SETEMBRE 2008

Informe Mensual

NÚMERO 316

La set de petroli de les economies emergents Pàg. 15
L'auge d'aquestes economies és el principal factor que explica l'increment del preu del petroli

L'escassa resposta de l'oferta de petroli Pàg. 22
El subministrament de petroli amb prou feines ha cobert la intensificació de la demanda

Bombolles de petroli Pàg. 42
Són els especuladors els culpables de l'escalada del preu del barril?

El petroli importa? Pàg. 59
Sí, a curt termini, sobretot si la pujada és brusca, com ha succeït el 2008

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2006	2007	2008	2007			2008		
				II	III	IV	I	II	III
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions						Previsions
Producte interior brut									
Estats Units	2,8	2,0	1,8	1,8	2,8	2,3	2,5	2,2	1,3
Japó	2,4	2,0	1,1	1,8	1,8	1,4	1,2	1,0	1,1
Regne Unit	2,9	3,1	1,2	3,3	3,1	2,8	2,3	1,4	0,7
Zona de l'euro	2,9	2,7	1,4	2,6	2,7	2,2	2,1	1,5	1,0
Alemanya	*3,2*	*2,6*	*1,7*	*2,5*	*2,4*	*1,7*	*2,6*	*1,7*	*1,2*
França	*2,4*	*2,1*	*1,2*	*1,7*	*2,4*	*2,2*	*2,0*	*1,1*	*0,6*
Preus de consum									
Estats Units	3,2	2,9	4,6	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,7
Japó	0,2	0,1	0,9	–0,1	–0,1	0,5	1,0	1,4	1,0
Regne Unit	2,3	2,3	3,5	2,6	1,8	2,1	2,4	3,3	4,3
Zona de l'euro	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9	2,9	3,4	3,6	3,8
Alemanya	*1,6*	*2,3*	*2,8*	*2,0*	*2,3*	*3,1*	*2,9*	*3,0*	*3,1*
França	*1,7*	*1,5*	*3,1*	*1,2*	*1,3*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,3*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,9	3,4	1,1	4,1	3,0	2,9	2,2	1,2	0,7
Consum de les AP	4,6	4,9	4,2	5,0	4,8	4,4	3,6	3,8	4,3
Formació bruta de capital fix	7,1	5,3	–1,0	5,8	4,6	4,5	2,5	–0,2	–2,4
Béns d'equipament	*10,2*	*10,0*	*1,5*	*11,3*	*8,5*	*7,1*	*5,2*	*2,3*	*0,5*
Construcció	*5,9*	*3,8*	*–3,5*	*4,2*	*3,3*	*2,9*	*0,3*	*–2,4*	*–5,1*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,3	4,4	1,1	4,9	3,9	3,8	2,8	1,5	0,6
Exportació de béns i serveis	6,7	4,9	3,8	3,9	8,2	4,0	4,3	4,1	3,5
Importació de béns i serveis	10,3	6,2	2,2	6,2	7,6	4,9	4,1	2,3	1,5
Producte interior brut	**3,9**	**3,7**	**1,4**	**3,9**	**3,6**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**
Altres variables									
Ocupació	3,2	2,9	0,0	3,2	2,8	2,2	1,4	0,4	–0,5
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,3	10,7	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	10,8
Índex de preus de consum	3,5	2,8	4,6	2,4	2,4	4,0	4,4	4,6	5,0
Costos laborals unitaris	3,2	2,9	3,4	2,7	3,1	3,0	3,9	3,6	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–9,0	–10,1	–10,2	–9,1	–10,4	–10,5	–12,0	–9,5	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–8,4	–9,7	–9,8	–8,9	–10,2	–9,6	–11,2	–9,0	
Saldo públic (% PIB)	1,8	2,2	0,0						
MERCATS FINANCERS			Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0	2,0
Repo BCE	2,8	3,9	4,1	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,3
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	3,9	4,8	4,6	4,1	3,5	3,9	4,0
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,2	4,4	4,4	4,3	4,2	3,9	4,4	4,5
Tipus de canvi									
$/Euro	1,26	1,38	1,52	1,35	1,39	1,46	1,53	1,56	1,51

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
13 Xina
15 La set de petroli de les economies emergents
18 Mèxic
20 Primeres matèries
22 L'escassa resposta de l'oferta de petroli

26 Unió Europea
26 Zona de l'euro
28 Alemanya
29 França
31 Itàlia
32 Regne Unit

33 Mercats financers
33 Mercats monetaris i de capital
42 Bombolles de petroli

44 Conjuntura espanyola
44 Activitat econòmica
49 Mercat de treball
54 Preus
59 El petroli importa?
62 Sector exterior
65 Sector públic
68 Estalvi i finançament

El petroli, altra vegada

Al juliol, el preu del barril de petroli va assolir un nou màxim històric. Fa un any, quan el preu amb prou feines arribava a la meitat dels 146 dòlars del juliol, aquest nivell només semblava possible en un escenari en què l'oferta de petroli s'hagués interromput de sobte. Però no, el flux de compres i vendes seguia el seu curs amb normalitat, llevat dels inevitables problemes puntuals habituals en el subministrament. De llavors ençà, i en poques setmanes, el preu del barril ha corregit bruscament i ha arribat a vorejar els 110 dòlars, uns nivells que, de tota manera, se situen molt per damunt del que s'esperava un any abans. Per què puja tant el preu del petroli? Per què és tan volàtil?

Són preguntes que els operadors i els analistes tracten de contestar des de fa molts anys, d'ençà que la primera crisi del petroli, al començament dels anys setanta, va copejar durament les economies desenvolupades. En els últims anys, és clar que un dels factors de la pujada és la intensificació de la demanda per part dels països emergents, la industrialització accelerada dels quals els ha convertit en àvids consumidors de l'or negre. La Xina, com no podia ser d'una altra manera, va al capdavant i és el principal responsable de l'augment del consum. En canvi, en les economies avançades, que encara representen el 60% de la demanda mundial, sembla que la demanda de petroli s'ha estancat des del 2006 a conseqüència de l'alça dels preus i de la desacceleració econòmica.

Al mateix temps que la demanda ha continuat tirant amb força, l'oferta amb prou feines ha aconseguit cobrir les exigències dels compradors. Cal tenir en compte que, a curt termini, l'oferta és relativament inelàstica, ja que incrementar la capacitat de producció és un procés llarg i costós. Requereix una considerable inversió inicial per a l'exploració de jaciments, i després es triga, de mitjana, entre cinc i deu anys fins a iniciar-ne l'explotació. A més a més, uns pocs països concentren l'exportació de petroli i sovint pateixen inestabilitats de caràcter intern o geopolític, com en el cas de l'Orient Mitjà, Nigèria, Veneçuela o Rússia. Hi ha molt petroli, però, tractant-se d'un recurs finit, creix el temor que l'oferta toqui sostre més o menys aviat (teoria del *peak oil*), de manera que la pujada actual no seria més que un avançament del que inexorablement arribarà.

Increment de la demanda i rigideses d'oferta podrien explicar una tendència de pujada del preu del barril en els últims anys, però no encaixen en una escalada sideral com la viscuda en l'últim any. Inevitablement, les mirades s'han dirigit cap als inversors en primeres matèries. En els últims anys, molts d'ells han incorporat el petroli a les carteres d'inversió, tendència que, pel que sembla, s'ha accelerat arran de la crisi financera global iniciada a l'agost del 2007. La meteòrica pujada del preu en l'últim any ha coincidit amb l'auge dels fons que inverteixen en futurs de petroli. La recent davallada del preu s'atribueix a una retirada del mercat dels inversors.

Però la correcció del preu del petroli no elimina una situació que podria ser qualificada de xoc petrolier, ja que significa un augment del 70% en un any. Tradicionalment, això ha significat més inflació, menys creixement i menys ocupació. No obstant això, l'impacte de les crisis energètiques sembla cada cop menor. De fet, l'alça del petroli a partir del 2000 ha coincidit amb el cicle expansiu més intens i prolongat de l'economia mundial en trenta anys, en un context d'inflació baixa i atur en mínims. Cal no abaixar la guàrdia, però, certament, sembla que les economies dependents de l'or negre cada cop són més capaces d'encaixar els cops de les pujades del barril.

RESUM EXECUTIU

Un any després de l'inici de la crisi financera, la situació és lluny d'estar solucionada...

...i no s'albira un horitzó clar de sortida.

Es comença a apreciar l'impacte en l'economia real a través de la restricció creditícia i del deteriorament de la confiança.

Comença un altre curs complicat

El que va començar cap al juliol del 2007 com un problema centrat en un conjunt limitat d'actors i actius financers ha acabat derivant en una crisi d'abast internacional. El foc iniciat al segment de les hipoteques d'escassa qualitat creditícia *(subprime)* dels Estats Units va afectar ràpidament la resta del sistema financer nord-americà. Anys de relaxades condicions creditícies i de negligència reguladora van permetre el desenvolupament de pràctiques bancàries imprudents que s'han convertit en un combustible letal. El foc ha consumit una part important de les provisions de les entitats directament involucrades, però la relació de damnificats va més enllà dels Estats Units i s'estén a bona part del sistema financer internacional. Bloomberg estima que les provisions per pèrdues efectuades per totes les entitats des de l'inici de la crisi superen els 500.000 milions de dòlars, dels quals la meitat corresponen a entitats amb domicili social fora dels Estats Units.

El problema no s'atura aquí, ja que la por i la desconfiança continuen marcant l'operativa dels mercats financers. Així, els diferencials de tipus d'interès i les primes de risc continuen en nivells anormalment alts, i l'actuació de les autoritats monetàries no aconsegueix calmar els ànims. Les generoses facilitats per garantir la liquiditat que els bancs centrals han ofert de forma coordinada no han solucionat la sequera dels mercats interbancaris ni han evitat un cert to de restricció creditícia que es percep en moltes economies. Va semblar que la decidida actuació de la Reserva Federal, el banc central dels Estats Units, en el salvament del banc d'inversió Bear Stearns marcava una inflexió en la situació de desconfiança i de temor financer. Cal recordar, però, que, uns mesos després de la intervenció, el panorama ha canviat poc.

Els mals resultats coneguts dels bancs nord-americans i d'alguns europeus continuen llastant l'evolució de les borses. Per aquest motiu, cada aparent recuperació dels mercats d'accions ha anat seguida d'un moviment en sentit contrari. L'últim episodi, l'alça en les cotitzacions borsàries registrada entre mitjan juliol i començament d'agost, s'ha vist parcialment compensada per una reculada posterior. En aquest context, els mercats de deute han continuat actuant de refugi financer, la qual cosa explica la caiguda de tipus en aquests actius.

Per acabar de complicar l'equació, sembla que la fase financera de la crisi evoluciona cap a una perillosa segona part: la transmissió a l'economia real. Com? Mitjançant dos canals fonamentals: la menor disponibilitat de crèdit i l'empitjorament de la confiança de les empreses i dels consumidors. Aquests processos, que ja s'han començat a materialitzar, s'intensificaran en els propers mesos. Tot plegat amb la pressió afegida d'uns preus de les primeres matèries, amb el petroli al capdavant, encara elevats. Malgrat que, entre mitjan juliol i agost, el petroli va caure prop del 40%, la reculada percentual mensual més intensa des de la Guerra del Golf del 1991, els nivells actuals, a la zona dels 115 dòlars per barril, continuaran drenant renda i tensant els preus en un moment cíclicament delicat.

L'impacte real de la crisi financera serà, però, clarament diferent en funció de la

zona del món en què ens trobem. L'epicentre, els Estats Units, ha esquivat fins ara la temuda recessió. L'impuls fiscal governamental (equivalent a una mica més de l'1% del producte interior brut) i el relaxament de la política monetària per part de la Reserva Federal han propiciat que, ara com ara, el creixement s'hagi mantingut en nivells molt millors del que estava previst (3,3% intertrimestral anualitzat en el segon trimestre). La persistència de la recessió immobiliària, per a la qual no s'albira encara un final, impedeix esperar que l'economia es mantingui en aquest ritme en els propers trimestres.

Europa, que semblava arrecerada de la recessió nord-americana i aliena als problemes de l'hipotecari nord-americà, de sobte presenta un panorama pitjor. El Banc Central Europeu ha seguit una política monetària diametralment oposada a la nord-americana: els tipus de referència s'han mantingut invariables fins al juliol, moment en què les autoritats de Frankfurt van optar per un augment d'un quart de punt (fins al 4,25%), a l'inrevés que la Fed. La política fiscal tampoc no ha actuat amb la contundència dels Estats Units. En aquest context, quan la confiança dels agents s'ha evaporat i l'entorn internacional ha empitjorat, s'ha desencadenat un intens ajustament de l'activitat que ha provocat caigudes del producte interior brut (PIB) en el segon trimestre a Alemanya, França i Itàlia, les tres grans economies de la zona de l'euro, la qual, en conjunt, ha reculat el 0,2% intertrimestral.

Creiem que la zona de l'euro evitarà la recessió, però, amb la inversió a la baixa, el consum privat fràgil i la demanda externa afeblida, Europa s'ha quedat sense motors per a l'expansió econòmica. Aquest empitjorament de perspectives del Vell Continent, que contrasta amb la millor resistència de l'economia nord-americana, explica en part per què el dòlar ha frenat la caiguda i ha començat a remuntar des del mínim d'1,60 per euro.

Motius per a l'esperança en aquest balanç pessimista? Les economies emergents. Ara com ara, el seu dinamisme es manté. A més de la Xina, vector global, cal recordar les dades de creixement més recents dels emergents més grans: l'Índia (el 8,8%), Rússia (el 8,5%) i el Brasil (el 5,8%). Segons les últimes previsions del Fons Monetari Internacional, el creixement global es mantindrà una mica per sota del 4% el 2008 i el 2009. Lluny, evidentment, dels excepcionals registres dels primers anys del segle actual, de l'ordre del 5%, però, en qualsevol cas, xifres encara molt notables.

Ara com ara, els Estats Units aconsegueixen defugir la recessió, mentre que Europa entra en una fase de menor activitat.

Economia espanyola: cap a un canvi de model

Aquest negatiu entorn internacional ha incidit amb força en una economia com l'espanyola, el creixement de la qual es basava en un excepcional cicle expansiu de la construcció i en una potent expansió del consum. En el segon trimestre, es va intensificar el procés d'ajustament en marxa, amb un PIB que va augmentar l'1,8% en relació amb el segon trimestre del 2007, vuit dècimes menys que tres mesos abans. En relació amb el trimestre anterior, el PIB només va créixer una dècima, l'increment trimestral més baix des de l'última recessió del 1993, resultat que col·loca l'economia espanyola al caire de l'estancament.

Ara com ara, els emergents es consoliden com la línia més sòlida del creixement mundial.

La forta desacceleració econòmica va ser deguda a la demanda interna, ja que la contribució del sector exterior va passar de restar dues dècimes a sumar-ne tres. Aquesta millora de mig punt es va produir gràcies a un alentiment més intens de les importacions de béns i serveis que de les exportacions, de manera que es va ampliar la diferència entre els ritmes de creixement de les dues a favor de les exportacions. Es tracta d'un resultat rellevant, ja que la millora del sector exterior és fonamental per solucionar dues qüestions clau del model de creixement experimentat fins ara. En primer lloc, frenar el deteriorament de la

La forta desacceleració de l'economia espanyola, gairebé fins a l'estancament, s'intensifica en el segon trimestre.

Així i tot, afloren dos elements positius: aturada del deteriorament del sector exterior...

necessitat de finançament extern, en un context de creixent enduriment de les condicions creditícies internacionals. I, en segon lloc, assegurar una parcel·la de la demanda que, si més no en part, substitueixi l'esgotada dinàmica de la construcció i del consum privat.

Precisament, el consum privat és un dels components de la demanda més afeblits. Així, durant el període abril-juny, amb prou feines va créixer el 0,1% en relació amb el trimestre anterior. Un augment inferior de la renda real, uns nivells d'endeutament elevats en un context d'alces dels tipus d'interès i l'augment de l'atur minen la confiança dels consumidors. En canvi, el consum públic va jugar un paper contracíclic i va compensar parcialment la feblesa del privat.

...i avanç rellevant de la productivitat per persona ocupada, amb el cost d'un ràpid deteriorament dels indicadors del mercat de treball.

La construcció segueix la via temuda, a causa de la frenada del segment residencial: la despesa en habitatges va caure el 5,6% en relació amb el primer trimestre. Per la seva banda, la inversió en béns d'equipament també es va desaccelerar amb força en disminuir la demanda esperada. En aquest marc, la conjuntura industrial s'ha deteriorat de manera considerable. Així, el valor afegit de les branques industrials es va reduir el 2,8% en relació amb el segon trimestre del 2007. Per la seva banda, els serveis van resistir la desaceleració econòmica general.

L'intens alentiment econòmic té un clar efecte en el mercat laboral. Segons les últimes xifres de l'enquesta de població activa, durant la primera meitat de l'any, es van destruir 51.800 llocs de treball. El nivell d'ocupació al sector privat presenta una clara tendència a disminuir. Les caigudes se centren en la construcció i en l'agricultura. Tot i que aquests sectors ocupen un nombre relativament elevat de treballadors estrangers, la població estrangera ocupada ha augmentat el 7% en l'últim any, mentre que el nombre d'ocupats amb nacionalitat espanyola ha disminuït lleugerament. Aquest empitjorament del mercat laboral no ha desanimat els demandants de feina. Així, la població activa es continua incrementant a bon ritme, amb una alça anual del 3,1%, a conseqüència, sobretot, de la incorporació de les dones i de la població estrangera al mercat de treball. En aquest context, l'atur es va accelerar, i la taxa d'atur, seguint una tendència ascendent, va pujar fins al 10,4%, 2,5 punts més que el mínim anotat un any abans. Segons Eurostat, al començament de l'estiu, la taxa d'atur espanyola es va convertir en la més elevada de la Unió Europea.

Aquesta negativa evolució del mercat de treball té, al revers, la cara positiva d'una millora substancial de la productivitat. Es tracta d'un canvi fonamental que s'hauria de consolidar en els propers trimestres, ja que, després d'haver-se col·locat en nivells molt baixos en els últims anys, la productivitat aparent del treball s'hauria de situar en paràmetres molt més alts per encarar el final de l'ajustament actual.

Les autoritats econòmiques tracten de contenir la desaceleració amb més despesa pública, reformes estructurals i una crida al diàleg social.

Mentrestant, la travessia de l'ajustament continua cobrant un elevat peatge en termes, per exemple, de deteriorament del dèficit públic. Durant els set primers mesos del 2008, l'Estat va requerir una necessitat de finançament del 0,9% del PIB, enfront d'un superàvit del 0,7% en el mateix període de l'any anterior, a conseqüència de la desaceleració de l'economia i de les actuacions per pal·liar-la. Cap a la meitat d'agost, el govern va aprovar un nou paquet de mesures per afrontar la situació econòmica, disposicions que es completarien amb un procés de diàleg social per canviar el model productiu espanyol i tractar d'impulsar una reactivació econòmica sobre bases sòlides.

28 d'agost de 2008

CRONOLOGIA

2007

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.
	31	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,50%.
novembre	**8**	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.945,7) amb uns guanys acumulats del 12,7% en relació amb el final de desembre del 2006.
desembre	**11**	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,25%.
	13	Els bancs centrals dels Estats Units, la zona de l'euro, el Regne Unit, Suïssa i Canadà anuncien un pla d'**accions coordinades per alleujar les tensions dels mercats monetaris** provocades per les turbulències financeres.

2008

gener	**1**	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada de Xipre i Malta, fins a quinze estats membres.
	22	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,50%.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,00%.
març	**9**	El Partido Socialista Obrero Español guanya les **eleccions generals**.
	18	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,25%.
abril	**18**	El Govern aprova un **Pla de mesures d'estímul econòmic**.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,00%.
juliol	**3**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,25%.
	11	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 146,6 dòlars per barril.
	15	L'**euro** cotitza a 1,599 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
agost	**14**	El govern posa en marxa un **programa de 24 reformes econòmiques** per al 2008 i el 2009.

AGENDA

Setembre

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
- **3** PIB de la UE (segon trimestre).
- **4** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **5** Índex de producció industrial (juliol).
- **11** IPC (agost).
- **16** Comitè de Mercat Obert de la Fed. IPC harmonitzat de la UE (agost).
- **19** Enquesta trimestral de cost laboral (segon trimestre).
- **23** Ingressos i despeses de l'Estat (agost).
- **25** Preus industrials (agost). Comerç exterior (juliol).
- **29** Avanç IPCH (setembre).
- **30** Balança de pagaments (juliol).

Octubre

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

CONJUNTURA INTERNACIONAL

El PIB dels Estats Units creix l'1,8%, amb desacceleració de la demanda interna i un sector exterior a l'alça.

Estats Units: més exportacions i menys consum

El producte interior brut (PIB) nord-americà va créixer el 2,2% interanual en el segon trimestre. En termes intertrimestrals anualitzats, l'avanç va ser del 3,3%, una mica per damunt de les previsions si tenim en compte l'estímul fiscal aprovat a l'abril. La revisió del juliol de les xifres publicades anteriorment va deixar l'últim trimestre del 2007 amb un creixement intertrimestral negatiu. El consum privat, l'àncora de l'economia, es va continuar desaccelerant amb un avanç de l'1,4% interanual. Una parsimònia que podria ser menys sense les esmentades ajudes fiscals i que apunta a la baixa. Al capítol de la inversió no residencial, les estructures van tenir un bon comportament, però la inversió en equipament, amb més pes en l'economia, es va desaccelerar amb força i va baixar en relació amb el nivell del trimestre anterior, al mateix temps que continuaven els forts descensos en la inversió residencial.

