

Informe Mensual



NÚMERO 307

Quins són els efectes de la política fiscal? Pàg. 20

El debat sobre quina eina fiscal cal utilitzar per augmentar el creixement i per estabilitzar el cicle no està tancat

Regles de política fiscal: útils, factibles i creïbles? Pàg. 42

Com controlar la tendència de la despesa pública a créixer i a generar dèficit

Cinc lliçons d'una dècada de consolidació fiscal a Europa Pàg. 31

Reflexions sobre l'aplicació del Pacte d'Estabilitat i Creixement i d'altres mesures de rigor pressupostari

Els pressupostos del 2050 són de color gris Pàg. 66

El progressiu envelliment de la població pesará molt sobre els pressupostos públics del futur

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	3,0	2,1	3,2	3,1	3,1	3,3	3,0
Zona de l'euro	2,9	2,5	2,1	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	3,2	2,6	2,4	2,0	2,4	2,6	2,4	2,9
Japó	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
Regne Unit	2,3	2,4	2,1	2,7	2,9	2,6	1,8	2,2
Zona de l'euro	2,2	2,0	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,5
<i>Alemanya</i>	1,7	2,0	2,0	1,4	1,8	1,8	2,1	2,5
<i>França</i>	1,7	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	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	5,3	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	8,1	8,1	8,3	8,5	8,0	8,0	8,0
Índex de preus de consum	3,5	2,6	3,1	2,6	2,4	2,4	2,4	3,4
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	1,5	0,9					
MERCATS FINANCERS								
	Previsions			Previsions				
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	5,0	4,3	5,3	5,3	5,3	5,1	4,6
Repo BCE	2,8	3,9	4,0	3,3	3,6	3,8	4,0	4,0
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	4,5	4,6	4,7	4,8	4,6	4,3
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,3	4,6	3,8	4,0	4,4	4,3	4,3
Obligacions 10 anys	3,8	4,3	4,7	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4
Tipus de canvi								
\$/Euro	1,26	1,37	1,42	1,30	1,32	1,35	1,39	1,43

Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
 - 8 Estats Units
 - 12 Japó
 - 14 Brasil
 - 16 Argentina
 - 18 Primeres matèries
- 20 Quins són els efectes de la política fiscal?**
- 23 Unió Europea**
 - 23 Zona de l'euro
 - 26 Alemanya
 - 27 França
 - 28 Itàlia
 - 29 Regne Unit
- 31 Cinc lliçons d'una dècada de consolidació fiscal a Europa**
- 34 Mercats financers**
 - 34 Mercats monetaris i de capital
- 42 Regles de política fiscal: útils, factibles i creïbles?**
- 45 Conjuntura espanyola**
 - 45 Activitat econòmica
 - 50 Mercat de treball
 - 55 Preus
 - 60 Sector exterior
 - 64 Sector públic
- 66 Els pressupostos del 2050 són de color gris**
- 68 Estalvi i finançament

Què fer amb l'Estat

Com qualsevol altra disciplina científica, l'economia avança descobrint les limitacions de les idees anteriors. I també aprenent quines conclusions del passat continuen essent vàlides en el present. De tota manera, cal reconèixer que una bona part dels temes de política econòmica que es debaten avui ja generaven polèmica fa més de dos-cents anys, quan la ciència econòmica feia els seus primers passos. Aquestes anades i vingudes evidencien les dificultats existents per extreure conclusions fermes sobre assumptes subjectes a múltiples influències i percebuts sota molts enfocaments. Entre els temes que, de forma més recurrent, han tractat de resoldre els pensadors de la ciència econòmica hi ha el paper de l'Estat en l'economia, un assumpte central en l'organització de la societat.

El resultat no és gaire estimulant. Els mercantilistes creien que el govern, generalment, beneficia l'economia, si més no quan dóna suport a la producció interior destinada a l'exportació. La doctrina posterior d'Adam Smith certificava els danys que l'actuació de l'Estat era capaç de fer al lliure funcionament del mercat. Els keynesians van considerar que el govern pot contribuir a millorar els resultats econòmics i que la intervenció és bona. Els economistes de l'«elecció pública» estan convençuts que l'Estat acostuma a espatllar les coses. Els partidaris de les «expectatives racionals» creuen que, sovint, la política econòmica és una mena d'il·lusió, que no pot fer gaire per canviar la realitat.

No és estrany, doncs, que el paper de l'Estat en l'economia estigui subjecte a polèmica. Amb prou feines hi ha països en què l'Estat administri al cent per cent l'economia. La Xina, l'estrella de les economies emergents, fonamenta el seu fulgor en la progressiva retirada de l'Estat de la direcció de l'economia. En les economies avançades, però, persisteix el debat sobre l'abast del pes del sector públic, l'extensió de les polítiques característiques de l'Estat del benestar —educació, sanitat, habitatge, etc.— i l'actuació del sector públic en l'àmbit de la política econòmica. Assumptes controvertits que tenen a veure amb qüestions tan discutides com les propostes de reduir els impostos, els efectes de la política fiscal, els impulsos proteccionistes a Europa o als Estats Units, què ha de subvencionar i què no ha de subvencionar el pressupost públic, el grau de llibertat dels parlaments a l'hora de confeccionar els pressupostos, la composició de la despesa i el pes dels diferents impostos, etc.

La dimensió que ha d'assolir l'Estat en termes d'ingressos i despeses també continua essent objecte de debat, però, en general, hi ha coincidència en la idea que els dèficits públics no són desitjables. Abans, llevat de les èpoques de guerra, els estats acostumaven a equilibrar els comptes. Des dels setanta, però, els dèficits s'han convertit gairebé en una constant i han arribat en ocasions a extrems desmesurats. La pretensió de salvar la caiguda de la demanda prement l'accelerador de la despesa pública s'ha mostrat errònia. Pot ser que, a curt termini, l'impuls fiscal aconseguixi empènyer l'activitat, però aquest estímul s'acaba pagant car, en inflació, en assignació incorrecta dels recursos productius o, fins i tot, en recessió. Aquesta constatació ha permès consolidar la idea que un dèficit excessiu acaba danyant l'economia. Avui en dia, els parlaments entenen el problema, tot i l'atractiu polític que presenta apujar la despesa pública. A la Unió Europea, el Tractat de Maastricht, al començament dels noranta, va situar l'estabilitat pressupostària dels diferents estats membres dins de la categoria de qüestió d'interès comú. Les normes de política fiscal s'han estès, i es considera que ajuden a millorar els resultats de l'economia. No es tracta tant de la dimensió de l'Estat com de l'ortodòxia dels seus comptes.

RESUM EXECUTIU

D'una banda, els països emergents creixen de forma notable i el petroli i altres primeres matèries es disparen mentre les borses i els beneficis empresarials escalen a màxims.

De l'altra, la crisi immobiliària dels Estats Units, derivada en crisi o turbulència financera, no amaina i planteja el risc de recessió.

En aquest context, el diagnòstic de l'economia mundial és incert, per bé que cal mantenir un optimisme moderat.

Una economia dual?

Com està l'economia mundial? Diagnòstic a la carta. Volem ser optimistes? Considerem el fort creixement dels països emergents, amb la Xina al capdavant (més de l'11%), seguida de l'Índia (9%) i de Rússia (8%). Aquest grup de països tira de l'economia global i la manté en l'etapa d'expansió més intensa i prolongada des dels anys setanta. Sumem-hi el preu del petroli i d'altres primeres matèries (el barril podria arribar ben bé als 100 dòlars abans del final de l'any). Problemes d'oferta?, de crisis geopolítiques? Sí, però també una indiscutible embranzida de la demanda. Afegim-hi el nou rècord d'inversió estrangera directa el 2006, any en què els fluxos van créixer gairebé el 40%. Que la dada és molt llunyana? Doncs considerem les principals borses internacionals –llevat del Japó–, que estan en zona de màxims, amb unes empreses que guanyen més diners que mai. Cal explicitar la conclusió?

Que som pessimistes per naturalesa? No hi ha problema. Anem al sector de l'habitatge als Estats Units. Plors i cruixir de dents. Les vendes cauen, l'activitat d'edificació es frena i els preus reculen. I no es veu la llum al final del túnel. Pocs esperen que el mercat s'estabilitzi abans d'uns quants mesos. Es tracta d'una crisi que ja comença a ser llarga i que ha provocat una perillosa sacsejada en el sector financer. L'enginyeria aplicada en la dilució del risc de les hipoteques de baixa qualitat creditícia s'ha enfonsat en el moment en què ha augmentat la morositat. La desconfiança ha afectat els inversors, han pujat les primes de risc i les condicions de crèdit s'han endurit. Els

grans bancs d'inversió dels Estats Units, i alguns de més enllà, reconeixen pèrdues abundants. L'economia nord-americana penja d'un fil, ja que, si la crisi s'encomana a la despesa del consum privat, el resultat podria vorejar la recessió. Un escenari en què difícilment podria prosperar la resta de l'economia mundial.

Quin diagnòstic escollir? L'economia mundial es troba en una cruïlla certament delicada. Seran capaços els emergents de tirar de l'economia mundial, fins i tot amb una economia nord-americana ranquejant? Així ho creu el Fons Monetari Internacional (FMI), en la seva anàlisi de tardor. La previsió de creixement mundial el 2008, del 4,8%, és amb prou feines una dècima inferior a l'efectuada a l'abril, per bé que al juliol la previsió es va corregir a l'alça fins al 5,2%. Això malgrat que els economistes de Washington no esperen que els Estats Units, la principal economia del planeta, creixi més enllà de l'1,9%. Els riscos d'aquesta previsió són clarament a la baixa, sobretot si el problema immobiliari dels Estats Units no es recompon abans de la meitat de l'any vinent.

En definitiva, no és desassenyat mantenir un prudent optimisme, conscients dels perills que ens amenacen. Una bona part de la confiança que es respira als mercats es basa en l'actuació que s'espera dels banquers centrals. La Reserva Federal, el banc central dels Estats Units, ja va demostrar, el passat 18 de setembre, que estava disposada a defensar l'estabilitat del sistema financer quan va retallar el tipus d'interès de referència en mig punt, fins al 4,75%. I no serà l'última retallada. Per la seva banda, el

Banc Central Europeu ha interromput *sine die* l'escalada del tipus de referència, ara en el 4%. Tots els bancs centrals s'han esforçat per facilitar liquiditat en el mercat interbancari, on les entitats han manifestat una gran reticència a prestar-se i on més es nota la restricció creditícia.

En el cas dels Estats Units, el preu que cal pagar pel salvament efectuat pel banc central és l'enfonsament del dòlar, en especial enfront de l'euro i del dòlar canadenc. Això és bo per als exportadors nord-americans, que, amb la seva activitat, poden contribuir a fer més suportable la reculada immobiliària. A més a més, la indústria també es beneficia del fet que els consumidors no trobin importacions tan barates i optin per consumir més producte nacional. De fet, en els últims mesos, l'enorme dèficit de la balança comercial dels Estats Units amb l'exterior ha començat a reduir-se de forma clara.

Per a la zona de l'euro, el problema és que una bona part de l'ajustament del dòlar recau sobre la pròpia moneda. Cap al final d'octubre, el canvi enfront de l'euro ha vorejat els 1,44 dòlars i pot tenir encara recorregut a la baixa. Això contrasta amb la relativa estabilitat de monedes de països beneficiaris del gran dèficit exterior nord-americà, com la xinesa. Jean-Claude Juncker, el portaveu dels ministres d'economia i finances de la zona de l'euro, considera que no és acceptable que Europa hagi de carregar amb les conseqüències dels desequilibris globals. Darrere seu té els empresaris manufacturadors, les vendes a l'exterior dels quals perden competitivitat molt de pressa. Però la sang no arriba al riu. Alemanya, la gran potència exportadora mundial, no sembla afectada per la fortalesa de la moneda comuna i manté el ritme d'exportació. D'altra banda, una divisa forta representa un paraigua que protegeix una mica de les pujades dels preus de les primeres matèries. En els últims me-

sos, la pujada del preu del cru corre paral·lela a la remuntada del canvi euro-dòlar.

Al final, el paisatge de l'economia europea està dominat per una trajectòria de suau desacceleració del creixement, tot i que encara es percep un fons de fortalesa. Això és vàlid, salvant els diferents graus d'expansió, per a Alemanya, França i Espanya, mentre que Itàlia es mostra més feble. El Regne Unit, en canvi, sorprèn per la seva fortalesa. L'anunci que el producte interior brut britànic va créixer el 3,3% interanual en el tercer trimestre, batent al ja vigorós 3,1% del segon trimestre, va neutralitzar de cop les especulacions sobre l'abast de la desacceleració de l'activitat. Tot i que no es disposa del detall per components, els indicadors permeten vaticinar que el consum de les llars ha estat, una vegada més, el motor de l'expansió de l'activitat de les illes britàniques.

Economia espanyola: continua la desacceleració

En el cas de l'economia espanyola, com s'ha comentat, els indicadors que es van coneixent van en la direcció d'una certa pèrdua d'impuls. Hi ha consens sobre el fet que la desacceleració es prolongarà al llarg de l'any vinent. Les discrepàncies cal buscar-les en l'abast d'aquesta desacceleració. L'FMI creu que el creixement es desaccelerarà fins al 2,7% el 2008, enfront de la previsió continguda en els pressupostos de l'Estat per al proper exercici, el 3,3%. Aquesta banda de previsió, en qualsevol cas, dona com a resultat una economia que creix a un ritme encara considerable, proper al seu potencial.

Dos elements són clau en aquesta evolució: la creació d'ocupació i el vigor de les empreses. L'ocupació, principal font d'aliment de la renda familiar, pot ser analitzada a partir de l'enquesta de població acti-

L'actuació dels bancs centrals ha provocat una notable reculada del dòlar que afavoreix l'activitat nord-americana...

...però que complica la situació de l'economia europea, que encara es mostra flexible, dins d'una tònica de lleugera moderació.

A Espanya, la banda de previsions de creixement per al 2008 va del 2,7% al 3,3%.

La creació d'ocupació es manté a un ritme anual del 3% i arriba a un total de 20,5 milions de persones amb feina, una part creixent dels quals són estrangeres.

La situació de les empreses continua essent bona, amb una alta rendibilitat sobre recursos propis.

Els riscos cal buscar-los en els eventuais efectes de la crisi hipotecària nord-americana i en la pujada del preu del petroli, que pot afectar l'activitat i els preus.

va, la qual, per al tercer trimestre d'enguany, presenta una lleugera pèrdua de ritme. En aquest període, el nombre de persones amb feina va augmentar en 143.300, enfront de l'increment de 202.500 del mateix trimestre de l'any anterior. De tota manera, en els dotze últims mesos fins al setembre, es van crear 615.000 llocs de treball nets, fins a assolir la xifra de 20,51 milions, màxim històric. Es tracta d'un augment interanual del 3,1%, tres dècimes menys que en el trimestre anterior. La major part d'aquesta creació d'ocupació va correspondre als serveis, les files dels quals van augmentar en 544.500 ocupats en l'últim any, amb una variació anual del 4,2%. La construcció va incrementar el nivell d'ocupació en 127.400 treballadors, amb un increment anual del 4,9%, que, malgrat tot, presenta un intens alentiment. La indústria va retallar lleugerament l'ocupació en els dotze últims mesos, tot i que a un ritme menor que abans. Finalment, el sector agrari va continuar perdent efectius.

Els treballadors estrangers han absorbit més de la meitat de l'ocupació creada en els dotze últims mesos, el 53,4%, la qual cosa explica que el flux d'entrada d'estrangers al país amb prou feines s'alenteixi. D'aquesta manera, el nombre d'ocupats de nacionalitat estrangera va pujar fins al 13,9% del total en aquest tercer trimestre. La participació dels treballadors estrangers puja ja fins al 24,5% a la construcció, el 18,0% a l'agricultura, el 12,6% als serveis i el 9,1% a la indústria.

El bon moment que encara presenta el mercat laboral continua atraient nous efectius a la població activa, és a dir, l'ocupada o la que busca feina activament. Així, el nombre de treballadors actius ha augmentat el 3,0% en els dotze últims mesos. En augmentar la població activa lleugerament més que el total de llocs de treball creats en el trimestre, la taxa d'atur va arribar fins al 8,0%, es va apropar al mínim del segon trimestre i es va col·locar una dè-

cima per sota del tercer trimestre de l'any anterior. En canvi, l'atur de la població estrangera era de l'11,8%, gairebé un punt percentual més que un any abans.

Pel que fa a la situació de les empreses, les dades recollides per la central de balanços del Banc d'Espanya, corresponents a la primera meitat del 2007, reflecteixen un panorama de bona salut. Les empreses continuen generant robusts excedents, base per a l'expansió de la inversió i de l'ocupació. En un entorn de fortlesa general, s'observen, però, senyals de desacceleració en alguns sectors, com la construcció, transports i comunicacions i el comerç. En canvi, la indústria mostrava un gran vigor. La rendibilitat ordinària de l'actiu net es va col·locar en un notable 8,0%, una mica per damunt de la mitjana històrica. En relació amb els recursos propis, la rendibilitat ordinària es va situar en l'11,5%, gairebé un punt percentual més que en el primer semestre del 2006.

Aquest panorama de desacceleració està ara subjecte als eventuais efectes indirectes de la crisi hipotecària dels Estats Units. Ja abans de la crisi, el creixement del crèdit s'havia començat a frenar, davant la pèrdua de pols del sector immobiliari. En tot cas, no hi ha restricció de crèdit i la situació del sistema bancari espanyol és de les més sanejades del continent. El perill prové més aviat dels efectes d'un eventual alentiment de l'economia europea o mundial.

Un altre risc el constitueix la trajectòria del preu del petroli. Els màxims històrics de l'octubre del 2007 comportaran una intensa pujada de l'índex de preus de consum en els últims mesos de l'any i complicaran la situació de determinades branques d'activitat en una economia en què, per raons de competència, no és fàcil repercutir l'augment dels costos en el preu final.

29 d'octubre de 2007

CRONOLOGIA

2006

- 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** 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.
- 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%.
- octubre** 9 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (14.164,5) amb una alça del 13,7% en relació amb el final de l'any 2006.
- 19 El Consell Europeu acorda l'adopció del **Tractat de Lisboa**, que substituiria la Constitució Europea.
- 29 El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 89,74 dòlars per barril. L'**euro** cotitza a 1,439 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
- L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.738,1) amb uns guanys acumulats de l'11,3% en relació amb el final de desembre del 2006.

AGENDA

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).

Desembre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
- 5 Índex de producció industrial (octubre).
- 6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 11 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 14 IPC (novembre). Balança de pagaments (setembre). IPC harmonitzat de la UE (novembre).
- 18 Enquesta de cost laboral (tercer trimestre). Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).
- 26 Preus industrials (novembre). Comerç exterior (octubre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'FMI redueix al 4,8% la previsió de creixement global per al 2008.

Els països emergents sostenen el creixement mundial

El Fons Monetari Internacional (FMI), a l'informe de perspectives de l'economia mundial de l'octubre, va reduir les previsions de creixement per al 2008 del 5,2% al 4,8%, a causa, principalment, dels efectes de la crisi immobiliària i hipotecària dels Estats Units. No obstant això, l'expansió mundial continua essent sòlida, gràcies als països emergents, que mostren més fortalesa macroeconòmica i més estabilitat política que en anteriors ocasions. La Xina és, per primera vegada, el principal contribuent al creixement mundial.

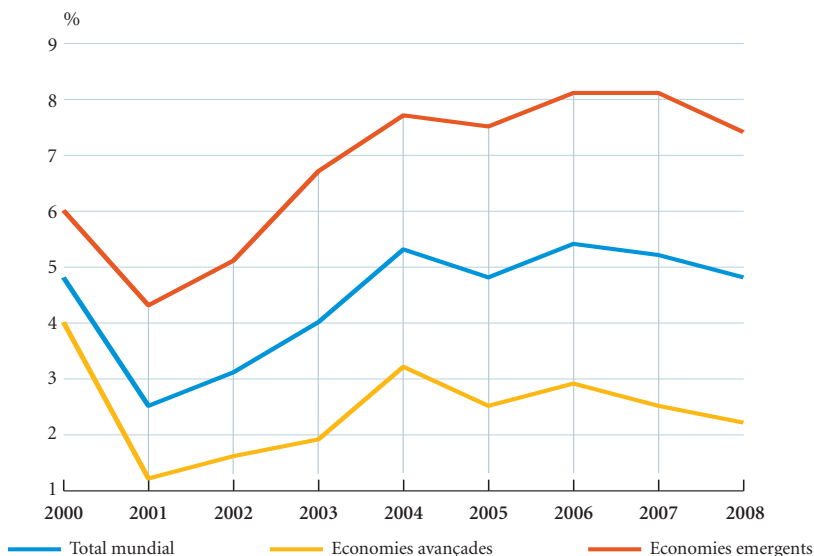
Sembla que les tendències inflacionistes estan controlades a les economies avan-

çades, però s'han produït repunts en les economies emergents, a causa dels preus de l'alimentació, i preocupa la trajectòria alcista dels preus de les primeres matèries.

Augmenten, però, els riscos a la baixa per a aquest escenari central. Un deteriorament més intens de les condicions de crèdit, un augment de la volatilitat als mercats financers, una persistència de la feblesa del sector immobiliari que afecti els diferents sectors econòmics i els desequilibris globals, en especial la incapacitat per gestionar els fluxos monetaris que generen, reduirien el creixement. No obstant això, sembla que el risc que representa un petroli car és menor ara que en el passat.

EL CREIXEMENT MUNDIAL ÉS SÒLID, PERÒ ELS RISCOS SÓN A LA BAIXA

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: 2007 i 2008 són previsions.
FONT: Fons Monetari Internacional.

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge

	2005	2006	2007 (1)	2008 (1)
PIB				
Estats Units	3,1	2,9	1,9	1,9
Japó	1,9	2,2	2,0	1,7
Alemanya	0,8	2,9	2,4	2,0
França	1,7	2,0	1,9	2,0
Itàlia	0,1	1,9	1,7	1,3
Regne Unit	1,8	2,8	3,1	2,3
Espanya	3,6	3,9	3,7	2,7
Zona de l'euro	1,5	2,8	2,5	2,1
Economies avançades	2,5	2,9	2,5	2,2
Total mundial	4,8	5,4	5,2	4,8
<i>Països en desenvolupament</i>	<i>7,5</i>	<i>8,1</i>	<i>8,1</i>	<i>7,4</i>
<i>Amèrica Llatina</i>	<i>5,6</i>	<i>6,3</i>	<i>5,8</i>	<i>5,2</i>
<i>Europa de l'Est i Central</i>	<i>4,6</i>	<i>5,5</i>	<i>5,0</i>	<i>4,3</i>
<i>Rússia</i>	<i>6,4</i>	<i>6,7</i>	<i>7,0</i>	<i>6,5</i>
<i>Xina</i>	<i>10,4</i>	<i>11,1</i>	<i>11,5</i>	<i>10,0</i>
Preus al consum				
Estats Units	3,4	3,2	2,7	2,3
Japó	-0,3	0,3	0,0	0,5
Alemanya (2)	1,9	1,8	2,1	1,8
França (2)	1,9	1,9	1,6	1,8
Itàlia (2)	2,2	2,2	1,9	1,9
Regne Unit (2)	2,0	2,3	2,4	2,0
Espanya (2)	3,4	3,6	2,5	2,8
Zona de l'euro (2)	2,2	2,2	2,0	2,0
Economies avançades	2,3	2,3	2,1	2,0
<i>Països en desenvolupament</i>	<i>5,2</i>	<i>5,1</i>	<i>5,9</i>	<i>5,3</i>
Taxa d'atur (3)				
Estats Units	5,1	4,6	4,7	5,7
Japó	4,4	4,1	4,0	4,0
Alemanya	9,1	8,1	6,5	6,3
França	9,7	9,5	8,6	8,0
Itàlia	7,7	6,8	6,5	6,5
Regne Unit	4,8	5,4	5,4	5,4
Espanya	9,2	8,5	8,1	8,2
Comerç mundial en volum (4)	7,5	9,2	6,6	6,7
Preu del petroli (\$/barril) (5)	41,3	20,5	6,6	9,5

NOTES: (1) Previsions d'octubre 2007.

(2) Índex de preus de consum harmonitzat.

(3) Percentatge de població activa.

(4) Béns i serveis.

(5) Mitjana de preus spot de les qualitats Brent, Dubai and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 68,52 el 2007 i 75,00 el 2008.

FONT: Fons Monetari Internacional.

La previsió de creixement als Estats Units per al 2008 pateix una notable reducció fins a l'1,9%, però les economies emergents ho compensen.

L'FMI creu necessària una generalització dels beneficis de la globalització i de la tecnologia que redueixi les desigualtats.

Als Estats Units, l'enduriment del crèdit pot tenir conseqüències duradores, amb uns inversors més escèptics que abans.

Per àrees geogràfiques, als Estats Units és on més a la baixa evolucionen les previsions, amb una rebaixa del creixement per al 2008 del 2,8% esperat al juliol a l'1,9% de l'octubre. Aquesta retallada és deguda a les constants dificultats al mercat immobiliari, que s'espera que intensifiquin el declivi de la inversió en construcció. Preus energètics més alts, preus d'immobles a la baixa i un mercat de treball que, tot i ser resistent, s'alenteix afebliran la despesa de consum. Els països que més guanyen amb el comerç amb els Estats Units, és a dir, Canadà, Mèxic i l'Àsia Oriental, també pateixen revisions a la baixa.

