els fons emergents encapçalaven la classificació amb el 30,3%, seguits per la renda nacional amb

el 21,8%. Només la renda variable japonesa presentava pèrdues, del 5,4%.

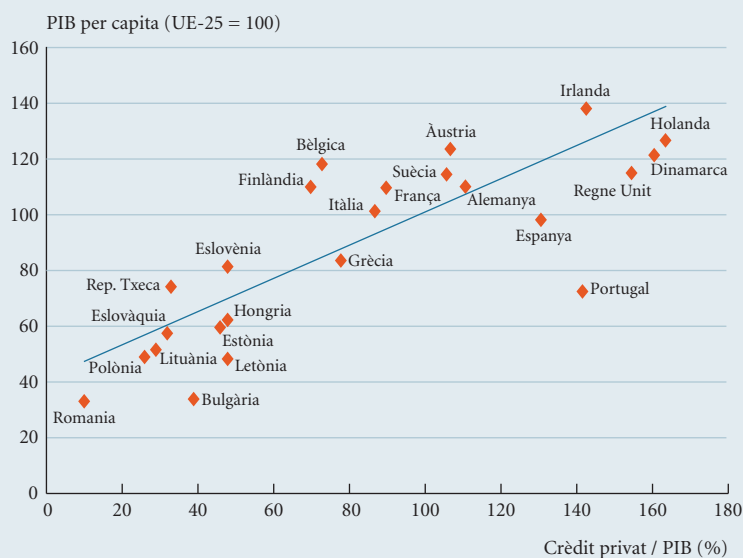
Pel que fa als fons d'inversió lliure, els *hedge funds*, que es van col·locar en l'ull de l'huracà en l'àmbit internacional durant la crisi de l'estiu, no sembla que la seva trajectòria en el mercat espanyol n'hagi patit els efectes. Així, al final d'agost, el seu patrimoni se situava en 481 milions d'euros, enfront dels 240 del final del primer semestre.

D'altra banda, un altre instrument financer que gaudeix del favor dels estalviadors són les assegurances. En el primer semestre del 2007, les primes emeses per l'assegurança directa van créixer l'11,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior, fins a sumar uns 28.700 milions d'euros, segons les dades d'ICEA. Les primes del ram de vida van ser les més dinàmiques, amb un augment del 18,9%, enfront d'un ascens del 5,8% de la resta. En aquest grup, els rams més expansius van ser els de salut i multiriscos, les primes dels quals van augmentar el 9%. El ram més important per volum, el de l'automòbil, només va pujar el 3,6%, a causa d'una intensificació de la competència, que va incidir en els preus de les primes.

Desenvolupament financer a l'Europa Central i Oriental: clau per potenciar el creixement

El bon funcionament del sistema financer és clau per al creixement econòmic, ja que potencia la capacitat d'estalvi d'un país i facilita que les empreses inverteixin en noves tecnologies o duguin a terme projectes d'expansió. Al començament de la dècada dels noranta, durant el període de transició d'una economia planificada a una de mercat, els països de l'Europa Central i Oriental (PECO) van tendir a privatitzar i a liberalitzar el sistema financer i van començar a modernitzar el marc regulador per fer-lo més competitiu. Tot seguit, s'examina el nivell de maduresa i de desenvolupament assolit pel sistema financer d'aquestes economies i s'apunta quina és la seva contribució al creixement i en quins aspectes pot millorar l'eficiència i reduir els riscos.

ELS SISTEMES FINANCERS MÉS DESENVOLUPATS SÓN ALS PAÏSOS MÉS RICS



FONTS: Banc Mundial i Eurostat (dades per al 2005).