El sector exterior passa a ser el suport més sòlid del creixement, gràcies a la feble demanda d'importacions i a la renovada competitivitat que atorga un dòlar barat. Així, les exportacions van guanyar l'11,2% interanual, mentre que les importacions van cedir el 2,0%. El problema és que la

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	2,8	2,0	1,8	2,8	2,3	2,5	–	2,2	–	–
Vendes al detall	5,8	4,0	4,0	4,0	4,7	3,0	2,8	2,0	3,4	2,6
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	62,8	58,1	51,0	51,9
Producció industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,8	0,4	0,2	0,2	–0,1
Activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	48,6	49,6	50,2	50,0
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–22,1	–27,3	–33,7	–33,1	–40,2	–37,8	–33,2	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,5	5,5	5,7
Preus de consum	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	3,9	4,2	5,0	5,6
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–730,7	–701,4	–700,3	–695,6	–695,9	–695,6	–693,3	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (4)	5,2	5,3	5,4	5,4	4,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,5	70,8	71,4	70,9

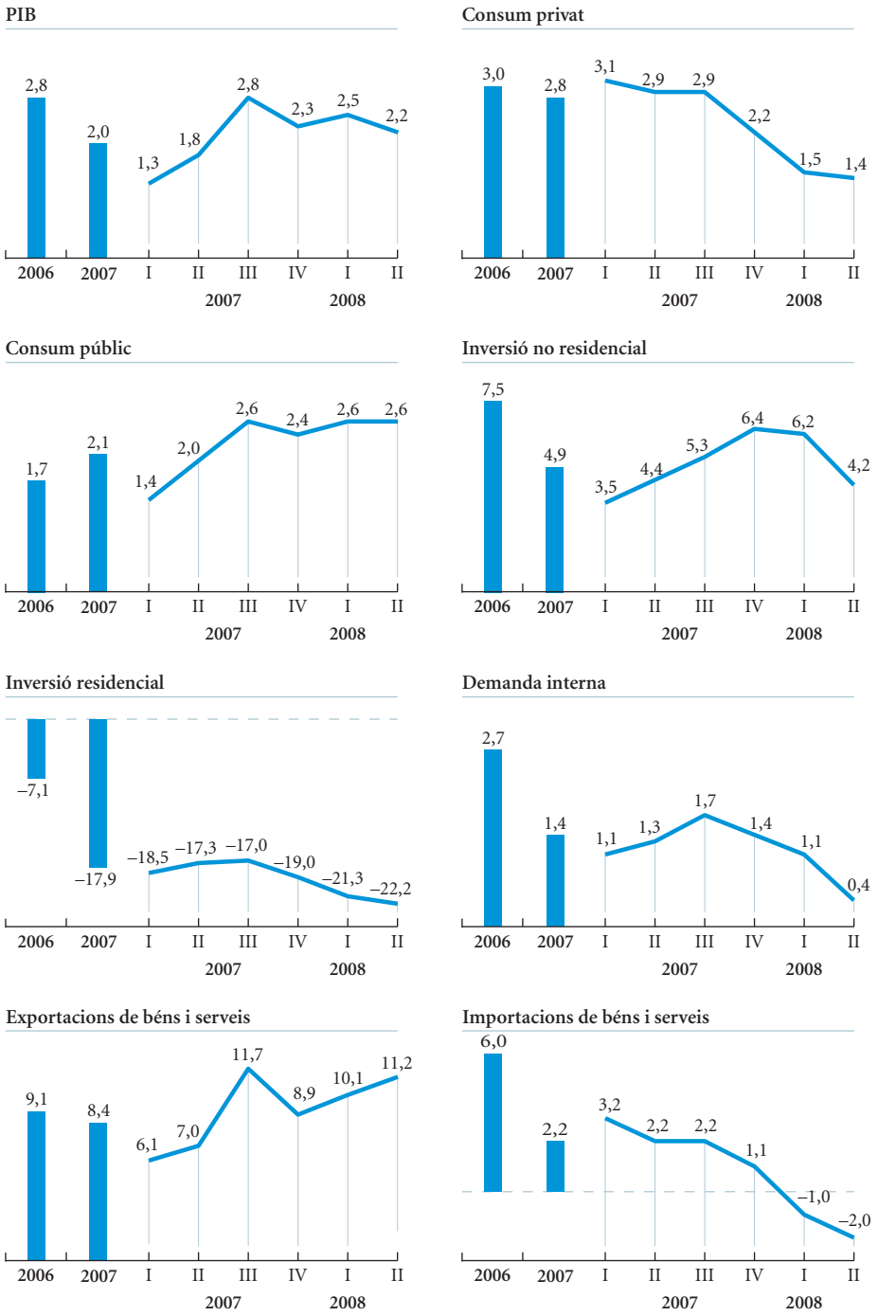
NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.
(4) Percentatge.
(5) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

demanda interna del segon trimestre es va contreure en relació amb el primer, i caldrà veure si un creixement basat per complet en el sector exterior és sostenible en una economia tan gran com la nord-americana. S'esquiva la recessió, però, en

Els consumidors són pessimistes per avui i, sobretot, per demà.

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

La feblesa econòmica arriba als dos anys de durada.

els dos últims mesos, el risc torna a centrar-se més al costat del creixement que al de la inflació. Tot i que això no implica que les tensions de preus estiguin conjurades, el 2009 es va configurant com un any d'activitat feble i no de recuperació.

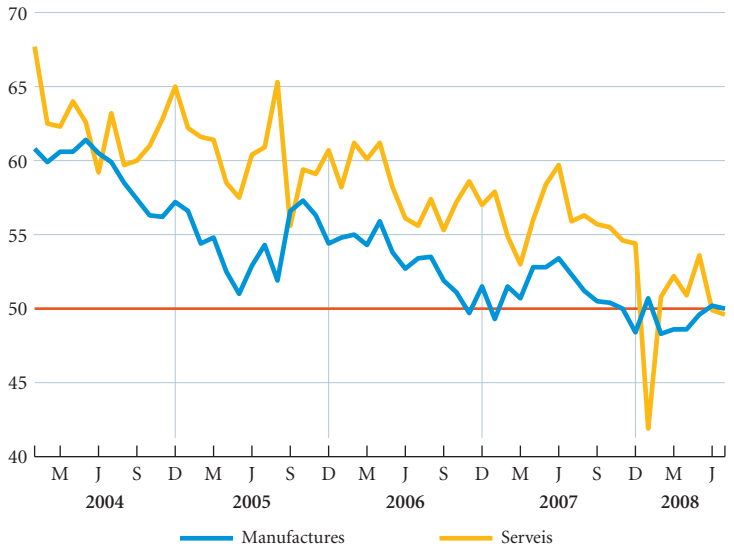
Confirmant aquesta tesi, hi ha el sentiment dels consumidors, l'indicador més seguit del qual, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, es va quedar al juliol en els 51,9 punts, un nivell que, tot i col·locar-se una mica per damunt de la xifra del mes anterior, en els 30 últims anys només ha estat tan avall en els primers mesos de 1992. La gran diferència amb aquell moment cal buscar-la en les expectatives, les quals, el 1992, se situaven molt per damunt de la percepció del present, mentre que, en l'actualitat, passa el contrari. Coherents amb el sentiment dels consumidors, les vendes al detall del juliol, sense incloure les fluctuants compres d'automòbils i el consum de benzina, van avançar el 3,4% interanual, que, descomptant les variacions de preus, es tradueix en un apagat 0,8%. Per la seva banda, les compres d'automòbils van continuar intensificant la caiguda i acumulen un descens del 10,5% interanual. El que preocupa d'aquesta evolució general no és tant la intensitat de la desacceleració com la marcada tendència a la baixa.

Els empresaris veuen menys comandes i preus a l'alça.

La visió empresarial, tot i que més assossegada en un principi, també s'acull a aquesta tendència a la baixa, com ho palesa, al juliol, l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management, que, en manufactures, va davallar lleugerament fins al nivell d'equilibri dels 50,0 punts, on hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes. Per la seva banda, l'índex de serveis va baixar fins als 49,2 punts. En els dos casos, la modesta recuperació del component d'ocupació queda entelada per la persistència de les tensions en preus i per una major feblesa

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS VEUEN TENDÈNCIES A LA BAIXA

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



NOTA: (*) Un nivell de 50 implica que hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes.
FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

de les noves comandes. En contrast amb períodes anteriors de desacceleració, quan aquests índexs reaccionaven ràpidament i amb intenses reculades, aquest cop no succeeix res d'això, sinó que marca una tendència suau, però ben definida, a la baixa.

L'evolució del sector de l'habitatge, més enllà de les conseqüències directament derivades de la seva reduïda activitat sobre els comptes nacionals i l'ocupació, marcarà el pas del consum privat a través de l'evolució dels preus. La despesa en construcció del segon trimestre va disminuir el 15,6% en relació amb el període anterior en termes anuals, de manera que, tot i que millora el descens del 25,0% del període previ, és lluny d'haver tocat fons. En aquesta tessitura, els habitatges iniciats van caure al juliol el 29,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, que són un indicador avançat de l'anterior, van baixar un similar 32,4%, i la qüestió aquí ja no són els ritmes de descens, sinó els baixos nivells assolits.

Pel costat de la demanda, la situació és més preocupant. El preu dels immobles continua reduint la riquesa percebuda de molts consumidors, i, al maig, el seu índex més representatiu, el Case-Shiller, va continuar intensificant el descens, amb una reculada acumulada del 19,8% en relació amb el màxim del juny del 2006, resultat que, afegit a la pujada de l'IPC, comporta una pèrdua total del 24,7%. Tampoc no millora la liquiditat dels immobles amb la venda d'habitatges de segona mà del juny, que cau el 15,5% interanual, ni amb la d'habitatges nous, amb més oscil·lacions, que cedeix el 33,3%. La conseqüència és que, al juny, es trigava, de mitjana, 11,1 mesos a vendre un habitatge, el doble del que es necessitava fa només dos anys.

L'altre element important que actua sobre el consum és el mercat de treball, i aquí les perspectives tampoc no milloren.

L'habitatge continua sense tocar fons, i el valor dels immobles acumula un descens del 16%.

El mercat laboral evoluciona a la baixa, l'atur puja al 5,7% i la inflació arriba al 5,6%.

ESTATS UNITS: PER VENDRE L'HABITATGE CAL TENIR PACIÈNCIA

Mitjana de mesos necessaris per vendre un habitatge de segona mà

FONTS: US Census i elaboració pròpia.

L'encariment del petroli impedeix la millora del dèficit comercial, però, en els altres sectors, es redueix a la meitat dels màxims del 2005.

Al juny, per primer cop des del 2003, hi havia menys empleats no agrícoles en comparació amb el mateix mes de l'any anterior. En els set primers mesos del 2008, s'acumula una pèrdua neta de 463.000 llocs de treball. Al juliol, la taxa d'atur es va enfilar fins al 5,7% de la població activa, un punt percentual per damunt del mateix període de l'any passat amb uns salaris que, considerant els repunts de preus, se situen en nivells adquisitius no superiors al 2001.

No obstant això, aquesta desacceleració de la marxa de l'activitat econòmica continua sense moderar les pressions sobre l'índex de preus al consum (IPC), que, al juliol, va avançar el 5,6% interanual. Si ja és problemàtica la persistència de la pressió alcista dels preus de l'alimentació i de l'energia, no ajuda que el component subjacent també evolucioni a l'alça i passi d'increments del 2,4% al 2,5%. Els preus de producció del mateix període es van incrementar el 9,8% interanual, però continuen sense traslladar-se als consumidors. Així i tot, és positiu que la influència dels preus energètics sobre els altres sectors de l'activitat sigui molt més limitada del que s'esperava, tot i que l'expectativa que pugin els preus a nivells propers al 2,0% queda ja una mica més lluny.

El PIB del Japó creix l'1,0%, i el consum privat i les exportacions s'afebleixen.

Per la seva banda, la balança comercial de béns i serveis va presentar al juny un dèficit de 56.772 milions de dòlars, un descens del 4,0% interanual, una mica per sota del que s'esperava per culpa del petroli. I és que, durant els dotze últims mesos fins al juny, el dèficit exterior en petroli o en productes derivats del petroli va constituir el 64,0% del dèficit total de béns i serveis del període. No obstant això, la part positiva és que el saldo negatiu no petrolier va baixar i va arribar al 47,0% del màxim assolit a l'octubre del 2005 en dòlars corrents.

El mercat immobiliari està paralitzat, però els preus no baixen.

Japó: desacceleració a l'interior i a l'exterior

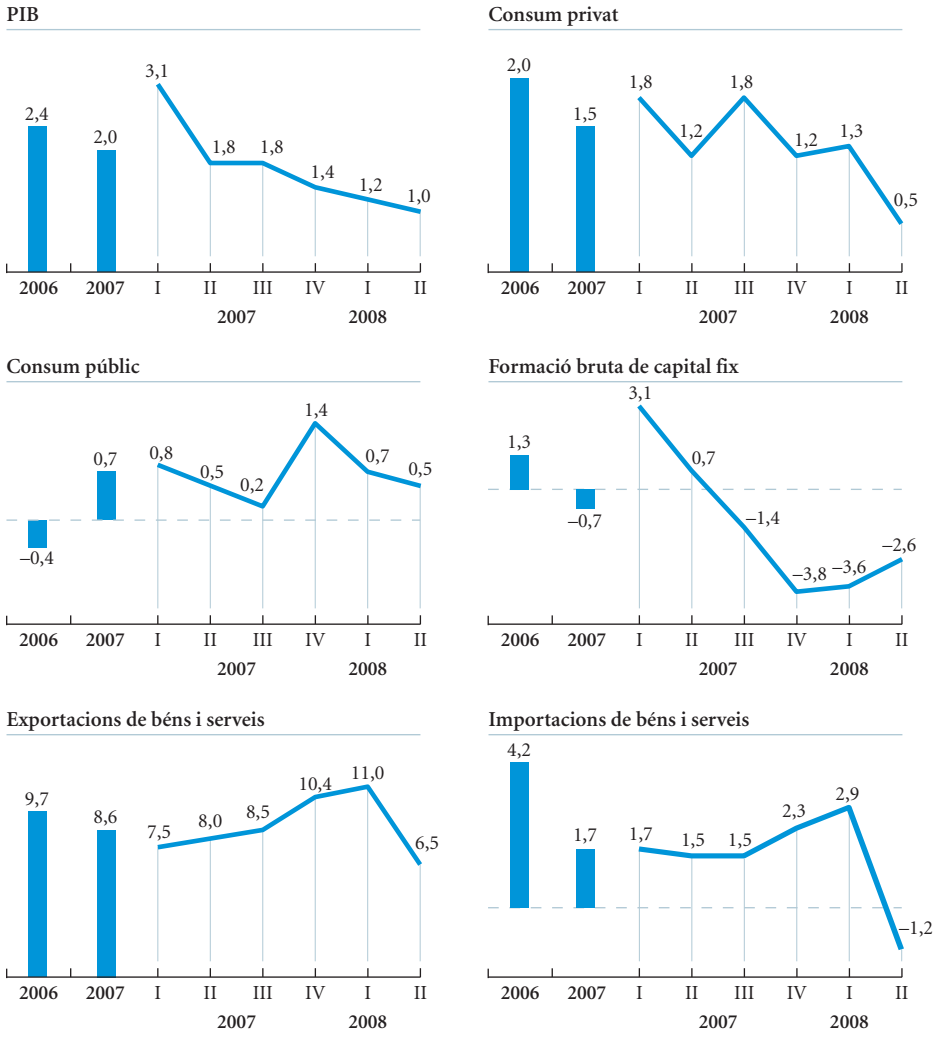
Els comptes nacionals del segon trimestre van corregir a la baixa els bons auguris del primer i van evidenciar, així, la complicada situació de l'economia japonesa, la forta dependència de les exportacions a l'exterior de la qual preocupa en un context de desacceleració global. El PIB va créixer l'1,0% interanual i va dibuixar una clara trajectòria de desacceleració després de la revisió de les dades corresponents als trimestres anteriors publicades prèviament. La desacceleració més intensa es dóna en el consum privat i en les exportacions, que havien estat els components més alcistes del primer trimestre. En un perfil més baix, va prosseguir la feblesa inversora, amb una atonia de la inversió en equipament, que va coincidir amb una interrupció de la millora de la construcció i amb una inversió governamental que va reprendre la tendència a la baixa.

El mercat immobiliari, un dels factors que més influència pot tenir sobre el malmès consum, continua sumit en l'apatia. Per bé que els preus resisteixen, ja que el preu de l'habitatge mitjà de Tòquio repetia al juliol gairebé el valor del mateix període de l'any anterior, les vendes cedien el 59,9% interanual i evidenciaven que el mercat està pràcticament congelat. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats del juny van deixar en res els tímids indicis de recuperació, que van recular al juny el 16,7%.

Entre els indicadors de demanda més recents, destaca el descens de la confiança del consumidor en el segon trimestre, que passa dels 36,5 punts al nivell dels 32,3 punts, el mínim històric des de l'inici de l'indicador, allà pels primers vuitanta. De forma més pausada, les vendes al detall van avançar, al juny, un magre 0,3% inter-

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

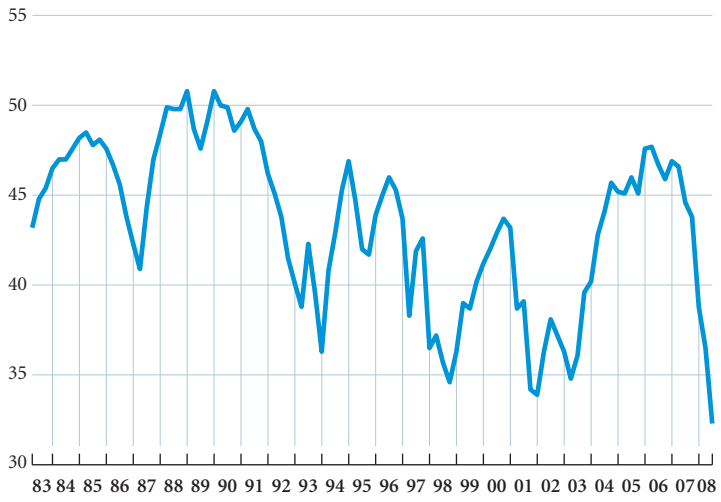
anual, i, amb un to més positiu, les vendes d'automòbils dels set primers mesos de l'any van créixer el 2,2% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Així, el 2008 marca una tènue recuperació del sector després de tres anys seguits de descensos.

Al costat de l'oferta, els vents continuen essent, en el millor dels casos, d'atonia i justifiquen el viratge pessimista en les valoracions del Banc del Japó. La producció industrial del juny va romandre inalterada en relació amb el mateix mes de l'any anterior, i la producció industrial de béns de consum va cedir tot el repunt dels mesos previs en avançar el 0,7% interanual. La publicació de l'índex Tankan d'activitat empresarial elaborat pel Banc del Japó corresponent al segon trimestre va acabar d'amargar el panorama. L'índex per a grans empreses manufactu-

La confiança dels consumidors assoleix mínims històrics.

JAPÓ: EL FATALISME DELS CONSUMIDORS VA A MÉS

Índex de confiança del consumidor



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

El sentiment empresarial torna a baixar, i recula la inversió per a exportacions.

reres va baixar d'11 fins al nivell dels 5 punts, i l'índex per a grans empreses no manufactureres va fer el mateix en passar de 12 a 10 i va assolir els baixos nivells del 2003. Al capítol de la formació de capital, les expectatives per als propers mesos són poc esperançadores, a causa del descens de les comandes de maquinària de les empreses exportadores, gairebé la meitat del total i que, en els últims temps, han estat el principal motor de la inversió en equipament.

Al front inflacionista, el final de la deflació no és propiciat per una reactivació de la demanda, sinó que prové de l'exterior. El petroli i l'alimentació són els elements actius que mouen els índexs. Així, l'IPC del juny va pujar el 2,0% interanual, xifra que no s'assolia des del 1992. L'índex sense aliments frescos, seguit tradicionalment, va fer el mateix i va avançar l'1,9%. No obstant això, l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va registrar un mínim increment del 0,1% interanual. Per la seva banda, la taxa d'atur del juny va repuntar fins al 4,1% de la població activa, una xifra moderada que, malgrat tot, acumula ja tres mesos consecutius d'augments.

El petroli incrementa els preus el 2,0%, i l'atur arriba al 4,1%.

Al sector exterior, el Japó mostra un important palanquejament, i, atesa la reducció de la demanda d'importacions per part dels Estats Units, les esperances més grans continuen provenint d'Àsia, que rep la meitat de les exportacions nipones. El superàvit acumulat en els dotze mesos fins al juny es va reduir fins als 10,3 bilions de iens. Al juny, les exportacions van créixer un modest 3,7% interanual, molt per sota del que havia estat la norma, a causa de la desacceleració de les vendes a la resta del continent asiàtic, mentre que les importacions van avançar el 18,1%. Les últimes dades de duanes corresponents al juliol mostren una recuperació de les exportacions destinades a la resta d'Àsia, en especial la Xina, que haurà de tenir continuïtat si es compleix la hipòtesi del desacoblament, que és la capacitat de creixement de les economies de l'Àsia Oriental en l'entorn de feblesa econòmica d'Europa i dels Estats Units.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	2,4	2,0	1,8	1,8	1,4	1,2	–	1,0	–	–
Producció industrial	4,2	2,9	2,4	3,1	2,7	2,5	0,7	2,3	0,0	...
Activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	19,0	11,0	–	5,0	–	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–2,8	–36,9	–27,1	–8,9	–8,7	–6,5	–16,7	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	...
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	–0,1	0,5	1,0	0,8	1,3	2,0	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	11,2	11,1	10,3	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	81,1	77,1	75,7	76,9	78,4	83,4	83,9	83,0	81,0	80,6

NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Percentatge.
(5) 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.