Al Japó, la projecció de creixement també s'ha reduït del 2,6% al 2,0% per al 2007 i del 2,0% a l'1,7% per al 2008 per la revisió a la baixa del producte interior brut (PIB) del segon trimestre, per la dependència d'un creixement global a la baixa i per l'apreciació del ien.

Per a Europa, també es revisen a la baixa les previsions de gairebé tots els països. Alemanya, després de créixer el 2,4% el 2007, redueix al 2,0% les seves expectatives d'avanç del PIB per al 2008. La perspectiva de creixement per a França i Itàlia el 2008 es rebaixa al 2,0%.

Al front inflacionista, l'encariment dels preus de l'alimentació ha de ser absorbit progressivament per l'adaptació de l'oferta, però el procés serà llarg i marcarà tendència en els índexs, de manera que els bancs centrals, que normalment es fixen en els components subjacents per als seus diagnòstics, hauran de mirar més de prop els índexs generals. Les polítiques monetàries tendien a reduir els nivells de liquiditat, però han hagut de ser adaptades al nou escenari d'encariment del risc de crèdit.

Des d'una perspectiva a més llarg termini, l'FMI observa que el creixement de la

productivitat dels últims anys s'ha basat en una combinació de progrés tecnològic, creixent obertura comercial, lliure circulació de capitals entre països i uns marcs macroeconòmics i uns sistemes financers més robusts. Dit això, el creixement del comerç i la introducció de noves tecnologies han deixat enrere amplis sectors de la societat i les desigualtats han augmentat de forma indesitjable, no tant entre països rics i pobres, sinó al si de cada país. La resposta, segons l'FMI, no és reduir la tecnologia o el comerç, sinó millorar els sistemes educatius, fer més eficients els mercats de treball i crear mesures de protecció social que esmorteixin l'impacte del canvi econòmic sense obstruir-lo.

Estats Units: un aterratge suau que pot anar per llarg

L'activitat econòmica sempre pretén dirigit-se cap als camins que duen al creixement i al control dels preus. Unes vegades ens ocupem més del creixement i altres cops més del control dels preus, i les últimes dades posen de manifest que ara és prioritari ocupar-se més del risc de menor creixement que del risc de pressions inflacionistes. El creixement bascula sobre les oportunitats d'inversió que es presenten als empresaris, o que els empresaris albiren, per a la fabricació de béns o la prestació de serveis de forma eficient i sobre la capacitat dels consumidors de comprar-los.

Des de l'any 2000, no sembla que les oportunitats d'inversió hagin estat gaires, quan un cicle excepcionalment bo de beneficis empresarials no ha aconseguit animar la inversió en equipament com ho havia fet en altres ocasions. Així, al següent gràfic s'observa que, mentre durant la segona meitat dels noranta, època de la «nova economia», el creixement de la inversió superava el creixement dels benefi-

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	Setembre
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	–	...	–
Vendes al detall	6,6	6,2	5,4	5,0	3,4	4,0	3,7	3,8	5,0
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	111,9	105,6	99,8
Producció industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,7	1,7	1,6	1,9
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8	52,9	52,0
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	–18,0	–23,3	–21,9	–24,6	–20,1	–10,5	–21,2	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7
Preus de consum	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4	1,9	2,8
Balança comercial (3)	–714,4	–758,5	–777,7	–758,5	–746,4	–731,5	–722,9	–712,9	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6	5,2
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	78	78	76

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.

cis, després del 2001 han estat sempre els bons resultats empresarials els que han estat un pas per davant de la inversió en equipament i en software.

La recuperació del sector immobiliari també queda per a més endavant, amb uns preus que, segons l'índex Case-Schiller d'Standard & Poor's, van baixar el 4,5% interanual al juliol. Els habitatges venuts també van continuar a la baixa, i a l'agost els immobles de segona mà van reular el 12,8% i els nous, el 21,2%. Però és a l'oferta on més negres estan les coses últimament, amb uns habitatges iniciats que, al setembre, van baixar el 30,8% interanual.

L'economia nord-americana té, però, les seves forteses. En primer lloc, el cicle de beneficis ha facilitat que les empreses estiguin relativament poc palanquejades i, en segon lloc, el mercat de treball es continua mostrant vigorós, la qual cosa dona suport al consum. La constatació de tot

plegat, juntament amb les davallades de tipus d'interès de la Reserva Federal, fa que l'economia dels Estats Units s'allunyi de cataclismes sobtats.

S'encara l'aterratge suau, però el problema és que, si es pren terra suaument, el rebot cap amunt no existeix i llavors la recuperació per al 2008 podria ser també suau o podria endarrerir-se. La creació d'ocupació dels dotze últims mesos fins al setembre va ser d'1.629.000 nous llocs de treball, la qual cosa denota una desacceleració en relació amb els 2.400.000 llocs de treballs creats en el mateix període de l'any anterior. Així mateix, la taxa d'atur, tot i un tímid repunt, continua en un baix 4,7% de la població activa. En el mateix sentit es mouen també les vendes al detall, que, al setembre, van augmentar el 5,0% interanual.

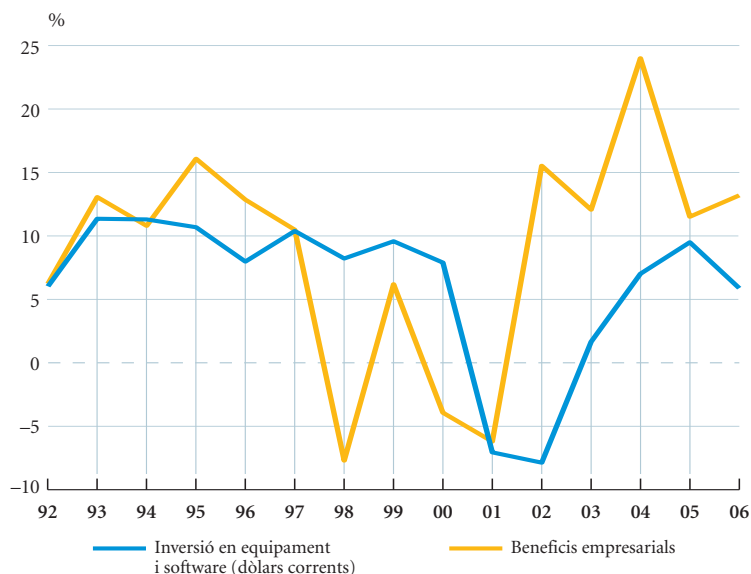
Pel que fa a l'oferta, la producció industrial va mantenir el perfil baix i va créixer un tebi 1,9% interanual al setembre, en

El mercat immobiliari, amb uns preus que reculen el 4,5%, continua a la baixa...

...però el mercat de treball i les vendes al detall només pateixen desacceleracions moderades.

ELS BENEFICIS EMPRESARIALS NO ESTIMULEN LA INVERSIÓ COM ABANS

Variació interanual



FONTS: Bureau of Economic i elaboració pròpia.

línia amb el que s'ha vist durant la major part d'aquest cicle expansiu. El sentiment empresarial segueix un patró molt semblant al del mercat de treball. L'índex

d'activitat del sector manufacturer de l'Institute for Supply Management va baixar lleugerament fins al nivell dels 52,0 punts i l'índex de serveis va fer el

ESTATS UNITS: BAIXA EL PREU DELS IMMOBLES

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



FONTS: Standard and Poor's i elaboració pròpia.

mateix, fins i tot amb una mica més de calma, fins al nivell dels 54,8 punts. Amb aquests dos nivells per damunt de 50, on els qui veuen millores s'igualen amb els qui veuen el contrari, amb els components de noves comandes en nivells una mica més alts i amb els llocs de treball repuntant a l'alça, la visió empresarial no percep cap risc immediat.

Els riscos inflacionistes queden relegats a un segon pla en relació amb els de desacceleració del consum. L'índex de preus al consum (IPC) va repuntar al setembre fins a avanços del 2,8% interanual, però no representa cap perill immediat, ja que l'índex subjacent, que als Estats Units exclou del general l'alimentació i l'energia, va repetir els avanços del 2,1% del mes anterior.

No obstant això, el panorama inflacionista presenta ombres a l'horitzó. Uns diuen que la globalització, en permetre importar productes a baix cost, ha actuat de fre de la inflació. En aquest sentit, els increments de costos salarials a la Xina, princi-

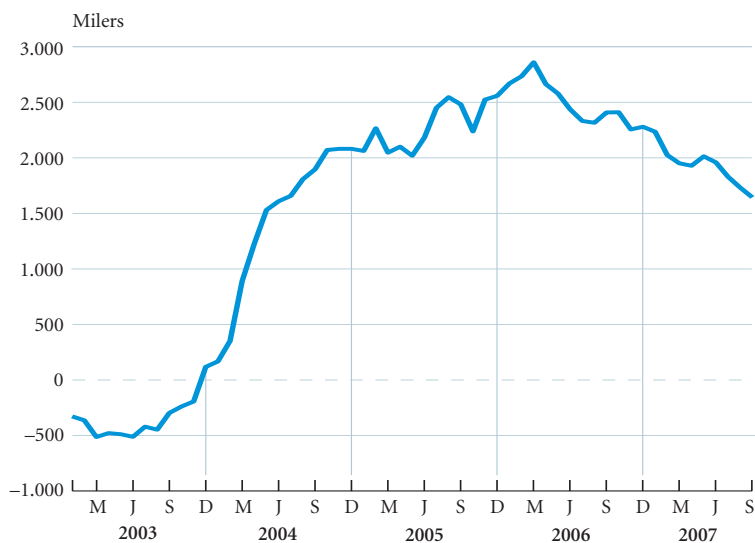
pal exportador mundial als Estats Units, i la depreciació del dòlar fan que aquest fre ja no ho sigui tant. Uns altres poden pensar que el principal factor de contenció dels preus ha estat en la disciplina dels bancs centrals, ajudats pels avanços en la fabricació d'equipaments relacionats amb les tecnologies de la informació, que han permès fer més amb menys i que han aconseguit que el motor de l'economia pugui de voltes sense reescalfar-se.

El problema és que els preus de la inversió en equipament, que equival al 9,2% del PIB, van pujar el 0,7% interanual en el segon trimestre, quan, al començament del 2000, van baixar més del 2,0%. En el cas dels béns de consum durador, que són el 10,7% de l'economia, la tendència és també a l'alça, amb uns preus que encara baixen, però molt menys que abans. Tot plegat, amb els actuals nivells de creixement, no implica tant que els preus puguin disparar-se com que pugui disminuir el potencial de creixement de l'economia. D'aquesta manera, la capacitat de manobra de la Reserva Federal, en la seva polí-

Els preus no són un problema immediat, però les importacions i els béns tecnològics menys barats donen el senyal d'alerta.

ESTATS UNITS: L'OCUPACIÓ S'ALENTEIX AMB CALMA

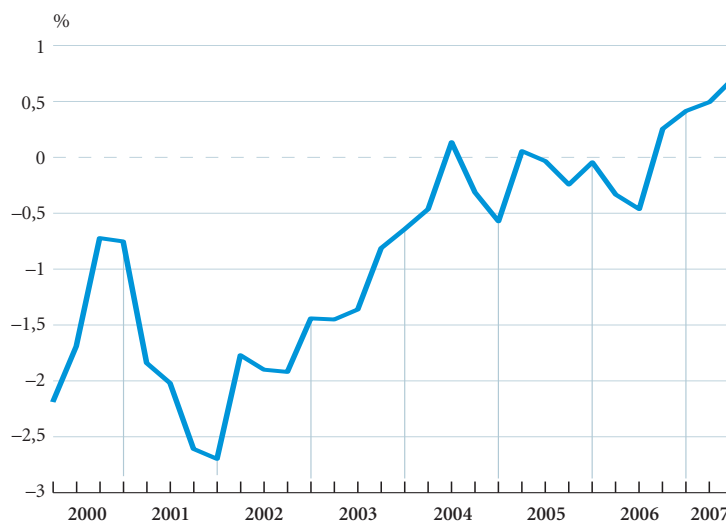
Llocs de treball creats en els 12 últims mesos



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

LA TECNOLOGIA JA NO ÉS TAN BARATA

Variació interanual dels preus de la inversió en equipament i software



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

El dèficit comercial es corregeix, però l'estabilitat del dòlar és una variable clau.

tica de tipus d'interès per donar suport al consum i a la inversió, quedaria reduïda.

Sota l'ègida d'un dòlar feble i d'un consum que es desaccelera, el dèficit comercial de béns i serveis va continuar corregint i al setembre va ser de 57.586 milions de dòlars, el 15% per sota del màxim de l'agost del 2006. Un descens que, exclouent el petroli, arriba ja al 23%. Amb les exportacions mantenint el ritme de creixement i amb les importacions en franca desacceleració, el risc més important és que una intensificació de la depreciació del dòlar arribi a dificultar el fins ara fàcil finançament del dèficit per compte corrent.

Japó: on els prudents paguen pels pròdigs

La vida és sovint injusta, i els esdeveniments econòmics no defugen aquesta realitat. La prova d'això és que el Japó, país prudent i estalviador com ja no se'n tro-

ben, està entre els més afectats pels excessos de la frenètica economia nord-americana, amb els seus consumidors endeutats i les seves hipoteques escombraries. És paradoxal que, mentre la borsa nord-americana havia recuperat cap a la meitat d'octubre la pràctica totalitat del 9% cedit durant la crisi del crèdit, l'índex Nikkei de la borsa de Tòquio amb prou feines ha recuperat tres quartes parts del 16% que va perdre.

L'economia nipona continua amb una de les expansions més llargues de la seva història recent. Però, tot i que els modestos ritmes de creixement són lògics, a causa de la demografia decreixent, el principal problema és la gran dependència de la demanda externa. En el segon trimestre, el superàvit exportador va aportar dos terços del creixement de l'1,7% interanual que va experimentar el PIB. La cosa no acaba aquí, ja que l'avanç de la inversió en equipament, l'altre gran puntal de l'activitat, depèn gairebé en exclusiva dels sectors dirigits a l'exportació. En aquest sentit, les

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

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	Setembre
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	4,4	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	24,0	25,0	23,0	23,0	–	23,0	–
Habitatges iniciats	3,9	4,5	–0,8	5,4	–1,9	–2,7	–23,4	–43,3	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,6	3,8	...
Preus de consum	–0,3	0,2	0,6	0,3	–0,1	–0,1	0,0	–0,2	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	8,9	9,4	10,2	11,1	11,1	11,7	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	86,2	81,1	80,7	79,2	77,6	75,7	74,5	77,9	78,3

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. Mitjana de 2000 = 100.

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

comandes de maquinària de l'agost es van incrementar el 5,5% interanual, percentatge que indica una recuperació inversora. Però, mentre les originades per la demanda interna van créixer un magre 0,7%, les destinades a l'exterior van avançar el 10,5%.

En els últims anys, el pes de les exportacions cap als Estats Units, en relació amb el total de vendes a l'exterior, s'ha reduït notablement i ha passat d'un màxim del 38% cap al final dels anys vuitanta al 23% del 2006. No obstant això, aquest descens ha estat compensat amb escreix per les exportacions redirigides cap a la Xina, Hong Kong i Corea del Sud, que, al seu torn, també venen als Estats Units. Així, per efectes directes o indirectes sobre les exportacions i la inversió, el Japó presenta una dependència del consum privat nord-americà més gran del que sembla. Una intensificació de la desacceleració del consum nord-americà podria rematar la duradora però fràgil expansió nipona.

Aquesta sincronització poc desitjable es veu reforçada amb l'evolució recent del

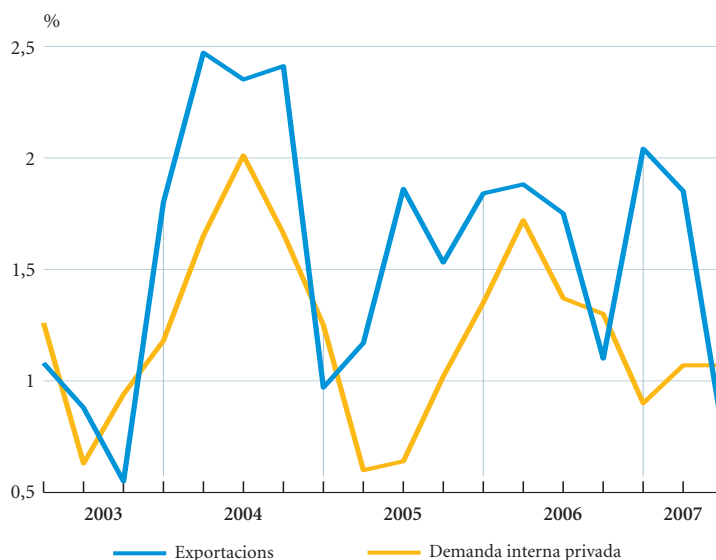
mercat immobiliari japonès, que, malgrat no haver experimentat les alces de preus que han estat la norma en altres països avançats, sembla que, en aquests moments, també segueix la tònica nord-americana. Al setembre, tot i que a l'àrea de Tòquio els preus van presentar augments del 7,5% interanual, les vendes d'immobles van baixar un rotund 32,3%. Al costat de l'oferta, la situació també va ser de feblesa, amb un descens del 43,3% interanual dels habitatges iniciats a tot el país.

D'altra banda, el consum intern va continuar sense donar símptomes de vigor, amb un índex de confiança que, en el tercer trimestre, va baixar de 44,3 a 43,9 punts, el nivell més baix des de l'inici del 2004. Les vendes al detall de l'agost van repuntar i van guanyar un modest 0,5% interanual, però les vendes d'automòbils del setembre van perdre el 4,9%. El problema és que, malgrat que la taxa d'atur, tot i les últimes pujades, es manté en un relativament baix 3,8% de la població activa, el mercat de treball no aconsegueix estimular la demanda interna, a causa de

Davant l'atonía de la demanda interna, la dependència del creixement a l'exterior, en especial dels Estats Units, és alta.

JAPÓ: SENSE LES EXPORTACIONS, POC CREIXEMENT QUEDA

Contribució a la variació interanual del PIB



NOTA: Sèrie de cycle-tendència.

FONTS: Institut de l'Economia Immobiliària del Japó i elaboració pròpia.

Els preus continuen baixant i el final de la deflació es retarda, però les exportacions continuen a l'alça.

l'estancament dels salaris, una de les primeres qüestions que Yasuo Fukuda, el nou primer ministre, ha d'abordar.

La situació al front dels preus continua essent freda, amb un IPC que, a l'agost, va veure com l'índex general baixava el 0,2% interanual, mentre el subjacent, que exclou els aliments frescos però inclou l'energia, cedia el 0,1%. Al seu torn, l'índex general de Tòquio va recular al setembre un altre 0,1% interanual. El final del llarg període deflacionista, tants cops anunciat, es continua així ajornant i semblant dubtes sobre la fortalesa de l'economia.

El que no decep és el sector exterior, amb un superàvit comercial que, a l'agost, va arribar als 1,4 bilions de iens, prop del 80% per damunt del mateix mes de l'any anterior, arran d'una acceleració de les exportacions i d'un pausat alentiment de les importacions. En aquest sentit, la recent apreciació del ien, que, des de l'inici dels

problemes del crèdit als Estats Units, ha guanyat el 5% enfront del dòlar nord-americà, és un risc que cal tenir en compte, tot i que la capacitat de la indústria per compensar aquestes apreciacions de divisa amb guanys en competitivitat ha estat de forma consistent un dels punts més sòlids de l'economia del sol naixent.

Brasil puja una mica més

Una de les principals incògnites de la crisi financera d'aquest estiu rau en els efectes que pot tenir sobre les economies emergents. Si, en altres èpoques, aquestes economies eren un factor de risc, ara actuen de suport de l'activitat global, amb uns comptes molt més sòlids i equilibrats que en etapes anteriors. El Brasil, tot i el pes dels interessos del deute extern, n'és un bon exemple, amb un PIB que va créixer el 5,6% interanual en el segon trimestre i que va incrementar així el to del seu cycle expansiu. El consum privat va man-

tenir el to i va créixer el 5,7%. La inversió es va accelerar amb força i va avançar el 13,8% interanual. Per la seva banda, el sector exterior va veure com es revifaven les exportacions, que, després d'un cert alentiment, van renovar el seu ímpetu i es van incrementar el 13,0%, tot i que amb les importacions mantenint taxes de creixement properes al 19%. El consum públic va repuntar, però sempre amb ritmes de creixement inferiors als del sector privat.

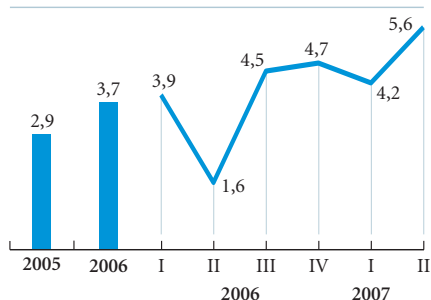
En els últims indicadors d'activitat, la producció industrial de l'agost va mantenir el to amb un avanç del 6,5% interanual, però el més significatiu ha estat que la producció industrial de béns de capital es va incrementar el 21,0%, de manera que es registra el quart trimestre consecutiu de creixement en la zona del 20%, resultat que denota el dinamisme inversor que domina el 2007. La demanda va emular la força de l'oferta, amb unes vendes al detall que, a l'agost, van

El creixement brasiler del 5,6% ja supera l'objectiu governamental del 5%.

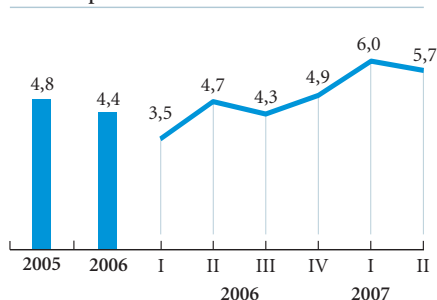
EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

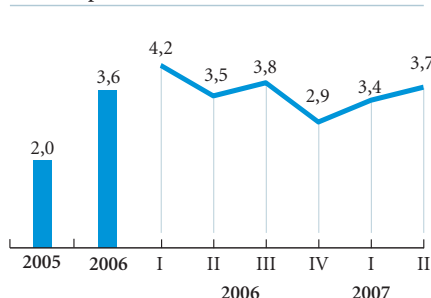
PIB



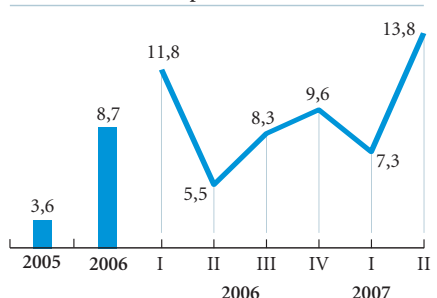
Consum privat



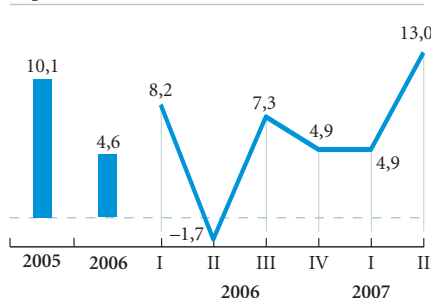
Consum públic



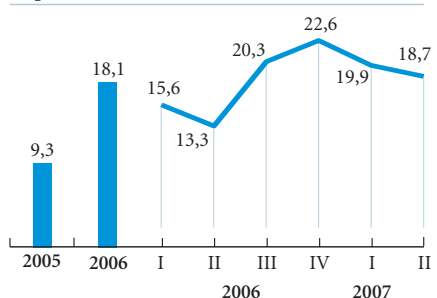
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	2,9	3,7	4,5	4,7	4,2	5,6	–	...	–
Producció industrial	3,1	2,8	2,8	3,2	3,8	5,7	6,9	6,5	...
Taxa d'atur São Paulo (1)	17,0	15,9	16,0	14,3	15,2	15,6	15,0	15,0	...
Preus de consum	6,9	4,2	3,8	3,1	3,0	3,3	3,7	4,2	4,1
Balança comercial (2)	40,8	46,3	42,4	46,3	45,8	47,4	45,1	44,1	43,1
Tipus SELIC del banc central (3)	19,1	15,1	14,4	13,4	12,9	12,3	11,5	11,5	11,3
Rals per dòlar	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9	2,0	1,8

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.

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

(3) Valor del tipus del banc central del Sistema Especial de Liquidação e Custodia (SELIC).

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

La inflació repunta fins al 4,1%, però l'atur continua prop del 15%.

créixer el 9,9% interanual, amb la venda d'automòbils del setembre avançant al 19,8%.

La inflació va mantenir el seu lleuger repunt, i al setembre els preus van créixer el 4,1% interanual, xifra que, atesa la recent acceleració de l'activitat, sembla més aviat moderada. Per bé que l'increment dels preus a l'engròs fins al 6,9% apunta a nous augments en l'índex general, els valors continuen molt per sota de la norma del 2004, quan l'economia avançava amb més lentitud. El tipus de canvi es va continuar apreciant, però sembla que els seus efectes a curt termini són més de control dels preus que de pèrdua de competitivitat, ja que el punt de partida és el d'una divisa barata. El saldo positiu de la balança comercial dels dotze mesos fins al setembre es va reduir lleugerament fins als 43.100 milions de dòlars.