La contribució del sector financer al creixement econòmic ha estat objecte de debat entre els economistes des de fa dècades. Mentre el 1988, per exemple, el premi Nobel Robert Lucas apuntava que «el paper del sector financer s'exagera»,⁽¹⁾ en aquest mateix any el també premiat Merton Miller considerava que la proposició que afirma que els mercats financers contribueixen al creixement era una proposició massa òbvia per merèixer una discussió seriosa.⁽²⁾ Tot i que és clar que els sistemes financers més desenvolupats es troben als països més rics (vegeu el gràfic adjunt), la relació causal no ho és tant. D'una banda, el desenvolupament dels sistemes financers pot ser el resultat d'un augment de la demanda de crèdit generat per un increment de l'activitat econòmica. Però, de l'altra, pot ser que una major capacitat del sector financer de concedir crèdit generi una major activitat econòmica i, per tant, un major creixement.

(1) Lucas, R. (1988). *On the mechanics of Economic Development*, Journal of Monetary Economics, pàg. 6.

(2) Miller, M. (1988). *Financial Markets and Economic Growth*, Journal of Applied Corporate Finance, pàg. 14.

Avui en dia, nombrosos estudis empírics confirmen la importància del sector financer per al creixement econòmic. Un estudi recent de Bena i Jurajda per als països de la Unió Europea (UE) a 15 membres mostra com la introducció del mercat únic el 1992 va beneficiar de manera especial les empreses de manufactures situades en països amb sectors financers més avançats. En concret, l'estudi estima que el valor afegit de les empreses situades al país amb el sector financer més desenvolupat, el Regne Unit, va créixer gairebé 3 punts percentuals més per any durant el decenni 1993-2003 del que hauria crescut amb un sistema financer dels menys desenvolupats de la UE, com el de Grècia. Altres estimacions, per exemple les de Levine i Zervos, impliquen que la taxa anual de creixement del producte interior brut dels PECO podria ser un punt percentual superior si el nivell de desenvolupament dels seus sistemes financers fos comparable al dels països de la UE-15.⁽³⁾ Aquestes xifres donen una idea del potencial de suport al creixement que pot oferir als PECO el desenvolupament dels sistemes financers.

Certes característiques d'aquests països fan que el desenvolupament del sistema financer sigui especialment important. D'una banda, els seus nivells de productivitat tendiran a convergir amb els de la resta de la Unió. Perquè aquest procés es pugui dur a terme amb èxit, l'existència d'un sistema financer que sigui capaç de donar resposta a les necessitats d'inversió de les empreses en noves tecnologies és imprescindible. De l'altra, l'ingrés en el mercat comú europeu també comporta un important augment del comerç, com ha succeït durant els últims anys. Un sistema financer que doni suport a les empreses que vulguin internacionalitzar el seu negoci és fonamental per maximitzar-ne el creixement i el de l'economia en general.

INDICADORS DE MODERNITZACIÓ DEL SISTEMA FINANCER

Any 2005

	% de préstecs concedits per bancs privats	% de préstecs concedits per bancs estrangers	Aplicació de la regulació de Basilea	Previsió d'aplicar la regulació de Basilea II	Nivell de capitalització del sector bancari (*)
Bulgària	99,6	78,0	✓	✓	15,3
República Txeca	96,8	83,9	✓	✓	11,9
Estònia	100,0	99,3	✓	✓	11,7
Hongria	100,0	97,3	✓	✓	10,8
Letònia	94,5	62,8	✓	✓	10,1
Lituània	100,0	90,5	✓	✓	10,3
Polònia	79,5	69,2	✓	✓	14,5
Romania	96,4	60,5	✓	✓	21,0
Eslovàquia	99,0	94,0	✓	✓	14,8
Eslovènia	...	31,9	✓	✓	10,5
Mitjana Europa Central i Oriental	96,2	81,7	100,0	100,0	13,1
Mitjana UE-15	93,0	18,0	100,0	100,0	13,0

NOTA: (*) Ràtio de capital (% actius) ajustada per risc utilitzant les definicions de l'Acord de Basilea del 1988.

FONTS: Banc Mundial, bancs centrals i elaboració pròpia.