El drac xinès continua fort i modera el foc inflacionista

L'economia xinesa va créixer el 10,1% interanual en el segon trimestre, percentatge que palesa la seva progressiva desacceleració. Al mateix temps, sembla que la inflació, que, en la primera meitat de l'any, es va accelerar amb força, s'ha moderat en els últims mesos, amb un IPC que va pujar el 6,3%. Així, si fa uns pocs mesos era clar que l'objectiu que calia perseguir per part del govern era la lluita contra la inflació, avui ja no ho és tant, i això implica una política monetària menys restrictiva i, possiblement, una divisa que no es continuarà apreciant al ritme amb què ho ha fet fins ara. Pel que fa a l'oferta, el sector secundari continua liderant els avanços, amb un increment de l'11,3% interanual, seguit dels serveis, que van pujar el 10,5%, tot i que pateixen la desacceleració. Per la seva banda, el sector agrícola, tot i recuperar-se del feble primer trimestre, va avançar amb més parsimònia i va mostrar un creixement del 3,5%.

Entre els indicadors d'activitat més recents, la producció industrial va créixer el 14,7% interanual al juliol, de manera que el refredament és obvi en veure l'evolució al llarg d'enguany. En contrast, les vendes al detall del mateix període, descomptant els increments de preus, es van continuar accelerant fins al 16,0%. Un increment al qual, últimament, s'han afegit, pel que sembla, les endarrerides zones rurals. Tot plegat il·lustra el recorregut a l'alça que li queda al consum intern xinès. Si en telefonia mòbil i en ordinadors s'ha fet ja un llarg trajecte, el procés de substitució de bicicletes per automòbils és encara en l'etapa inicial.

Les exportacions es desacceleren, i les esperances se centren a Àsia.

L'economia xinesa creix el 10,1% i presenta signes de desacceleració.

Tot fa pensar que els problemes inflacionistes amainen a poc a poc. L'IPC general del juliol, del 6,3% interanual, sembla moderat en comparació amb l'increment màxim del febrer, quan es va arribar al 8,7%. El component dels aliments, que a la Xina té una especial rellevància com a indicador del cost de la vida, també torna a aigües més tranquil·les, amb un augment del 14,4% interanual, que queda

La producció industrial creix per sota del 15%, però el consum al detall continua accelerant fins al 16%.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB real	10,7	11,6	11,5	11,2	10,6	10,1	–
Producció industrial	16,4	17,1	18,1	17,5	16,5	15,9	14,7
Producció elèctrica	14,7	15,7	16,3	16,1	16,0	11,9	9,6
Preus de consum	1,5	4,8	6,1	6,6	8,0	7,8	6,3
Balança comercial (*)	177,5	261,9	253,6	261,9	256,5	247,9	248,8
Tipus interbancari 3 mesos (**)	2,8	3,6	3,5	4,7	4,6	4,6	4,4
Renminbis per dòlar	8,0	7,6	7,5	7,4	7,1	6,9	6,8

NOTA: (*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(**) Percentatge.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

La inflació es modera fins al 6,3%, i els aliments pugen el 14,4%.

clarament per sota del 23,3% de cinc mesos enrere.

Al sector exterior, el superàvit dels dotze últims mesos fins al juliol va arribar als 248.800 milions de dòlars, 16.600 milions menys que el sostre del gener, i el superàvit comercial bilateral amb els Estats Units en els dotze mesos fins al juny va continuar estancat al voltant dels 164.000 milions de dòlars. Així, les exportacions es desacceleren amb parsimònia i, en els set primers mesos del 2008, han crescut el 22,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Una taxa inferior a la que ha estat la norma en un component que, en termes nominals, representa una mica més del 30% del total de l'economia.

XINA: LA PUJADA DEL PREU DELS ALIMENTS ES REFREDA

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

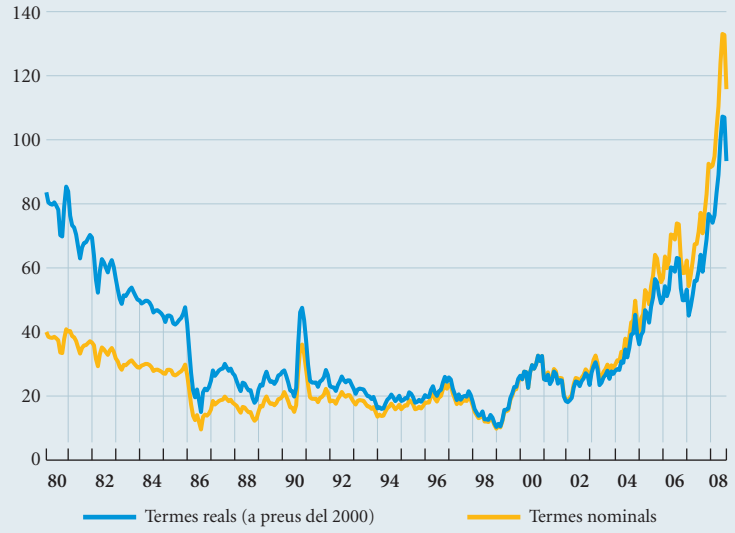
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Mercat de Londres i elaboració pròpia.

La set de petroli de les economies emergents

El preu del petroli ha arribat a assolir el 2008 uns nivells que, no fa pas gaire, només s'imaginava que eren possibles en un escenari en què l'oferta de petroli s'hagués interromput de sobte. Els grans vaixells petroliers, però, han continuat transitant amb normalitat per l'estret d'Ormuz, i, així i tot, el preu ha tocat màxims històrics, tant en termes nominals com reals (vegeu el gràfic següent). Sens dubte, la depreciació del dòlar i certes característiques de l'oferta han contribuït a l'alça dels preus (vegeu el requadre «L'escassa resposta de l'oferta de petroli»), i, probablement, una part del que hem observat en els dotze últims mesos no és més que una bombolla especulativa (vegeu el requadre «Bombolles de petroli»), però una raó fonamental que ha determinat la fortalesa del preu del cru ha estat la puixança de la demanda.

NIVELLS RÈCORD DEL PREU DEL PETROLI EL 2008

Dòlars per barril *Brent* (mitjana mensual)



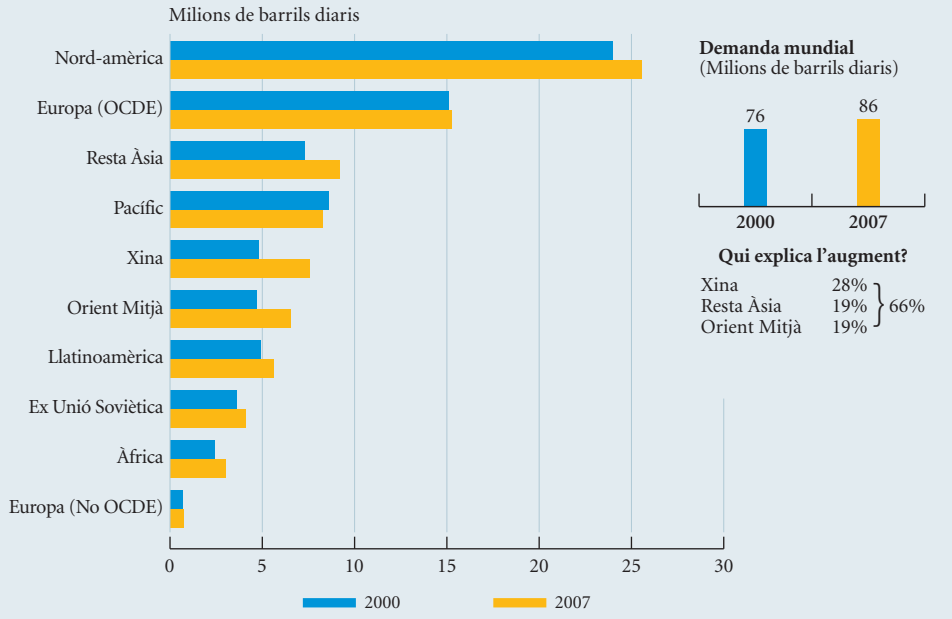
FONTS: FMI i Agència Internacional de l'Energia (AIE) (dades fins al 12 d'agost).

El fort creixement dels països emergents, en especial la Xina, és l'explicació de la gran pujada dels preus més repetida en tertúlies i articles d'opinió. Però realment ha crescut tant la seva demanda de petroli en els últims anys? La resposta és clara: sí. Entre el 2000 i el 2007, la demanda mundial de petroli va augmentar uns 10 milions de barrils diaris (mbd) fins als 86 mbd, i la Xina va ser responsable del 28% d'aquest augment, després que el seu consum augmentés en gairebé 3 mbd. La resta de països asiàtics i de l'Orient Mitjà expliquen, conjuntament, gairebé el 40% de l'augment de la demanda (vegeu el gràfic següent).

En part, la demanda de molts d'aquests països s'ha mantingut ferma perquè els preus subsidiats dels carburants no han reflectit totalment l'alça del preu del cru. El consumidor xinès, per exemple, paga el litre de benzina a uns 53 cèntims d'euro, la qual cosa implica un subsidi proper al 20%. El creixent cost fiscal d'aquestes mesures, però, ha fet que molts països –com l'Índia, Malàisia o Indonèsia– hagin decidit revisar a l'alça els

preus regulats del combustible, la qual cosa hauria de contribuir a la reducció en el ritme de creixement de la demanda.

EL DINAMISME DELS EMERGENTS EXPLICA UNA BONA PART DE L'AUGMENT DE LA DEMANDA



FONT: Agència Internacional de l'Energia.

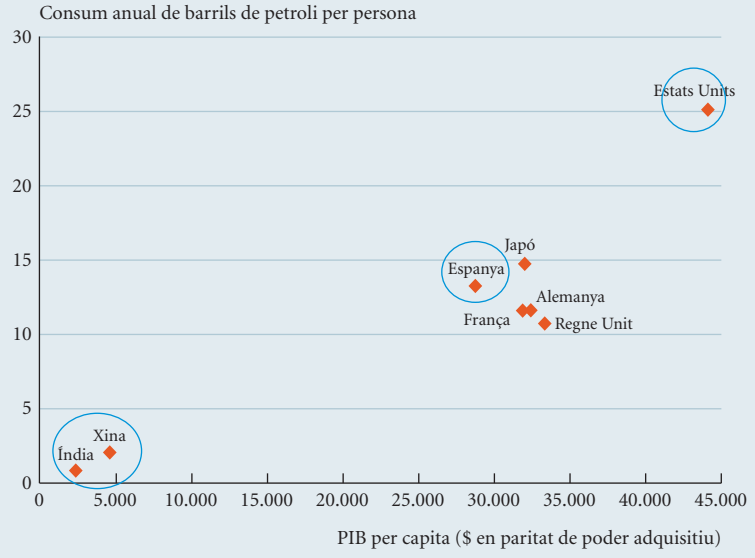
De tota manera, el consum de petroli per capita dels emergents encara és lluny del nivell assolit per les economies més avançades, la qual cosa suggereix que la demanda té encara un fort recorregut a l'alça. Per exemple, mentre Espanya consumeix al voltant de 13 barrils de cru per persona a l'any, la Xina en consumeix poc més de dos. Les diferències amb els Estats Units, on cada habitant consumeix una mitjana de 25 barrils a l'any, són encara més grans (vegeu el gràfic següent). L'expectativa que la demanda dels emergents pugui continuar creixent amb força durant molt de temps ha alimentat la percepció que el preu del cru continuarà alt de manera permanent. Pocs analistes preveuen que el petroli torni a cotitzar molt per sota dels 100 dòlars per barril si no hi ha una forta desacceleració mundial que afecti les economies emergents. No obstant això, és evident que la incertesa sobre l'evolució de la demanda a llarg termini és molt alta, gràcies a les innovacions tecnològiques que permeten millorar l'eficiència energètica. Per exemple, els Estats Units consumeixen avui menys de la meitat de petroli per unitat de PIB que al començament dels setanta.

En les economies avançades, que encara representen el 60% de la demanda mundial, sembla que la demanda de petroli s'ha estancat des del 2006, a conseqüència de l'alça dels preus i de la desacceleració econòmica. La reacció de la demanda, però, ha estat previsiblement lenta i, ara com ara, tampoc no gaire notable, ja que, a curt termini, el consum de petroli no respon gaire a un augment del preu –la demanda és molt inelàstica–. No obstant això, el fort augment en les vendes mundials de vehicles menys pesants i híbrids, l'anunci de tancaments de fàbriques de camionetes i tot terrenys, les vendes dels quals s'han enfonsat, o l'embranzida a l'R+D d'alternatives al motor de combustió suggereixen que s'ha iniciat ja un canvi de patró en les decisions dels consumidors i de

les empreses amb l'objectiu d'estalviar petroli. El seu abast, sobretot als Estats Units, el consumidor més gran de petroli del món (21 mbd), serà clau per a l'evolució futura de la demanda.

Un altre factor, secundari això sí, que ha pogut influir en el preu del petroli en l'últim any ha estat el qüestionament de la política de subsidis als biocombustibles. Després del fort augment del preu dels cereals, moltes veus s'han alçat en contra d'aquests subsidis, que tendeixen a reduir l'oferta alimentària en favor de l'energètica. Aquest qüestionament pot haver incrementat les previsions de demanda futura de petroli i, de retruc, el seu preu, ja que una part de la demanda que molts preveien que es podria satisfer amb biocombustibles haurà de ser satisfeta, al capdavall, amb petroli.

XINA I ÍNDIA: UN LLARG RECORREGUT A L'ALÇA



NOTA: Any 2006.
FONTS: BP i FMI.

Finalment, alguns analistes afirmen que la demanda d'existències per precaució –a conseqüència d'incerteses geopolítiques– afegeix pressió a la demanda actual. Tot i que és cert que no hem observat un augment en les existències de petroli, això pot ser simplement conseqüència del fet que l'oferta no ha pogut satisfer aquesta demanda addicional, que, de tota manera, hauria provocat un augment del preu.

En resum, la creixent influència dels països emergents en la demanda mundial de cru és una raó de molt pes a l'hora d'analitzar les causes de l'augment del preu del petroli. En combinació amb la baixa elasticitat de la demanda als països industrialitzats i una oferta que no ha respost de manera satisfactòria, el preu del cru ha escalat fins a nivells mai vistos abans. No obstant això, la desacceleració econòmica global a curt termini i les millores d'eficiència energètica induïdes per l'alt preu del cru a més llarg termini poden donar una treva al mercat del petroli pel costat de la demanda. Si més no, això és el que sembla que comença a reflectir la caiguda del preu del cru en les últimes setmanes.

Les exportacions moderen l'avanç, però les importacions continuen disparades.

Les importacions, en canvi, es van continuar accelerant i es van incrementar el 31,1% interanual en els set primers mesos de l'any, la qual cosa demostra el vigor d'una demanda interna que cada cop és més vital per al creixement global. Segons la consultora nord-americana Global Insight, el 2009 la Xina arrabassarà als Estats Units el primer lloc en la producció de manufactures mundials, la qual cosa implica que al creixement xinès li queda molta força. Un gegant que no està lliure de riscos després de veure com la borsa de Shangai perdia el 60% en relació amb els màxims del setembre del 2007, amb el preu de l'habitatge disparat i amb els controls en la concessió d'hipoteques encara relativament laxes. No obstant això, també hi ha fortaleses, ja que l'estalvi xinès és més important que els deutes contrets, i, en el segon trimestre, el total del deute hipotecari no superava el 12% del PIB.

Mèxic creix al 2,6%, amb una desacceleració de la inversió i del consum.

Mèxic: desacceleració amb més inflació

La publicació dels comptes nacionals del primer trimestre i la revisió de les xifres corresponents als anys previs evidencien una clara desacceleració de l'activitat econòmica. El PIB inverteix la tendència i vira cap a creixements netament inferiors, amb un avanç del 2,6% interanual en el primer trimestre, que queda clarament per sota del 4,2% del període previ. Tots els components van evolucionar de manera similar, amb el creixement del consum privat del 3,7% interanual, la taxa més baixa des de l'inici del 2004, i amb una forta desacceleració del consum públic. Per la seva banda, la inversió presenta un panorama molt més a la baixa després de la revisió, que ha convertit el que prèviament era una recuperació en una intensa desacceleració i deixa el creixement de la formació de capital fix en un magre 2,7% interanual.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

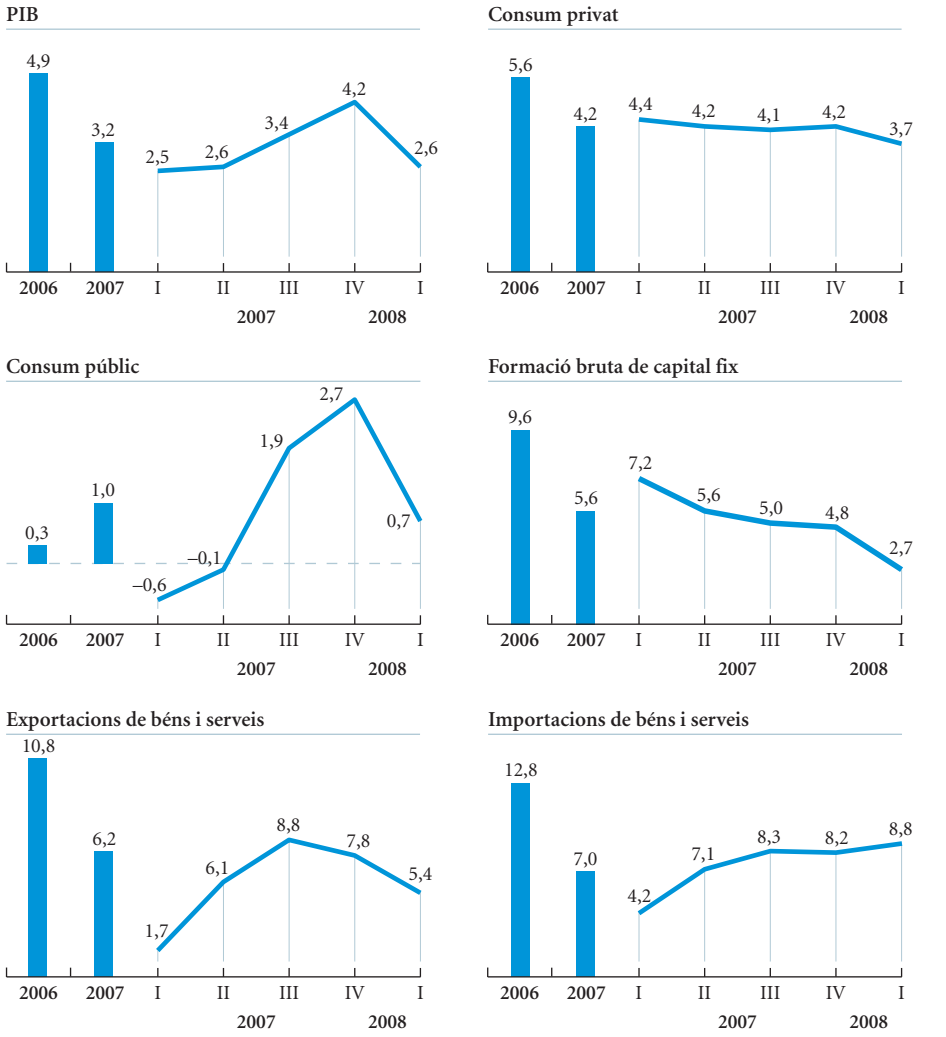
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007			2008				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	4,9	3,2	2,6	3,4	4,2	2,6	–	...	–	–
Producció industrial	5,4	1,9	0,9	1,9	3,1	0,9	5,7	–1,2	...	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,7	3,4	3,9	3,6	3,9	3,6	3,2	3,6	...
Preus de consum	3,6	4,0	4,0	4,0	3,8	3,9	4,5	4,9	5,3	5,4
Balança comercial (**)	–6,1	–10,1	–11,5	–11,2	–10,1	–9,3	–9,6	–8,9	–7,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicans respecte al dòlar	10,9	10,9	10,8	11,0	10,8	10,7	10,5	10,3	10,3	10,0

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(***) Percentatge.
FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

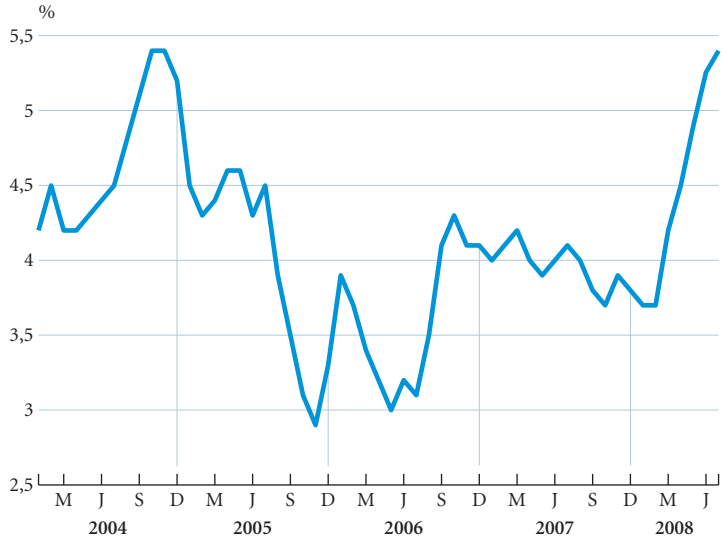
El sector exterior, punt feble de l'expansió dels últims anys, també va evolucionar a la baixa amb una intensificació de la desacceleració exportadora que coexisteix amb una relativa estabilitat de les importacions. Una situació que, atesa la reducció del dèficit comercial en els últims mesos, s'hauria de corregir, en part, en el segon trimestre. El valor a l'alça de les exportacions de petroli va reduir el dèficit comercial dels sis primers mesos del 2008 fins als 2.519 milions de dòlars, el 47% per sota del corresponent al mateix període de l'any anterior. La qüestió problemàtica és mantenir aquesta correcció, ja que el dèficit de la balança comercial, un cop excloses les exportacions de cru, va continuar intensificant els augments, amb un increment, en la primera meitat de l'any, del 30% interanual.

Les exportacions de petroli aguanten un sector exterior que continua reculant.