Dins d'aquest context benigne, el dèficit del sector públic dels dotze últims mesos fins a l'agost va baixar fins al 2,1% del PIB, gràcies a un increment de l'estalvi governamental i a una reducció relativa dels interessos del deute. Però la taxa d'atur al districte de São Paulo va continuar

ancorada a l'agost en el 15,0% de la població activa, la qual cosa representa un manteniment en nivells encara massa alts en un país en què els forts nivells de desigualtat econòmica representen un llast a llarg termini.

Argentina continua a tota màquina

L'expansió argentina manté el perfil alt, amb un PIB que, en el segon trimestre de l'any, va créixer el 8,7% interanual. El consum privat, amb avanços similars, i, en especial, la inversió, que va créixer el 13,1%, van continuar essent els principals suports de l'activitat, mentre el sector públic interrompia el seu repunt. Per la seva banda, el sector exterior va estabilitzar els descensos, situació que, atesa la forta demanda interna, és prou important. Així, les exportacions van mantenir el ritme d'avanç i van créixer al 8,1%, tot i que les importacions van continuar avançant a taxes properes al 20%.

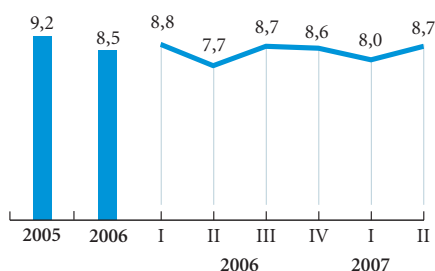
Els indicadors de demanda més recents han continuat corroborant la fortlesa de l'actual cicle expansiu. Les vendes al detall de la regió de Buenos Aires van créixer

L'Argentina creix al 8,7%, gràcies al consum privat i, en especial, a la força de la inversió.

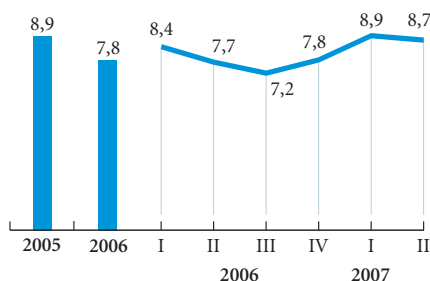
EVOLUCIÓ DEL PIB DE L'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

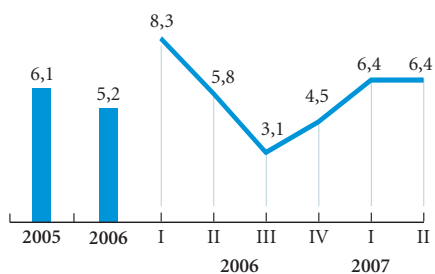
PIB



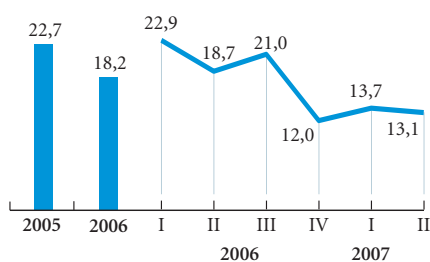
Consum privat



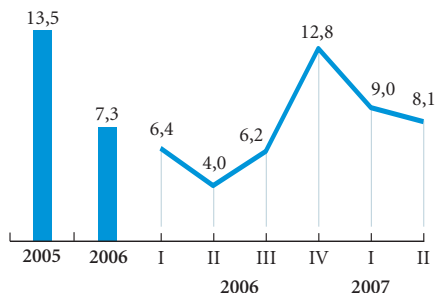
Consum públic



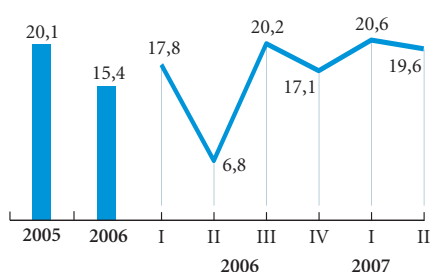
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

xer a l'agost el 26,3% interanual i les vendes en grans magatzems del mateix mes van continuar disparades amb un avanç del 36,3%. La persistència de les pujades ha fet que, en termes reals, descomptant la inflació i prenent la mitjana dels dotze últims mesos, aquest indicador se situï ja el 5% per damunt dels nivells màxims del 1999 previs a la crisi del 2002. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins al setembre es va incrementar el 35%

interanual i es va enfilar fins al 80% del seu màxim històric.

Al costat de l'oferta, les coses no són tan accelerades. La producció industrial es va estancar a l'agost, amb la constant feblesa de l'acer i amb un sector químic reculant sense parar, situació que contrasta amb la força de l'automòbil i de les indústries minerals. Per la seva banda, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció

La demanda continua creixent amb una intensitat notable i molts indicadors superen ja els màxims previs a la crisi del 2002.

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.

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

(3) Valor.

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

La producció industrial s'estanca per la feblesa de l'acer i de la indústria química.

de l'agost es va incrementar el 5,9% inter-anual i el d'activitat industrial va repuntar amb força i va arribar a avanços del 9,8%, que indiquen una recuperació de la indústria en els propers mesos.

La inflació del 8,6% del setembre, alta en comparació amb la resta de la regió, és un risc persistent que, atesos els preus globals de l'alimentació i del petroli, es pot agreujar i pot arribar a perjudicar la competitivitat de les exportacions, tot i que el superàvit comercial continua estable. Els preus alimentaris a l'Argentina es van accelerar fins al 12,3% i els preus a l'engròs ho van fer fins al 13,7%. Per la seva banda, la taxa d'atur del segon trimestre va baixar fins al 8,5% de la població activa, nivell encara elevat no coherent amb els actuals ritmes de creixement.

La inflació persisteix en el 8,6% i els aliments i el petroli no ajuden, mentre que l'atur és del 8,5%.

Primeres matèries: on és el límit?

L'evolució de les primeres matèries ha estat objecte d'abundants titulars en els últims temps. Tot i la volatilitat inherent a aquests mercats, la tendència de fons és d'ascens, tot i que semblava que el moviment s'havia aturat en certs moments del mes d'octubre.

Durant una gran part del mes d'octubre, els mercats de primeres matèries s'han vist dominats per la preocupació que una demanda forta el 2008 no fos capaç de ser satisfeta per una oferta amb abundants colls d'ampolla. A aquesta lectura se li sumaven diferents episodis de caràcter més puntual, com, per esmentar un exemple significatiu, la incertesa geoestratègica que una hipotètica incursió turca a la zona nord d'Iraq ha estat induint. Aquest moviment a l'alça incloïa el petroli (que anotava màxims històrics per damunt

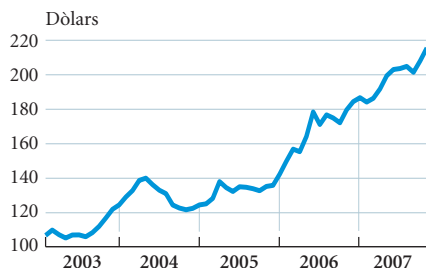
dels 89 dòlars per barril de qualitat *Brent* i dels 92 dòlars per barril de qualitat *West Texas*, els dos per a lliuraments a un mes), però també els metalls (amb l'or a la vora

dels seus màxims en gairebé 30 anys) i les primeres matèries agrícoles (amb el blat en màxims històrics i el cafè en les cotes més altes des del 1999).

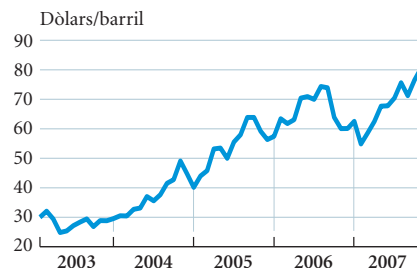
Les primeres matèries continuen el seu rally.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES

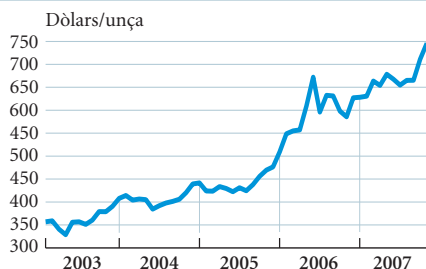
Índex «The Economist»



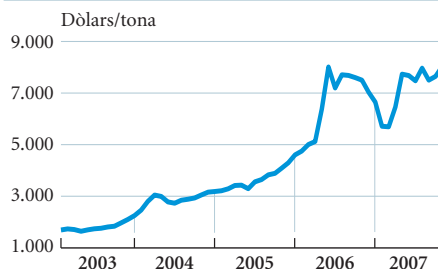
Petrolí Brent



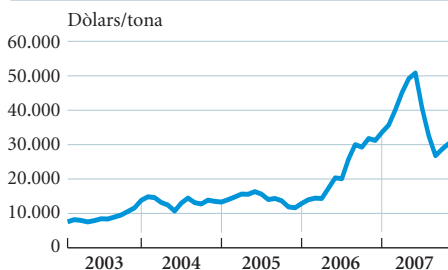
Or



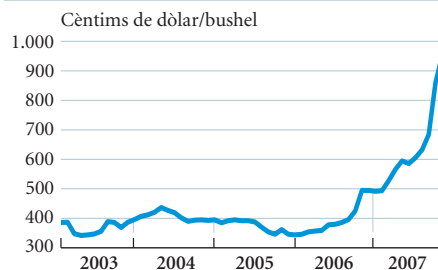
Coure



Níquel



Blat



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

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
Índex «The Economist» en dòlars (*)										
General	3,4	27,5	30,5	33,2	21,8	17,7	15,9	15,2	20,9	20,1
Alimentàries	-1,8	10,8	8,4	20,2	16,5	18,9	23,2	29,0	41,4	35,6
Industrials	9,8	46,1	55,5	46,5	26,9	17,0	10,1	4,4	4,7	7,3
<i>Agrícoles no alimentàries</i>	-2,4	12,4	12,7	2,0	4,5	3,1	2,1	6,0	15,6	21,9
<i>Metalls</i>	16,6	62,0	76,2	66,2	36,2	21,8	12,7	4,0	1,6	3,4
Índex «The Economist» en euros (*)										
	3,3	26,0	25,0	22,7	11,6	9,8	6,9	8,0	11,2	6,7
Petroli (**)										
Dòlars/barril	55,3	66,4	71,0	61,0	58,7	68,7	75,8	71,3	76,7	82,2
Taxa de variació	45,5	20,1	14,3	5,6	-6,7	-2,6	1,7	-3,6	19,8	36,6
Or										
Dòlars/unça	445,3	604,4	621,7	614,2	649,6	667,8	665,9	666,1	712,3	754,6
Taxa de variació	8,7	35,7	41,3	26,4	17,2	6,4	5,2	5,4	19,0	28,7

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.

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

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

Quins són els efectes de la política fiscal?

Una de les preguntes clàssiques en economia, i en especial des de la Gran Depressió de 1929, és quin hauria de ser el paper de la política fiscal per tractar d'estabilitzar el cycle econòmic. Els principals instruments als quals té accés l'autoritat fiscal d'un país són dos: la despesa pública en què incorre i els impostos que recapta per finançar la seva activitat econòmica. En aquest requadre examinem quina de les dues eines és més efectiva per augmentar el creixement d'un país i estabilitzar el cycle econòmic. Com es veurà, és difícil trobar un consens a nivell teòric i empíric sobre quina eina cal utilitzar.

Imaginem una economia que creix anualment a una taxa del 3%. De sobte, per qualsevol motiu, el ritme de creixement s'alenteix. Què hauria de fer el govern? Keynes ho tindria clar: un augment de la despesa pública estimula l'economia mitjançant el que es coneix com a *efecte multiplicador*. Quan el govern incrementa la despesa pública, creix l'ocupació, sigui directament, contractant més treballadors, o indirectament, comprant o subcontractant proveïdors. Aquesta ocupació addicional provoca un impuls addicional de la demanda, que, al seu torn, crea més ocupació. El resultat final és que un euro addicional de despesa pública fa créixer el Producte Interior Brut (PIB) en més d'un euro. No obstant això, un increment de la despesa pública també pot tenir efectes negatius sobre el creixement, de manera que és possible que, a la pràctica, el multiplicador sigui menor o, fins i tot, negatiu. Un increment de la despesa sol anar associat a un increment del deute del govern i dels tipus d'interès a llarg termini, de manera que es redueix la inversió privada. A més a més, els increments de la despesa pública redueixen la demanda privada si el govern ofereix béns i serveis públics que substitueixen el consum privat. Finalment, si s'incrementa la despesa pública, els agents privats poden anticipar que

hauran de pagar més impostos en el futur, i això els pot dur a incrementar l'estalvi i a reduir el consum privat en el present.

Per aquest motiu els economistes menys keynesians també ho tenen clar i proposen polítiques fiscals d'oferta per estimular el creixement. Aquestes polítiques comporten una reducció d'impostos, que millora les decisions d'oferta laboral i d'estalvi de les llars. Per tant, es posen més factors de producció de capital i treball a disposició de l'economia i s'augmenta la producció. A més a més, una davallada dels impostos augmenta la capacitat de despesa del sector privat. Una tercera via és proposar que el govern hauria d'actuar només a través dels anomenats *estabilitzadors automàtics* de l'economia: per exemple, si un país es troba a la part baixa del cicle econòmic, és probable que augmenti la taxa d'atur i que, per tant, disminueixin els ingressos (per menors cotitzacions socials i recaptació de l'Impost sobre la Renda de les Persones Físiques) i augmenti la despesa (per exemple, els subsidis d'atur). És a dir, s'incorre en un dèficit automàtic que suavitza el cicle econòmic.

Tant els partidaris de les polítiques d'oferta com de demanda solen argumentar que es paguen soles: en estimular el creixement, s'augmenta la recaptació impositiva i es tanca el dèficit amb facilitat. Sembla que el problema més gran amb l'enfocament keynesià és que, a la pràctica, els augments de la despesa pública de caràcter transitori es converteixen en permanents. D'altra banda, se sol reconèixer que les polítiques d'oferta tendeixen a augmentar la desigualtat social.

Per saber quin és l'efecte agregat dels impulsos fiscals, és important quantificar tots aquests canals, que operen en diferents direccions. Quan ens movem al terreny empíric, els resultats varien molt en funció de la metodologia utilitzada, ja que hi ha diversos problemes associats al mesurament de l'impuls fiscal. El primer és la seqüència temporal d'un impuls fiscal. Per exemple, no és el mateix un increment de la despesa pública que vagi acompanyat simultàniament d'un increment dels impostos que un increment de la despesa que es produeix avui, es finança mitjançant l'emissió de deute i es deixa per al futur l'increment dels impostos. És a dir, no és el mateix un increment de la despesa mantenint el dèficit fiscal constant que un increment de la despesa augmentant el dèficit i el deute del govern. El segon problema és que és difícil distingir els increments purs de despesa pública dels derivats dels anomenats estabilitzadors automàtics. Un tercer problema és el mesurament de l'efecte de les diferents categories de despesa pública, ja que no té el mateix efecte la despesa corrent que la inversió, i, en el cas dels Estats Units, la despesa destinada a finalitats militars que la despesa civil, per exemple.

A la taula següent presentem els efectes, estimats per diversos economistes, d'incrementar la despesa pública o de disminuir els impostos. Segons l'estudi de Henry *et al.* (2004), l'efecte multiplicador és sempre més alt per a un increment de la despesa pública que en el cas d'una reducció d'impostos: incrementar la despesa és més efectiu. Un multiplicador superior a u significa que, per cada euro invertit en despesa pública, el PIB augmenta en més d'un euro. En termes quantitius, es pot observar que és als Estats Units on la política fiscal té un efecte més fort. Al Regne Unit té un efecte més feble i a Espanya ocupa un lloc intermedi. D'altra banda, l'estudi de Mountford i Uhlig (2005), que utilitza dades dels Estats Units, obté resultats molt diferents i suggereix que l'eina més poderosa de política fiscal és la reducció d'impostos, mentre que l'augment de la despesa amb prou feines té efectes, i, a més a més, aquests efectes es tornen negatius a molt llarg termini (no s'inclouen a la taula). Tot plegat és coherent amb l'estudi realitzat pels catedràtics de la Universitat de Berkeley David i Christina Romer, que suggereix que una davallada dels impostos que redueixi la recaptació en un punt percentual del PIB augmenta el PIB en tres punts percentuals.⁽¹⁾ Amb aquesta àgil resposta del PIB, una davallada dels impostos es finança ella mateixa, ja que, en augmentar el PIB en el futur, augmenta la recaptació.

(1) Vegeu C. Romer i D. Romer, «The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks,» Document de Treball de l'NBER, núm. 13264, Cambridge, Massachusetts, Estats Units.

En resum, el debat sobre quina eina fiscal cal utilitzar per augmentar el creixement i per estabilitzar el cicle no està tancat. Hi ha diversos efectes que cal tenir en compte quan el govern augmenta la despesa o disminueix els impostos, amb resultats finals diferents. Les diferències entre països possiblement reflecteixin condicions diverses. Per exemple, no és el mateix augmentar el dèficit quan el nivell de deute és baix que quan és excessivament elevat, ja que, en el segon cas, l'increment del tipus d'interès serà més gran i deprimirà la demanda privada. De la mateixa manera, no té el mateix efecte augmentar els impostos quan són baixos que quan la taxa mitjana impositiva de l'economia ja és elevada i té un important efecte de distorsió. Per tot plegat, cal examinar amb cautela les condicions de cada país (per exemple, el nivell de deute sobre el PIB, la distribució de la renda i les diferents elasticitats de l'economia) a l'hora de decidir quin instrument és el més efectiu.

ELS EFECTES DE LA POLÍTICA FISCAL: L'EVIDÈNCIA NO ÉS CLARA

Estudi	País	Multiplicador			
		Despesa		Impostos	
		Efecte	Horitzó	Efecte	Horitzó
Henry, Hernández de Cos i Momigliano (2004)	Alemanya	1,2	1 any	0,6	1 any
		1,2	2 anys	0,9	2 anys
	Zona de l'Euro	1,1	1 any	0,3	1 any
		1,6	2 anys	0,6	2 anys
	Regne Unit	0,8	1 any	0,2	1 any
		0,5	2 anys	0,3	2 anys
	Estats Units	1,9	1 any	1,0	1 any
		2,2	2 anys	1,4	2 anys
Espanya	1,2	1 any	0,5	1 any	
	1,5	2 anys	1,0	2 anys	
Mountford i Uhlig (2005)	Estats Units	0,4	1 any	0,2	1 any
		0,2	3 anys	3,2	3 anys
De Castro i Hernández de Cos (2006)	Espanya	1,3	1 any	–	–
		1,0	3 anys	–	–

NOTA: Els efectes estan normalitzats perquè puguin ser comparats. La columna «Despesa» fa referència a un increment de la despesa pública de l'1% del PIB. La columna «Impostos» fa referència a la reducció d'impostos que provoqui una caiguda inicial de la recaptació equivalent a l'1 del PIB.

Zona de l'euro: boira a l'horitzó

A vegades es critica que l'anàlisi de conjuntura presenti el defecte del que, en termes col·loquials, s'anomena «conduir mirant pel retrovisor». És a dir, que, atès que les dades es van coneixent amb un cert retard, el diagnòstic peca de falta d'actualitat. Aquesta tessitura no és alarmant quan no hi ha gaire trànsit a la carretera, és a dir, quan no hi ha a prop una inflexió del cicle, però és més preocupant si la incertesa creix, com en la situació actual. En el moment present, la principal preocupació és saber si els efectes de la crisi de les hipoteques *subprime* –i de l'ajustament de la construcció i l'immobiliari nord-americans, per extensió– afectaran de forma intensa l'economia de la zona de l'euro. Per aquest motiu, tot se-

guit es combinaran les dues visions, l'actual, que emana de les últimes dades, i una anàlisi de caràcter més prospectiu.

Per tant, què ens diu «el retrovisor»? Les dades del tercer trimestre del 2007 confirmen el diagnòstic que l'activitat en aquest període es recupera de l'ensopada relativa del segon trimestre, però sense abandonar la via de la desacceleració econòmica. Així, l'alentiment del segon trimestre, provocat per un comportament pitjor de l'esperat de la inversió (en especial en construcció) i per l'estancament del consum, anirà seguit d'una certa recomposició de l'activitat.

En termes generals, els indicadors de consum mantenen una tònica de feblesa, però, en canvi, la inversió ha remuntat el

Les dades actuals de la zona de l'euro confirmen que, tot i que la desacceleració prossegueix, la seva intensitat és moderada.

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	Setembre
PIB	1,6	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5	–	...	–
Vendes al detall	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	1,5	1,0	...
Confiança del consumidor (*)	–14	–9,0	–8	–7	–5	–2	–2	–4	–5
Producció industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	3,9	2,7	3,9	4,4	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	109,9	107,1
Taxa d'atur (**)	8,6	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	6,9	...
Preus de consum	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1
Balança comercial (***)	42,1	–10,4	–21,6	–13,1	–0,9	15,6	25,9	32,5	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,4	3,1	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3	4,7
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.

El consum continua en una fase de certa apatia, però la inversió es pot estar revifant.

vol. Així, la xifra de les vendes al detall del mes d'agost (avanç de l'1,0% interanual) amb prou feines és millor que la mitjana del segon trimestre. Addicionalment, la confiança del consumidor ha cedit un parell de punts en el tercer trimestre. Tot i que el manteniment de la taxa d'atur en el 6,9% a l'agost podria ajudar a millorar el to de la despesa de les famílies, la inflació, que s'ha accelerat fins al 2,1% interanual al setembre, des de l'1,7% de l'agost, podria actuar en contra. Atès que el tensionament de la inflació és degut exclusivament al component energètic i que, vista la situació dels preus del petroli, aquesta rúbrica es continuarà accelerant en els propers mesos, la pèrdua de capacitat adquisitiva en termes reals del consumidor continuarà.

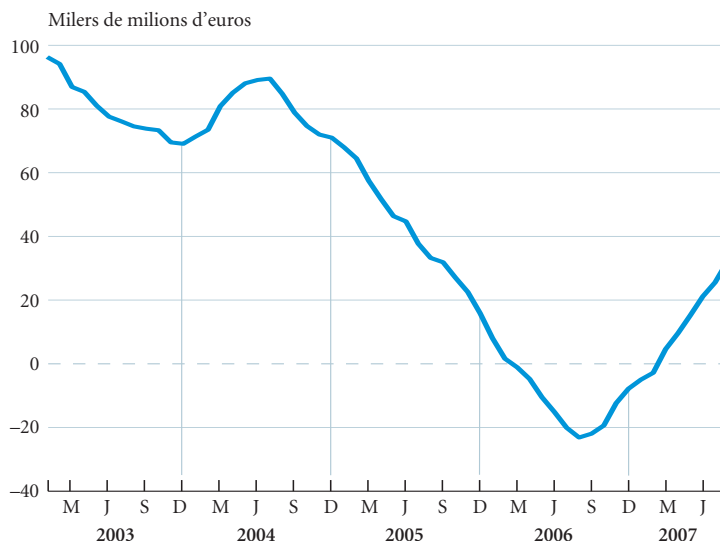
Davant d'aquesta tessitura complicada del consum, un indicador clau de la formació bruta de capital fix, el component de béns d'inversió de la producció industrial, va saltar al juliol i a l'agost a la zona de creixement interanual del 7% i va ba-

tre el 4,7% de la mitjana del segon trimestre. Des de la perspectiva de l'oferta, el més destacable és que la producció industrial va créixer a l'agost el 4,4% interanual i va sumar un ascens de dos punts percentuals en relació amb el juny, un moviment a l'alça no esperat.

L'últim focus d'atenció és el sector exterior. El seu paper fins a la data com a suport de l'activitat ha estat important. Per això preocupa la forta apreciació de l'euro, que, en termes de canvi efectiu nominal, s'ha revalorat el 2,2% interanual fins a l'agost. Tot i aquesta pèrdua de competitivitat internacional, les exportacions de la zona de l'euro continuen exhibint un dinamisme notable. A l'agost, les vendes a l'exterior van créixer el 13% interanual, excel·lent registre que consolida el ritme de creixement dels mesos precedents. El dinamisme més moderat de les importacions permet, al seu torn, que el superàvit comercial es continuï ampliant i se situï, a l'agost, en els 32.500 milions d'euros en l'acumulat de dotze mesos. Un any enre-

EL SECTOR EXTERIOR DÓNA SUPORT A L'EXPANSIÓ DE L'ECONOMIA DE LA ZONA DE L'EURO

Balança comercial, saldo acumulat de 12 mesos



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

re, la situació era de dèficit comercial per valor de 21.900 milions d'euros.

Aquest és el panorama present, però què ens espera més endavant? Per passar de les dades actuals al futur proper disposem de diverses vies. La primera, conèixer el que pensen els analistes, inclosos els organismes internacionals. En aquest sentit, tant l'últim informe de Perspectives Econòmiques del Fons Monetari Internacional (FMI) com la previsió de creixement trimestral de la Comissió Europea apunten a una segona meitat del 2007 i a un inici del 2008 en suau desacceleració. El Fons, per exemple, apunta que enguany la zona de l'euro creixerà el 2,5% i que el 2008 ho farà el 2,1%.