(3) Bena, J., i Jurajda, S. (2007). *Financial Development and Growth in Direct Firm-Level Comparisons*. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers No. 6395; i Levine, R. i Zervos, S. (1998). *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, American Economic Review, vol. 88.

Per facilitar el desenvolupament del sistema financer, els PECO han efectuat una modernització substancial del seu marc regulador. Fins ara s'han dut a terme amb èxit els processos de privatització i liberalització del sector. Com es mostra a la taula anterior, gairebé tots els préstecs són concedits per bancs privats, que, en la majoria dels casos, són de propietat estrangera. A més a més, tots els països segueixen ja les pautes marcades per l'Acord de Basilea del 1988, que garanteix que el sistema bancari estigui prou capitalitzat. Així mateix, tots els països tenen previst implementar el nou Acord de Basilea, l'objectiu del qual és fer que el sistema financer sigui més transparent i segur condicionant els requeriments de capital al risc que assumeixi cada entitat.

INDICADORS D'EFICIÈNCIA BANCÀRIA I INSTITUCIONAL

Any 2005

	Desenvolupament financer	Eficiència bancària			Eficiència institucional	
	Crèdit privat (% PIB)	Marge d'intermediació (**)	Despeses d'exploració (**)	Crèdits dubtosos (% total)	Eficiència del sistema legal (***)	Dies per executar una garantia contractual
Bulgària	38,8	5,1	3,9	1,2	2,5	440
República Txeca	33,1	3,0	1,8	4,3	3,5	820
Estònia	45,9	3,0	1,6	0,1	5,1	275
Hongria	48,0	3,4	2,9	2,8	4,2	335
Lituània	28,6	2,2	2,0	0,4	3,6	166
Letònia	48,3	3,0	2,2	0,4	3,8	240
Polònia	26,3	2,0	3,0	5,7	3,6	980
Romania	10,1	4,0	4,8	8,3	3,1	335
Eslovàquia	31,7	2,5	2,0	2,1	3,6	565
Eslovènia	48,3	2,8	2,5	4,8	4,2	1.350
Mitjana Europa de l'Est	35,9	3,1	2,7	3,0	3,7	551
Mitjana UE-15 (*)	116,0	2,0	1,0	1,0	5,3	416

NOTES: (*) Exclòs Luxemburg.

(**) Com a percentatge d'actius que generen interessos.

(***) Índex de l'1 (més ineficient) al 7 (més eficient, neutral i transparent).

FONTS: Banc Mundial, World Economic Forum, bancs centrals i elaboració pròpia.

Tot i que els seus sistemes financers han rebaixat substancialment els marges d'intermediació i les despeses d'exploració i han assolit nivells similars als de la resta de la Unió, encara hi ha dues àrees susceptibles de millora. Primer, l'eficiència bancària, que pot augmentar si els nivells de morositat del crèdit es continuen reduint al ritme dels últims anys. Segon, l'eficiència institucional, que també pot millorar substancialment, en especial en seguretat jurídica i en costos administratius, aspectes fonamentals perquè les empreses i les institucions tinguin més accés al crèdit.

Sens dubte, la modernització del sistema financer dels països de l'Europa de l'Est no solament ha contribuït al seu creixement econòmic durant els últims anys, sinó que ho continuarà fent en les properes dècades. Ara bé, per treure els màxims fruits del procés d'integració en la UE, la millora de l'eficiència bancària i institucional serà clau.

Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.estudis.lacaixa.es

Correu electrònic:

publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006

Selección de indicadores

Edició completa disponible

a Internet

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

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

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

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

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

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

7. La inversió estrangera directa a Espanya: què podem aprendre del tigre celta? Claudia Canals i Marta Noguer

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

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

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

4. Time to Rethink Merger Policy?

Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe

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

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks

C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

■ ESTUDIS ECONÒMICS

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
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI i Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School i UPF

INFORME MENSUAL

Octubre 2007

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
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.