Entre els indicadors d'activitat més recents, continuen dominant les perspectives a la baixa, situació que evidencia la

MÈXIC: UNA INFLACIÓ CADA COP MÉS AMENAÇANT

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

La producció industrial recula i les vendes al detall es desacceleren.

influència de la feblesa del veí del nord. Pel que fa a l'oferta, al maig, la producció industrial general va recular l'1,2% interanual, i la de manufactures es va desaccelerar amb força i va passar de créixer al 9,8% a fer-ho a l'1,2%. Quant a la demanda, les vendes al detall del mateix mes també van perdre força i van passar de creixements del 7,3% a un més modest 3,3% interanual.

La inflació arriba al 5,4%, tot i la desaceleració, però l'atur continua per sota del 4%.

Al front inflacionista, l'increment dels preus ha passat en pocs mesos d'una plàcida moderació a constituir una seriosa amenaça per a l'estabilitat macroeconòmica. Al juliol, l'IPC general, va accelerar i va augmentar el 5,4% interanual, i l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, va fer el mateix fins al 5,1% interanual. Als efectes de l'encariment de les primeres matèries s'afegeix l'increment dels costos laborals unitaris, que, al maig, van tornar a repuntar fins a registrar avanços del 7,6% interanual. Per la seva banda, la taxa d'atur general del maig va augmentar fins al 3,6% de la població activa, percentatge relativament baix.

El petroli s'enfila per damunt dels 145 dòlars per barril, però després corregeix de sobte.

Petroli: puja i baixa

El preu del petroli continua immers en una etapa d'elevada volatilitat, que ha propiciat que, en un mes, hagi registrat un màxim històric i, tot seguit, hagi patit una caiguda de gairebé 40 dòlars per barril. Així, el passat 11 de juliol, l'or negre cotitzava a 146 dòlars per barril (qualitat *Brent* a un mes), màxim històric. Al llarg de les quatre setmanes següents, el barril de petroli va recular fins als 110 dòlars. El descens mensual entre el 15 de juliol i el 15 d'agost va equivaler gairebé al 30%, el moviment a la baixa percentual més intens des de la Guerra del Golf Pèrsic de 1991. A partir d'aquests valors en la zona dels 110 dòlars, s'ha produït un cert rebot, que ha situat les cotitzacions al voltant dels 115 dòlars per barril.

EL PREU DEL PETROLI TOCA SOSTRE I CORREGEIX A LA BAIXA

Cotitzacions del barril de petroli de qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes

FONT: Thomson Financial Datastream.

Què explica aquest moviment d'anada i tornada tan intens i ràpid? Tot i que els factors puntuals subjacents a aquesta evolució són variats, sembla que existeix un cert consens sobre la idea que l'episodi alcista iniciat al febrer del 2008 responia, sobretot, a l'entrada de capitals amb orientació a curt termini que, en un context de crisi financera global, buscaven actius amb potencial de revaloració.

Aquests fons són els que, pel que sembla, s'han retirat del mercat quan les cotitzacions han assolit nivells percebuts pels propis operadors del mercat com a excessius i quan les inversions alternatives, en particular les borses i el dòlar, han ofert una certa millora de rendiment. Aquest canvi es va iniciar en les primeres setmanes de juliol, moment en què es va estendre la percepció que, en mantenir-se en la zona dels 150 dòlars per barril, el preu del petroli provocaria un ajustament a la baixa de la demanda.

La resta de primeres matèries han evolucionat en un sentit similar al del petroli i han reforçat la hipòtesis que el factor essencial que ha dominat en els darrers mesos aquests mercats té caràcter financer. La correcció en preus més intensa l'han experimentat els metalls, que, com a agregat, han cedit més del 10% a l'agost. En aquest sentit, cal destacar la reculada dels metalls preciosos (platí, plata i or) i d'alguns metalls industrials (alumini i coure). En tots els casos, el descens ha superat els dos dígits. També han experimentat un ajustament apreciable les primeres matèries agrícoles alimentàries, que, com a grup, han caigut el 9% a l'agost. El blat de moro i la soja han estat els dos grans protagonistes per la intensitat de la reculada dels preus, superior al 20% en el primer cas i al 16% en el segon.

La intensitat del moviment suggereix que el predomini dels factors financers ha estat un element determinant de l'increment dels preus.

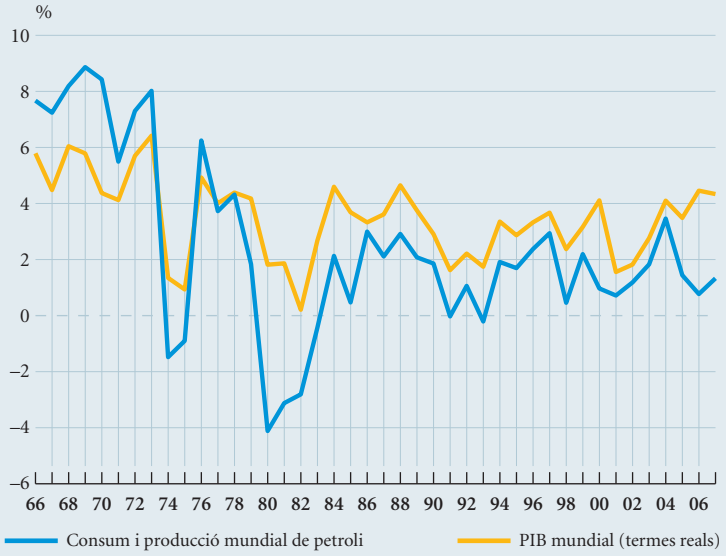
La resta de primeres matèries repliquen la caiguda de l'or negre, per bé que amb menys intensitat.

L'escassa resposta de l'oferta de petroli

Atesa l'embranzida de la demanda de petroli, la reacció de l'oferta es converteix en un factor crucial que atenua o amplifica la pressió a l'alça sobre el preu. Una oferta capaç de respondre de manera ràpida a l'expansió de la demanda hauria esmorteït de manera significativa la pujada del preu, però la reacció que hem observat, d'una rigidesa considerable, només ha exacerbat les pressions procedents de la demanda. La combinació de raons de tipus estructural amb d'altres de caràcter geopolític ha donat lloc a aquesta situació.

DAVANT D'UNA OFERTA RÍGIDA, LA DEMANDA PRESSIONA

Taxa de creixement anual



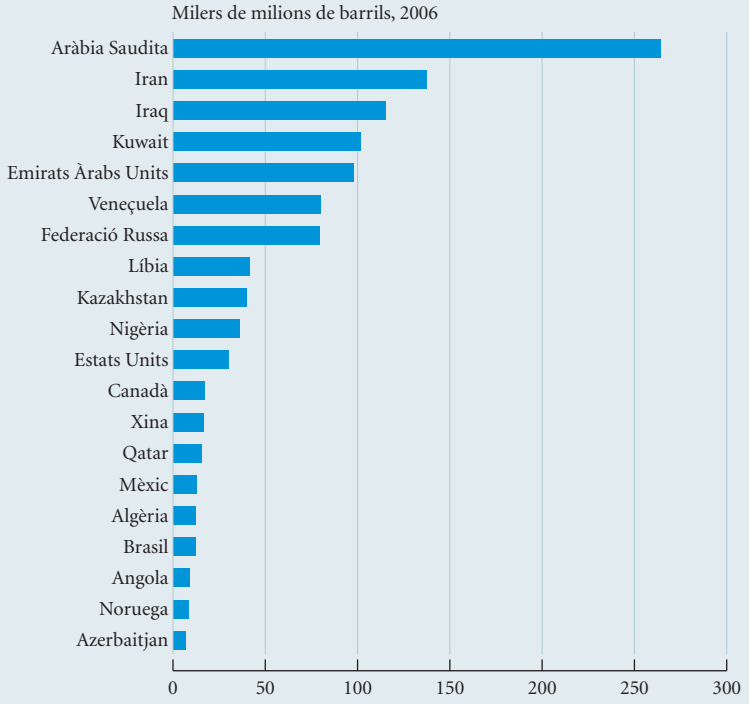
FONTS: BP i Banc Mundial.

Una característica fonamental del petroli és que, a curt termini, l'oferta és relativament inelàstica, ja que incrementar la capacitat de producció és un procés llarg i costós. En primer lloc, es requereix una considerable inversió inicial per explorar la zona on se sospita que es pot trobar el preuat mineral. Un cop se'n confirma la presència, es triga, de mitjana, entre 5 i 10 anys fins a iniciar l'explotació del jaciment.

Una altra peculiaritat de l'oferta de petroli és la seva elevada concentració en uns pocs països. En concret, més del 30% del petroli procedeix de l'Orient Mitjà, amb l'Aràbia Saudita com a màxim productor mundial (13% de la producció). Si parlem del total de reserves provades que existeixen al món, la preponderància d'aquesta regió, que en controla el 63%, encara és més intensa.

Aquesta forta concentració en l'oferta té dues conseqüències que poden repercutir en el preu. En primer lloc, inestabilitats geopolítiques en alguns dels països productors poden desestabilitzar fàcilment l'oferta mundial de petroli. Últimament no en falten exemples: els conflictes ininterromputs al delta del Níger entre minories ètniques i companyies petrolieres estrangeres, que han reduït el flux de cru procedent de Nigèria fins al 40%;

LES RESERVES PETROLÍFERES I LA SUPREMACIA DE L'ORIENT MITJÀ



FONT: BP.

les tensions nuclears a l'Iran i el seu enfrontament amb Israel, que fa perillar la producció iraniana i el trànsit de petroli per l'Estret d'Ormuz; la situació de violència a l'Iraq, o el risc jurídic per a les empreses estrangeres a Veneçuela, Rússia i altres països. Tot i que pugui semblar que, avui en dia, la magnitud dels problemes geopolítics no és tan gran com ho havia estat en passades crisis del petroli, alguns analistes, com Daniel Yergin, de la consultora especialitzada Cambridge Energy Research Associates (CERA), argumenten que l'acumulació de diversos focus amb tensions geopolítiques pot ocasionar grans disrupcions en l'oferta agregada. Només cal comprovar que la producció total de petroli dels països esmentats més amunt supera la producció de l'Aràbia Saudita.

En segon lloc, la concentració de reserves facilita la coordinació entre els països productors per modificar l'oferta mundial i fer variar els preus. Aquest tipus d'actuació, concretament la reducció de l'oferta o la limitació del seu creixement, va ser, per a molts, el principal responsable de les pujades de preus durant la dècada dels setanta. No obstant això, avui en dia, la major part dels països productors –llevat de l'Aràbia Saudita– produeixen a nivells de plena capacitat (vegeu la taula següent), la qual cosa suggereix que la coordinació entre aquests països per restringir l'oferta no ha estat el detonant en la pujada de preus.

A més a més, l'envelliment dels jaciments existents i la difícil accessibilitat de molts dels nous descobriments augmenten el preu final del cru, ja que limiten l'oferta i incrementen els costos de producció. La imatge de James Dean a «Gegant» completament cobert de cru i saltant d'alegria al costat d'una altíssima font de petroli que surt a borbolls sense cap esforç no és, ni de bon tros, la realitat del procés d'extracció. Sovint, i potser cada cop amb més freqüència, cal utilitzar mètodes més sofisticats i més cars per treure de les entranyes de la terra el

EXTRAIENT A PLENA CAPACITAT

	Producció	Capacitat estimada	Capacitat utilitzada (%)
Aràbia Saudita	9.530	10.800	88%
Iran	3.850	4.100	94%
Kuwait	2.585	2.600	99%
Emirats Àrabs Units	2.650	2.650	100%
Veneçuela	2.340	2.500	94%
Líbia	1.735	1.750	99%
Total OPEP-13	**32.520**	**34.780**	**94%**

NOTA: Dades en milers de barrils diaris, juny 2008.
FONT: Bloomberg.

cobejat or negre. En zones com l'Orient Mitjà, encara és freqüent trobar camps en què l'extracció és natural (*natural lift*), és a dir, on no és necessari utilitzar gasos, inundacions amb aigua o altres procediments. No obstant això, en zones com els Estats Units, el nord d'Europa i el Golf de Mèxic, les tècniques artificials són absolutament necessàries (*artificial lift*).

Pel que fa als nous descobriments, la majoria es troben en aigües profundes –com el jaciment Carioca al Brasil o els situats al Golf de Mèxic–, de manera que requereixen perforacions que arriben als 3.000 metres sota l'aigua. Això dificulta i encareix l'exploració i l'explotació dels nous jaciments.

A l'increment del cost derivat de l'envelliment dels pous i dels nous descobriments, hem d'afegir que els costos de desenvolupar un nou jaciment s'han duplicat en els quatre últims anys, segons CERA, en especial en el cas d'aigües profundes, on el preu de llogar un vaixell perforador s'ha multiplicat per cinc en el mateix període. Els baixíssims preus del petroli durant les dècades dels vuitanta i dels noranta han propiciat aquest augment de costos, ja que van empènyer els productors a explorar poc, i, de retruc, es van formar molt pocs enginyers i personal especialitzat i no es va invertir en la recerca en nous equips. És clar que la falta d'inversió, d'especialistes i d'equips durant anys passa factura en aquests moments.

Un altre factor que afegeix pressió a l'oferta és l'increment dels royalties i impostos sobre les empreses petrolieres en alguns països, com Algèria i Veneçuela, fins a nivells del 90% de la producció. Aquesta pressió impositiva i el risc de nous augments redueixen la rendibilitat de noves exploracions i, d'aquesta manera, els incentius per dur-les a terme.

El gran nombre d'empreses estatals existents al sector del cru és una particularitat destacable, ja que pot afectar la productivitat de la indústria i, per tant, l'oferta. Algunes d'aquestes companyies tendeixen a estar més preocupades per transferir recursos a curt termini al pressupost de l'estat que per maximitzar-ne el benefici a llarg termini, la qual cosa requeriria més inversions en exploració i recerca.

Finalment, el temor que l'oferta toqui sostre, que alguns situen en uns 120 milions de barrils diaris cap al 2020-2030, pot també estar afectant els preus (teoria del *peak oil*). No obstant això, aquesta teoria potser infravalora una mica les possibles millores tecnològiques que permetin en un futur, per exemple, accedir a jaciments inabastables avui en dia per la seva remota localització.

En suma, a la relativa falta d'elasticitat de l'oferta de petroli a curt termini s'han afegit diferents factors que han limitat el creixement de l'oferta en els últims anys, com inestabilitats geopolítiques, l'envelliment dels pous existents i l'augment dels costos de producció. Atesa una demanda en constant ascens, una oferta que no ha pogut mantenir el mateix ritme de creixement s'ha traduït, irremeiablement, en un augment dels preus. I tot plegat sense un gran conflicte a l'Orient Mitjà que hagi restringit l'oferta, risc que, malgrat tot, no podem ignorar.

UNIÓ EUROPEA

Cau el PIB de la zona de l'euro en el segon trimestre...

Zona de l'euro: camí de la recessió?

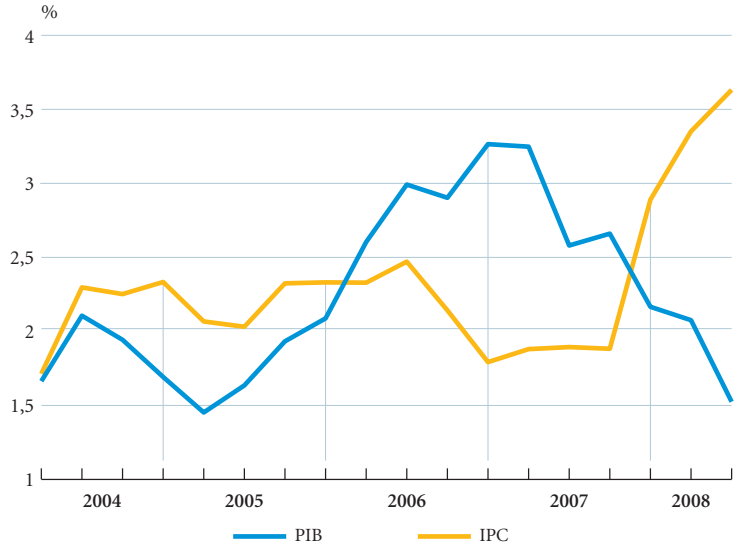
L'economia de la zona de l'euro va caure en el segon trimestre el 0,2% en relació amb el trimestre anterior, d'acord amb Eurostat. La zona de l'euro es dirigeix cap a la primera recessió de la seva curta història? Per aprofundir una mica en aquesta presumpció, convé partir de les últimes dades disponibles. I si aquesta és la tendència última, la de fons és igualment negativa, com es desprèn de la desaceleració de l'economia fins a l'1,5% interanual. Tot i que, en part, es tracta d'una compensació pel fort avanç del primer trimestre (0,7% intertrimestral; 2,1% interanual), de l'evolució per components de la demanda i per països es desprenen algunes conclusions preocupants.

Comencem per l'evolució per països. Les dades més recents indiquen que Alemanya, França i Itàlia, les tres grans economies de la zona de l'euro, han registrat caigudes del producte interior brut (PIB) en el segon trimestre. A més a més, a la resta de països de la zona de la moneda única per als quals es disposa de dades del segon trimestre, els Països Baixos i Espanya, els increments intertrimestrals han estat nuls o només marginalment positius. Per tant, una primera idea que cal retenir és que l'aturada s'estén a molts països, alguns dels quals constitueixen el nucli dur econòmic europeu.

L'evolució de la demanda no contribueix a pal·liar el pessimisme. Tot i que no es disposa del detall de components de la

LA ZONA DE L'EURO LLUITA EN DOS FRONTS: ESTANCAMENT I INFLACIÓ

Taxa de variació interanual



FONT: Eurostat.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	2,9	2,7	2,7	2,2	2,1	1,5	–	1,5	–	–
Vendes al detall	1,6	0,9	1,3	–0,3	–0,2	–1,5	–1,8	0,3	–3,1	…
Confiança del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–3,9	–7,7	–11,9	–14,6	–12,4	–14,6	–16,7	–19,7
Producció industrial	4,0	3,4	3,9	3,0	2,5	0,9	4,0	–0,5	–0,8	…
Sentiment econòmic (*)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	97,1	97,6	94,8	89,5
Taxa d'atur (**)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,2	7,3	7,3	…
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0
Balança comercial (***)	–10,4	20,1	31,4	34,3	23,4	11,4	18,0	12,1	4,0	…
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	4,7	4,9	4,9	5,0
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	116,0	115,5	115,4	115,8

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.

comptabilitat nacional del segon trimestre, els indicadors suggereixen per on fa aigües l'economia europea. Un primer focus de pèrdua d'activitat afecta la demanda interna. Tot i que l'evolució del consum privat havia estat relativament continguda fins a la data, les últimes dades indiquen un empitjorament significatiu. Així, i per esmentar un indicador representatiu, les vendes al detall van caure el 3,1% interanual al juliol. El descens de la confiança del consumidor i la falta de progressos en la reducció de la taxa d'atur (ancorada en el 7,3% al maig i al juny) evidencien que la tendència venidora serà de més feblesa de la despesa de les famílies. A aquest empitjorament s'afegeix la cessió del ritme de la demanda en inversió, un component que, fins ara, havia resistit.

La demanda externa, que durant molt de temps ha exercit de puntal del creixement, exhibeix un perfil similar i comença a flaquejar. Al juny, el superàvit comercial, en saldo de dotze mesos, va ser, amb prou feines, de 4.000 milions d'euros, un notable descens en relació amb els 12.100 milions d'euros del maig. Així mateix, el moment de feblesa cíclica queda reflectit en els darrers indicadors d'oferta. La producció industrial va caure el 0,8% interanual al juny, lluny dels avanços del 4,0% interanual registrats amb prou feines dos mesos abans.

...a causa dels descensos a Alemanya, França i Itàlia.

Per tant, les dades del segon trimestre referides a l'activitat mostren una preocupant inflexió que ha alarmat i ha generat dubtes sobre si es podrà evitar la recessió. Tot i que les previsions permeten pensar que, probablement, el creixement intertrimestral tornarà a ser positiu en el tercer trimestre, ho serà a un nivell tan reduït que la percepció de crisi es mantindrà un cert temps, en especial si es recorda que la pèrdua d'activitat va acompanyada d'un episodi inflacionista d'elevada intensitat.

Es continuen publicant indicadors febles d'oferta i de demanda.

La inflació es manté en el 4%.

Les últimes xifres de l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat mostren que es manté en la zona del 4% interanual (juliol en el 4%; agost en el 3,8%). Es tracta d'un registre elevat que gairebé dobla l'objectiu inflacionista del Banc Central Europeu. El problema continua derivant, com en els mesos anteriors, de la complicada combinació d'energia cara i aliments a l'alça. La situació econòmica general, per tant, és complexa, ja que haver de frenar la inflació i sostenir l'activitat acostuma a ser un equilibri difícilment realitzable.

L'economia alemanya cau el 0,5% en el segon trimestre.

Alemanya: via d'aigua en el segon trimestre

L'economia germànica va registrar en el segon trimestre una caiguda del PIB del 0,5% en relació amb els tres primers mesos del 2008. Tot i que, certament, el primer trimestre havia estat excepcionalment bo, la reculada ha estat intensa. En termes interanuals, mesura que ens aproxima a la tendència de fons de l'economia, Alemanya passa a créixer l'1,7%, lluny del 2,6% del trimestre precedent.

Notable ajustament de l'activitat industrial.

On és la clau que explica la reculada de l'activitat? El deteriorament afecta tant la demanda interna com l'externa. Per components de la demanda, cal destacar la desacceleració interanual del consum privat i de la inversió, que no queda compensada per l'acceleració del consum públic. Per la seva banda, el sector exterior redueix la seva aportació positiva a la variació del PIB.