Un segon exercici que ofereix pistes sobre el futur és la comparació de l'actual episodi de turbulències financeres amb altres episodis similars. En l'informe de l'FMI comentat més amunt, es realitza una anàlisi d'aquest tipus. Els resultats palesen que l'impacte en termes de creixement

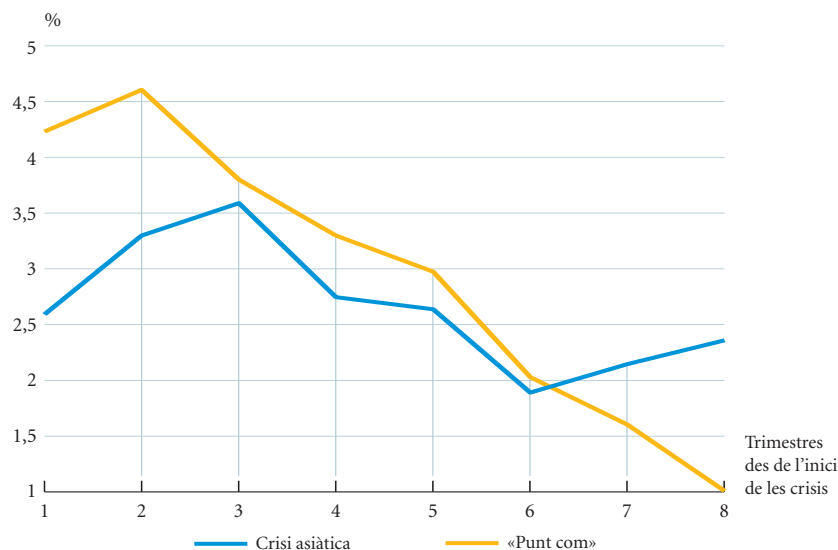
—via moderació d'inversió i consum— pot ser relativament baix. Comparant quatre crisis anteriors (el crac del 1987, la crisi russa del 1998, la bombolla tecnològica del 2000 i la crisi de l'11 de setembre del 2001), es constata que només l'esclat de les «punt com» del 2000 va afectar sensiblement l'activitat als Estats Units i a la resta de països industrialitzats. El tipus de crisi va ser una desacceleració ràpida i de certa magnitud del creixement seguida d'un rebot també ràpid.

Finalment, la tercera opció habitual és simular el *xoc* en un model macroeconòmic. La Comissió Europea va realitzar recentment una simulació de l'efecte d'un «aterratge brusc» dels Estats Units sobre la zona de l'euro. Els quatre canals pels quals una desacceleració dels Estats Units impacta en Europa són: el menor dinamisme exportador, el descens dels beneficis empresarials de les multinacionals europees amb activitat als Estats Units, la dilució de l'«efecte riquesa» per l'ajustament borsari i la caiguda de la confiança

El futur preocupa, però l'experiència permet pensar que el daltabaix econòmic és poc probable.

CREIXEMENT DE LA ZONA DE L'EURO, DESPRÉS DE DUES CRISIS FINANCERES

Creixement interanual del PIB de la zona de l'euro durant els dos anys posteriors a l'esclat de les crisis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

Alemanya gaudeix d'una situació econòmica positiva.

dels empresaris i dels consumidors. En definitiva, i suposant que els Estats Units creixin de l'ordre d'un punt percentual menys el 2008, a causa de la crisi financera, la zona de l'euro creixeria aproximadament mig punt menys. Cal destacar que l'exercici de la Comissió no analitzava específicament la crisi hipotecària, sinó un alentiment genèric. Significativament, però, la revisió del mateix Fons de les seves perspectives del juliol del 2007 anota un descens de les previsions per al 2008 de 0,9 punts percentuals per als Estats Units i de 0,4 punts percentuals per a Europa. En definitiva, amb el millor coneixement disponible, l'horitzó futur per a Europa és d'un ajustament que, tot i que relativament moderat, no serà insignificant.

La millora de la inversió en equipament i de l'activitat industrial, trets destacats del tercer trimestre.

Alemanya: tardor tranquil·la, borrasca en primavera?

La tardor ha començat de forma tranquil·la a Alemanya. Amb unes tempera-

tures suaus, el clima sembla una metàfora de l'economia. Perquè actualment Alemanya també gaudeix d'un moment econòmic benigne. Tot i que les dades fan referència al final de l'estiu (igualmente suau des del punt de vista meteorològic), l'únic punt feble apreciable de la conjuntura germànica és el consum, que no acaba d'arrencar. Així, la caiguda del 2,0% interanual de les vendes al detall, seguida d'un descens proper als tres punts de la confiança del consumidor, ens recorda que la despesa de les llars no s'acaba de recuperar.

En canvi, la tendència alcista del component de béns d'equipament de la producció industrial fins a l'agost permet pensar que la inversió en equipament s'està recuperant (aquest no és el cas de la construcció, la qual, pel que sembla, continua flaquejant). Pel que fa a la demanda externa, el bon moment exportador es manté. A l'agost, les exportacions van créixer el 12,5% interanual, la qual cosa, combinada amb un menor dinamisme

LA INVERSIÓ EN EQUIPAMENT REMUNTA EL VOL A ALEMANYA

Variació interanual de la mitjana mòbil de 3 mesos del component de béns d'equipament de la producció industrial



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

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	Setembre
PIB	1,0	3,1	3,2	3,9	3,6	2,5	–	...	–
Vendes al detall	1,4	6,1	5,5	6,5	–1,0	–1,9	–0,9	–2,0	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,2	4,6	5,2	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,3	107,0	107,5	108,0	106,4	105,8	104,2
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8
Preus de consum	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,4
Balança comercial (***)	156,3	153,1	148,3	158,1	168,4	179,8	188,1	191,4	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

de les importacions (avanç interanual del 9,7%), va facilitar que el superàvit comercial germànic arribés als 191.400 milions d'euros en saldo acumulat de dotze mesos.

Les bones dades es repeteixen en l'àmbit de l'oferta. La producció industrial va repuntar a l'agost, fins al 5,2% interanual, un moviment a l'alça inesperat. Tot i que tant l'indicador IFO d'activitat empresarial (caiguda fins als 103,9 punts a l'octubre) com les comandes industrials (desacceleració de dos punts percentuals a l'agost, fins al 5,1% interanual) suggereixen que l'activitat industrial moderarà els seus registres en els propers mesos, es tracta, indubtablement, d'un registre positiu.

Pel que fa a altres equilibris bàsics de l'economia, cal destacar que la inflació germànica no ha defugit l'efecte del petroli en màxims històrics. L'índex de preus de consum (IPC) es va situar al setembre en el 2,4% interanual (2,0% a l'agost), arran, sobretot, de l'aportació de l'energia. Aquest moviment alcista el van replicar altres preus significatius, com els de producció. La taxa d'atur, per la seva banda,

es va reduir en una dècima al setembre i es va situar en el 8,8% de la població activa.

Tots aquests indicadors ens recorden que la bonança econòmica continua. La qüestió és fins quan. En aquest sentit, el govern ha rebaixat la previsió de creixement per al 2008 al 2,0% (fins ara considerava que era del 2,4%). Del nou quadre macroeconòmic es desprèn que aquest ajustament és degut, d'alguna manera, a les conseqüències del temporal financer de les hipoteques *subprime*.

França: nus supergordà

A diferència d'Alexandre el Gran i el nus gordià, el govern gal difícilment podrà optar per un únic cop d'espasa a l'hora de solucionar tots els problemes econòmics. Al front estructural, un intent de reforma parcial de les pensions ha topat amb una àmplia vaga del transport col·lectiu. Al conjuntural, la bonança europea passa especialment de llarg per a França. La solució de l'executiu francès ha estat apostar per l'expansió fiscal en uns pressupostos que tracten de garantir un creixement su-

El govern rebaixa les previsions de creixement per al 2008.

El pressupost francès per al 2008 és globalment expansiu i prioritza el revifament d'una economia en hores baixes.

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	Setembre
PIB	1,7	2,2	2,1	2,1	1,9	1,3	–	...	–
Consum de les llars	3,2	2,7	2,8	2,8	3,5	2,7	4,4	3,6	...
Producció industrial	0,2	0,9	0,5	0,6	1,0	0,4	3,3	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	1,5
Balança comercial (**)	–1,3	–2,2	–2,3	–2,3	–2,3	–2,5	–2,6	–2,6	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

El dinamisme del consum continua essent insuficient per reactivar l'activitat.

perior al 2% per al 2008. Tot i que és cert que la despesa corrent es conté, la rebaixa fiscal aprovada l'estiu passat compensa amb escreix aquest esforç. Per això, l'ajustament fiscal en termes de dèficit públic és mínim, ja que es passarà d'un desequilibri del 2,4% del producte interior brut (PIB) el 2007 a un del 2,3% el 2008.

La necessitat d'impulsar l'activitat no és desassenyada si es té compte l'evolució ranquejant del segon i del tercer trimestres. Així, i cenyint-nos als últims indicadors, el consum no té força, la producció industrial es frena i la millora del sector exterior és moderada. Per bé que la primera d'aquestes tendències no és substancialment diferent de l'experimentada en altres grans economies de la zona de l'euro, la conjuntura gal·la sí s'allunya del patró europeu en els altres dos fronts.

Concretament, el puntal tradicional dels últims exercicis, el consum de les llars, combina una recuperació puntual fins a l'agost amb un notable deteriorament de la confiança dels consumidors fins al setembre. Considerats de forma conjunta, els dos indicadors confirmen que el paper motor d'aquesta variable pot ser limitat en un futur pròxim. Per la seva banda, el principal indicador d'oferta, la producció

industrial, va créixer a l'agost el 2,6% interanual. Tot i que no és un mal registre, tenint en compte els magres resultats de gran part del 2007, representa una certa desacceleració en relació amb el 3,3% del juliol. Finalment, el progrés de les exportacions (creixen de l'ordre del 6% interanual al juliol i a l'agost) és compensat per l'embranchada importadora, de manera que el dèficit comercial continua sense reduir-se en els últims mesos.

En aquesta tessitura, l'escassetat de tensions inflacionistes (l'IPC va créixer l'1,5% interanual al setembre) i la remissió de l'atur (en el 8,0% al juliol) representen un cert alleujament per a un panorama econòmic insospitadament ombrívol atès el context d'expansió econòmica europea.

Itàlia: finances públiques en discussió

Estira i arronsa sobre el dèficit públic. El ministre d'economia Tommaso Padoa-Schioppa considera que, amb el projecte de pressupost del 2008 a la mà –que situa el dèficit públic en el 2,2% del PIB–, es pot afirmar que la millora és apreciable, ja que es redueix el 2,4% previst per al 2007. Però Mario Draghi, el governador

A Itàlia, enfrontament entre el govern i el Banc d'Itàlia per culpa de l'esforç de consolidació fiscal.

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				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	0,2	1,9	1,6	2,8	2,3	1,8	–	...	–
Vendes al detall	0,4	1,2	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	...	...
Producció industrial	–0,8	2,6	1,6	3,7	1,2	0,6	0,7	1,4	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	6,6	6,4	6,2	6,0	...	–	...
Preus de consum	1,9	2,1	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7
Balança comercial (**)	8,2	7,0	7,8	10,8	15,7	13,2	–12,7	–11,6	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

del Banc d'Itàlia, discrepa, ja que considera que la velocitat de l'ajustament és insuficient i la seva composició, errònia. Al seu últim Butlletí Mensual, el Banc d'Itàlia considerava que la falta de contenció de la despesa corrent és el problema de les finances públiques transalpines. En el fons, probablement, la conjuntura italiana, amb un ritme d'activitat escàs i uns equilibris polítics delicats, no dona per a més ambició.

Les dades actuals avalen aquest diagnòstic. Des de la perspectiva de la demanda, el creixement del 0,1% interanual de les vendes al detall (sense canvis en relació amb la mitjana del segon trimestre) i el manteniment de la confiança del consumidor en el nivell dels 19 punts negatius fins al setembre confirmen que la despesa de les famílies continua feble. Per la seva banda, l'evolució dels indicadors d'oferta amb prou feines és millor. La producció industrial va remuntar fins a l'1,4% interanual a l'agost (0,7% al juliol), gràcies al millor to exportador, però la consolidació de la tendència és lluny de poder ser considerada com una realitat.

Certament, la inflació es comporta de manera satisfactòria, ja que l'acceleració del setembre, fins a l'1,7% interanual, és

moderada en comparació amb la d'altres països europeus. I també cal destacar, com a factor positiu, que la taxa d'atur es va situar en el 6,0% en el segon trimestre, el millor registre en els quinze anys que fa que es compila l'estadística. Però, si calgués destacar un tret principal, seria la progressiva desacceleració de l'activitat, que té el seu millor reflex en el fet que l'indicador de sentiment econòmic que aproxima el to general de l'activitat econòmica ha reculat quatre punts en el tercer trimestre.

Regne Unit: sorpresa positiva en el creixement

Tot d'un plegat les especulacions sobre l'abast de la desacceleració econòmica al Regne Unit s'han esvaït. Senzillament, no existeix. En el tercer trimestre, quan s'esperava un cert alentiment, el creixement del PIB va sorprendre amb un creixement del 3,3% interanual i va batre el prou vigorós 3,1% del segon trimestre. Tot i que no es disposa de detall per components, els indicadors permeten vaticinar que el consum de les llars ha estat, una vegada més, el motor de l'expansió britànica.

La via de desacceleració continuarà en els propers mesos.

El creixement britànic en el tercer trimestre, del 3,3% interanual, sorprèn per la seva fortalesa.

La despesa de les llars es converteix en el bastió de l'expansió econòmica del Regne Unit.

Així, el sorprenent vigor de les vendes al detall (van créixer el 6,2% interanual al setembre i el 5,1% en el conjunt del tercer trimestre i van batre el 3,9% del segon trimestre) demostra que el consum continua tirant. El repunt de les matriculacions d'automòbils en el tercer trimestre confirma que l'hipotètic tensionament del crèdit encara no es nota a les butxaques dels consumidors. Tot i que el futur és més incert, alguns analistes esperen que la millora dels salaris compensi l'enduriment del crèdit.

La resta d'indicadors mensuals confirmen un escenari de notable activitat econòmica. En particular, l'indicador de sentiment econòmic s'ha mantingut durant dos mesos consecutius –agost i setembre– a l'al-

ça, sobretot per la millora experimentada pel component de serveis. La indústria mostra una tònica menys expansiva (el seu creixement va ser, només, del 0,7% interanual a l'agost), però, fins i tot en aquest front, els indicadors avançats, com les comandes industrials, apunten a una certa millora.

Especialment favorable és l'evolució dels preus i de la taxa d'atur. Amb la imatge de màxims anuals superiors al 3% encara ben presents, l'IPC es va situar al setembre en un moderat 1,7% interanual i va consolidar el registre de l'agost. Igualment positiva és la tònica de la taxa d'atur, que va repetir al setembre en el 2,6% de la població activa, en zona de mínims històrics.

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	Setembre
PIB	1,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,1	–	3,3	–
Vendes al detall	1,9	3,0	3,5	3,6	4,3	3,9	4,2	4,8	6,2
Producció industrial	–2,0	0,0	0,5	0,9	–0,1	0,7	0,9	0,7	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
Preus de consum	2,0	2,3	2,4	2,7	2,9	2,6	1,9	1,7	1,7
Balança comercial (**)	–64,9	–74,1	–75,3	–77,0	–78,1	–80,0	–81,7	–81,9	–75,4
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,1	4,8	5,1	5,3	5,6	6,0	6,0	6,7
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.

Cinc lliçons d'una dècada de consolidació fiscal a Europa

El 1995, quan la transició cap a la Unió Econòmica i Monetària anava prenent carta de naturalesa, la preocupació envaïa els ciutadans alemanys. Substituirien el seu preuat *Deutschemark*, bastió de l'estabilitat macroeconòmica, pel nonat euro, una moneda per ser compartida amb països amb un dubtós historial de rigor pressupostari, com els de l'anomenat «Club Med» (Itàlia, Espanya, Portugal i Grècia)? Theo Waigel, al novembre d'aquell any, impulsava el que poc després seria el Pacte d'Estabilitat i Creixement, és a dir, un compromís que reforçava la lluita contra el dèficit públic que ja figurava al Tractat de Maastricht. L'objectiu del Pacte era assolir l'equilibri pressupostari a mitjà termini, i els països que no el complien corrien el risc de ser sancionats. Poc després d'una dècada, s'han demostrat fundats els temors germànics? Han exhibit una preocupant tendència al descontrol fiscal els països del «Club Med»? Podem extreure algunes conclusions sobre com consolidar fiscalment amb èxit? Reflexionant sobre aquestes qüestions, derivem cinc lliçons rellevants.

1. El rigor pressupostari no és exclusiu del Nord

Entre els anys 1996 i 2006, els països que van oferir el millor resultat en termes d'ajustament fiscal van ser els nòrdics (Finlàndia, Dinamarca i Suècia) i els mediterranis (Espanya i Grècia, tot i que aquest últim país encara està en números vermells). Tots ells han millorat el saldo públic en l'equivalent a cinc punts percentuals del producte interior brut (PIB) o més. Alemanya, en canvi, només exhibeix una consolidació fiscal d'1,6 punts percentuals en termes de PIB. Certament, Itàlia i Portugal se situen al grup de cinc estats de la Unió Europea (UE) amb un dèficit superior al 3% del PIB el 2006. En justa valoració, però, cal destacar que l'experiència espanyola contradiu força les presumpcions de Waigel. Espanya ha millorat en 6,7 punts percentuals del PIB el saldo pressupostari en el període 1996-2006 i s'ha situat en aquest últim any en un superàvit de l'1,8% del PIB. Si a això sumem el fet que Alemanya va estar a un pas de ser considerada en situació de dèficit excessiu el 2002, la ironia està servida.

2. El sospitós habitual (el cicle) és innocent

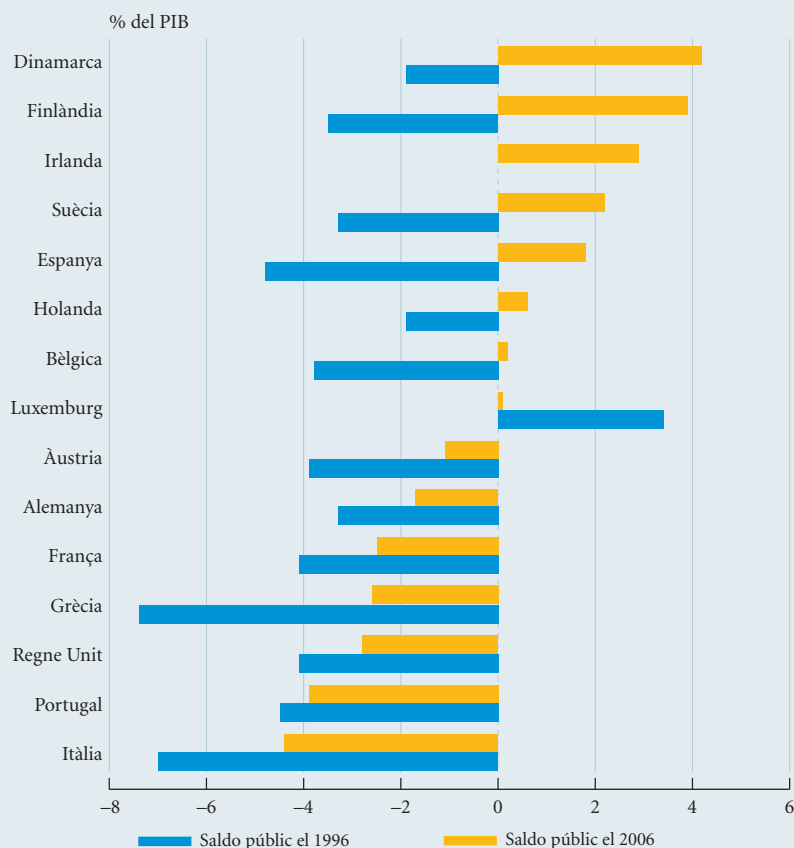
El recurs habitual per justificar els magres resultats de les grans economies en termes de consolidació pressupostària és esgrimir que el seu cicle econòmic ha estat sensiblement contrari a l'ajustament. Doncs bé, les dades es continuen mostrant poc inclinades a avalar aquesta justificació. Si es descompta l'efecte del cicle, exercici que realitza la Comissió Europea, el saldo públic resultant (anomenat habitualment estructural) s'ha reduït amb força a cinc països: Dinamarca, Finlàndia, Espanya, Suècia i Bèlgica. És a dir, que són gairebé coincidents amb els estats que més esforç de consolidació han fet.

3. Com més malament, millor

La posició de partida, en termes de dèficit o de superàvit públic, pesa. Així, els països que el 1996 se situaven en pitjor situació relativa han tendit, en general, a registrar les reduccions més importants dels desequilibris. Aquest resultat confirma la intuïció, també ratificada a la literatura econòmica, que la situació pressupostària ha d'arribar a un punt de certa gravetat abans que l'esforç polític que s'ha d'invertir en impulsar un ajustament fiscal quedi justificat.

LA CONSOLIDACIÓ FISCAL AVANÇA A EUROPA

Saldo públic als països de la Unió Europea-15



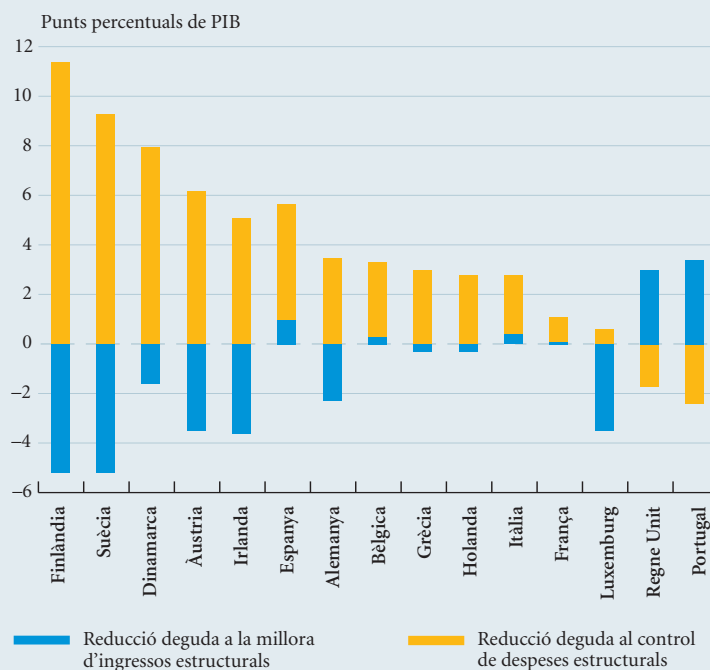
FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

4. Recepta d'èxit: controlar la despesa

La composició de l'ajustament és una variable fonamental per explicar els millors resultats en el camp de la consolidació fiscal. De forma genèrica, es pot considerar que hi ha tres grans alternatives per reduir el dèficit públic: controlar les despeses, augmentar els ingressos o una combinació de les dues estratègies. Si ens centrem en el dèficit estructural –per valorar directament la variable que és en mans dels governants–, es confirma que l'estratègia dominant inclou, sobretot, el control de les despeses (vegeu el següent gràfic). Dels 23 països de la Unió Europea que han millorat el saldo estructural en l'última dècada, només quatre –Malta, Xipre, Portugal i el Regne Unit– han optat per utilitzar la via de l'augment dels ingressos. Vuit països, inclòs Espanya, han prioritzat la contenció de la despesa com a via de consolidació fiscal. Finalment, els 11 restants han combinat les dues estratègies.

EL CONTROL DE LES DESPESES PREDOMINA EN LES CONSOLIDACIONS FISCALS MÉS IMPORTANTS

Variació del saldo estructural entre 1996 i 2006 i aportació d'ingressos i despeses a aquesta variació (*)



NOTA: (*) Un signe positiu indica que la variació de l'ingrés o de la despesa ha contribuït positivament a millorar el saldo estructural. En canvi, un signe negatiu indica una contribució negativa a la millora del saldo estructural.

FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

5. Com fer-ho? Vegeu Espanya

El cas d'Espanya il·lustra com es pot concretar una estratègia de control de la despesa. Tot i que les dades disponibles no permeten referir-se a la millora estructural, paga la pena analitzar la composició de l'ajustament espanyol. Així, la millora del saldo públic ha estat deguda en un 72% a la reducció de la despesa i en un 28% a l'augment dels ingressos. Una part important de la disminució de la despesa ha estat deguda a la reducció dels interessos pagats del deute públic, un resultat que ha rebut el suport de l'efecte de la reducció del tipus d'interès derivat del procés de convergència nominal de la transició cap a l'euro. La segona partida d'ajustament han estat les transferències corrents, en especial la disminució dels pagaments per atur i altres prestacions socials. De manera significativa, l'única partida de despesa que augmenta de forma apreciable durant el període 1996-2006 és la inversió pública. Pel que fa als ingressos fiscals, el seu augment s'ha fet de forma gairebé exclusiva mitjançant un increment dels ingressos per fiscalitat directa i indirecta, mentre que les contribucions socials rebudes s'han mantingut estables durant el període.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Els bancs centrals davant una disjuntiva

El 9 d'octubre, la Reserva Federal (Fed) va publicar l'acta de la reunió celebrada el 18 de setembre, en què es va prendre la decisió d'abaixar el tipus d'interès de referència del 5,25% al 4,75%. L'acta reflecteix que es va dedicar una bona part de la reunió a reflexionar sobre l'efecte de la crisi *subprime* sobre el creixement. Els membres de la Fed van arribar a dues conclusions importants: 1) les tensions inflacionistes als Estats Units s'han moderat i no representen un problema a mitjà termini, i 2) el risc per a l'escenari de creixement s'ha incrementat i ha passat al punt central del radar de seguiment econòmic dels banquers centrals dels Estats Units.