Les últimes xifres conegudes, lluny d'aportar esperança, tendeixen a confirmar que les tendències a empitjorar s'intensifiquen a mesura que avança l'any. L'evolució de la demanda confirma que, a nivell interior, el consum privat i la inversió continuen en hores baixes. Rere d'aquest ajustament hi ha factors de fonaments (com el fet que la taxa d'atur s'hagi ancorat en el 7,8% al juny i al juliol), però també un deteriorament de les expectatives. En aquest sentit, l'anunci del ministre de finances, Peer Steinbrück, que el govern s'està replantejant la rebaixa fiscal sobre la renda que s'hauria d'aplicar el 2010 no és una ajuda. La demanda exterior tampoc no juga el paper de suport que ha exhibit en diversos trimestres.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,6	1,7	–	1,7	–	–
Vendes al detall	6,1	–7,6	–7,5	–8,8	–0,8	–0,7	0,9	1,0	–3,9	…
Producció industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	2,6	5,2	1,2	1,6	…
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,3	102,3	103,4	101,2	97,5
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,0	7,9	7,9	7,9	7,8	7,8
Preus de consum	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	3,0	2,5	3,0	3,3	3,3
Balança comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	203,2	200,4	203,0	…

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Però potser on s'albira més clarament la rapidesa amb què el cicle ha fet mitja volta i ha encarat la via a la baixa és en la dimensió de l'oferta. La fàbrica d'Europa, després de beneficiar-se d'una fase de creixement excepcional, perd força. La producció industrial va créixer un tímid 1,6% interanual al juny, lluny del 5,2% de l'abril. En aquest context, i amb la demanda esperada a la baixa, no és estrany que l'indicador IFO d'activitat empresarial hagi cedit més de vuit punts en només tres mesos, del juny a l'agost. El sector secundari no és l'únic que pateix. La confiança dels serveis i els indicadors de la construcció mostren que aquests dos sectors també registren un sensible deteriorament en el ritme d'activitat.

En aquest context, la inflació acaba de reblar el clau. Amb l'IPC en el 3,3% al juny i al juliol, una xifra que se situa 1,2 punts percentuals per damunt de la d'un any abans, els consumidors veuen erosionat el poder d'adquisició; amb els preus de producció creixent al 10% interanual al juliol, les empreses veuen amenaçada la capacitat competitiva internacional. Atesa aquesta bateria de dades econòmiques negatives, que poden generar perplexitat per la rapidesa amb què han evolucionat, el Bundesbank ha tractat de clarificar la direcció futura de l'economia. D'entrada, ha descartat que el tercer trimestre hagi de ser satisfactori en termes de creixement. Enfront d'aquesta mala notícia, que confirma el que esperen els analistes, es pot trobar una certa esperança al front dels preus: segons el banc central alemany, el pitjor de l'episodi inflacionista pot haver aflorat. Tot i que no esperen una remissió en breu temps de les tensions en preus, consideren que la tendència alcista es truncarà en els propers mesos.

El Bundesbank espera que l'afebliment continuï, però és menys positiu en matèria de preus.

França: pitjor del que estava previst

En contra de les previsions, França entra en creixement negatiu en el segon trimestre.

Si el primer trimestre de l'any, en constatar-se un creixement superior al previst, va representar un alleujament, en el segon s'ha girat la truita. Quan s'esperava un lleuger creixement positiu, les xifres han presentat un inesperat decreixement del PIB, concretament del 0,3% intertrimestral. En termes interanuals, el ritme d'avanç econòmic s'ha reduït a gairebé la meitat, en passar del 2% del primer trimestre a l'1,1% del segon. Per components, cal destacar que la crisi s'ha rabejat en la demanda de consum privat i d'inversió, mentre que el consum públic ha accelerat lleugerament el creixement en aquest segon trimestre. La demanda externa, per la seva banda, va restar tres dècimes per-

El consum de les llars perd força.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

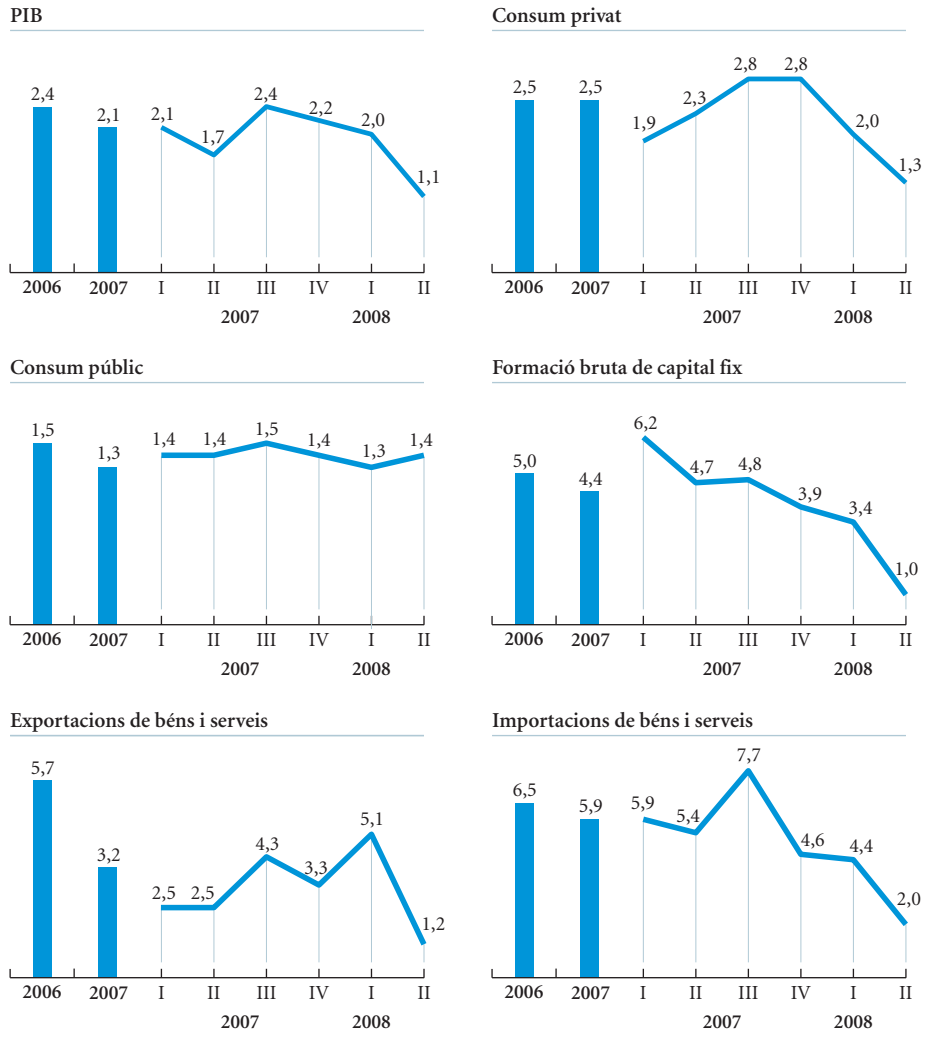
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,1	–	1,1	–	–
Consum de les llars	3,3	4,4	4,9	3,7	2,3	1,3	0,2	2,8	1,0	…
Producció industrial	1,0	1,3	1,9	2,2	1,6	–0,2	2,9	–1,8	–1,6	…
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,6	7,5	7,5	7,5	7,5	…
Preus de consum	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,0	3,3	3,6	3,6
Balança comercial (**)	–27,0	–32,3	–32,9	–37,3	–40,7	–45,3	–43,1	–45,4	–47,5	…

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: OCDE, Eurostat, INSEE, Comissió Europea i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE FRANÇA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: INSEE i elaboració pròpia.

El primer ministre Fillon fa una crida a una actuació anticrisi coordinada a nivell comunitari.

centuals a la variació del PIB a causa de l'enfonsament de les exportacions.

Els últims indicadors disponibles confirmen la tendència a l'empitjorament econòmic. Per esmentar només els més significatius, des de la perspectiva de la demanda, la desacceleració de les vendes al detall (1,0% interanual al juny, lluny del 2,8% del maig) i la reculada de la confiança del consumidor (superior als 10 punts entre maig i juliol) ratifiquen la falta de pols en aquesta dimensió. Igualment, el descens interanual de la producció industrial, de l'1,6% al juny, reforça la imatge d'una economia plenament orientada a la baixa. La inflació, que creix el 3,6% interanual al juliol, i l'atur, que es manté sense variació al juny (7,5% de la població activa), completen un escenari poc optimista.

En aquesta tessitura, l'executiu gal va convocar a l'agost una reunió extraordinària dels sis ministres responsables de les àrees econòmiques del govern, després de la qual el primer ministre, François Fillon, va demanar una resposta a la crisi coordinada a nivell comunitari i va afirmar que aquesta bateria de mesures seria objecte prioritari de l'actual presidència gal·la de la Unió. A diferència de l'enfocament que se segueix a Espanya, Fillon va descartar que França opti per incrementar la despesa pública com a eix de la seva actuació anticrisi. L'anunci del Banc de França que esperava que el creixement tornés a ser positiu en el tercer trimestre, situació que permetria defugir la tan temuda recessió, ha representat una veu d'esperança en un paisatge dominat per perspectives no gaire esperançadores.

Itàlia: recaiguda de l'activitat

Itàlia encadena ja tres trimestres amb l'activitat en serioses dificultats. Després de la reculada del PIB del quart trimestre del 2007 (–0,4% intertrimestral), l'augment del primer trimestre del 2008, del 0,5%, no ha tingut continuïtat en el segon, període en què el PIB ha reculat el 0,3%. Això implica que, en relació amb el segon trimestre del 2007, l'economia no ha crescut.

Segona reculada del PIB en els tres últims trimestres a Itàlia.

Lluny de tractar-se d'un trastorn transitori, l'esclerosi econòmica italiana és crònica, ja que, si es confirmen els auguris més probables, Itàlia patirà, en pocs mesos, la quarta recessió dels deu últims anys. I certament les últimes xifres avalen que serà difícil que Itàlia no encadeni dos trimestres consecutius a la baixa: fortes caigudes de la matriculació de vehicles fins al juliol, producció industrial que se situa el 2,1% per sota de la del juny passat i taxa d'atur en ascens en el primer trimestre.

Feblesa del consum i augment de l'atur.

Un esment a part requereix la situació dels preus. Tot i l'atonia de la demanda interna, l'IPC es va situar al juliol en el 4,1% interanual, el registre més negatiu des del juny del 1996. La mateixa tònica alcista van mostrar els preus de producció, que van augmentar per damunt del 8% interanual al juny. En els dos casos, després d'aguantar en els quatre primers mesos de l'any de forma relativament estable, de llavors ençà les tensions inflacionistes han emergit.

Sensible repunt inflacionista.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,9	1,4	1,6	0,2	0,3	0,0	–	0,0	–	–
Vendes al detall	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	…	–2,3	0,5	…	…
Producció industrial	2,4	0,0	0,8	–3,0	–1,3	–1,6	–0,2	–2,4	–2,1	…
Taxa d'atur (*)	6,8	6,1	6,2	6,2	6,5	…	–	…	–	–
Preus de consum	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	3,3	3,6	3,8	4,1
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–11,3	–8,9	–9,1	…	–8,6	–7,9	…	…

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

Creixement nul en el segon trimestre al Regne Unit...

...a causa de l'alentiment del consum privat.

El mal moment del sector immobiliari i les dificultats financeres llasten les possibilitats de l'economia.

Regne Unit: fortaleses d'antany, febleses d'enguany

El Regne Unit ha gaudit, en els darrers anys, d'una bonança econòmica apreciablement superior a la de les grans economies continentals europees. Aquest període ha finalitzat. Els grans impulsors del dinamisme britànic –consum, sector immobiliari i globalització financera– llasten ara el potencial econòmic britànic. Així, enfront d'un consumidor sempre reticent al continent, les famílies britàniques s'havien mostrat notablement més alegres a l'hora de gastar. Les últimes xifres de comptabilitat nacional certifiquen que això ja no és així: el creixement nul intertrimestral del segon trimestre és degut, en gran part, al mal comportament del consum.

Si ens situem en una perspectiva a més llarg termini, cal destacar que, en el segon trimestre, es va registrar un avanç interanual de l'1,4% (2,3% interanual en el primer trimestre). També en aquest horitzó temporal la desacceleració ha estat deguda, fonamentalment, a l'alentiment del consum privat. Certament, la reculada de la inversió i del consum privat també va contribuir a l'ajustament, igual que la menor aportació del sector exterior, però el gros de l'ajust ha recaigut en les llars. L'augment de l'atur al juliol i la inflació en el 4,4% interanual en aquest mateix mes són dos llasts massa pesants perquè el consumidor canviï la tendència recent.

Un segon motor del creixement que no rutlla és el de la construcció i immobiliari, en especial al sector residencial. Tot i que la indústria i els serveis tampoc no estan en bona forma, el mal moment de l'activitat de la construcció, i d'aspectes vinculats com l'evolució negativa dels preus immobiliaris, frena l'economia britànica. Finalment, un tercer antic puntal, el del paper beneficiós del molt globalitzat sector financer britànic, amb la *City* en posicions internacionalment dominants, ha quedat tocat per la crisi financera global. Res no impedeix que l'economia britànica torni a ressorgir a mitjà termini, ja que és de les més flexibles de la Unió Europea, però, a curt termini, el diagnòstic de la Cambra de Comerç Britànic (recessió abans d'un any) sembla força versemblant.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	2,9	3,1	3,1	2,8	2,3	1,4	–	1,4	–	–
Vendes al detall	3,1	4,4	5,0	3,8	5,4	4,6	3,6	8,1	2,1	2,0
Producció industrial	0,3	0,3	0,1	0,7	0,4	–1,1	0,0	–1,7	–1,6	...
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7
Preus de consum	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	3,0	3,3	3,8	4,4
Balança comercial (**)	–74,1	–82,9	–84,0	–88,4	–90,9	–92,4	–91,8	–92,3	–93,0	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	6,0	5,8	5,9	5,9
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,6	93,1	92,2	92,8

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

L'escenari econòmic es deteriora per als bancs centrals

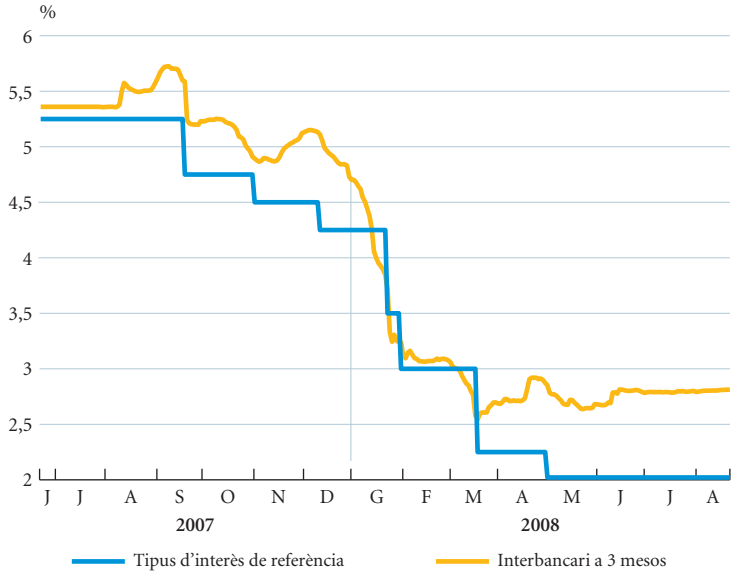
La crisi financera hipotecària *subprime* ha complert un any des del seu inici a l'estiu del 2007. Al començament, l'augment de la morositat hipotecària va afectar la valoració dels actius de renda fixa, el suport dels quals eren les hipoteques *subprime*. Amb posterioritat, els bancs van haver de realitzar importants dotacions de provisions per cobrir les possibles pèrdues. La falta de transparència sobre qui tenia aquests actius i sobre la seva valoració ha provocat una crisi de confiança en el sistema financer internacional.

Atesa aquesta incertesa, els bancs van decidir restringir el volum de fons que prestaven en el mercat interbancari. Una restricció de liquiditat que es manté, per exemple, al mercat interbancari dels Estats Units, com es pot veure al gràfic següent. El diferencial entre el tipus d'interès del mercat interbancari a 3 mesos i el tipus de referència del banc central és molt superior a la mitjana històrica, abans de l'inici de la crisi, de 12 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%). Diversos bancs que depenien d'aquesta font de finançament van haver de ser intervinguts per evitar-ne la fallida, com el Northern Rock britànic i el Bear Stearns, el cinquè banc d'inversió dels Estats Units. És a dir,

La crisi hipotecària *subprime* compleix un any des del seu inici, sense que sembli que hagi de millorar.

TENSIONS DE LIQUIDITAT AL MERCAT INTERBANCARI DELS ESTATS UNITS

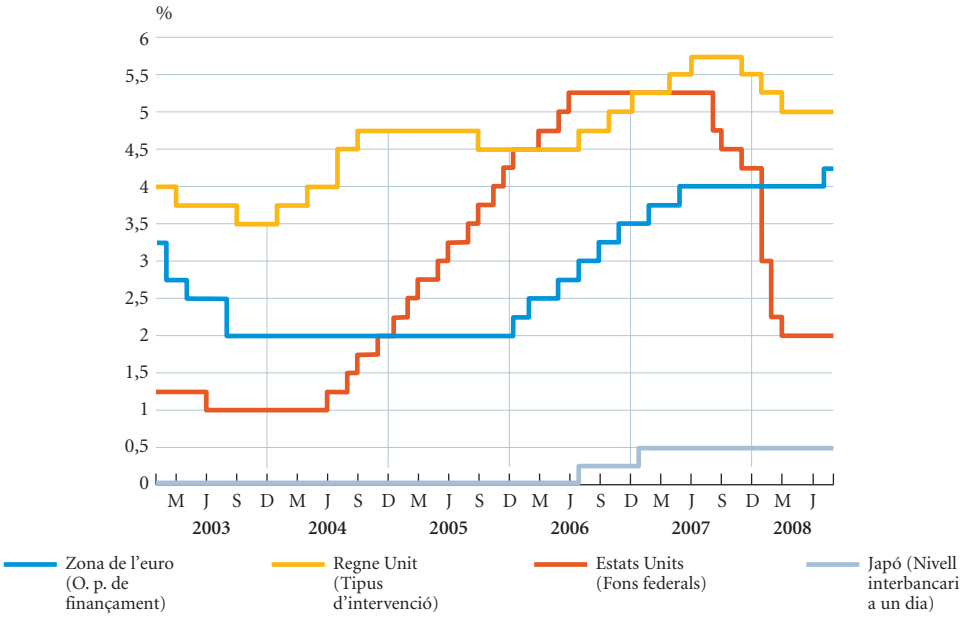
Tipus d'interès de referència i del mercat interbancari a 3 mesos



FONT: Bloomberg.

EL BANC CENTRAL EUROPEU APUJA EL TIPUS D'INTERÈS AL JULIOL

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

La restricció creditícia comença a impactar en famílies i empreses.

la crisi de confiança es va traduir en una crisi de solvència.

Ara, l'impacte de la restricció del crèdit es fa sentir sobre les famílies i les empreses, que retallen el consum i la inversió. El que havia començat com una crisi financera local, que posteriorment, a causa de la globalització financera, s'ha transformat en una crisi del sistema financer internacional, afecta l'economia real. Això ha provocat que s'hagin consolidat les expectatives d'una desacceleració econòmica mundial.

Aquesta situació complica l'actuació dels bancs centrals, ja que a aquest menor creixement econòmic previst s'uneix el xoc de preus de les primeres matèries d'alimentació i del cru, que ha provocat una pujada dels índexs de preus a tot el món. Aquesta és la pitjor combinació per a les institucions que decideixen la política monetària, perquè es troben entre l'espasa i la paret. D'una banda, haurien d'apujar el tipus d'interès oficial per controlar la inflació; de l'altra, tensar la política monetària és un contrasentit quan una economia es desaccelera.

Divisió d'opinions dels membres del comitè de política monetària al Banc d'Anglaterra.

És el que ha succeït al Banc d'Anglaterra en l'última reunió de política monetària del 7 d'agost. Dels sis membres, un va votar a favor d'una pujada immediata del tipus de referència per controlar preventivament el risc d'inflació, mentre que un altre va votar a favor d'un descens del tipus després de la retallada de les previsions de creixement del mateix banc emissor. La resta va votar a favor de mantenir el nivell actual del 5%. Aquesta és una situació atípica, ja que no és normal que es votin les tres possibilitats existents en relació amb el possible moviment del tipus d'interès oficial. Aquesta disparitat d'opinions reflecteix el fort nivell d'incertesa sobre la futura trajectòria de l'economia britànica.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va complir l'avís en la reunió del 3 de juliol, en apujar el tipus d'interès oficial del 4% al 4,25%. En l'anunci de la mesura, després de la reunió del Consell de Govern, el BCE va deixar entreveure la possibilitat de tornar a apujar el tipus d'interès cap al setembre.

Però, en la reunió del 7 d'agost, en la tradicional roda de premsa i a través del president del BCE, Jean-Claude Trichet, va insistir en la desaceleració econòmica a la zona de l'euro. Els mercats van entendre que el banc emissor no realitzarà una altra pujada del tipus d'interès enguany. Trichet va comentar que, en la reunió del setembre, faria públiques les noves previsions del BCE sobre creixement i inflació, però va destacar que s'havien materialitzat alguns dels riscos a la baixa en el creixement que el BCE havia identificat en els mesos de juny i juliol. A més a més, va indicar que, en aquest moment, el banc central no tenia encara clara la direcció del tipus d'interès de referència en els propers mesos.

Si es té en compte que, fins ara, la política de comunicacions ha consistit en preparar els mercats abans que es produeixi el moviment del tipus oficial, sembla descartable la modificació del tipus d'interès de referència de la zona de l'euro en els propers mesos. En tot cas, dependrà de les dades econòmiques que es vagin coneixent. D'altra banda, les previsions preparades pel departament d'estudis econòmics seran fonamentals en la propera reunió del BCE del 4 de setembre.

Tampoc no ho veu clar el Banc del Japó, que, en la reunió del 19 d'agost, va decidir mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,5%. A més a més, va aprofitar per rebaixar l'avaluació sobre les perspectives econòmiques del Japó. L'increment de preus de les primeres matèries, la inestabilitat provocada per la crisi financera i la desaceleració econòmica als Estats Units són els factors que esmenta per qualificar de «fluix» el creixement econòmic. Un dels elements més importants per arribar a aquesta conclusió és la forta desaceleració en l'última dada coneguda del mes de juny de les exportacions japoneses, que han patit la caiguda més intensa des del 2001.

No obstant això, el banc emissor japonès va advertir que, si el risc de desaceleració econòmica disminueix, apujarà el tipus d'interès de referència, perquè, en ser anormalment baix, invita a la creació de bombolles financeres. Tot i que al banc central li agradaria apujar el tipus oficial, és probable que no tingui l'oportunitat de fer-ho enguany, ja que la inflació s'ha situat només en l'1,8%. I no s'observa cap tipus d'espiral de preus-salaris preocupant, mentre que, en canvi, el risc de desaceleració econòmica és elevat.

Als Estats Units, també la Reserva Federal dubta sobre els passos que cal fer en les decisions de política monetària. En la reunió del 4 d'agost, un membre va votar a favor d'una pujada immediata, mentre que la resta es va decantar per mantenir el tipus d'interès oficial en el 2%. Al comunicat fet públic després de la reunió, arribaven a la mateixa conclusió que la resta dels bancs centrals més importants del món. És a dir, que hi ha riscos a l'alça en preus i a la baixa en creixement. S'espera amb gran atenció la propera reunió, que serà el 16 de setembre, per veure si mantenen la seva posició o es decanten per una posició més agressiva, un cop coneguts els índexs de preus industrials, l'índex subjacent dels quals creix a una taxa interanual del 10,2%, màxim dels 27 últims anys, i avisa del risc que s'acabi traslladant un major increment als preus de consum.

El BCE desinfla les perspectives d'una nova pujada del tipus d'interès oficial.

El Banc del Japó i la Fed també tenen dubtes sobre el creixement econòmic.

En canvi, la tendència en els emergents és més aviat a apujar els tipus.

Continuen els problemes de liquiditat al mercat interbancari...

No obstant això, un cop exclosos els bancs centrals esmentats, la resta de bancs emissors, conscients que el principal problema és la inflació, han començat a apujar els tipus d'interès oficials. Aquest és el cas, per exemple, dels bancs centrals de Bulgària, Argentina, Mèxic i Índia.

El deute públic actua de refugi

Com s'ha comentat en l'apartat anterior, els tipus d'interès a curt termini del mercat interbancari reflecteixen les tensions de liquiditat provocades per la crisi financera, que, malgrat tots els esforços dels bancs centrals, no s'ha aconseguit eliminar. Així, per exemple, el diferencial entre el tipus d'interès a 3 mesos euríbor i el tipus oficial del BCE es manté en 71 punts bàsics. És a dir, els bancs es cobren el 0,71% més entre ells per prestar-se diners durant tres mesos que el preu al qual obtenen finançament a la finestra del BCE. I això passa malgrat que el mercat ha retirat en bona part l'expectativa que el BCE torni a apujar el tipus d'interès de referència en els propers mesos.

Però és als Estats Units on el diferencial és més gran, ja que el tipus d'interès a 3 mesos interbancari cotitza el 2,81%, mentre que la Fed manté el tipus d'interès de referència en el 2%. Trobem la mateixa situació al Regne Unit, on, mentre en tres

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5) Tres mesos	Euríbor (5) Un any	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)
2007									
Juliol	4,00	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agost	4,00	4,74	4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86
Setembre	4,00	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82
Octubre	4,00	4,60	4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68
Novembre	4,00	4,81	4,69	4,50	5,13	0,99	5,75	6,61	2,62
Desembre	4,00	4,68	4,75	4,25	4,70	0,90	5,50	5,99	2,63
2008									
Gener	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrer	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Març	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Maig	4,00	4,86	5,10	2,00	2,68	0,92	5,00	5,87	2,78
Juny	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Juliol	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agost (1)	4,25	4,96	5,31	2,00	2,81	0,87	5,00	5,76	2,77

NOTES : (1) Dia 21.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 3-08-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-03-07 (3,75%), 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%).

(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%).

(4) Últimes dates de variació: 10-05-07 (5,50%), 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

mesos cotitza el 5,76%, el tipus oficial del Banc d'Anglaterra continua ancorat en el 5%. I aquí la situació sembla més greu, ja que els inversors consideren probable que el banc central del Regne Unit retalli el tipus d'interès.

Què explica aquesta tensió de liquiditat reflectida en les cotitzacions exigides a diferents terminis als mercats interbancaris? El motiu és el deteriorament del balanç dels bancs, que s'ha posat de manifest amb les dotacions realitzades per cobrir les possibles pèrdues derivades de la crisi hipotecària *subprime*, que han arribat a la sorprenent xifra de 504.000 milions de dòlars. Podem comparar aquesta xifra amb el PIB espanyol, que és d'uns 1,5 bilions de dòlars. És a dir, representa aproximadament el 34% de la generació de riquesa que es produeix a Espanya durant un any. La meitat de les provisions les han dotat els bancs nord-americans i aproximadament la resta, la banca europea. Les registrades per la banca asiàtica són gairebé residuals en comparació amb la xifra global de mig bilió de dòlars.

Però llavors els bancs tenen por de prestar-se entre ells pel risc de fallida i, per tant, limiten l'oferta creditícia? No exactament. Potser algunes entitats hagin vist retallat l'accés al mercat interbancari a causa del deteriorament del perfil de crèdit. El problema real, però, és que aquest ingent augment de les pèrdues bancàries ha provocat que moltes entitats hagin vist reduït el capital disponible per prestar al mercat interbancari. Les entitats globals internacionals combaten aquesta dificultat mitjançant ampliacions de capital i reduccions del negoci bancari, és a dir, mitjançant una restricció del crèdit. Aquesta situació és la reflectida en l'encariment del preu del diner als mercats interbancaris, que se situa per damunt de les condicions normals de mercat.

...provocats per la reducció del capital disponible derivada del deteriorament dels balanços dels bancs.

En canvi, els inversors s'han refugiat en l'actiu lliure de risc de crèdit de màxima qualitat. És a dir, en el deute públic dels Estats Units, la zona de l'euro, el Regne Unit i Suïssa. Com el moviment del preu dels bons i la seva rendibilitat és invers, quan augmenta la demanda dels bons i puja el preu, cau la rendibilitat. Per tant, el bo a 10 anys als Estats Units ha baixat la rendibilitat des del 3,97% al final de juny fins al 3,79% el 21 d'agost.

Amb més intensitat s'ha reproduït aquest moviment en els bons a 10 anys del deute públic a la zona de l'euro, que cotitzaven al 4,62% al final de juny i que amb prou feines superaven el 4,1% al final d'agost.

Amb la inflació en el 4% a la zona de l'euro, és significatiu que els inversors vulguin comprar un producte que, tot i tenir un risc creditici nul, només ofereix

Els inversors es refugien en els bons de deute públic de màxima qualitat creditícia...

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

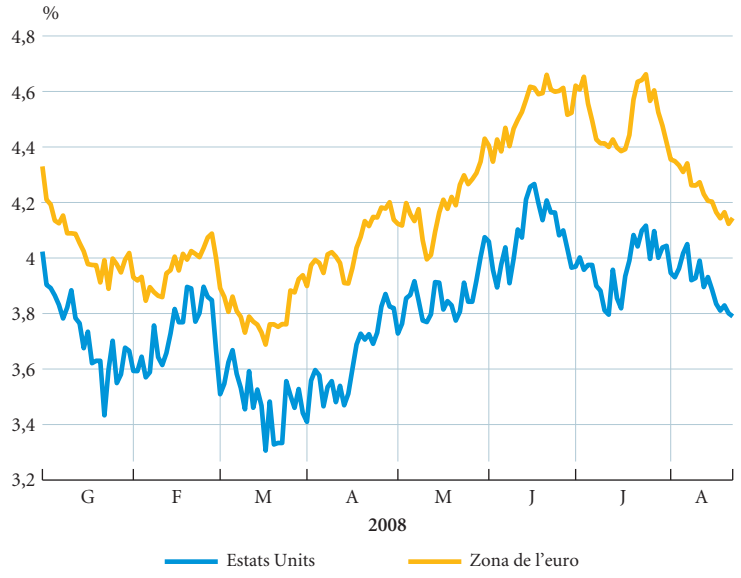
Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	2005	2006	2007		2008	
			Setembre	Desembre	Juny	Agost (*)
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,97	3,79
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,60	1,42
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,33	4,33	4,62	4,14
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	5,13	4,56
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	3,29	2,81

NOTA: (*) Dia 21.
FONT: Bloomberg.

LA RENDIBILITAT DEL DEUTE PÚBLIC NO REMUNTA EL VOL

Tipus d'interès del deute públic a 10 anys



FONT: Bloomberg.

...tot i que la rendibilitat sigui mínima.

una rendibilitat real del 0,1%. Això reflecteix el nivell d'aversió al risc entre els inversors, l'objectiu dels quals és refugiar-se a curt termini en el deute públic per trampejar la tempesta. És a dir, la finalitat és evitar perdre diners i no intentar guanyar una alta rendibilitat per a la inversió.

El dòlar recupera posicions

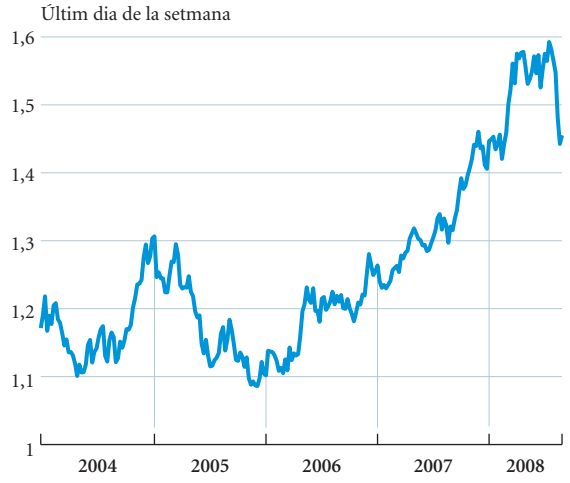
En els dos últims mesos, el canvi més significatiu al mercat de divises ha estat la ràpida i sobtada revaloració del dòlar enfront de l'euro i del ien japonès. Si al juliol la cotització de l'euro-dòlar havia assolit l'1,60, màxim històric de l'euro, nivell que va intentar superar un parell de cops sense aconseguir-ho, cap al final d'agost s'havia enfonsat fins a cotitzar en l'1,48. És a dir, una revaloració del dòlar enfront de la moneda de la zona de l'euro del 8% en poques setmanes. El moviment, tot i que més moderat, també es va produir enfront del ien japonès. Si el 14 de juliol un dòlar comprava 105 iens, exactament un mes després, el 14 d'agost, en comprava 110.

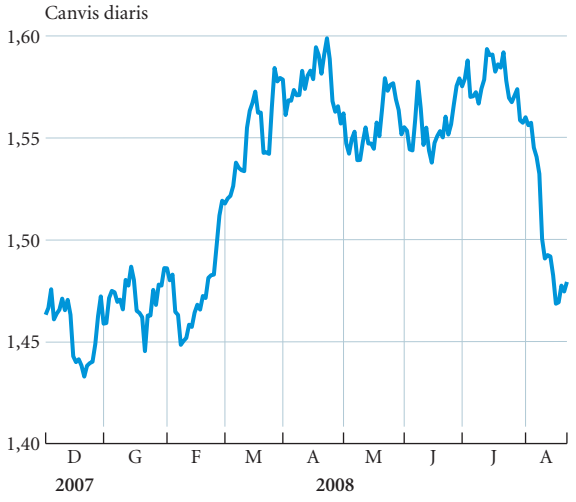
El dòlar s'enforteix davant el degoteig de males notícies al Regne Unit, la zona de l'euro i el Japó.

Quin és el motiu d'aquest moviment en el valor del dòlar? Dos factors ajuden a explicar-lo. En primer lloc, les declaracions del Banc del Japó i del BCE, que coincidien en afirmar que el risc de menor creixement s'estava materialitzant. En els dos casos, les indicacions dels bancs emissors feien pensar als mercats que no són previsibles en els propers mesos pujades del tipus d'interès oficial a les dues zones. En segon lloc, l'element anterior ha permès una reconsideració del punt en què les diferents àrees estan situades en el cicle econòmic. La nova argumentació és que, si diferents àrees comencen a desaccelerar, seguint el deixant de l'economia nord-americana, serà aquesta última la que, en haver-se desaccelerat primer, sortirà en primer lloc en la recuperació econòmica.

CANVI EURO-DÒLAR: FINS A 1,60 HEM ARRIBAT

Tipus de canvi euro-dòlar





FONT: Bloomberg.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-08-08

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	108,7	2,0	–2,8	–5,3
Lliura esterlina	0,535	7,2	6,2	6,0
Franc suís	1,094	6,9	–3,6	–10,3
Dòlar canadenc	1,057	5,4	5,6	–0,5
Pes mexicà	10,143	0,1	–7,5	–9,9
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,479	–7,1	1,4	9,9
Ien japonès	160,8	–5,1	–1,4	4,3
Franc suís	1,618	–0,2	–2,2	–0,4
Lliura esterlina	0,791	–0,4	7,7	16,5
Corona sueca	9,385	–0,7	–0,5	0,0
Corona danesa	7,460	0,0	0,0	0,2
Zloty polonès	3,316	2,9	–7,8	–13,9
Corona txeca	24,33	5,9	–8,4	–12,1
Forint hongarès	233,8	2,3	–7,5	–10,7

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

Les borses no aguanten els mínims del març i tornen a ballar-la.

El dòlar, com es pot observar al quadre anterior, també s'ha enfortit de forma intensa enfront de la lliura esterlina, la qual s'ha depreciat el 7,2% en poc menys d'un mes. L'escenari pessimista dibuixat pel governador del Banc d'Anglaterra, King, ha fet caure la lliura esterlina enfront del dòlar al nivell més baix dels 22 últims mesos. Els *traders* en divises no havien estat mai tan negatius, des de l'inici de l'any, en relació amb l'evolució futura de la divisa britànica. Tampoc va lliurar-se d'aquest corrent el dòlar canadenc, que es va depreciar el 5,4% en un mes enfront del dòlar dels Estats Units.

Malgrat aquests sobtats moviments, encara no ha quedat clar si som davant una nova tendència al mercat de divises.

Les borses pateixen la incertesa econòmica

El panorama econòmic actual, que conjuga dues grans incerteses, no és propici per a un bon comportament de les borses. La primera incertesa és, en termes econòmics, quin serà el mínim en la desacceleració econòmica. És a dir, l'impacte sobre l'economia real de les famílies i les empreses de la restricció creditícia que es viu als mercats interbancaris. En segon lloc, el temps necessari per tornar a la velocitat de creuer en relació amb el creixement de totes aquestes economies. És a dir, el quid de la qüestió és estimar els danys materials i el període de recuperació després del xoc d'aquesta crisi.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

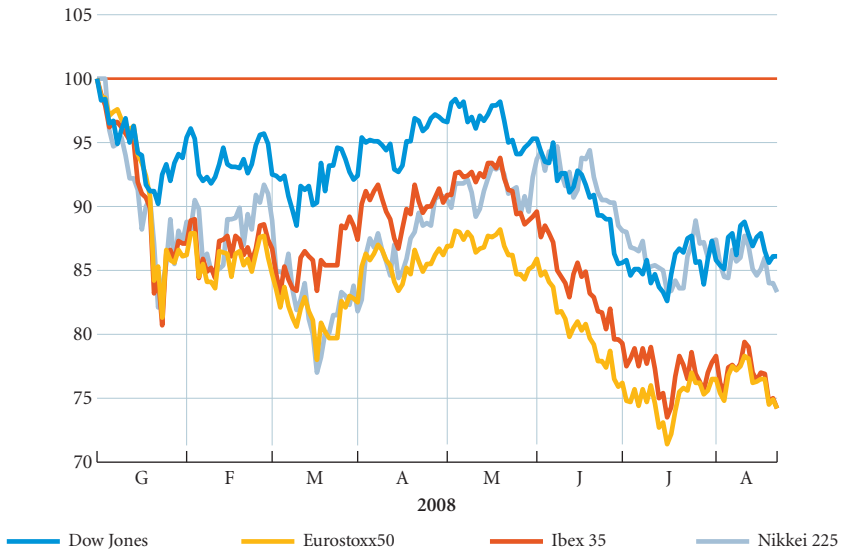
21-08-08

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*11.417*	*–0,4*	*–13,9*	*–12,8*
Standard & Poor's	*1.275*	*1,2*	*–13,2*	*–11,9*
Nasdaq	*2.389*	*4,8*	*–9,9*	*–5,2*
Tòquio	12.752	–0,4	–16,7	–19,8
Londres	5.336	–1,3	–17,4	–12,3
Zona de l'euro	3.264	–2,1	–25,8	–21,8
Frankfurt	*6.265*	*–2,5*	*–22,3*	*–15,6*
París	*4.317*	*–0,2*	*–23,1*	*–20,3*
Amsterdam	*399*	*–0,3*	*–22,6*	*–21,0*
Milà	*27.953*	*–0,9*	*–27,5*	*–28,2*
Madrid	*11.272*	*–4,4*	*–25,8*	*–20,8*
Zuric	7.031	2,5	–17,1	–18,3
Hong Kong	20.392	–9,5	–26,7	–6,2
Buenos Aires	1.740	–12,2	–19,1	–11,3
São Paulo	55.377	–8,9	–13,3	11,2

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

ON ÉS EL LÍMIT?

Evolució de les borses en base 1-1-2008 = 100



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Com es pot observar al quadre anterior, en l'últim mes, la majoria de borses dels països desenvolupats s'han mogut entre el descens del 4,4% de l'índex selectiu espanyol, l'Ibex 35, i el 4,8% de l'índex tecnològic nord-americà, el Nasdaq. Però aquesta referència no ens informa sobre la situació real del comportament de la renda variable durant enguany. És més interessant observar l'evolució de les borses des de l'inici de l'any. Les borses no van aguantar els mínims del març, i, ara com ara, tenim que els mínims absoluts es van marcar al juliol. Mentre no es defineixin les dues variables clau, l'impacte i la durada de la crisi, és molt difícil que es produeixi una recuperació intensa i duradora.

Els índexs de les borses emergents, que, fins no fa pas gaire (llevat de la xinesa), havien representat un refugi on invertir, tampoc no han aconseguit mantenir els guanys que presentaven cap a la meitat de l'any. Certament, els índexs de Mèxic i del Brasil s'han comportat relativament molt millor que els de les borses dels països desenvolupats. Així i tot, però, presenten unes minusvàlues properes al 10%-12%. Un altre panorama més negre es presenta a la borsa xinesa, en què una inversió realitzada l'1 de gener hauria perdut més del 50% al final d'agost. És cert que la seva cotització no es basava en una valoració raonable de les companyies representades a l'índex. En realitat, era la forma utilitzada per les famílies xineses per canalitzar l'estalvi en un entorn en què la inflació és superior al tipus d'interès ofert pels productes de la banca tradicional. És a dir, s'havia produït una bombolla, però, de tota manera, la forta caiguda no deixa, per més que sigui raonable, d'impactar.

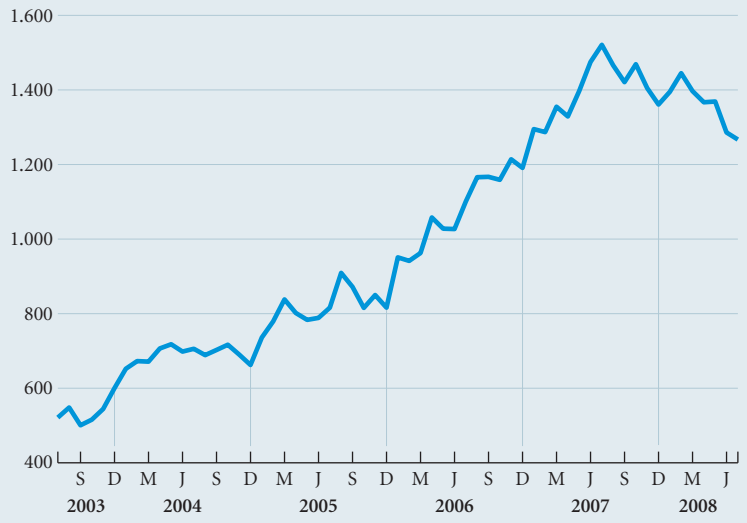
Els índexs de les borses emergents tampoc se salven de les males expectatives econòmiques.

Bombolles de petroli

Ningú no discuteix que l'augment del preu del petroli en els últims anys ha tingut a veure amb factors fonamentals relacionats amb l'oferta i la demanda. Molts analistes, però, també albiren l'espurneig d'una bombolla especulativa. En una compareixença recent al Senat nord-americà, George Soros, especulador per excel·lència, explicava com la incorporació del petroli a les carteres de fons de pensions i altres inversors institucionals, mitjançant la compra de futurs, ha exposat el preu del petroli a la volatilitat de les expectatives dels inversors i ha facilitat, segons el seu parer, la creació d'una bombolla. Tot i que aquesta explicació ha rebut una acceptació força generalitzada, reputats economistes com Paul Krugman han defensat amb vehemència que l'especulació no ha tingut cap impacte sobre el preu del petroli.

LA CONTRACTACIÓ DE FUTURS DE PETROLI S'HA DISPARAT

Milers de contractes vius («open interest») en futurs de petroli al NYMEX



FONT: Bloomberg.

Comencem per establir què entenem per bombolla especulativa: aquella situació en què el preu d'un bé, com el petroli, o d'un actiu financer puja no tant per raons fonamentals sinó gràcies a l'entusiasme dels inversors, que esperen que el preu continuï augmentant, situació que l'anterior president de la Fed, Alan Greenspan, va anomenar als noranta «exuberància irracional». Identificar una bombolla, però, no és fàcil, perquè, normalment, l'entusiasme dels inversors es basa, si més no parcialment, en factors fonamentals. El quid de la qüestió és discernir si l'entusiasme està justificat o és exagerat. En la segona meitat dels noranta, per exemple, la cotització de Yahoo es va multiplicar per més de 150 en menys de cinc anys, durant una revolució tecnològica que prometia ingents beneficis per als portals «puntcom». El 2001, amb l'esclat de la bombolla tecnològica, la cotització de Yahoo va caure el 95% i, encara avui, el seu preu se situa el 80% per sota dels màxims històrics. Ara sembla clar que les expectatives dels inversors no estaven ben fonamentades. Però les bombolles només solen ser identificades després d'haver esclatat.