En canvi, el governador del Banc Central Europeu (BCE), després de la reunió oficial del 4 d'octubre, va llegir el comentari habitual i va insistir en els riscos inflacionistes. Al BCE se li va presentar una disjuntiva important. D'una banda, a causa de la crisi d'iliquiditat del mercat interbancari, provocada per la crisi hipotecària *subprime* dels Estats Units, havia d'evitar pujar els tipus d'interès per no intensificar-la. De l'altra, havia de mantenir ancorades les expectatives d'inflació dels agents econòmics. Per afrontar aquest doble repte, el Consell de Govern va prendre dues decisions importants. La primera, no pujar els tipus d'interès fins a obtenir més informació econòmica que li permeti tenir una idea més clara sobre l'impacte de la crisi financera. La segona, advertir que els riscos inflacionistes, a

mitjà termini, s'han incrementat i recordar que l'objectiu primari del BCE és l'estabilitat de preus. En definitiva, el BCE manté un delicat equilibri. Ha d'evitar que les primes de risc per futura inflació s'incrementin i, al mateix temps, ha de buidar l'aigua de la nau, és a dir, injectar la liquiditat necessària per evitar que s'enfonsi.

No obstant això, cap a la meitat del mes, es va percebre una divisió entre els membres del BCE sobre la inflació. Jean-Claude Trichet (governador), Axel Weber (president del Bundesbank) i Klaus Liebscher (governador del Banc Central d'Àustria) van insistir en el risc inflacionista; per la seva banda, els governadors dels bancs centrals de Bèlgica i d'Holanda, Guy Quenden i Nout Wellink, respectivament, van posar l'accent en la preocupació sobre el creixement a la zona de l'euro.

Ara com ara, sembla que la intervenció verbal del BCE ha fet efecte, tot i que només parcialment. Al quadre es pot veure com el tipus d'interès euríbor a 3 mesos ha baixat del 4,79% al 4,63%. La resta de tipus d'interès a curt termini del Japó, Suïssa i el Regne Unit també han baixat. Però les davallades del tipus d'interès del deute públic en aquests països encobren una situació de fugida cap a la qualitat. Els inversors internacionals han reduït les posicions en actius de més risc i s'han refugiat en les emissions de deute públic a curt termini de governs amb *rating* AAA, és a dir, lliure de riscos de crèdit. Això es veu clarament al gràfic adjunt, en què es pot observar el diferencial de tipus d'interès dels dipòsits interbancaris i

La Reserva Federal tem un menor creixement i el BCE, una major inflació.

La crisi financera impedeix que el BCE apugi el tipus oficial.

Cap a la meitat d'octubre, s'esquerda el front antiinflacionista entre els membres del BCE.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

Mitjanes mensuals, en percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2006									
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	4,27	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,73
Octubre (1)	4,11	4,63	4,60	4,75	5,09	0,95	5,75	6,27	2,64

NOTES : (1) Dia 22.

(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.

de les lletres a 3 mesos als Estats Units i a la zona de l'euro.

Els bancs es presten diners entre ells al mercat interbancari. Naturalment, prestar a un altre banc comporta més risc que prestar els diners a l'Estat mitjançant una compra de bons emesos. És evident que el deute públic d'un país amb la màxima qualificació creditícia representa menys risc, ja que els estats tenen una capacitat recaptadora per mitjà dels impostos que no tenen les companyies privades. Per aquest motiu, per compensar el major risc, s'exigeix una rendibilitat més alta. En condicions de normalitat, al mercat

interbancari de la zona de l'euro s'exigeix, en el tipus d'interès a 3 mesos, una prima d'uns 8 punts bàsics per damunt de la rendibilitat oferta per una lletra de l'Estat (100 punts bàsics es l'1%). Als Estats Units, el diferencial és, aproximadament, uns 20 punts bàsics, és a dir, el 0,2%. En canvi, ara als dos mercats interbancaris s'exigeix a la contrapartida bancària un diferencial del 0,7% sobre la lletra a 3 mesos per obtenir fons.

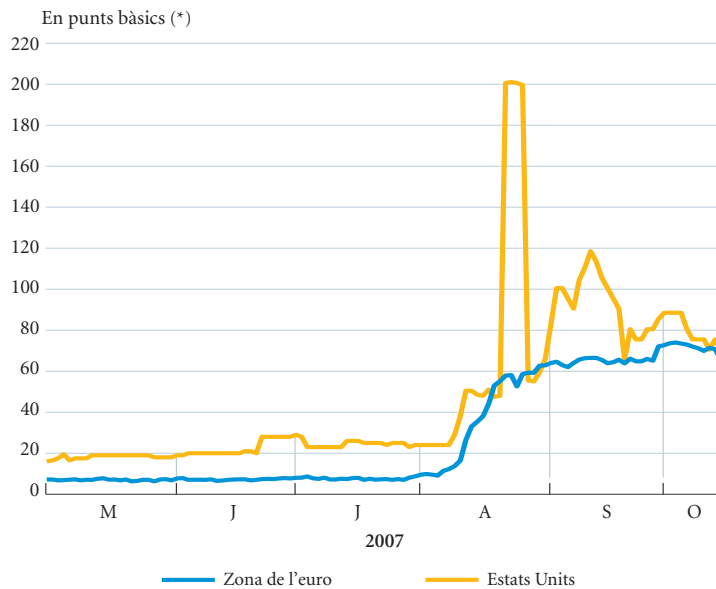
El missatge és molt clar: els bancs prefereixen no prestar diners al mercat, llevat que el preu compensi el risc generat per la incertesa de la crisi hipotecària *subpri-*

Tot i les intervencions dels bancs centrals, es manté una certa tensió als mercats interbancaris.

La prima de risc continua essent alta al mercat interbancari, reflex de la desconfiança que encara perdura.

L'AVERSIÓ AL RISC CONTINUA

Diferencial tipus d'interès dipòsits interbancaris-lletres, a tres mesos



NOTA: (*) 100 punts bàsics = 1 punt percentual.
FONT: Bloomberg.

me. Aquesta situació és un reflex de la desconfiança que es viu actualment als mercats bancaris. Els mercats financers encara no han normalitzat la situació, per bé que és cert que les intervencions dels banquers centrals han ajudat a superar el que fins ara ha estat el pitjor moment d'aquesta crisi des del seu esclat al començament de l'estiu.

Menys creixement, tipus d'interès a llarg termini més baixos

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic han mantingut la tendència a la baixa iniciada a partir del juny, quan es va desencadenar la crisi hipotecària *subprime* reflectida en els preus dels actius financers. Per exemple, al Japó, després d'assolir l'1,88% cap al final de juny, el tipus d'interès del deute públic a 10 anys va lliscar cap a l'1,59%. El cas japonès es pot explicar fàcilment per la dificultat que té el país per alliberar-se de la deflació.

En el cas dels Estats Units, com es pot veure al següent gràfic, el motiu principal va ser el convenciment per part dels inversors que la desacceleració econòmica iniciada al començament de l'any era un fet. A mesura que la inflació era percebuda com un problema controlat i es qüestionava la capacitat de l'economia nord-americana per continuar creixent per damunt del seu potencial, la rendibilitat oferta pel bo a llarg termini nord-americà era observada com una bona oportunitat de compra. La davallada de les rendibilitats del deute públic a llarg termini dels Estats Units ha estat confirmada per la baixada del tipus de referència al setembre per part de la Reserva Federal.

En el cas del deute públic a llarg termini de la zona de l'euro, també s'ha produït la mateixa tendència cap avall, però amb menys intensitat, a causa dels comentaris del BCE sobre l'increment de les pressions a mitjà termini en la inflació. Aquest menor descens queda molt clar observant el

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2005	2006	2007			
			Març	Juny	Setembre	Octubre
Estats Units	4,39	4,70	4,64	5,02	4,59	4,43
Japó	3,31	1,69	1,66	1,88	1,69	1,59
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,06	4,57	4,33	4,21
Regne Unit	4,10	4,74	4,97	5,46	5,01	4,90
Suïssa	1,97	2,52	2,75	3,23	3,01	2,94

FONTS: Bloomberg.

diferencial de tipus a llarg termini entre els Estats Units i la zona de l'euro. Mentre que, cap al final de juny, el bo nord-americà ofería una rendibilitat superior al 0,45%, a l'octubre només era del 0,22%, i es tancava a la meitat el gap entre el deute públic de les dues zones.

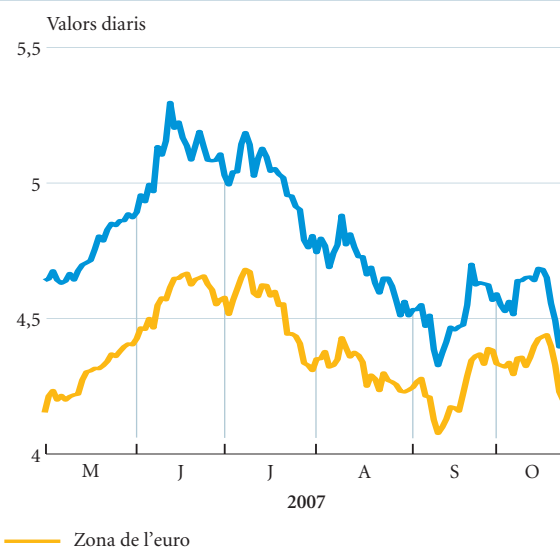
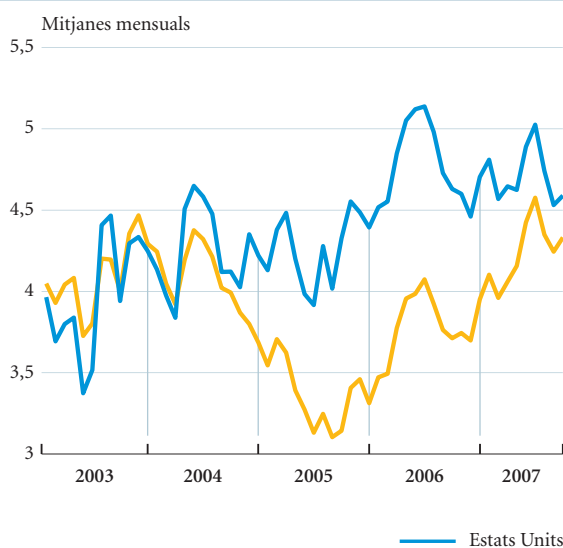
Quines són les perspectives de les corbes de tipus d'interès? En el cas dels Estats Units, l'expectativa de davallades addicionals del tipus oficial hauria de permetre mantenir una suau trajectòria de descens en els propers dos mesos. Només en el cas

d'una caiguda desordenada de la cotització del dòlar perillaria aquesta previsió. En el cas de la zona de l'euro, la incertesa és més gran. Al BCE probablement li agradaria continuar apujant els tipus, però la crisi financera i la fortalesa de l'euro no l'hi permeten. En aquest context, i mantenint-se les expectatives inflacionistes ancorades, és factible pensar en una certa estabilitat del tipus d'interès a llarg termini fins al final de l'any. En el cas japonès, els tipus a llarg termini romandran al voltant del rang 1,6%-1,8%, fins que es produeixi una nova pujada de tipus per

Es redueixen els diferencials de tipus a llarg termini entre els Estats Units i la zona de l'euro.

ELS TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI HAN DEIXAT LES ZONES DE MÀXIMS

Rendibilitat del deute públic a 10 anys, en percentatge anual



FONT: Bloomberg.

S'espera, en els propers mesos, una certa estabilitat dels tipus d'interès a llarg termini.

part del Banc Central del Japó. Situació que és difícil que es produeixi en els propers mesos i que potser caldrà esperar cap al final del primer trimestre del 2008 per veure-la.

Algú sap el que val el dòlar?

Durant el mes d'octubre, ha continuat la forta volatilitat al mercat de divises. Com es pot veure al següent quadre, el dòlar nord-americà s'ha depreciat enfront de les principals divises. Cal destacar la depreciació del 3,0% mensual enfront del dòlar canadenc, que ha arribat, per al conjunt d'enguany, a una caiguda gairebé del 20%. El dòlar també ha notat la caiguda en relació amb el peso mexicà de l'1,2%. Cal assenyalar que es tracta de dos dels socis comercials més importants dels Estats Units.

El dòlar també s'ha enfonsat enfront de l'euro. La divisa europea va assolir un màxim històric d'1,43 dòlars el 22 d'octubre. A la reunió anual del Fons Monetari Internacional (FMI) i el Banc Mundial, cap a la meitat d'octubre, la falta de consens sobre les mesures que cal adoptar per corregir de forma ordenada els desequilibris de la balança de pagaments incrementa la probabilitat que es produeixin moviments violents en els propers mesos. Després de la reunió, el governador del Banc Central de Canadà, David Dodge, va comentar que és en aquest moment quan el món necessita les competències i les habilitats de l'FMI per evitar una intensificació de la crisi actual. A més a més, va afirmar que el manteniment dels desequilibris macroeconòmics implica un risc molt alt. El mateix FMI, mitjançant el director gerent, Rodrigo de Rato, adverteix del risc d'una caiguda

El dòlar continua la seva tendència i es deprecia enfront de les principals divises.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-10-2007

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2006	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	114,3	-0,5	-4,2	-4,4
Lliura esterlina	0,491	-0,7	-3,8	-8,0
Franc suís	1,175	0,2	-3,8	-7,8
Dòlar canadenc	0,973	-3,0	-19,8	-16,0
Pes mexicà	10,820	-1,2	0,0	-0,3
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,420	0,8	7,6	13,1
Ien japonès	162,3	0,3	3,3	8,3
Franc suís	1,668	1,0	3,7	4,9
Lliura esterlina	0,698	0,1	3,5	4,1
Corona sueca	9,202	0,3	1,8	0,0
Corona danesa	7,455	0,0	0,0	0,0
Zloty polonès	3,656	-2,9	-4,6	-5,6
Corona txeca	27,18	-1,4	-1,1	-4,1
Forint hongarès	251,8	0,6	0,2	-4,6

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

FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Dòlars dels Estats Units per euro



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

sobtada del dòlar dels Estats Units, que generaria dubtes sobre els actius d'aquest país entre els inversors internacionals.

Un altre dels temes presents a la reunió anual va ser el fet que la depreciació del dòlar és absorbida de forma desproporcionada per l'euro i pel dòlar canadenc, mentre que les divises asiàtiques, inclòs el renminbi xinès, estan protegides a causa de la intervenció dels seus governs en la defensa d'un tipus de canvi que permet mantenir un avantatge competitiu excessiu per a l'exportació dels seus productes. Aquesta situació pot perjudicar les expectatives de creixement de la zona de l'euro o de Canadà de cara al 2008. L'FMI va fer una crida perquè els diferents països posin en marxa les polítiques econòmiques necessàries per reduir els desequilibris de les balances de pagaments i perquè no es basin només en els tipus de canvi per assolir els ajustaments necessaris.

Cal destacar el moviment del ien japonès, que és un indicador de l'aversion al risc als mercats financers. El ien és una de les di-

vises amb què es finança el *carry trade*, operacions d'endeutament en divises de baixos tipus d'interès i inversió simultània en monedes d'alt rendiment. Quan augmenta la incertesa sobre una resolució fàcil de la crisi actual, se sol apreciar la divisa japonesa i a l'inrevés. El motiu és que els inversors redueixen el finançament que han aconseguit en iens per finançar les seves compres, la qual cosa implica haver de vendre altres divises enfront del ien, el qual s'enforteix, de manera que, en l'actualitat, és un bon baròmetre per seguir com s'incrementa i com disminueix la por dels inversors. Ara com ara, roman en el mateix nivell que en els mesos d'agost i setembre, la qual cosa indica que, durant el mes d'octubre, no ha augmentat l'aversion al risc.

Crisi, quina crisi?

És destacable, després de les caigudes de l'estiu a les borses, que en alguns casos van arribar al 10%, la forta recuperació viscuda als mercats de renda variable, ba-

La persistència dels desequilibris de les balances de pagaments incrementa el risc de moviments violents en les divises.

L'FMI anima els països perquè apliquin polítiques econòmiques que redueixin els desequilibris.

El ien japonès és un indicador d'aversion al risc als mercats financers.

Les borses mundials superen l'ensopagada de l'estiu...

...amb el suport dels bancs centrals i de l'absència d'alternatives d'inversió.

sada en les accions dels bancs centrals, que han apuntalat el sistema financer mitjançant davallades de tipus i injeccions de diners en el mercat interbancari. El seu objectiu és evitar que la caiguda en preu dels actius hipotecaris *subprime* dels Estats Units contagi la resta dels mercats. De les principals borses mundials, només el Nikkei i la borsa italiana han acumulat una variació negativa des de l'inici de l'any. En canvi, la resta de borses romanen en nivells de guanys. Per exemple, l'índex tecnològic Nasdaq ha pujat el 14% des de l'1 de gener. També és destacable la borsa alemanya, l'índex més representatiu de la qual, el DAX30, manté unes plusvàlues latents del 18,7%.

A més a més, però, hi ha altres motius per explicar la resistència de les borses en aquest període: l'absència destacada d'al-

ternatives d'inversió en altres actius. Per exemple, tothom considera que no és un bon moment per entrar en inversions que sobreponderin els actius immobiliaris. Els preus de les primeres matèries han assolit màxims històrics, i entrar ara seria arriscat. A més a més, en aquest moment, els actius de renda fixa de més risc, com, per exemple, els actius amb garanties hipotecàries *subprime*, són considerats residus tòxics radioactius. És a dir, en aquest moment, es dona la paradoxa que la renda variable és una mena de valor refugi. Aquesta situació una mica xocant queda molt ben reflectida en l'evolució de les borses dels països emergents.

Curiosament, el millor durant la crisi ha estat invertir en borses de països emergents com la Xina, Mèxic i el Brasil. Si les borses de Mèxic i del Brasil han pujat el

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

23-10-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	13.567,0	-1,8	8,9	12,0
<i>Standard & Poor's</i>	1.506,3	-1,3	6,2	9,4
<i>Nasdaq</i>	2.753,9	3,1	14,0	16,9
Tòquio	16.450,6	0,8	-4,5	-2,0
Londres	6.527,9	1,1	4,9	5,9
Zona de l'euro	4.377,0	0,2	6,2	8,9
<i>Frankfurt</i>	7.833,1	0,5	18,7	25,5
<i>París</i>	5.704,7	0,1	2,9	5,4
<i>Amsterdam</i>	546,7	0,4	10,4	11,0
<i>Milà</i>	39.470,0	-1,3	-4,7	0,2
<i>Madrid</i>	15.427,4	6,8	9,1	13,3
Zuric	8.929,9	0,4	1,6	2,7
Hong Kong	29.376,9	13,7	47,1	62,4
Buenos Aires	2.234,7	5,3	6,9	31,3
São Paulo	61.215,1	5,9	37,6	56,1

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.

FONT: Bloomberg.

LES BORSES HAN SUPERAT L'ENSOPEGADA?

Índex de les borses nacionals en base 1-1-2007 = 100



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

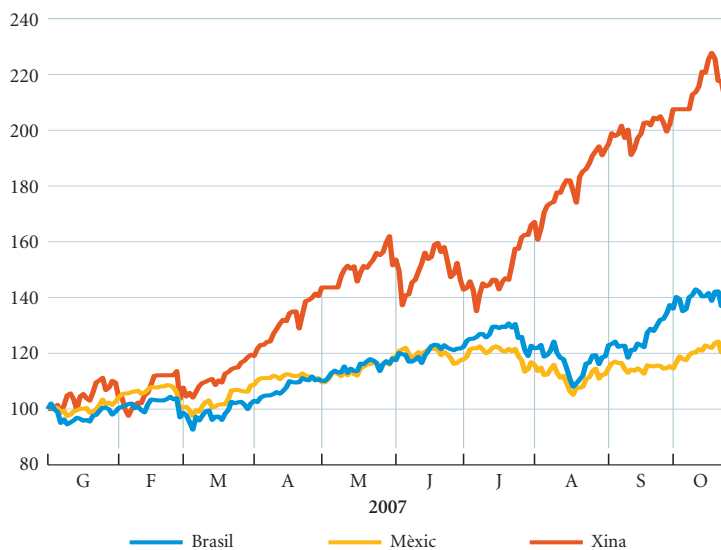
21% i el 38%, respectivament, des de l'1 de gener, la borsa de Shangai ho ha fet el 112%. En el cas xinès, hi ha diversos mo-

tius per explicar la pujada. L'absència d'un sistema complet de previsió social i de mercats de crèdit desenvolupats obli-

Les borses dels països emergents han estat el millor actiu refugi.

NOSALTRES NO TENIM PROBLEMES, SOM EMERGENTS

Índex de les borses nacionals valorades en dòlars en base 1-1-2007 = 100



FONT: Bloomberg.

ga la població a mantenir una taxa d'estalvi molt alta en comparació amb els països desenvolupats. D'altra banda, el banc central, en un abandonament de l'autonomia de la política monetària, fixa el tipus de canvi del renminbi enfront d'una cistella de divises. Precisament per evitar una apreciació sobtada de la seva

divisa, manté uns tipus d'interès baixos fins i tot per sota de la inflació. Això significa que l'estalviador xinès té pocs incentius per invertir en uns dipòsits bancaris que li ofereixen un tipus d'interès real fins i tot negatiu, de manera que canalitza una part dels seus estalvis a través de les borses nacionals.

Regles de política fiscal: útils, factibles i creïbles?

Avui en dia, el consens majoritari entre els macroeconomistes és que l'aplicació d'una simple regla de política monetària, coneguda com a *regla de Taylor*, permet reduir la inflació a nivells baixos i ajuda a estabilitzar el cicle econòmic. Aquesta regla prescriu que el banc central ha d'augmentar el tipus d'interès d'intervenció quan la inflació se situa per damunt del valor objectiu o quan el creixement del producte interior brut (PIB) se situa per damunt del potencial. Aquesta simple regla de política monetària, que, a la pràctica, aproxima raonablement el comportament dels bancs centrals de les principals economies, ha tingut molt èxit. És possible traslladar aquesta experiència al maneig de la política fiscal?

Un dels problemes associats a la política fiscal és que la majoria de governs solen exhibir un biaix cap al dèficit, ja que han de satisfer grups de pressió o *lobbies* que els assegurin la reelecció. No obstant això, un excés de despesa sobre els impostos comporta un augment del deute públic, que, tard o d'hora, hauran de pagar els governs o les generacions futures, en especial quan l'increment de la despesa pública no es destina a finançar inversió pública, que sí pot donar rendiment en el futur. Per tant, imposar regles legals a la capacitat de despesa del govern pot ser útil per eliminar la tendència al dèficit. De tota manera, una regla de política fiscal ha de permetre un marge de maniobra perquè la política fiscal contribueixi a estabilitzar a curt termini el cicle econòmic, sense qüestionar la solvència a llarg termini del govern.

Les regles fiscals a nivell internacional difereixen en l'especificitat i en la precisió. Als Estats Units, per posar un exemple de poca especificitat, cal que qualsevol despesa addicional discrecional del govern vagi acompanyada de mesures que la financin. Així mateix, s'estableix un límit al deute nacional que només el Congrés pot modificar (quelcom que, a la pràctica, s'ha fet sovint). Altres països imposen controls sobre algunes partides de la despesa (per exemple, els salaris), però no s'especifiquen límits sobre el dèficit. L'experiència indica que, a la pràctica, els requeriments poc específics de control de la despesa impliquen que no s'acabin de complir.

Altres països s'han pres una mica més seriosament el control del dèficit i han adoptat regles formals. Per exemple, el Pacte d'Estabilitat i Creixement dels països que formen part de la zona de l'euro estipula que l'equilibri pressupostari hauria de ser la meta a aconseguir en condicions normals. El pacte permet als estats membres dur a terme una política fiscal expansiva si és necessari i fixa un límit del 3% del PIB per al dèficit públic. Així mateix, el pacte exigeix mesures correctores per als estats membres en cas que superin aquest límit i estableix sancions si el violen durant dos anys seguits. La Llei d'Estabilitat Pressupostària espanyola va més enllà del Pacte d'Estabilitat: exigeix al conjunt de les Administracions Públiques un superàvit dels comptes quan el creixement del PIB real se situa per damunt del potencial i permet lleugers dèficits quan l'economia s'alenteix. Amb els paràmetres actuals, el creixement real potencial s'estima en el 3%. Si el creixement esperat se situa entre el 2% i el

3%, els comptes han d'estar equilibrats, i es permet un dèficit que pot arribar fins a l'1% del PIB quan el creixement esperat se situa per sota del 2%.