En el cas del petroli, també hi ha hagut una revolució, en aquest cas de la demanda per part dels països emergents, que, en combinació amb una oferta que no ha crescut prou, justificaria un augment en els preus. En aquest context, en els últims anys, molts inversors han incorporat el petroli a les carteres d'inversió, tendència que, pel que sembla, s'ha accelerat després de la crisi financera global iniciada a l'agost del 2007. Segons els qui creuen que existeix una bombolla al mercat del petroli, com Soros, aquests inversors haurien exagerat l'impacte de les forces d'oferta i demanda sobre el preu. De fet, la meteòrica pujada del preu en l'últim any ha coincidit amb l'auge dels fons que inverteixen en futurs de petroli, al mateix temps que analistes *superstar* d'importants bancs d'inversió auguraven constants augments de preus. Per la banda dels fonaments, és difícil identificar novetats en els dotze últims mesos que justifiquin la magnitud de l'alça en els preus. La Xina creix, però això ja ho sabem des de fa uns anys...

Hi ha dades, però, que no corroboren l'impacte dels inversors sobre el preu del cru. Un informe recent de l'òrgan supervisor del mercat de futurs sobre primeres matèries als Estats Units (la *Commodity Futures Trading Commission*) indica que, tot i que el nombre de contractes de futurs sobre petroli s'ha triplicat des del 2004, els inversors considerats especuladors (els qui no pertanyen a una indústria relacionada o que fa un ús intensiu del petroli) han combinat posicions llargues (les que aposten per un augment del preu del petroli) amb posicions curtes (les que aposten per un descens del preu), però no s'ha observat una majoria aclaparadora de les primeres. De fet, l'informe indica que la major part de les posicions obertes durant la primera meitat del 2008 eren curtes. De tota manera, aquesta evidència no és concloent, principalment per dos motius: en primer lloc, perquè hi ha dubtes sobre la classificació dels inversors entre especuladors i no especuladors, i, en segon lloc, i més important encara, perquè l'anàlisi només inclou els contractes efectuats mitjançant el *New York Mercantile Exchange* i, per tant, no té en compte altres mercats internacionals o les operacions tancades fora dels mercats organitzats (*over-the-counter*).

Krugman argumenta, per negar qualsevol influència dels especuladors sobre el preu del petroli, que les existències de petroli no han crescut mentre el preu del cru augmentava. Si l'especulació hagués empès els preus dels futurs a un nivell artificialment alt, molt per damunt del nivell que iguala l'oferta i la demanda de petroli al mercat *spot* (al comptat), comprar petroli al comptat, emmagatzemar-lo i vendre'l al mercat de futurs a 1 any hauria estat un bon negoci. En efecte, existeix un argument d'arbitratge que relaciona el preu *spot* i el preu del futur: la diferència d'aquest últim amb el primer no hauria de superar el cost d'emmagatzematge del cru i el tipus d'interès, tot i que poden sorgir diferències addicionals en un entorn de risc. Per exemple, si emmagatzemar un barril de petroli durant un any costa 10 dòlars, el tipus d'interès és del 5% i el preu *spot* és de 100 dòlars, la cotització d'un futur de petroli a 1 any no pot ser superior als 115 dòlars. El que incrementa el preu *spot* en una situació d'especulació és, doncs, una acumulació d'existències que, com no hem observat, sembla descartar l'existència d'una bombolla en el preu del petroli. Alguns analistes, però, han indicat que, tot i que és cert que les existències no han augmentat, no inclouen el cru retingut per part dels productors de petroli, ja sigui en barrils o sota terra. Potser són ells els qui especulen!

En definitiva, només sabrem si hi ha una bombolla i quina és la seva dimensió després que hagi esclatat. Ara com ara, el descens del preu del cru en les últimes setmanes des de gairebé els 150 dòlars fins al voltant dels 115 dòlars sembla confirmar que hi havia una mica de bombolla. Tot i que queda per veure si s'ha desinflat del tot, l'oferta i la demanda no haurien de trigar a emetre el seu veredicte.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'escalada dels preus de les primeres matèries i la persistència de la crisi financera internacional contribueixen a la intensificació de la desacceleració econòmica.

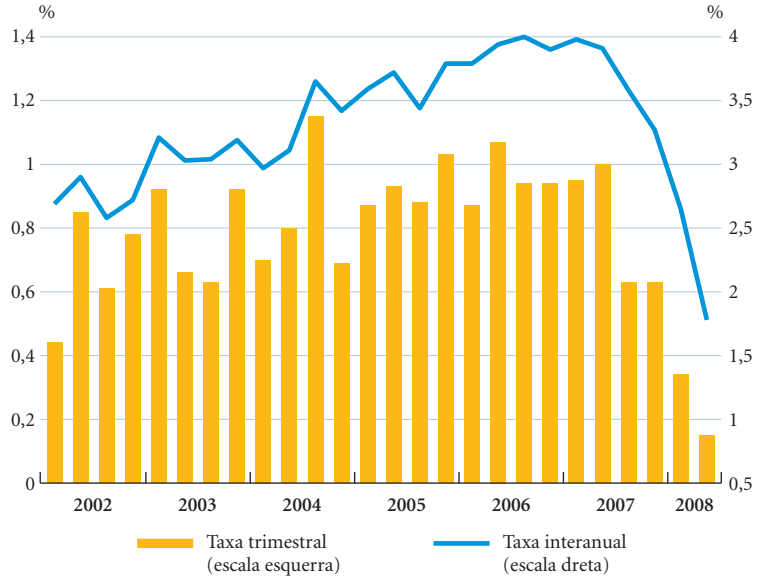
L'economia entra en un sever procés d'ajustament

En el segon trimestre, es va intensificar la desacceleració econòmica iniciada en el passat exercici, situació a la qual van contribuir l'escalada dels preus de les primeres matèries i la crisi financera internacional. D'acord amb les dades de la comptabilitat nacional trimestral publicades per l'Institut Nacional d'Estadística, el producte interior brut (PIB) va augmentar l'1,8% en relació amb el segon trimestre del 2007, 8 dècimes menys que tres mesos abans. Aquesta taxa és lleugerament superior a la registrada al conjunt de la Unió Europea i a la zona de l'euro. No obstant això, aquesta taxa interanual no reflecteix adequadament el sobtat aterratge de l'economia en els últims mesos, evidenciat per un creixement intertrimestral d'una dècima, el més baix des de l'última recessió del 1993 i que indica que el PIB és a la vora de l'estancament.

Les dades de la sèrie trimestral del PIB ja incorporen l'habitual revisió anual dels últims exercicis, que inclouen les noves dades estadístiques disponibles. En aquesta ocasió, la revisió va rebaixar en una dècima el creixement anual del PIB el 2007, que passa al 3,7%. Els canvis en la composició del creixement són una mica més marcats. Així, l'aportació al creixement del PIB de la demanda nacional es va reduir en 0,15 dècimes, fins al 4,4%. Les revisions a la baixa dels components de la inversió i del consum pú-

EL PIB, A LA VORA DE L'ESTANCAMENT

Variació del PIB



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

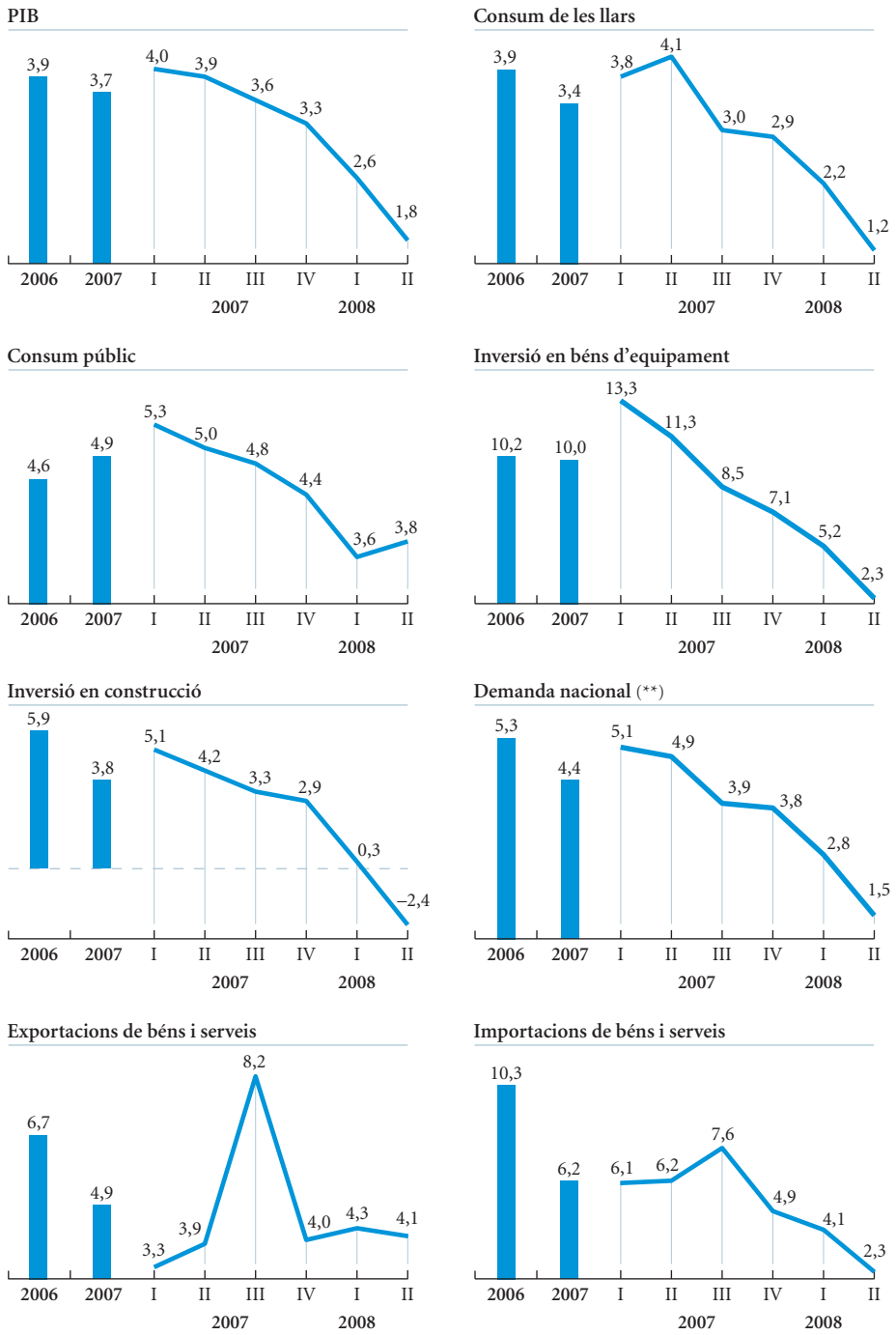
blic només van ser compensades parcialment per una major estimació del consum privat.

L'alentiment del PIB és atribuïble a la intensificació de la pèrdua de dinamisme de la demanda interna, que va passar de

En el segon trimestre, la demanda exterior passa de restar 2 dècimes al PIB a sumar-ne 3.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)



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

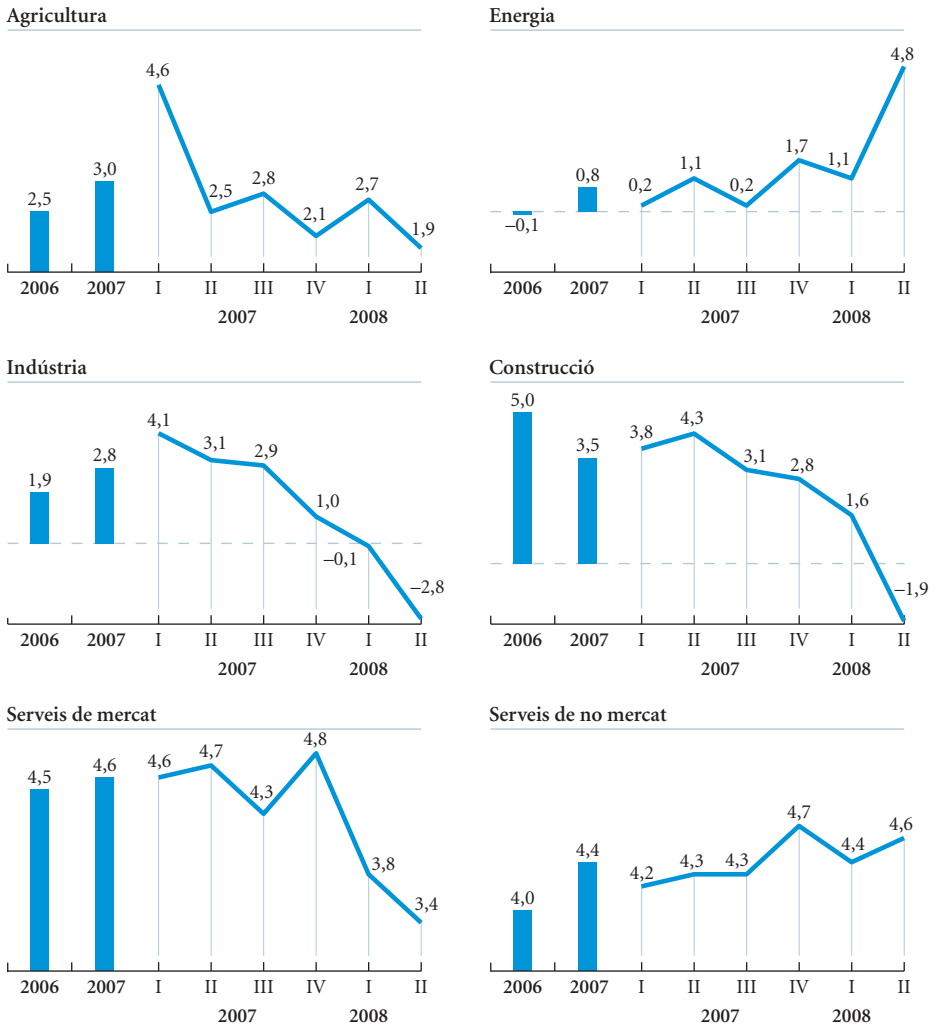
El dèficit corrent amb l'exterior es corregeix després d'haver assolit un màxim en el primer trimestre.

contribuir el 2,8% al PIB en el primer trimestre a l'1,5% en el segon. En canvi, la demanda exterior va passar de restar 0,2 punts a sumar-ne 0,3.

Aquesta millora de mig punt de l'aportació de la demanda externa es va produir per un alentiment més intens de les importacions de béns i serveis que de les exportacions, de manera que es va ampliar la bretxa entre els ritmes de creixement de les dues a favor de les exportacions. D'aquesta manera, el dèficit per compte corrent amb l'exterior, que havia assolit un màxim històric del 12,0% del PIB en el primer trimestre, es va col·locar en el 9,5% del PIB en el segon, a causa, sobretot, de factors estacionals. Aquest resultat reflecteix una aturada del seu deteriorament. De tota manera, continua essent molt elevat i representa un dels desequilibris més importants de l'economia espanyola, el qual ha adquirit més rellevància en l'actual conjuntura de crisi

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)



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

financera internacional, que en dificulta el finançament.

Tornant als components de la demanda nacional, el consum de les famílies va patir una forta frenada en el segon trimestre i va anotar un modest creixement interanual de l'1,2%, un punt menys que en el període gener-març. Un menor augment de la renda real, a causa de l'encariment de la cistella de la compra, uns nivells d'endeutament elevats en un context d'alces dels tipus d'interès i l'augment de l'atur han soscavat la confiança dels consumidors. De fet, si tenim en compte el mínim històric registrat per l'índex de confiança del consumidor al juliol, és probable que el consum continuï deprimit.

Frenada del consum de les famílies, i la confiança del consumidor marca un mínim històric.

En canvi, el consum públic va intensificar el ritme de creixement fins al 3,8% interanual i va contrarestar parcialment la desacceleració del privat. L'augment del consum públic es va basar en el creixement de les remuneracions dels assalariats de les administracions públiques. D'aquesta manera, el consum públic va jugar un paper contracíclic.

El consum públic juga un paper contracíclic.

La inversió va flexionar més intensament que el consum, fins al punt que la formació bruta de capital fix va caure el 0,2% en relació amb el segon trimestre del 2007. Tots els components de la inversió es van alentir de manera significativa en resposta a l'afebliment de la demanda (tant interna com externa), a la desacceleració dels resultats empresarials i al conseqüent deteriorament de la confiança empresarial.

La formació bruta de capital fix en béns d'equipament va passar de presentar un increment interanual de l'11,3% en el segon trimestre del 2007 al 2,3% dotze mesos després. La inversió en altres productes, com els programes informàtics i les prospeccions petrolieres, va reduir el ritme d'avanç anual a gairebé la meitat en l'últim trimestre en mostrar un augment del 3,3%. Pel que fa a les perspectives de la inversió industrial, no semblen favorables en els propers mesos, atès el nou descens del nivell d'utilització de la capacitat productiva en el tercer trimestre.

És a la construcció, però, on cal buscar la causa de la caiguda de la inversió. La inversió en construcció es va reduir el 2,4% en relació amb el segon trimestre de l'any anterior. La contracció en l'edificació residencial es va intensificar, amb un decrement interanual del 6,3%. Les projeccions són de continuïtat de l'ajustament en aquest sector, atès l'ampli volum d'habitatges sense vendre, que ja va conduir a una lleugera disminució del preu de l'habitatge en el segon trimestre en relació amb el trimestre anterior. Així ho corrobora l'índex de confiança a la construcció, que va marcar un nou mínim al juliol.

Les altres construccions (obra civil i edificació no residencial), però, van mantenir el creixement interanual en l'1,9%. D'altra banda, la licitació oficial d'obra pública va augmentar l'11% en els cinc primers mesos de l'any en relació amb el mateix període de l'any precedent. D'aquesta manera, probablement la inversió pública compensarà la frenada en la construcció d'habitatges, però només en part.

Des del costat de l'oferta, la principal novetat en el segon trimestre és l'aprofundiment de la crisi de la indústria, a més de la construcció. Així, el valor afegit de les branques industrials manufactureres va baixar el 2,8% en relació amb el segon trimestre del 2007, davallada superior fins i tot a la registrada per la construcció. A l'efecte d'arrossegament negatiu de la construcció en subsectors com la fabricació de materials de construcció i de béns duradors, s'han afegit altres problemes. El deteriorament del mercat de treball, amb l'epicentre de la destrucció d'ocupació a la construcció, ha incidit negativament

Caiguda de la inversió a causa de la contracció en edificació residencial.

PRINCIPALS MESURES DE POLÍTICA ECONÒMICA DEL GOVERN DAVANT LA CRISI
• Deducció de 400 euros en l'IRPF (despesa total: 6.000 milions d'euros).
• Devolució anticipada de l'IVA a les empreses (6.000 milions d'euros).
• Ampliació d'avals públics, ajuts i finançament per a pimes i habitatge protegit.
• Construcció de 150.000 habitatges protegits a l'any (objectiu a mitjà termini).
• Avantprojecte de mesures de foment del lloguer d'habitatges.
• Impuls de la renovació i rehabilitació d'edificis i habitatges.
• Ampliació sense cost del termini de la hipoteca (eliminació de despeses fiscals, registrals i notarials).
• Eliminació de l'impost sobre el patrimoni (a partir de l'1-01-2008).
• Pla de renovació d'automòbils de més de 15 anys (15.000 milions d'euros a l'any).
• Liberalització d'alguns serveis del transport per ferrocarril.

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

Aprofundiment de la crisi industrial.

en el consum. A més a més, l'afebliment de la demanda externa per l'alentiment econòmic global i la pèrdua de competitivitat, agreujada per la fortalesa de l'euro, també han perjudicat la indústria.

Els serveis van resistir. Així i tot, els serveis de mercat van anotar un creixement anual del 3,4%, 4 dècimes menys que en el primer trimestre. Les perspectives són de continuïtat de l'alentiment. Així, al juliol, el tràfic aeri de passatgers es va reduir el 3,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, i el nombre de turistes estrangers va caure el 8,0% interanual. No obstant això, les pernoctacions en establiments hotelers van pujar el 0,9% al juliol en relació amb el mateix mes del 2007, i les de no residents van augmentar el 2,9%.

D'altra banda, la productivitat aparent del factor treball va prosseguir la recuperació experimentada en els últims trimestres, després d'haver-se col·locat en nivells molt baixos en els últims anys. Així, la productivitat aparent del treball per al conjunt de l'economia va registrar un avanç anual de l'1,4% en el segon trimestre, el doble que en el mateix trimestre del 2007. Aquesta millora, però, ha estat deguda, sobretot, a un ajustament en l'ocupació. Així, la construcció, que fins al tercer trimestre del 2007 presentava reculades de la productivitat, en el segon trimestre del 2008 mostrava un gran augment després d'haver destruït molta ocupació. En canvi, la productivitat va continuar disminuint a la indústria, la qual cosa no és un bon auguri.

Recuperació de la productivitat aparent del treball, però, sobretot, per l'ajustament de l'ocupació.

El sever deteriorament de la conjuntura econòmica va propiciar que, cap al final de juliol, el govern revisés a la baixa les projeccions de creixement econòmic, que han de servir per emmarcar els pressupostos generals de l'Estat per al 2009. Així, el creixement previst del PIB per al 2008 va passar del 2,3% a l'1,6%, mentre que, per al 2009, la xifra es va retallar del 2,3% a l'1,0%.