El cas espanyol s'afegeix a la tendència que s'ha seguit internacionalment. A Xile, on la regla fiscal va ser aprovada el 2000, el govern ha de presentar un superàvit fiscal de l'1%, però té flexibilitat en funció de la posició cíclica de l'economia i del preu del coure. Al Regne Unit, s'exigeix que el pressupost estigui en equilibri des d'una perspectiva plurianual que englobi tot un cycle econòmic. És a dir, es pot incórrer en lleugers dèficits en la fase a la baixa del cycle amb la condició que siguin compensats en la fase alcista. A més a més, el Regne Unit ha incorporat una nova condició, gràcies a l'anterior *Chancellor of the Exchequer* i actual primer ministre de la Gran Bretanya, Gordon Brown, coneguda com la «regla d'or». Aquesta regla estipula que només es pot recórrer al dèficit per finançar inversió pública, però no consum públic. Per tant, es reconeix implícitament que la inversió pública té un retorn futur que fa que es financi ella mateixa, si més no en part. A més a més, el Regne Unit, com Polònia, té un límit sobre el deute públic, en aquest cas del 40% del PIB. Com es pot veure a la taula, la majoria de països han adoptat regles amb una perspectiva plurianual, amb l'objectiu últim d'estabilitzar o reduir la ràtio de deute públic sobre el PIB.

LES REGLES DE POLÍTICA FISCAL ESTAN DE MODA

País	Regla de dèficit	Regla de deute
Zona de l'euro	Pressupost equilibrat en temps normals. No es pot superar el 3% del PIB durant 2 anys seguits	–
Xile	1% del PIB de superàvit en temps normals	–
Espanya	Superàvit fiscal en temps normals, dèficit fins a l'1% del PIB	–
Nova Zelanda	Superàvit fiscal en mitjana	–
Polònia	No es pot superar el 3% del PIB	60% del PIB
Regne Unit	Pressupost equilibrat durant el cycle econòmic, amb «regla d'or»	40% del PIB
Suècia	2% del PIB al llarg del cycle econòmic	–
Suïssa	Pressupost equilibrat durant el cycle econòmic	–

FONTS: C. Wyplosz, 2005, Fiscal Policy: Institutions versus Rules, National Institute Economic Review, No. 191, i elaboració pròpia.

L'establiment de requeriments d'estabilitat fiscal al llarg del cycle econòmic, en lloc d'obligar el govern a complir l'objectiu fiscal any a any, es va introduir per evitar que la política fiscal es torni massa procíclica i que, per tant, accentui les fluctuacions econòmiques en lloc d'esmoreir-les. Suposem que un país adopta una llei que l'obliga a presentar un equilibri pressupostari cada any. Si el país creix per damunt del seu potencial, és probable que augmenti la recaptació impositiva i hagi de gastar aquest excedent. En canvi, si el país entra en la fase a la baixa del cycle, és probable que baixi la recaptació i que, per tant, s'obligui el govern a retallar la despesa pública, la qual cosa pot agreujar la recessió. Per aquest motiu és desitjable flexibilitzar les regles fiscals estrictes que fixin un objectiu numèric de dèficit anual i obligar el seu compliment des d'una perspectiva plurianual.

Per acabar, també cal tenir en compte els potencials problemes de credibilitat. L'adopció de regles fiscals és molt recent i ha coincidit amb una època de bonança econòmica sense precedents en els últims 30 anys, de manera que no han estat provades en una recessió. No obstant això, ja tenim un clar exemple en el cas de França i Alemanya, que recentment han infringit els requeriments fiscals de la zona de l'euro i no han estat sancionats. En el cas de la política monetària, el govern delega la tasca de controlar la inflació en el banc central, al qual atorga in-

dependència per aconseguir el seu objectiu, però al qual també fa responsable. En el cas de la política fiscal, no és gens clar qui hauria de ser penalitzat en cas d'incompliment de l'objectiu fiscal, perquè el govern seria jutge i part en el procés. A més a més, si arribés el cas, el govern podria canviar les regles del joc i podria permetre un dèficit excessiu si ho considerés oportú.

A causa d'aquest potencial problema de credibilitat, l'economista Charles Wyplosz ha suggerit que, de la mateixa manera que els bancs centrals tenen un comitè de política monetària que és independent de les pressions polítiques, caldria nomenar comitès de política fiscal que fossin independents perquè funcionés una regla fiscal, sobretot quan el seu compliment es fa políticament difícil. Aquests comitès establirien les dimensions del pastís i el parlament en decidiria la distribució. Així s'aconseguiria eliminar la despesa excessiva del govern i, al mateix temps, utilitzar la política fiscal com a element estabilitzador del cicle.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'economia manté un bon to, però amb senyals d'alentiment

L'economia espanyola es continua expandint amb vigor, tot i que amb desigualtats. En general, la despesa de consum avança notablement, però alguns segments, com les vendes d'automòbils, cauen. La inversió creix a bon ritme, però s'aprecien signes d'alentiment. Des del punt de vista de l'oferta, el creixement varia en funció de les diferents branques, però, en conjunt, manté un pols apreciable.

En qualsevol cas, els comptes de les empreses no financeres reflecteixen un panorama de bona salut, segons les dades de l'enquesta trimestral del Banc d'Espanya. Les empreses continuen generant robusts excedents, base per a l'expansió de la in-

versió i de l'ocupació. En el primer semestre del 2007, el valor afegit brut produït per les empreses no financeres, que s'obté restant els consums intermedis al valor de la producció, va augmentar el 6,8% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

En un entorn de fortalesa general de les empreses, s'observen, però, senyals de desacceleració en alguns sectors, com la construcció, transports i comunicacions i comerç. Aquestes últimes branques semblen afectades per un cert alentiment del consum privat. En canvi, la indústria mostra un gran vigor.

L'ocupació de les empreses no financeres es va incrementar de manera apreciable. Les remuneracions laborals també es van

Les empreses continuen generant robusts excedents, base per a l'expansió de la inversió i per a la creació de llocs de treball.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

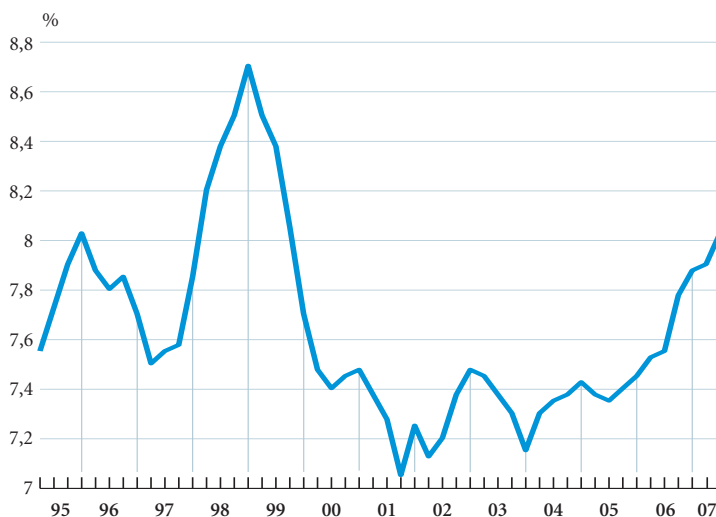
Taxes de variació anual

	2006	Primer semestre	
		2006	2007
Valor de la producció	10,6	14,1	4,9
Consums intermedis	12,7	18,2	4,0
Valor afegit brut (VAB)	6,5	6,3	6,8
Despeses de personal	5,1	5,1	4,8
Resultat econòmic brut d'explotació	7,5	7,2	8,2
Ingressos financers	46,3	10,2	19,8
Despeses financeres	38,5	30,6	34,6
Amortitzacions i provisions	1,6	2,5	-0,8
Resultat ordinari net	16,3	4,8	8,8
Plusvàlues i ingressos extraordinaris	52,5	32,4	-35,6
Minusvàlues i despeses extraordinàries	-26,8	-21,9	-21,6
Provisions i impostos	65,3	141,9	-8,2
Resultat net	33,9	-3,2	2,7

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

LES EMPRESES ACONSEGUEIXEN UNA NOTABLE RENDIBILITAT

Rendibilitat ordinària de l'actiu net, mitjana mòbil de quatre trimestres



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les empreses creen ocupació i els salaris augmenten.

incrementar, però de forma moderada. Així, el resultat econòmic brut d'explotació va pujar el 8,2% en relació amb la primera meitat del 2006, un punt més que un any abans.

Els ingressos financers van pujar un robust 19,8%, gràcies, en bona part, als dividends procedents de les inversions internacionals de les multinacionals espanyoles. Per la seva banda, les despeses financeres van augmentar el 34,6%. Aquest fort augment va respondre a la pujada dels tipus d'interès, però també a un major endeutament empresarial arran de compres de societats efectuades, sobretot, en la segona meitat de l'any passat. A més a més, atès que les amortitzacions i provisions d'explotació van baixar el 0,8%, el resultat ordinari net va augmentar el 8,8%, 4 punts més que en el primer semestre del 2006.

La rendibilitat dels recursos propis arriba a l'11,5%.

Continuant la cascada dels resultats empresarials, tant les plusvàlues i els ingressos extraordinaris com les minuscules i les despeses extraordinàries van caure en relació amb el primer semestre del 2006,

però les plusvàlues més. D'aquesta manera, la taxa de variació anual del resultat net es va reduir fins al 2,7%, però que es compara favorablement amb el descens del 3,2% corresponent a la primera meitat de l'any anterior.

La rendibilitat ordinària de l'actiu net es va col·locar en un notable 8,0%, una mica per damunt de la mitjana històrica i 6 dècimes més que un any abans. Per la seva banda, la rendibilitat ordinària dels recursos propis es va situar en l'11,5%, 9 dècimes més que en el primer semestre del 2006. No obstant això, atès que, en els dotze últims mesos, van augmentar els costos financers, la diferència entre la rendibilitat ordinària de l'actiu net i el cost financer es va mantenir en 3,6 punts percentuals.

Tornant a la situació conjuntural, els primers indicadors econòmics apareguts en el tercer trimestre apunten a la continuïtat d'una suau desacceleració econòmica. El consum d'electricitat va augmentar al setembre el 2,3% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa, però, infe-

INDICADORS DE DEMANDA

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

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

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.

rior al 4,2% registrat en el segon trimestre. La disminució interanual del nombre de societats mercantils creades a l'agost del 9,7% també suggereix la pèrdua de dinamisme econòmic.

La producció de béns de consum mostra, així mateix, un alentiment, tot i que les últimes dades de les importacions de béns de consum presentaven un to notable. En canvi, el segment de béns duradors mostra feblesa a causa del sector de l'automòbil, les vendes del qual han patit l'alça dels tipus d'interès. En efecte, les matriculacions d'automòbils han estat fluixes en els últims mesos de l'estiu i han presentat una caiguda interanual del 7,7% al setembre. Alguns indicadors avançats mostren una certa incongruència. L'indicador de confiança del comerç al detall va experimentar una sobtada davallada al setembre, mentre que la cartera de comandes de béns de consum va millorar a l'agost-

setembre. Així, probablement, el consum es continuarà moderant, però mantenint un cert vigor.

La inversió presenta també senyals d'haver-se ficat en una via d'alentiment. El consum de ciment, indicador avançat de la inversió en construcció, ha continuat caient fins a una taxa de variació del 5,6% al setembre. La producció de béns d'equipament es va incrementar el 2,8% a l'agost en relació amb el mateix mes de l'any precedent, taxa inferior a l'anotada en els últims mesos. Així mateix, la matriculació de vehicles industrials va disminuir el 10,8% al setembre.

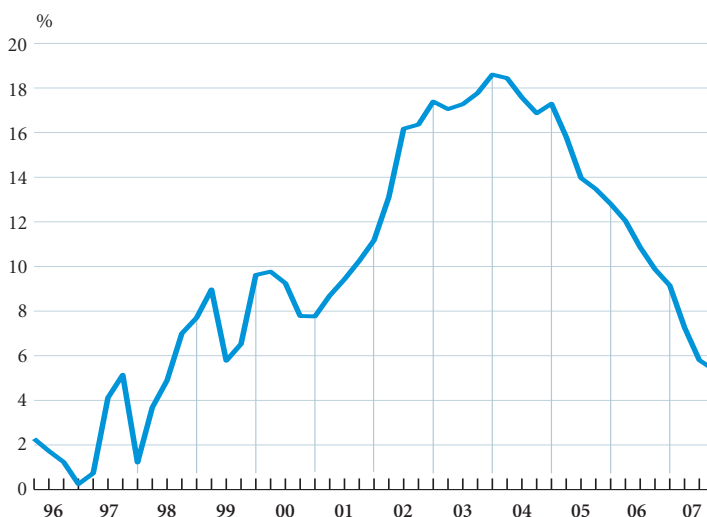
Des de l'òptica de l'oferta, la indústria presentava un avanç insuficient per compensar la desacceleració de la construcció. L'índex de producció industrial va perdre vigor fins a presentar un creixement interanual del 0,6% a l'agost. Les

Sensible caiguda de les vendes d'automòbils, afectades per la pujada dels tipus d'interès.

Senyals de desacceleració de la inversió, en especial a la construcció.

EL PREU DELS HABITATGES ES CONTINUA DESACCELERANT

Variació interanual del preu per metre quadrat de l'habitatge lliure



FONTS: Ministeri d'Habitatge i elaboració pròpia.

La indústria es mostra vacil·lant i la construcció s'alenteix, tot i que mostra un fons de fortaleza.

xifres de negocis a la indústria van créixer el 4,5% a l'agost en relació amb el mateix mes de l'any passat i van mostrar una certa moderació. Alguns indicadors avançats de la indústria apareguts últimament no són gaire bons. Així, les entrades de comandes a la indústria només van pujar l'1% a l'agost, mentre que la confiança expressada per les empreses del sector no va millorar al setembre, per bé que es mantenia en un nivell superior a l'annotat el 2006.

El nivell d'activitat de la construcció és elevat, tot i que el mercat immobiliari es continua alentint. Una mostra d'això és la desacceleració del preu dels habitatges. De tota manera, el preu per metre quadrat dels habitatges lliures va augmentar el 5,3% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront d'una taxa de variació interanual del 9,8% un any abans. No obstant això, l'indicador de confiança a la construcció se situa en un confortable nivell al setembre.

Pel que fa als serveis, el tràfic aeri de passatgers presenta un notable creixement,

però amb un perfil d'una certa moderació. En canvi, el nombre de passatgers arribats en companyies de baix cost no para d'incrementar-se i al setembre va anotar un increment anual del 41,4%. D'altra banda, el consum de gasoil d'automoció, un altre indicador del sector del transport, va créixer el 7,1% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior, la taxa més elevada dels últims mesos.

Sembla que les últimes dades del sector turístic confirmen el resultat discret d'aquesta temporada. Les pernoctacions en establiments hotelers només van créixer l'1,1% al setembre sobre el mateix mes de l'any anterior. Els ingressos hotelers van augmentar el 3,5% en el mateix mes en relació amb el setembre del 2006. El nombre de turistes estrangers va registrar un augment interanual de l'1,8% en l'últim mes del tercer trimestre.

En resum, el ritme d'expansió de l'economia és notable, però preocupen els riscos derivats de les pertorbacions dels mercats financers internacionals arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units,

Temporada turística mediocre.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	6,0	3,7	5,0	4,2	1,3	1,5	2,3
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	0,9	0,6	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-4,8	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	1,2	0,0	-1,0	-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	5,7	...
Construcció									
Consum de ciment	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	-2,1	3,7	-2,7	-5,6
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	15,0	6,0	15,0
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	1,8
Ingressos turisme	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	2,6	...	...
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	6,8	4,7	7,1	9,5	7,1	11,4	10,4	9,6
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	7,1	...	...

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.

així com de la desacceleració del mateix mercat immobiliari. En aquest sentit, les recents previsions del Fons Monetari Internacional redueixen del 3,4% al 2,7% el creixement previst per a l'economia es-

panyola el 2008. La pèrdua de dinamisme dels nostres principals mercats d'exportació i la desacceleració de la demanda interna explicarien la retallada.

El Fons Monetari Internacional redueix el creixement econòmic previst per al 2008.

Mercat de treball

L'ocupació creix per damunt del 3% interanual.

La major part de la creació d'ocupació es concentra als serveis.

El mercat laboral perd dinamisme

El mercat de treball continua creant nova ocupació a bon ritme, per bé que es detecten alguns signes d'una certa pèrdua de vigor. En el tercer trimestre del 2007, l'ocupació va créixer el 3,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior, 3 dècimes menys que en el trimestre precedent, segons les xifres de l'enquesta de població activa (EPA). Aquesta dada és coherent amb la tendència de desacceleració moderada indicada per la resta d'indicadors del mercat laboral.

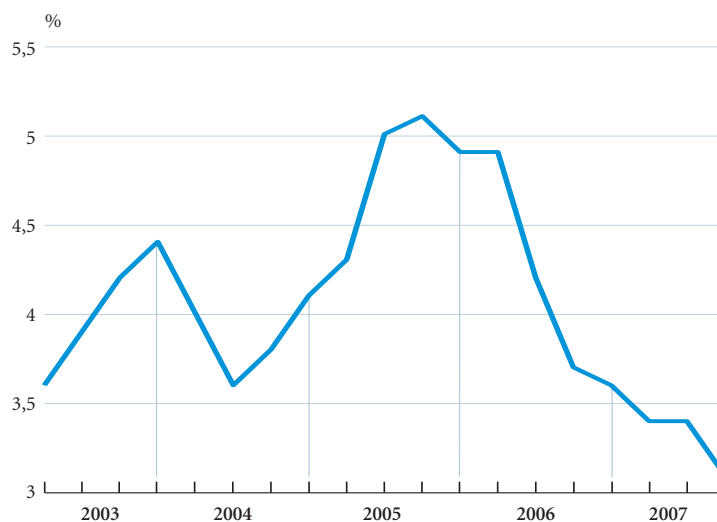
En els dotze últims mesos fins al setembre, es van crear 615.000 llocs de treball nets fins als 20.510.600, nou màxim històric, segons l'EPA. La major part d'aquesta creació d'ocupació va correspon-

dre als serveis, que van augmentar les seves files en 544.500 ocupats en l'últim any, amb una variació anual del 4,2%. El nivell de l'ocupació a la construcció es va incrementar en 127.400 treballadors, amb un augment anual del 4,9%, que, malgrat tot, presenta un intens alentiment. La indústria va retallar lleugerament l'ocupació en els dotze últims mesos, tot i que a un ritme menys intens que abans. Finalment, el sector agrari va continuar perdent efectius.

L'evolució de l'ocupació a la indústria reflecteix la pressió a la qual estan sotmeses les branques industrials per la competència exterior, que comporta, en molts casos, processos de deslocalització. Així, la fabricació de màquines d'oficina i d'equips informàtics ha perdut el

LA CREACIÓ D'OCUPACIÓ ES MODERA

Taxa de variació interanual del nombre d'ocupats



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Tercer trimestre 2007

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	885,3	-35,6	-3,9	-36,5	-4,0	-27,7	-3,0	4,3
No agraris	19.625,2	179,0	0,9	545,2	2,9	642,6	3,4	95,7
Indústria	3.258,9	15,1	0,5	-60,9	-1,8	-29,2	-0,9	15,9
Construcció	2.717,5	3,7	0,1	94,3	3,6	127,4	4,9	13,2
Serveis	13.648,8	160,1	1,2	511,8	3,9	544,5	4,2	66,5
Per empleadors								
Sector privat	17.578,7	86,1	0,5	484,9	2,8	586,7	3,5	85,7
Sector públic	2.931,9	57,2	2,0	23,9	0,8	28,3	1,0	14,3
Per situació professional								
Assalariats	16.869,8	90,4	0,5	403,7	2,5	503,9	3,1	82,2
Contracte indefinit	11.481,2	45,7	0,4	583,8	5,4	776,7	7,3	56,0
Contracte temporal	5.388,6	44,7	0,8	-180,1	-3,2	-272,8	-4,8	26,3
No assalariats	3.633,1	54,4	1,5	108,9	3,1	116,2	3,3	17,7
Empresaris empleadors	1.141,7	32,0	2,9	53,9	5,0	47,3	4,3	5,6
Empresaris no empleadors	2.286,3	40,1	1,8	90,9	4,1	119,0	5,5	11,1
Ajudes familiars	205,2	-17,6	-7,9	-35,8	-14,9	-50,1	-19,6	1,0
Altres	7,7	-1,6	-16,7	-3,8	-33,0	-5,1	-39,8	0,0
Per temps d'ocupació								
A temps complet	18.233,8	306,6	1,7	605,6	3,4	591,4	3,4	88,9
A temps parcial	2.276,8	-163,4	-6,7	-96,8	-4,1	23,5	1,0	11,1
Per sexes								
Homes	12.089,6	81,9	0,7	258,3	2,2	230,2	1,9	58,9
Dones	8.421,0	61,3	0,7	250,5	3,1	384,8	4,8	41,1
TOTAL	20.510,6	143,3	0,7	508,8	2,5	615,0	3,1	100,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

55,8% de la seva ocupació en els dotze últims mesos.

Menys dràstiques, però importants, van ser les caigudes de l'ocupació en la confecció (18,2%), el sector tèxtil (17,8%), el paper (13,9%) i les indústries extractives (11,4%). No obstant això, altres branques manufactureres van augmentar sensiblement els nivells d'ocupació, com la indústria química (15,6%), la fabricació de material electrònic (11,3%), el reciclatge (7,3%), la construcció de maquinària i

d'equip mecànic (6,0%) i l'alimentació (5,2%).

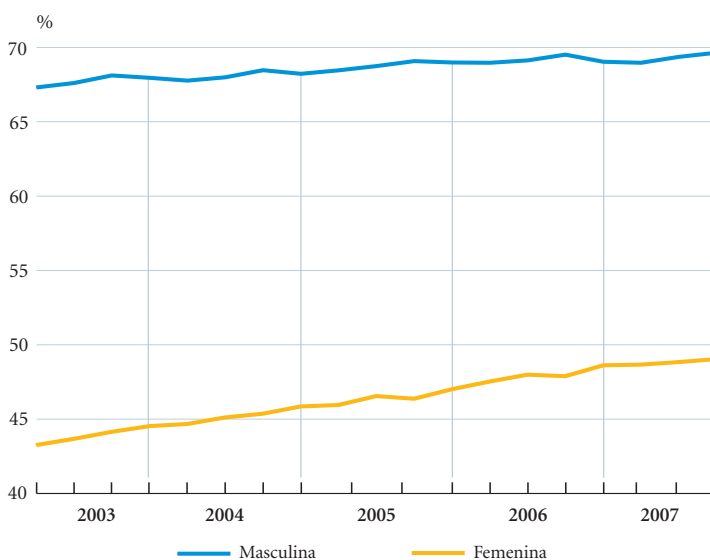
Entre les branques dels serveis, algunes presentaven un notable dinamisme en la creació d'ocupació, com la intermediació financera, amb un augment interanual del 7,9%, i les activitats sanitàries, amb un increment interanual del 5,8%. En els serveis empresarials, el nivell d'ocupació ha augmentat el 8,2% en els dotze últims mesos, però amb tendència a l'alentiment. Dins d'aquest ampli grup, l'evolució

Intens alentiment de la generació d'ocupació a la construcció.

Algunes branques industrials, com la química, es mostren molt dinàmiques en l'augment de llocs de treball.

LA TAXA D'ACTIVITAT FEMENINA ASSOLEIX UN NIVELL MÀXIM HISTÒRIC

Percentatge de la població activa sobre la població de 16 anys i més



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Tercer trimestre 2007

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.693	130	3,7	3.228	112	3,6	464	18	4,1	12,6
Aragó	653	37	6,1	621	37	6,4	32	0	0,0	4,9
Astúries	476	6	1,2	442	17	4,1	34	-12	-25,4	7,2
Balears	562	7	1,2	537	8	1,6	25	-2	-5,4	4,4
Canàries	1.021	14	1,3	911	24	2,6	110	-10	-8,4	10,7
Cantàbria	277	7	2,7	261	9	3,6	15	-2	-10,4	5,6
Castella i Lleó	1.171	21	1,8	1.089	25	2,4	82	-4	-4,6	7,0
Castella-la Manxa	923	40	4,6	858	53	6,6	65	-13	-16,7	7,0
Catalunya	3.781	108	3,0	3.525	82	2,4	256	26	11,5	6,8
Comunitat Valenciana	2.444	96	4,1	2.231	77	3,6	213	19	9,6	8,7
Extremadura	477	20	4,4	418	13	3,2	59	7	13,8	12,4
Galícia	1.303	18	1,4	1.215	24	2,0	88	-6	-6,4	6,7
Madrid	3.268	104	3,3	3.072	100	3,4	196	4	1,8	6,0
Múrcia	689	44	6,8	633	38	6,4	57	6	11,6	8,2
Navarra	303	-1	-0,3	290	0	0,1	13	-1	-838,0	4,4
País Basc	1.053	-11	-1,0	989	-5	-0,5	64	-5	-7,9	6,1
La Rioja	153	-1	-0,3	144	0	0,2	8	-1	-8,4	5,3
Ceuta i Melilla	58	1	2,1	46	-1	-2,9	11	3	29,5	19,8
TOTAL	22.303	642	3,0	20.511	615	3,1	1.792	27	1,5	8,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ATUR ESTIMAT

Tercer trimestre 2007

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	800,9	20,3	2,6	40,7	5,3	44,7	6,2
Dones	991,0	11,6	1,2	-13,8	-1,4	55,3	10,5
Per edats							
Menors de 25 anys	458,0	15,8	3,6	24,8	5,7	25,6	21,3
Resta	1.333,9	16,2	1,2	2,0	0,2	74,4	6,6
Per situació personal							
Atur de llarga durada	461,8	-34,7	-7,0	-59,2	-11,4	25,8	-
Busquen la seva primera feina	210,1	-1,2	-0,6	-0,6	-0,3	11,7	-
Resta	1.120,0	67,9	6,5	86,6	8,4	62,5	-
TOTAL	1.791,9	31,9	1,8	26,8	1,5	100,0	8,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ció ha estat dispar. En les activitats informàtiques, l'ocupació ha crescut el 16,0% en l'últim any i, en les immobiliàries, s'ha reduït el 0,1%. El comerç i l'hoteleria han mostrat vigor en la creació d'ocupació, amb taxes anuals del 5,7% i del 3,9%, respectivament. En canvi, als transports i comunicacions, l'ocupació ha disminuït el 0,6%.

El nombre d'assalariats ha crescut el 3,1%, en línia amb el total d'ocupats. La taxa d'assalarització ha baixat una dècima fins al 82,25%. Els ocupats amb contractes indefinits han augmentat el 7,3% en els dotze últims mesos, gràcies al procés especial de bonificació que va acabar al desembre del 2006. Els treballadors amb contractes temporals han baixat el 4,8% en l'últim any. No obstant això, la taxa de temporalitat ha pujat una dècima en l'últim trimestre fins al 31,9%. Els treballadors per compte propi han augmentat una mica més que el total en els dotze últims mesos, el 3,3%. Dins d'aquest grup, el nombre d'empresaris amb assalariats ha pujat el 4,3% i el d'empresaris sense assalariats s'ha incrementat el 7,0%.

Els treballadors estrangers han absorbit més de la meitat de l'ocupació creada en els dotze últims mesos, el 53,4%. D'aquesta manera, el nombre d'ocupats de nacionalitat estrangera ha pujat fins al 13,9% del total en el tercer trimestre. La participació dels treballadors estrangers puja fins al 24,5% a la construcció. A l'agricultura, representa el 18,0% dels ocupats; als serveis, el 12,6%, i, a la indústria, el 9,1%, percentatge superior, però, al 7,0% del primer trimestre del 2005.

El bon moment del mercat laboral continua atraient nous efectius a la població activa, és a dir, l'ocupada o que busca activament una feina. Així, el nombre de treballadors actius ha augmentat el 0,8% en relació amb el segon trimestre i el 3,0% en els dotze últims mesos. La taxa d'activitat en relació amb la població més gran de 16 anys ha pujat en 2 dècimes fins al 59,1%. En el tercer trimestre, la taxa d'activitat masculina ha augmentat en 3 dècimes fins al 69,6%, mentre que la taxa d'activitat femenina s'ha incrementat en 2 dècimes fins al 49,0% i ha marcat un nou màxim històric.

El nombre d'empresaris amb assalariats creix més del 4%.

Els treballadors estrangers absorbeixen més de la meitat dels nous llocs de treball.

La taxa d'atur dels ocupats estrangers puja 9 dècimes en l'últim any.

En augmentar la població activa lleugerament més que l'ocupació en el trimestre, la taxa d'atur ha pujat lleugerament fins al 8,0%, s'ha apropat al mínim del segon trimestre i s'ha col·locat una dècima per sota del tercer trimestre de l'any anterior. El nombre d'aturats estimat per l'EPA ha estat d'1.791.900 en el tercer trimestre. En els dotze últims mesos, el nombre d'aturats ha augmentat l'1,5%, tot i que l'evolució és dispar per sexes. El nombre d'homes aturats ha augmentat el 5,3% i el de dones aturades ha baixat l'1,4%. No obstant això, la taxa d'atur masculina, del 6,2%, era sensiblement inferior a la femenina, del 10,5%. D'altra banda, l'atur de la població estrangera era de l'11,8%, 2 dècimes menys que en el trimestre precedent, però 9 dècimes més que un any abans.

Des d'una perspectiva territorial, l'alentiment en la creació d'ocupació no ha estat general. Així, Astúries, Castella-La Manxa, la Comunitat Valenciana i Madrid han presentat taxes més elevades de variació

interanual que en el segon trimestre. Els ritmes de creixement de l'ocupació per comunitats autònomes en l'últim any han estat notablement diferents. Així, a Castella-La Manxa, ha augmentat el 6,6% i, al País Basc, s'ha reduït el 0,5%.

Lleuger empitjorament de l'atur registrat al setembre

D'altra banda, al setembre el nombre d'aturats inscrits a les oficines públiques d'ocupació va arribar a 2.017.363 persones. Tot i que es va registrar una caiguda de 10.933 persones en relació amb el final d'agost, es va produir un augment de 51.197 en relació amb el setembre del 2006, el 2,6% en termes relatius, la taxa més elevada des del maig del 2004. Així, es pot apreciar que les xifres de l'atur registrat es continuen deteriorant en els últims mesos. Cal recordar que, al febrer, la taxa de variació interanual encara presentava un descens.

L'atur registrat s'accelera.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2007

	Aturats	Variació sobre desembre 2006		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	65.158	3.664	6,0	3.638	5,9	3,2
Indústria	269.917	-12.231	-4,3	-7.359	-2,7	13,4
Construcció	238.892	2.121	0,9	23.247	10,8	11,8
Serveis	1.221.460	-3.409	-0,3	28.158	2,4	60,5
Primera ocupació	221.936	4.345	2,0	3.513	1,6	11,0
Per sexes						
Homes	787.351	-16.923	-2,1	34.604	4,6	39,0
Dones	1.230.012	11.413	0,9	16.593	1,4	61,0
Per edats						
Menors de 25 anys	234.419	-7.593	-3,1	-4.291	-1,8	11,6
Resta d'edats	1.782.944	2.083	0,1	55.488	3,2	88,4
TOTAL	2.017.363	-5.510	-0,3	51.197	2,6	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

Màxim anual de l'IPC pel petroli i pels aliments

Tal com s'esperava, la tendència descendent de l'índex de preus de consum (IPC) iniciada cap a la meitat del 2006 es va truncar al setembre amb una alça de mig punt, fins al 2,7%. D'aquesta manera, el mínim dels tres últims anys i mig anotat a l'agost, gràcies al favorable comportament dels preus petrolers, va quedar en rere. De tota manera, la taxa de variació anual dels preus de consum se situava dues dècimes per sota del setembre de l'any anterior. La inflació subjacent, que recull la tendència de la inflació en excloure els elements més volàtils, també va repuntar, però molt més suaument, fins a col·locar-se en el 2,6%.

Una vegada més, el protagonisme va correspondre als carburants. En efecte, en passar el descens de la taxa de variació interanual dels carburants i lubricants del 4,2% de l'agost al 3,1% del setembre, va provocar un augment de quatre dècimes en la corresponent taxa de l'IPC general, la qual cosa explica la major part de la pujada del setembre. Això és degut a l'evolució del preu del cru, que, després de marcar un màxim històric al començament d'agost del 2006, va tendir a la baixa i va tornar a registrar nous màxims històrics al setembre del 2007. L'apreciació de l'euro només ha compensat parcialment aquest efecte sobre el preu dels carburants.

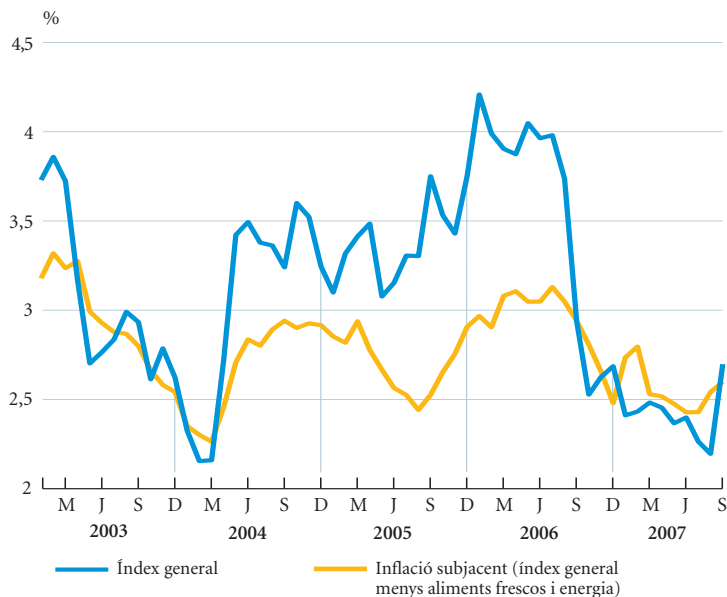
Però també els aliments elaborats van contribuir a l'alça de l'IPC al setembre

L'IPC repunta mig punt al setembre fins al 2,7% a causa dels carburants i dels aliments elaborats.

Encariment de molts aliments bàsics, com el pa, el pollastre i la llet, tot i que les patates només pugen l'1,5% en els dotze últims mesos.

L'IPC ES TORNA A COL·LOCAR PER DAMUNT DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDIX 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	0,3	1,7	2,7
Octubre	0,4	2,1	2,5			
Novembre	0,2	2,4	2,6			
Desembre	0,3	2,7	2,7			

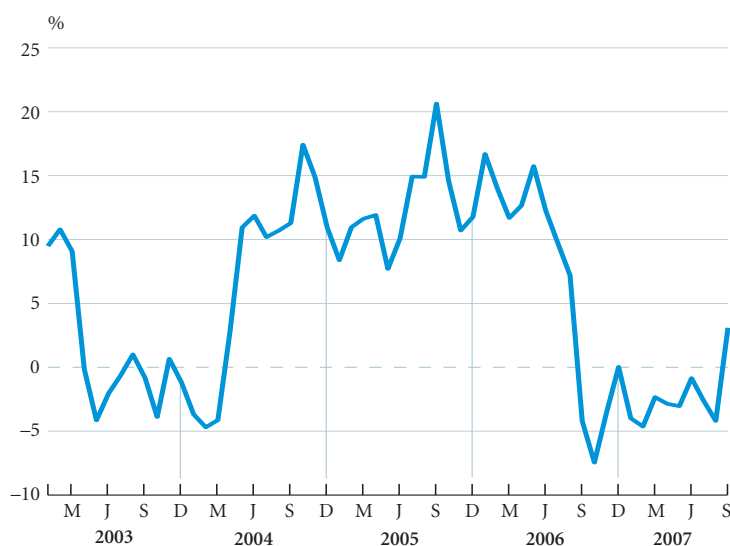
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

amb una mica més d'una dècima. En aquest grup destaca l'ascens mensual de la llet, el 6,4%, que va dur la taxa de variació anual fins a l'11,4%, com es pot observar a la gràfica adjunta. D'aquesta manera, s'ha repercutit en el consumidor

l'increment dels preus als mercats internacionals a conseqüència de les limitacions en l'oferta provocades per les condicions climatològiques desfavorables als principals mercats productors, juntament amb una expansió de la demanda

ELS CARBURANTS PROVOQUEN L'INTENS REPUNT DE L'IPC AL SETEMBRE

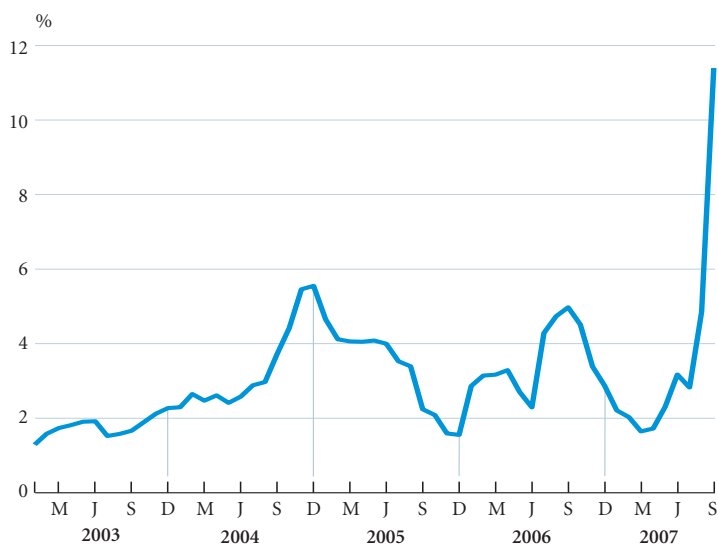
Variació interanual dels preus dels carburants i lubricants



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

FORTA PUJADA DE LA LLET

Variació interanual del preu de la llet



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

als mercats emergents, entre d'altres factors.

Altres aliments elaborats, com el pa, i alguns dels no elaborats, com el pollastre, també es van encarir apreciablement i van reflectir l'ascens del preu dels cereals als mercats mundials de primeres matèries. Així, el preu del pa va continuar augmentant fins a presentar una taxa de variació interanual del 8,1%, i el del pollastre, de l'11,3%. D'aquesta manera, molts aliments bàsics han experimentat notables pujades en els últims mesos, per bé que hi ha excepcions: per exemple, les patates, que han pujat l'1,5% en l'últim any, i la carn d'oví, amb una caiguda interanual del 7,6%.

Per la seva banda, els béns industrials no energètics es van continuar moderant, gràcies a les fortes pressions de la competència internacional i a l'apreciació de l'euro. Així, en conjunt, els preus d'aquests productes només han pujat el 0,4% en els dotze últims mesos i han anotat el nivell mínim dels últims anys.

Els serveis també van moderar el ritme d'encariment. La seva taxa de variació anual es va reduir en dues dècimes fins al 3,7%. El principal impuls va provenir del sector del turisme i l'hoteleria, la taxa de variació del qual va experimentar un decrement de dues dècimes, fins al 4,3%. Cal destacar, en aquest apartat, que els viatges organitzats van experimentar un descens més intens que al setembre del 2006, de manera que els seus preus van caure el 0,8% en relació amb dotze mesos abans.

Quines perspectives es presenten per a la inflació? La continuació de la tònica ascendent del preu del cru fins a noves cotes màximes a l'octubre i les tensions en les primeres matèries agràries fan presagiar que el rumb alcista de l'IPC prosseguirà durant alguns mesos. La tendència a la desacceleració del consum i la fortlesa de la moneda única europea probablement només podran contrarestar parcialment aquesta evolució. D'aquesta manera, la taxa de variació de l'IPC podria superar el 3% abans del final de l'any.

Nivell mínim de la inflació dels béns industrials no energètics.

La pujada de l'IPC continuarà en els propers mesos fins a situar-se per damunt del 3%.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	104,2	0,3	0,9	2,5	2,8	4,6	3,4
Begudes alcohòliques i tabac	107,1	0,1	0,0	0,7	5,6	1,1	6,4
Vestit i calçat	97,2	3,5	3,5	-8,9	-9,2	1,2	1,0
Habitatge	104,0	-0,1	0,0	5,1	3,4	5,8	3,2
Parament	102,8	0,3	0,3	1,6	1,5	2,7	2,5
Medicina	98,1	0,0	0,0	1,4	-2,5	1,4	-2,2
Transport	102,8	-2,3	0,3	3,7	4,5	0,2	2,6
Comunicacions	100,3	0,0	0,0	-0,8	1,1	-1,1	0,4
Oci i cultura	99,6	-1,6	-1,7	-0,1	-0,6	0,3	-1,0
Ensenyament	104,4	0,8	0,7	1,2	1,3	4,0	4,5
Hotels, cafès i restaurants	105,9	-0,7	-0,9	4,1	4,6	4,4	4,9
Altres	103,5	0,2	0,1	3,4	2,6	4,0	3,0
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	104,0	0,1	0,9	2,0	3,5	3,5	3,7
Aliments sense elaboració	105,7	0,6	0,7	2,8	2,3	5,6	4,0
Conjunt no alimentari	102,3	-0,3	0,2	1,5	1,3	2,5	2,3
Béns industrials	100,2	-0,2	0,9	-0,1	-0,7	1,2	1,0
<i>Productes energètics</i>	<i>102,6</i>	<i>-3,8</i>	<i>0,6</i>	<i>6,7</i>	<i>6,4</i>	<i>0,9</i>	<i>2,3</i>
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>102,4</i>	<i>-5,0</i>	<i>0,7</i>	<i>7,2</i>	<i>7,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>2,1</i>
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>99,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>-2,3</i>	<i>-3,0</i>	<i>1,3</i>	<i>0,4</i>
Serveis	104,5	-0,4	-0,6	3,3	3,3	3,9	3,7
Inflació subjacent (**)	102,6	0,2	0,3	1,0	1,1	2,9	2,6
ÍNDEX GENERAL	102,9	-0,2	0,3	1,7	1,7	2,9	2,7

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El diferencial d'inflació amb la UEM augmenta lleugerament fins a 0,6 punts.

D'altra banda, la taxa d'inflació en termes harmonitzats amb la Unió Europea es va situar igualment en el 2,7% al setembre. Així, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro va augmentar lleugerament fins a 0,6 punts.

Els preus industrials registren la taxa més alta d'inflació interanual el 2007.

Tensionament dels preus industrials al setembre

Com era previsible, al setembre la inflació dels productes industrials va abandonar

la via a la baixa que l'havia dut al mínim des del març del 2004. En efecte, l'índex general de preus industrials va registrar una variació anual del 3,4% al setembre, 1,1 punts més que en el mes anterior. El repunt del setembre va ser degut, sobretot, a les alces dels preus energètics i dels preus agraris, reflex de les tensions als corresponents mercats internacionals de primeres matèries.

La taxa d'inflació interanual dels preus industrials es va col·locar en un màxim

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

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

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

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

anual. Els preus dels béns energètics van passar d'una caiguda anual del 2,9% a l'agost a una pujada del 0,8% al setembre, arran de la nova escalada de l'or negre. La remuntada de la inflació dels béns de consum es va centrar en els productes no duradors. Així, la indústria alimentària i de begudes va pujar del 3,7% al 5,9% anual. En canvi, la fabricació de màquines d'oficina i equips informàtics va baixar els preus el 2,6% en relació amb el setembre del 2006, gràcies als augments de productivitat. Per la seva banda, els béns inter-

medis es van continuar moderant suauement i van reflectir la desacceleració dels metalls, però ostentaven la taxa d'inflació interanual més elevada, del 5,3%.

D'altra banda, les dades dels preus percebuts pels agricultors, que arriben fins al juliol, ja mostraven tensions en l'apartat dels productes ramaders. Per la seva banda, els preus d'importació a l'agost es mostraven continguts, per la fortalesa de l'euro i per la disciplina de la competència global.

Escalada dels preus dels productes ramaders en origen.

Sector exterior

El creixement del dèficit comercial es desaccelera, a causa, bàsicament, de la menor contribució de la balança energètica.

El ritme expansiu del dèficit comercial es modera

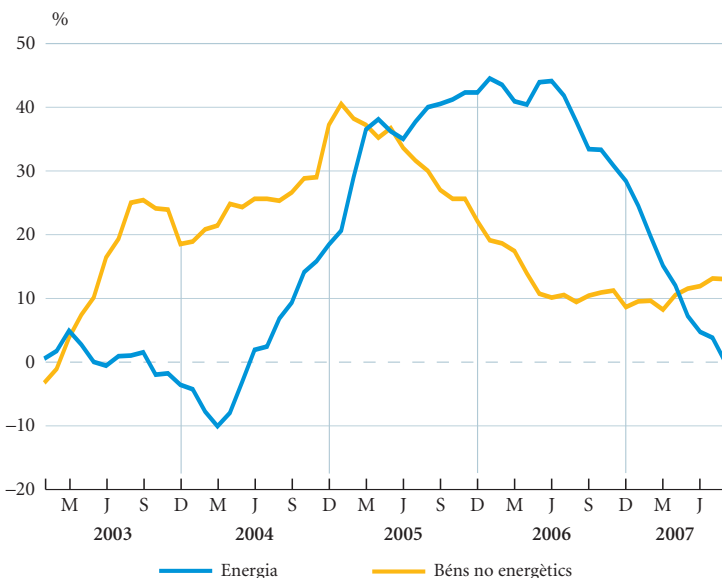
En els vuit primers mesos del 2007, tant les exportacions com les importacions de mercaderies van créixer el 7,4% en termes nominals. El dèficit comercial es va apropar als 62.698 milions d'euros, amb un creixement del 7,2% interanual, que confirma la pauta de moderació seguida últimament. No obstant això, el comportament indicat respon, exclusivament, a la desacceleració del creixement dels béns energètics. Sense tenir-los en compte, s'observa que el creixement del dèficit corresponent a la resta de components ha tendit més aviat a accelerar-se en els últims mesos, tal com es pot apreciar al següent gràfic.

En definitiva, el problema del desequilibri comercial que pesa sobre l'economia espanyola és lluny d'estar resolt. El dèficit comercial no ha parat de créixer en els últims anys, fins al punt que, a l'agost, el saldo negatiu acumulat dels dotze últims mesos doblava l'anotat en el mateix període del 2003. El 2006 el dèficit esmentat (mesurat per duanes) va pujar al 9,1% del producte interior brut (PIB), percentatge que es podria superar enguany.

L'acceleració que ha patit el dèficit comercial espanyol en els últims anys respon a causes diverses. La forta embranzida de les importacions, propiciada per l'intens creixement de la demanda nacional, és, no cal dir-ho, una d'aquestes causes. Però la constant erosió de la competitivitat de

EL CREIXEMENT DEL DÈFICIT COMERCIAL NO ENERGÈTIC TENDEIX A ACCELERAR-SE

Variació interanual del saldo acumulat de 12 mesos



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

COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 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	26.330	-5,3	14,5	4.853	-6,8	4,1	-21.477	18,4
Béns de consum	50.035	6,3	27,5	42.922	5,1	36,0	-7.112	85,8
<i>Alimentaris</i>	10.068	9,7	5,5	13.786	5,1	11,6	3.718	136,9
<i>No alimentaris</i>	39.967	5,1	22,0	29.137	0,7	24,5	-10.830	72,9
Béns de capital	18.835	8,1	10,4	10.877	-1,7	9,1	-7.958	57,7
Béns intermedis no energètics	86.603	12,4	47,6	60.453	12,4	50,8	-26.151	69,8
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	107.288	7,6	59,0	84.017	7,1	70,5	-23.271	78,3
<i>Zona de l'euro</i>	89.649	8,1	49,3	67.318	8,1	56,5	-22.331	75,1
Altres països	74.515	7,0	41,0	35.088	8,1	29,5	-39.427	47,1
<i>Rússia</i>	5.351	6,1	2,9	1.278	40,7	1,1	-4.074	23,9
<i>Estats Units</i>	6.365	12,5	3,5	5.098	2,3	4,3	-1.267	80,1
<i>Japó</i>	4.075	7,6	2,2	897	4,8	0,8	-3.178	22,0
<i>Amèrica Llatina</i>	9.480	1,6	5,2	6.828	0,3	5,7	-2.653	72,0
<i>OPEP</i>	13.840	-7,2	7,6	3.319	12,8	2,8	-10.521	24,0
<i>Resta</i>	35.403	14,5	19,5	17.669	10,8	14,8	-17.735	49,9
TOTAL	181.803	7,4	100,0	119.105	7,4	100,0	-62.698	65,5

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

l'economia espanyola també és un factor que cal tenir en compte. Segons el Banc d'Espanya, en els cinc últims anys (entre el 2001 i el 2006), els costos laborals unitaris van créixer a Espanya el 13,9%, gairebé el doble que a la zona de l'euro i gairebé tres cops més que al conjunt dels països de l'OCDE.

Descomptant l'efecte de l'augment dels preus, el creixement real de les importacions durant els vuit primers mesos de l'any va ser del 6,9% interanual, per damunt del corresponent a les exportacions (4,1%). Cal destacar el fort creixement de les importacions de béns de capital durant aquest període (l'11,1% real), tot i que últimament ha perdut impuls. Les compres de béns de consum alimentari

van registrar també un creixement intens durant aquests vuit mesos (8,8% en volum), resultat que contrasta amb l'increment més moderat de la resta de béns de consum (2,9%).

Pel que fa a les exportacions, les relatives a béns intermedis no energètics són les més dinàmiques, amb el 7,3% de creixement real en aquests vuit mesos, en relació amb el mateix període de l'any anterior. En canvi, mostren més feblesa les vendes a l'exterior de béns de consum no alimentari, que van créixer el 0,6% real en el període considerat, i les corresponents a béns de capital, que van baixar l'1,5%.

Per àrees geogràfiques, cal destacar que el creixement nominal de les importacions

En termes reals, el creixement de les importacions continua essent superior al de les exportacions.

**Les exportacions a països
tercers creixen més que
les destinades a la Unió
Europea.**

procedents de la Unió Europea (7,6% interanual, del gener fins a l'agost) va superar el de les compres procedents de la resta de països (7,0%). En canvi, el creixement de les exportacions a altres països (8,1%) es va situar per damunt de l'anotat per les vendes a la Unió Europea (7,1%). Cal destacar, finalment, l'elevat creixement de les exportacions a Rússia (40,7%) i als països de l'OPEP (12,8%).

**Augmenten els dèficits de rendes
i transferències**

Durant els set primers mesos del 2007, el dèficit per compte corrent es va apropar als 60.082 milions d'euros, el 20,9% més que en el mateix període de l'any anterior.

En termes absoluts, el dèficit no para d'ampliar-se. En efecte, el saldo negatiu acumulat en els dotze últims mesos supera ja els 95.000 milions d'euros, el doble que al començament del 2005, amb una participació creixent sobre el PIB (va pujar al 8,6% el 2006 i es podria apropar al 9,5% el 2007).

El dèficit de la balança comercial és el factor que té més pes en el dèficit corrent (prop del 90%), tot i que la seva contribució a l'ampliació d'aquest desequilibri disminueix progressivament. De fet, el creixement del dèficit comercial acumulat dels dotze últims mesos va caure al 10,6% interanual al juliol, gairebé la meitat que un any abans, amb les excepcions apuntades anteriorment.

**El dèficit per compte corrent
es continua ampliant...**

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juliol 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-48.500	8,2	-83.830	-8.034	10,6
Serveis					
<i>Turisme</i>	15.366	0,7	27.546	166	0,6
<i>Altres serveis</i>	-3.375	-4,6	-5.141	366	-6,7
Total	11.991	2,2	22.406	532	2,4
Rendes	-17.911	44,8	-26.529	-6.996	35,8
Transferències	-5.661	32,9	-7.154	-3.167	79,4
Total	-60.082	20,9	-95.107	-17.664	22,8
Compte de capital	2.309	-7,9	5.976	-404	-6,3
Balança financera					
Inversions directes	-26.432	-36,3	-40.458	1.491	-3,6
Inversions de cartera	107.643	-27,2	158.139	-7.034	-4,3
Altres inversions	-2.870	-92,3	-933	21.327	-95,8
Total	78.341	13,8	116.748	15.785	15,6
Errors i omissions	934	-	1.277	6.956	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-21.502	16,8	-28.895	-4.673	19,3

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.

En canvi, l'aportació del dèficit de rendes i transferències no para d'augmentar. En els dotze últims mesos, el dèficit de rendes s'ha incrementat en 6.996 milions d'euros, en relació amb un any abans, i el corresponent a transferències ho ha fet en 3.167 milions. Aquestes quantitats representen al voltant del 60% de l'augment total registrat pel dèficit corrent en el període considerat. Al mateix temps, el superàvit de serveis, molt estancat, veu mi-

tigat l'efecte compensador que havia exercit uns anys enrere.

Pel que fa als fluxos financers, cal destacar que, exclòs el Banc d'Espanya, del gener fins al juliol es va registrar un saldo positiu de 78.341 milions d'euros. Aquest superàvit es va generar per unes entrades netes procedents de les inversions de cartera, que van superar amb escreix les sortides netes registrades en la resta d'instruments.

...a causa, sobretot, del creixement del saldo negatiu de les balances de rendes i transferències.

Sector públic

L'augment dels ingressos no financers de l'Estat supera en 6,7 punts percentuals el PIB nominal.

L'expansió de la massa salarial i dels beneficis empresarials impulsa els impostos directes, la recaptació dels quals nota poc la reforma fiscal.

Fort creixement de la recaptació per impostos directes

El ritme de creuer amb què avança l'economia influeix de manera favorable en els comptes públics. Durant els nou primers mesos de l'exercici, els ingressos no financers de l'Estat van augmentar el 13,8% en relació amb el mateix període del 2006, inclosos els ingressos cedits a les administracions autonòmiques i locals d'acord amb el sistema de finançament vigent. D'aquesta manera, les entrades en les arques de l'Estat van créixer a una taxa superior en 6,7 punts percentuals al producte interior brut (PIB) nominal.

La recaptació per impostos directes va pujar el 22,0% en relació amb el període

gener-setembre de l'any passat. La principal partida va ser l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), que va augmentar el 16,4%. En aquest fort augment va incidir una alça del 38,8% de la quota diferencial positiva de l'exercici 2006. Les retencions del treball van créixer el 9,7%, la qual cosa reflecteix l'augment de les remuneracions salarials i també l'impacte limitat de la reforma de l'IRPF que va entrar en vigor al gener del 2007. Les retencions sobre el capital mobiliari, els guanys dels fons d'inversió i arrendaments van augmentar el 41,9%, a causa de l'increment de les rendes del capital, juntament amb la pujada del tipus de retenció del 15% al 18% al començament de l'any.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Setembre 2007

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	11.869	9,9	111.523	11,9
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	6.694	13,0	52.608	16,4
Impost de societats	640	17,4	29.372	31,8
IVA	5.366	12,0	41.625	1,9
Impostos especials	1.753	6,3	14.764	7,2
Resta	1.786	-0,9	14.645	18,4
Total	16.239	10,4	153.014	13,8
Pagaments no financers	8.928	5,4	101.354	9,3
Saldo de caixa	2.941	26,0	10.169	47,1
Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament (**)	515	-17,1	12.857	20,0

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.

(**) En termes de comptabilitat nacional.

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

Els ingressos per l'impost de societats es van expandir el 31,8%. L'ingrés de la quota diferencial positiva de l'exercici 2006 es va situar el 34,2% per damunt de la de l'any anterior. El primer pagament fraccionat del 2007 va créixer el 17,6% arran de la bona marxa dels beneficis empresarials, però que també evidencia la modesta modificació d'aquest impost a partir del gener.

Els impostos indirectes, en canvi, només van augmentar el 3,4%, a causa, sobretot, de la moderació de l'impost sobre el valor afegit (IVA). Les entrades acumulades per l'IVA només van augmentar l'1,9%, a causa d'un elevat grau de realització de les devolucions. Si es corregeix aquest efecte, l'increment de l'IVA en termes homogenis és del 4,1%, percentatge que evidencia la desacceleració del consum. Per la seva banda, els impostos especials van créixer el 7,2%, gràcies a un ascens de la recaptació de l'impost sobre els productes del tabac, que es va incrementar el 15,6% després de la pujada dels tipus impositius. L'impost especial més important, el d'hidrocarburs, es va incrementar el 2,7%, i el dels impostos sobre l'alcohol i les begudes alcohòliques, el 2,0%.

Pel que fa a la resta d'ingressos no financers, destaca l'alça dels ingressos patrimonials, a causa dels beneficis ingressats pel Banc d'Espanya i dels interessos dels comptes del Tresor. Les transferències de capital també van experimentar un extraordinari increment, impulsades pels ingressos del fons comunitari per al desenvolupament regional FEDER.

D'altra banda, els pagaments no financers de l'Estat van créixer el 9,3% en relació amb els tres primers trimestres del 2006. Les despeses de personal van experimentar un augment anual del 6,4% per la millora de les retribucions en algunes àrees de l'administració pública. Les despeses en béns i serveis van créixer el 16,8%, en ser l'exercici un any amb eleccions. Les despeses financeres són l'única partida que baixa, amb un descens anual del 7,3%, a causa del calendari de venciments del deute. Cal destacar el gran augment de les despeses per inversions reals, del 15,5%, i de les transferències de capital, del 26,8%.

Arran d'aquesta evolució, l'Estat va aconseguir un superàvit en superar els ingressos als pagaments. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, utilitzant una metodologia comptable que té en compte els recursos i els usos quan es comprometen, l'Estat va aconseguir una capacitat de finançament acumulat de 12.857 milions d'euros, xifra que representa un augment del 20,0% en relació amb el mateix període del 2006. En relació amb el PIB, el superàvit de l'Estat va representar l'1,22%, que es compara favorablement amb l'1,09% de l'any anterior.

Però no tot són flors i violes. L'alentiment immobiliari afecta negativament els comptes de les autonomies, que tenen cedit l'impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentals, en registrar-se caigudes interanuals en el nombre de transmissions immobiliàries. De tota manera, tot sembla indicar que el conjunt dels comptes públics registrarà un bon resultat en l'exercici 2007.

Les entrades per l'IVA pateixen l'alentiment del consum.

L'Estat aconsegueix un superàvit de l'1,22% del PIB fins al setembre.

La desacceleració del mercat immobiliari impacta en els comptes de les autonomies.

Els pressupostos del 2050 són de color gris

L'envelliment de la població representa un gran repte per a la política fiscal. La raó: la pressió que l'augment de la població de més edat exercirà sobre la despesa pública en pensions, sanitat i polítiques de dependència. Segons moltes estimacions, aquesta pressió pot arribar a ser asfixiant. Tot i que, a Espanya, notarem les conseqüències d'aquesta situació demogràfica més tard que en altres països –el punt de màxima pressió serà cap a la meitat del segle–, l'augment previst de la despesa és major. Malgrat que els primers símptomes poden trigar més d'una dècada a fer-se del tot evidents, el moment de plantejar-se solucions per desactivar aquesta bomba de rellotgeria fiscal és ara.

Els demògrafs ho tenen molt clar: la proporció de gent més gran de 65 anys en la població total augmentarà de manera espectacular en els propers decennis. Les últimes projeccions de l'INE indiquen que el 2050 hi haurà menys de dues persones entre 15 i 64 anys per a cada persona més gran de 64 (vegeu quadre inferior). Avui en dia, aquesta ràtio és una mica superior a quatre. La forta immigració dels últims anys ha retardat el moment en què la ràtio assolirà el seu valor mínim, però no ha alterat la dinàmica fonamental del procés d'envelliment, un fenomen que és conseqüència de la caiguda de la taxa de fertilitat i de l'augment de la longevitat.

PROJECCIONS DE LA POBLACIÓ ESPANYOLA PER GRUPS D'EDAT

% de la població total

Grup d'edat	Escenari de baixa immigració			Escenari d'alta immigració		
	2007	2025	2050	2007	2025	2050
Menors de 16 anys	14,7	13,7	12,8	14,7	14,1	13,2
De 16 a 64 anys	68,4	64,5	53,7	68,4	64,9	55,9
Majors de 64 anys	16,9	21,9	33,5	16,9	21,0	30,8
Població total (milions)	44,2	46,2	43,9	44,2	50,0	53,2

FONT: INE.

Sense canvis en les polítiques actuals, l'impacte sobre la despesa pública serà, tot i que gradual, enorme. L'augment més important es produirà en la despesa en pensions, que es podria situar, cap a la meitat del segle, per damunt del 15% del PIB, set punts per damunt del nivell actual.⁽¹⁾ A aquesta situació cal afegir el previsible augment, que podria arribar a ser del 4%-5% del PIB, de la despesa en sanitat i programes de dependència. Es tracta, sens dubte, de xifres considerables. Finançar aquest augment de la despesa amb un increment de la recaptació per IRPF i IVA requeriria gairebé doblar la recaptació actual d'aquests dos impostos com a proporció del PIB. L'economia difícilment podria suportar aquesta gradual però espectacular pujada de la pressió fiscal sense patir greus deterioraments en el creixement de la productivitat, sobretot tenint en compte la disminució en el percentatge de la població en edat de treballar, que és el segment que paga més impostos.

Què cal fer amb aquesta patata calenta? L'opció més còmoda és no fer res i esperar que els demògrafs i els economistes estiguin equivocats. No són pocs els qui s'apunten a aquesta «solució» esmentant els antecedents no

(1) Les projeccions més recents es troben a Economic Policy Committee (2006), *Impact of ageing populations on public spending*, Brussel·les; OCDE (2007), *OECD Economic Surveys: Spain*, París, i J. Jimeno, J. Rojas i S. Puente (2006), «Modelling the Impact of Aging on Social Security Expenditures», Documents Ocasionals, núm. 0601, Banc d'Espanya.

gaire reeixits d'uns i altres, inclòs Malthus, a l'hora de fer projeccions a molt llarg termini. L'estratègia, però, és molt arriscada, ja que, si esperem massa i, al final, tenien raó, l'ajustament necessari serà molt més dolorós. En aquest sentit, l'impacte fiscal de l'envelliment presenta similituds amb el fenomen del canvi climàtic, ja que, en els dos casos, les conseqüències estan subjectes a moltes incerteses, són difícilment quantificables i es veuen lluny en el temps. Tot plegat fa més difícil assumir avui els costos de l'ajustament.

El més sensat seria considerar quins canvis són necessaris per minimitzar l'impacte de l'envelliment sobre el pressupost del 2050. En primer lloc, ens podríem plantejar canvis en el nostre sistema de pensions que contribueixin a reduir la despesa a llarg termini, com, per exemple, utilitzar tota la vida laboral per calcular les pensions, en lloc, només, dels quinze últims anys de cotització, quan els salaris tendeixen a ser més alts. Una altra alternativa seria retardar l'edat de jubilació, situació factible si tenim en compte l'augment de l'esperança de vida i el nivell de salut. A més a més, aquest canvi es podria aplicar de manera gradual perquè fos políticament acceptable. Si cada any retardem sis setmanes l'edat de jubilació (fins als 65 anys i 6 setmanes el 2008, 65 anys i 12 setmanes el 2009, etc.), s'arribaria als 70 anys el 2050 i es reduiria en aquest any la població en edat de jubilació el 20%. Pel que fa a la sanitat, és probable que, tard o d'hora, es plantegi un major ús del copagament per part de l'usuari com a font de finançament i com a instrument per racionalitzar la demanda. Totes aquestes modificacions, en reduir la generositat dels sistemes públics de pensions i de sanitat, exigeixen als ciutadans un major estalvi a títol individual per afrontar les despeses associades al seu envelliment. Per aquest motiu, seria també lògic plantejar-se una millora en el tractament fiscal de l'estalvi.

Atès el futur augment de la despesa, una altra forma d'adaptar la política pressupostària és estalviar ara. La manera com el pressupost de les administracions públiques genera estalvi és mitjançant l'acumulació de superàvits fiscals. Això permet reduir el deute públic (i el corresponent pagament per interessos) i augmentar el fons de reserva de la seguretat social. Afortunadament, Espanya, amb un superàvit fiscal i un nivell de deute relativament baix, es troba en una situació molt més saludable que la majoria dels nostres veïns europeus, que hauran de fer un gran esforç per ajustar els comptes públics a les exigències imposades per l'envelliment de la població. En tot cas, la política pressupostària a curt i a mitjà termini s'ha d'emmarcar dins de l'estratègia a llarg termini per minimitzar el cost fiscal (i econòmic en general) de l'envelliment.

A curt termini, el més important és iniciar una tasca de conscienciació social: paga la pena plantejar-se com més aviat millor la qüestió de l'envelliment. Ajourar la discussió només augmentarà els costos de l'ajustament.

Estalvi i finançament

L'euríbor a un any puja fins al 4,725% al setembre i és possible que hagi tocat sostre.

Les condicions d'oferta de les entitats financeres per als préstecs i crèdits al sector privat són menys folgades.

La demanda de crèdit es modera

L'euríbor a dotze mesos, utilitzat àmpliament com a tipus d'interès de referència, es va incrementar en 6 punts bàsics de mitjana mensual al setembre fins al 4,725%. Aquest ha estat l'augment mensual més baix dels sis últims mesos, i és possible que, en moderar-se les expectatives de pujades del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu, ja hagi tocat sostre. Per la seva banda, les entitats financeres han continuat traslladant amb un cert retard els increments dels tipus d'interès interbancaris als tipus d'interès dels préstecs i crèdits. Així, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits al sector privat va pujar

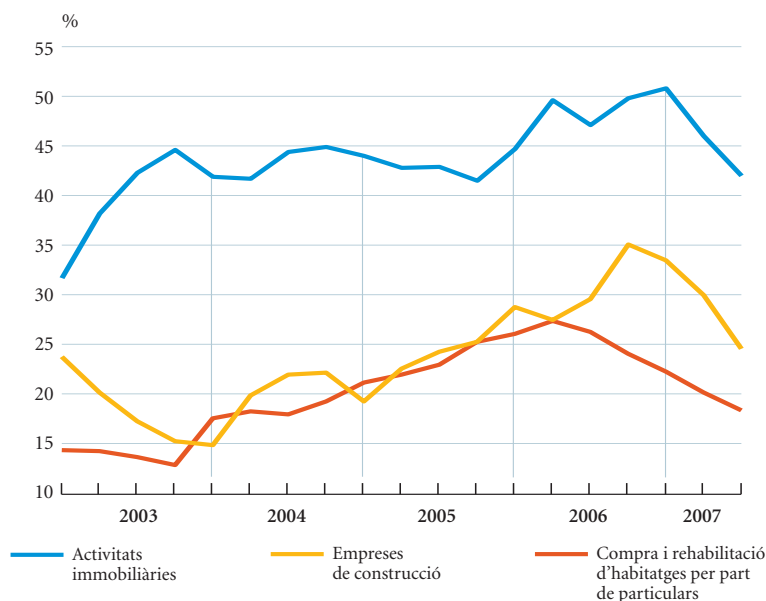
fins al 5,86% a l'agost, 104 punts bàsics per damunt d'un any abans.

En aquest marc, el finançament al sector privat presentava un perfil de suau desacceleració, amb una alça interanual del 20,2% a l'agost, 4,1 punts menys que deu mesos abans, però mantenint un ritme d'expansió considerable. Aquest impuls és més notable en el cas de les empreses, el finançament de les quals va pujar el 23,6% en els dotze últims mesos, mentre que, pel que fa a les famílies, s'aprecia una intensificació de l'alentiment.

Per modalitats de crèdit empresarial, en l'últim any els arrendaments financers,

EL CRÈDIT A LA CONSTRUCCIÓ JA ES DESACCELERAVA ABANS DE LA CRISI SUBPRIME

Variació interanual del crèdit al sector privat



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

CRÈDIT A EMPRESSES I FAMÍLIES

Agost 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	86.287	911	1,1	8.275	10,6	5,1
Deutors amb garantia real (*)	1.031.525	108.549	11,8	178.825	21,0	61,2
Altres deutors a termini	474.920	60.331	14,6	95.712	25,2	28,2
Deutors a la vista	32.659	-1.454	-4,3	4.638	16,6	1,9
Arrendaments financers	44.677	3.964	9,7	6.046	15,7	2,7
Crèdits dubtosos	14.217	3.358	30,9	3.425	31,7	0,8
TOTAL	1.684.285	175.659	11,6	296.921	21,4	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

destinats a la inversió, han experimentat un considerable augment del 15,7%. D'altra banda, el crèdit comercial, que s'utilitza per finançar el capital circulant, va pujar el 10,6% en relació amb l'agost del 2006. L'enquesta sobre préstecs bancaris a Espanya del mes de juliol, publicada pel Banc d'Espanya, palesa que les condicions d'oferta aplicades als crèdits sol·licitats per les empreses són menys folgades i apunta que l'enduriment continuarà en el tercer trimestre.

Per sectors, amb dades que arriben fins al juny, s'observa una intensa desacceleració del crèdit a la construcció i un suau aleniment del canalitzat als serveis. En canvi, el crèdit a la indústria mostra més vigor, per bé que la seva taxa de variació interanual era inferior a la dels altres grans sectors. El crèdit a les activitats immobiliàries es va continuar moderant fins a una taxa de variació anual del 41,8%, que, tot i ser alta, representa 8,8 punts menys que al final del 2006.

Pel que fa a les famílies, la seva taxa d'estalvi va disminuir en el segon trimestre fins al 10% de la seva renda disponible, segons les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, que inclouen també les societats sense ànim de lucre. Aquesta evo-

lució és deguda al fet que les despeses de consum van augmentar més que la renda disponible. Aquesta taxa d'estalvi se situa en un nivell històricament baix, tot i que no és incongruent amb un moment cíclic de fort creixement econòmic. No obstant això, ateses les perspectives de desacceleració econòmica, és probable que l'estalvi de les famílies es recuperi.

El finançament a les llars es va expandir el 15,8% en els dotze últims mesos fins a l'agost, 3,8 punts menys que al desembre. Aquesta moderació és deguda, sobretot, a un menor ritme de creixement del crèdit per a la compra d'habitatges. Però la resta de crèdits també es van moderar amb força, fins a mostrar una taxa de variació interanual del 13,8% a l'agost. La desacceleració del crèdit a les famílies és conseqüència d'una flexió de la demanda, desanimada per la pujada dels tipus d'interès i pels alts preus dels habitatges, però també d'unes condicions de finançament menys favorables, situació que probablement prosseguirà en el futur.

D'altra banda, l'alça dels tipus d'interès en l'últim període ha originat un repunt de la morositat, apreciable en el fet que els crèdits dubtosos van créixer el 31,7% en els dotze últims mesos fins a l'agost.

Més vigor del crèdit a la indústria.

La taxa d'estalvi de les famílies continua disminuint, per bé que probablement sigui a les portes d'una recuperació.

La morositat tendeix a pujar, però es col·loca en cotes baixes.

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Segon trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	24.294	1.280	5,6	2.348	10,7
Indústria	132.145	12.657	10,6	22.289	20,3
Construcció	144.552	10.234	7,6	28.357	24,4
Serveis	568.184	63.359	12,6	134.872	31,1
Total	869.174	87.530	11,2	187.866	27,6
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	588.694	44.305	8,1	90.446	18,2
Adquisició de béns de consum durador	53.898	2.437	4,7	4.737	9,6
Altres finançaments	112.135	7.690	7,4	16.846	17,7
Total	754.726	54.432	7,8	112.029	17,4
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	5.955	251	4,4	846	16,6
Resta sense classificar	22.497	1.514	7,2	1.420	6,7
TOTAL	1.652.351	143.726	9,5	302.161	22,4

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

No obstant això, la taxa de morositat del conjunt de les entitats creditícies es va col·locar en el 0,84%, cota relativament baixa. Més reduïda encara és la taxa de dubtositat hipotecària per a l'adquisició d'habitatges, que era del 0,51%, per bé que també es percep una trajectòria ascendent.

Ofensiva de les entitats financeres per captar dipòsits

La contrapartida de la pujada dels tipus d'interès és un creixement dels dipòsits bancaris en els dotze últims mesos fins a l'agost del 21,5%, que supera lleugerament el dels crèdits. Aquest considerable augment ha estat afavorit per la pujada de la remuneració dels comptes bancaris, en especial a termini. Així, el tipus mitjà dels dipòsits a termini de les famílies es va enfil·lar fins al 3,91% a l'agost, amb un increment de 101 punts bàsics en l'últim

any, i va superar amb escreix la taxa d'inflació.

D'aquesta manera, les imposicions a termini fins a 2 anys van experimentar un ascens del 38,4% en els dotze últims mesos i van assolir una participació del 25,0%. Aquesta classe de comptes s'ha beneficiat del nou règim fiscal de l'estalvi vigent a partir del gener, que ha suprimit la bonificació fiscal dels interessos a partir del termini de 2 anys. De fet, els dipòsits en moneda estrangera van experimentar, fins i tot, un augment superior, ja que tenen els diferencials de tipus d'interès al seu favor, tot i que es tracta d'un producte poc estès. Per la seva banda, els comptes a la vista i d'estalvi, llastats per unes baixes remuneracions, només van créixer el 4,1% en relació amb l'agost de l'any anterior.

L'important creixement dels dipòsits bancaris ha estat insuficient per finançar el

La millora de les retribucions impulsa els dipòsits a termini.

volum de crèdits, ja que aquest és superior, de manera que les entitats financeres han hagut de recórrer a l'emissió de valors i a les titulitzacions. Atès que les condicions dels mercats financers s'han en-durit arran de la crisi de les hipoteques *subprime* a l'estiu i que s'ha complicat l'emissió de valors, les entitats financeres han intensificat les campanyes per a la captació de dipòsits del sector privat.

D'aquesta manera, els dipòsits bancaris s'han convertit en una forta competència per a altres productes financers, com les participacions en els fons d'inversió mobiliària. Al setembre, el patrimoni dels fons d'inversió va baixar en 4.139 milions d'euros, sobretot per la fuga de 4.937 milions d'euros. Els partícips també van ser influenciats per les minusvàlues registrades a l'agost arran de les turbulències als mercats financers durant aquest mes. D'aquesta manera, per primer cop en l'exercici, el patrimoni dels fons d'inver-

sió mobiliària es va situar per sota del nivell del començament de l'any, a causa d'unes sortides netes de diners de 7.304 milions d'euros.

No obstant això, la rendibilitat mitjana anual del conjunt de fons d'inversió mobiliària es va col·locar en el 4,54% al final del tercer trimestre i va ser positiva per a gairebé totes les modalitats. La classificació estava encapçalada per la renda variable dels mercats emergents, que va assolir uns guanys del 39,8%, seguida de la renda variable nacional, amb una alça del 15,0%.

Pel que fa als fons d'inversió lliure, els *hedge funds*, que van adquirir protagonisme en el panorama internacional durant les convulsions financeres de l'estiu, la seva trajectòria recent al mercat espanyol amb prou feines ha resultat afectada. Així, al final de setembre, el seu patrimoni pujava a 501 milions d'euros, enfront dels 240 del final de juny.

El patrimoni dels fons d'inversió cau per primer cop en l'exercici per sota del nivell del final del 2006.

Guanys extraordinaris dels fons de renda variable emergents.

DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Agost 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	425.816	-22.521	-5,0	16.828	4,1	34,0
A termini fins a 2 anys	313.015	66.609	27,0	86.901	38,4	25,0
A termini a més de 2 anys	379.634	46.785	14,1	84.548	28,7	30,4
Cessions temporals	86.894	3.070	3,7	16.299	23,1	6,9
Total	1.205.359	93.943	8,5	204.576	20,4	96,4
Dipòsits en monedes no euro	45.328	12.611	38,5	16.472	57,1	3,6
TOTAL	1.250.687	106.554	9,3	221.048	21,5	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

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 2007

Selecció de indicadors

Edició completa disponible

a Internet

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

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

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

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

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

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

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

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

Novembre 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.