Així mateix, cap a la meitat d'agost, el govern va aprovar un nou paquet de mesures econòmiques, que s'ha afegit als dels mesos d'abril i juny d'enguany, per afrontar la crisi econòmica. Una part d'aquestes mesures són d'estímul econòmic. L'objectiu d'altres és emprendre reformes per incrementar la competitivitat de l'economia. Aquestes mesures es completen amb un procés de diàleg social per canviar el model productiu espanyol i preparar la reactivació econòmica sobre bases sòlides. Queden pendents, però, possibles reformes en el mercat laboral, entre d'altres.

Mercat de treball

Deteriorament de l'ocupació i fort augment de l'atur

El refredament de l'economia ja ha repercutit clarament en el mercat laboral. El nombre d'ocupats només va augmentar en 22.900 persones en el segon trimestre del 2008 en relació amb el trimestre anterior, segons les xifres de l'Enquesta de Població Activa (EPA) publicades per l'Institut Nacional d'Estadística. Aquesta creació de llocs de treball és molt inferior a l'habitual en el segon trimestre. D'aquesta manera, la taxa de variació anual va caure des de l'1,7% anotat en el primer trimestre fins al 0,3%.

En el primer semestre, el nombre d'ocupats va disminuir en 51.800. La tendència, per tant, indica una clara destrucció d'ocupació. Les dades més recents de l'afiliació a la Seguretat Social corroboren aquesta apreciació, ja que, al juliol, el nombre d'afiliats es va situar el 0,7% per sota del mateix mes del 2007.

En els dotze últims mesos, la creació d'ocupació estimada per l'EPA és de 57.800 persones. Aquesta dada resulta d'un augment de la població estrangera ocupada de 189.300 persones, el 6,9%, i d'una caiguda del nombre d'ocupats amb nacionalitat espanyola de 131.400 persones, el 0,75%. D'aquesta manera, els estrangers ja representen el 14,4% de la població ocupada.

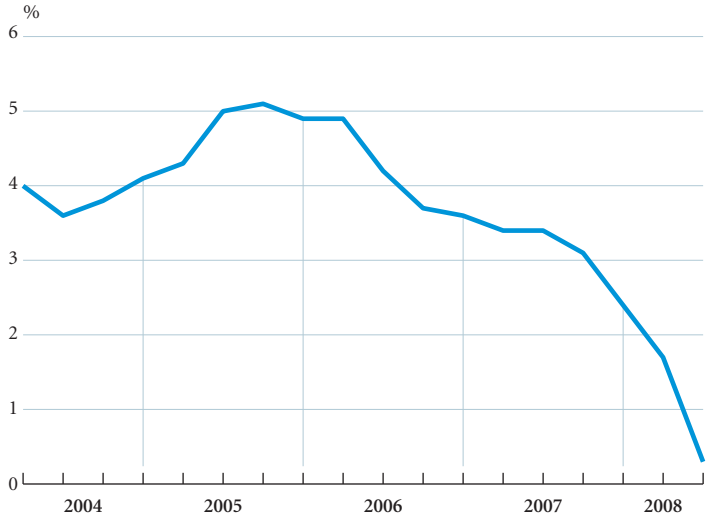
Aquesta evolució s'ha produït malgrat l'enfonsament del sector de la construcció, que concentra el major nombre de treballadors estrangers. En efecte, la caiguda del

En el primer semestre, el nombre d'ocupats va disminuir en 51.800, situació que ha posat de manifest la tendència a la destrucció de llocs de treball.

En els dotze últims mesos, la població espanyola ocupada cau el 0,8%, mentre que l'estrangera puja el 6,9%.

FRENADA SOBTADA DE L'OCUPACIÓ

Variació interanual de l'ocupació



NOTA: Dades corregides de l'impacte dels canvis metodològics introduïts en el primer trimestre del 2005.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Segon trimestre 2008

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	880,9	–41,8	–4,5	–24,9	–2,7	–40,1	–4,4	4,3
No agraris	19.544,2	64,7	0,3	–26,9	–0,1	98,0	0,5	95,7
Indústria	*3.273,2*	*–68,4*	*–2,0*	*–5,9*	*–0,2*	*29,4*	*0,9*	*16,0*
Construcció	*2.498,0*	*–122,4*	*–4,7*	*–195,5*	*–7,3*	*–215,7*	*–7,9*	*12,2*
Serveis	*13.773,0*	*255,5*	*1,9*	*174,5*	*1,3*	*284,2*	*2,1*	*67,4*
Per empleadors								
Sector privat	17.483,3	–45,8	–0,3	–80,3	–0,5	–9,3	–0,1	85,6
Sector públic	2.941,8	68,6	2,4	28,5	1,0	67,1	2,3	14,4
Per situació professional								
Assalariats	16.853,0	35,6	0,2	–23,6	–0,1	73,7	0,4	82,5
Contracte indefinit	*11.900,5*	*153,4*	*1,3*	*242,3*	*2,1*	*465,0*	*4,1*	*58,3*
Contracte temporal	*4.952,5*	*–117,8*	*–2,3*	*–265,9*	*–5,1*	*–391,4*	*–7,3*	*24,2*
No assalariats	3.562,0	–12,7	–0,4	–31,2	–0,9	–16,7	–0,5	17,4
Empresaris empleadors	*1.175,4*	*35,9*	*3,2*	*39,1*	*3,4*	*65,7*	*5,9*	*5,8*
Empresaris no empleadors	*2.188,4*	*–29,9*	*–1,3*	*–66,2*	*–2,9*	*–57,8*	*–2,6*	*10,7*
Ajudes familiars	*198,2*	*–18,7*	*–8,6*	*–4,1*	*–2,0*	*–24,6*	*–11,0*	*1,0*
Altres	10,1	0,0	0,2	3,0	42,3	0,8	9,2	0,0
Per temps d'ocupació								
A temps complet	17.975,9	23,5	0,1	–117,9	–0,7	48,7	0,3	88,0
A temps parcial	2.449,2	–0,6	0,0	66,1	2,8	9,1	0,4	12,0
Per sexes								
Homes	11.859,4	–64,5	–0,5	–137,7	–1,1	–148,3	–1,2	58,1
Dones	8.565,8	87,4	1,0	86,0	1,0	206,1	2,5	41,9
TOTAL	**20.425,1**	**22,9**	**0,1**	**–51,8**	**–0,3**	**57,8**	**0,3**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

La reducció d'ocupació en l'últim any es concentra a la construcció i a l'agricultura.

sector residencial s'ha traduït en la pèrdua de 215.700 llocs de treball a la construcció des del segon trimestre del 2007, el 7,9%, la major part en el segon trimestre del 2008. També l'agricultura, un altre sector amb una proporció relativament elevada de mà d'obra estrangera, ha perdut ocupació en l'últim any, 40.100 llocs de treball, el 4,4%.

Els ocupats a la indústria s'han incrementat en 29.400 persones en els dotze últims mesos. No obstant això, l'evolució ha estat molt dispar per subsectors. La indústria alimentària ha estat la més dinàmica en la creació de llocs de treball, amb un augment net de 37.000 persones, seguida de la fusta i suro, la química i la metal·lúrgia. Al pol oposat, la fabricació de material i d'equips electrònics ha perdut 14.000 persones. La construcció de maquinària i d'equips mecànics, el cuir i calçat i el refinatge de petroli també han perdut ocupació de manera apreciable. No obstant això, cal destacar que la degradació de la conjuntura industrial en l'últim trimestre s'ha traduït en una destrucció neta de 68.400 llocs de treball al sector secundari en el segon trimestre del 2008.

Al sector serveis, l'ocupació ha pujat en 284.200 persones en l'últim any, el 2,1%, enfront d'un augment anual del 4,3% en el segon trimestre del 2007. La majoria de subsectors terciaris han augmentat els nivells d'ocupació, encapçalats pel comerç, amb un ascens de 158.500 llocs de treball. No obstant això, al transport i comunicacions, s'ha registrat un descens de l'ocupació, i també a l'hoteleria, tot i que menys intens.

Una altra mostra del deteriorament del mercat laboral: en l'últim any, l'ocupació ha caigut al sector privat, amb un descens estimat de 9.300 persones. L'ocupació al sector públic ha compensat la davallada amb un increment de 67.100 persones, el 2,3%.

El nombre d'assalariats ha continuat augmentant lleugerament més que el nombre total d'ocupats. En l'últim any, el nombre d'assalariats amb contracte indefinit ha augmentat en 465.000, mentre que els treballadors amb contracte temporal han baixat en 391.400. D'aquesta manera, la taxa de temporalitat, és a dir, la proporció entre el nombre de treballadors amb contracte temporal i el total d'assalariats, ha baixat fins al 29,4%, la cota mínima des del primer trimestre del 1990, per bé que s'ha col·locat clarament per damunt dels estàndards europeus.

L'empitjorament del mercat laboral no va desanimar els demandants de feina. Així, la població activa es va continuar incrementant a bon ritme, amb una alça anual del 3,1%. Això reflecteix, en part, que continua la incorporació de les dones al mercat de treball, ja que la població activa femenina va pujar el 4,6%, mentre que la masculina es va incrementar el 2,0%. D'aquesta manera, la taxa d'activitat femenina va arribar al 50,25% i va reduir la diferència amb el 69,6% dels homes. D'altra banda, amb prou feines s'ha frenat l'arribada de població estrangera al mercat de treball, amb un increment anual dels estrangers actius del 12,6%.

En aquest context de forta expansió de la població activa i d'escàs augment estacional de l'ocupació, l'atur es va accelerar. En el segon trimestre, el nombre d'aturats es va incrementar en 207.400 persones, un màxim històric en aquest trimestre, de ma-

Disminució del nombre d'ocupats al sector privat en l'últim any, compensada per la creació d'ocupació al públic.

La difícil conjuntura del mercat de treball no desanima la incorporació dels col·lectius més sensibles, com les dones i els estrangers.

ATUR ESTIMAT

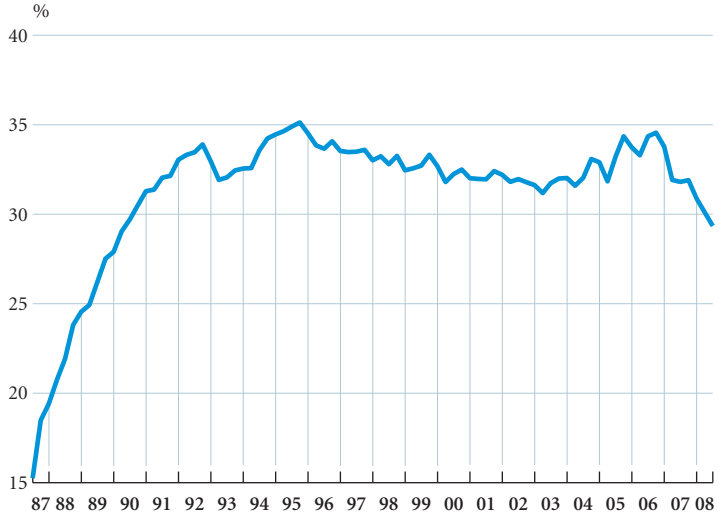
Segon trimestre 2008

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	1.182,9	164,3	16,1	402,3	51,5	49,7	9,1
Dones	1.198,6	43,1	3,7	219,3	22,4	50,3	12,3
Per edats							
Menors de 25 anys	573,9	73,8	14,8	131,7	29,8	24,1	23,9
Resta	1.807,6	133,5	8,0	489,9	37,2	75,9	8,9
Per situació personal							
Atur de llarga durada	586,6	29,4	5,3	90,1	18,1	24,6	–
Busquen la seva primera feina	222,5	24,7	12,5	11,2	5,3	9,3	–
Resta	1.572,4	153,2	10,8	520,3	49,5	66,0	–
TOTAL	**2.381,5**	**207,4**	**9,5**	**621,6**	**35,3**	**100,0**	**10,4**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

LA TAXA DE TEMPORALITAT BAIXA AL MÍNIM DELS DIVUIT ÚLTIMS ANYS

Treballadors amb contracte temporal sobre el total d'assalariats



FONT: INE i elaboració pròpia.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Segon trimestre 2008

	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	3.798	123	3,4	3.180	–55	–1,7	618	179	40,6	16,3
Aragó	660	12	1,9	615	2	0,3	45	10	30,2	6,8
Astúries	494	23	4,8	455	27	6,2	39	–4	–9,5	7,8
Balears	574	18	3,2	525	0	0,1	48	18	57,3	8,4
Canàries	1.038	13	1,3	872	–52	–5,7	166	66	65,8	16,0
Cantàbria	280	6	2,2	260	4	1,4	20	2	13,4	7,0
Castella i Lleó	1.174	24	2,1	1.065	–2	–0,1	109	25	30,2	9,3
Castella-la Manxa	955	49	5,4	855	20	2,4	100	29	40,8	10,5
Catalunya	3.843	106	2,8	3.550	41	1,2	293	65	28,7	7,6
Comunitat Valenciana	2.531	106	4,4	2.238	24	1,1	293	82	38,6	11,6
Extremadura	484	14	3,0	417	4	1,0	67	10	17,4	13,9
Galícia	1.310	16	1,2	1.201	5	0,4	109	11	11,4	8,3
Madrid	3.355	116	3,6	3.061	24	0,8	295	92	45,5	8,8
Múrcia	719	35	5,1	638	–1	–0,2	82	37	81,2	11,3
Navarra	309	3	1,1	292	2	0,7	17	1	8,0	5,6
País Basc	1.065	7	0,6	1.006	11	1,1	59	–5	–7,2	5,6
La Rioja	159	5	3,1	148	2	1,1	11	3	42,0	6,8
Ceuta i Melilla	60	4	7,5	49	4	9,2	11	0	0,9	18,8
TOTAL	**22.807**	**679**	**3,1**	**20.425**	**58**	**0,3**	**2.382**	**622**	**35,3**	**10,4**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

nera que va pujar fins a les 453.900 en la primera meitat de l'any. El nombre d'aturats es va col·locar en 2.381.500 persones, amb una alça interanual del 35,3%. La taxa d'atur va pujar fins al 10,4%, 2,5 punts més que el mínim anotat un any abans.

En l'àmbit territorial, s'observen notables diferències en l'evolució de l'ocupació. Així, en els dotze últims mesos, l'ocupació ha augmentat el 6,2% a Astúries i el 2,4% a Castella-la Manxa. En canvi, el nombre d'ocupats ha caigut el 5,7% a Canàries i l'1,7% a Andalusia, afectades per la crisi de la construcció residencial. Aquestes dues comunitats també encapçalen la taula de les taxes d'atur per comunitats autònomes, per bé que amb l'ordre invertit, el 16,3% i el 16,0%. Al costat oposat, el País Basc i Navarra, amb el 5,6%, ostenten les taxes d'atur més baixes.

El nombre d'aturats registrats continua pujant a un ritme viu

Les xifres dels aturats registrats a les oficines públiques d'ocupació del mes de juliol mostren que l'atur es continua deteriorant. Així, les llistes d'aturats van augmentar en 36.492 persones en el mes, l'evolució més negativa en un mes de juliol de la sèrie actual. Així, l'atur registrat va pujar el 23,2% en relació amb el mateix mes de l'any precedent.

En termes interanuals, l'atur va continuar augmentant en tots els sectors, però amb importants diferències de grau. L'increment més important el va presentar la construcció, amb una alça anual del 70,7%. La taxa de variació entre els demandants d'una primera feina era molt inferior, del 5,6%.

L'atur es dispara en el segon trimestre, amb una alça interanual del 35,3%.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Juliol 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	81.698	12.886	18,7	17.267	26,8	3,4
Indústria	306.403	26.422	9,4	40.336	15,2	12,6
Construcció	390.529	106.662	37,6	161.734	70,7	16,1
Serveis	1.414.921	130.671	10,2	224.762	18,9	58,3
Primera ocupació	233.365	20.728	9,7	12.479	5,6	9,6
Per sexes						
Homes	1.086.102	200.963	22,7	330.727	43,8	44,8
Dones	1.340.814	96.406	7,7	125.851	10,4	55,2
Per edats						
Menors de 25 anys	277.978	37.595	15,6	57.454	26,1	11,5
Resta d'edats	2.148.938	259.774	13,8	399.124	22,8	88,5
TOTAL	**2.426.916**	**297.369**	**14,0**	**456.578**	**23,2**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

La inflació anual dels preus de consum puja 4 dècimes al juny i 3 més al juliol fins al 5,3%.

La inflació puja fins a la cota més alta des del 1992

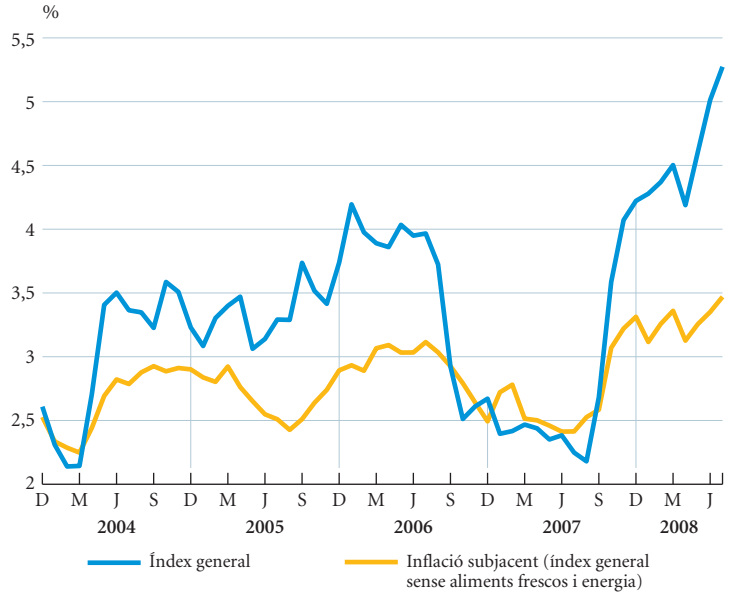
No hi ha hagut treva al front inflacionista al començament de l'estiu. La tendència alcista de la inflació dels preus de consum iniciada cap a la meitat de l'any passat amb l'escalada dels preus del petroli i d'altres primeres matèries s'ha revifat en els últims mesos fins a un nou màxim històric en la segona setmana de juliol. Així, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va augmentar 4 dècimes al juny i 3 més al juliol fins a col·locar-se en el 5,3%, la taxa més alta des del desembre de 1992.

Els productes energètics van ser els principals impulsors del repunt de l'IPC en els primers mesos d'estiu, en passar d'una variació anual del 16,5% al maig al 21,4% al juliol. Destaca la pujada dels carburants i lubricants, amb un ascens anual del 25,9% al juliol. També cal esmentar una nova alça de l'electricitat al juliol, que es va afegir a la del gener, amb un increment interanual del 10,2%.

Els aliments frescos, un altre element volàtil de l'IPC, també van contribuir de manera apreciable a les tensions inflacionistes en pujar la seva taxa interanual un punt al juny fins al 5,1%, en part per la vaga del transport de la primera meitat del mes, que va afectar el proveïment. Al juliol, es va revertir l'ascens, però només de manera parcial, fins al 4,4%.

CARBURANTS I ALIMENTS DISPAREN LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2007			2008		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual
Gener	–0,7	–0,7	2,4	–0,6	–0,6	4,3
Febrer	0,1	–0,6	2,4	0,2	–0,5	4,4
Març	0,8	0,1	2,5	0,9	0,4	4,5
Abril	1,4	1,5	2,4	1,1	1,5	4,2
Maig	0,3	1,8	2,3	0,7	2,2	4,6
Juny	0,2	2,0	2,4	0,6	2,8	5,0
Juliol	–0,7	1,3	2,2	–0,5	2,3	5,3
Agost	0,1	1,4	2,2			
Setembre	0,3	1,7	2,7			
Octubre	1,3	3,0	3,6			
Novembre	0,7	3,8	4,1			
Desembre	0,4	4,2	4,2			

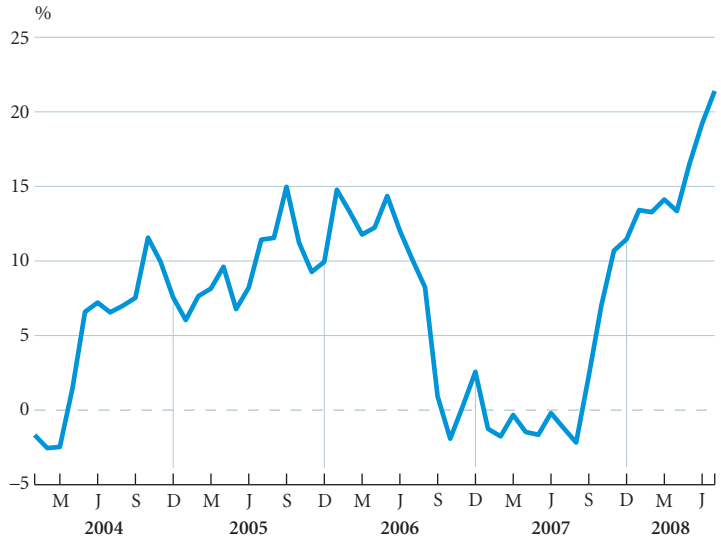
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

De tota manera, tot i que la major part de l'increment de l'IPC és atribuïble als components més erràtics, el nucli més estable, l'anomenada inflació subjacent, va experimentar també pressions alcistes en els dos últims mesos en augmentar en dues dècimes fins al 3,5%, la taxa més alta des del desembre del 2002. Cal destacar que la inflació subjacent ha augmentat 1,1 punts en els dotze últims mesos en trans-

La inflació subjacent assoleix el màxim des del 2002.

FORT REPUNT DELS PRODUCTES ENERGÈTICS FINS AL JULIOL

Variació interanual dels preus dels productes energètics



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Juliol

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,2	0,3	0,1	1,5	1,9	2,6	7,0
Begudes alcohòliques i tabac	111,4	0,1	0,0	5,7	3,6	6,1	4,0
Vestit i calçat	94,9	–11,1	–11,3	–11,7	–12,3	1,0	0,4
Habitatge	112,6	0,3	1,7	3,3	6,9	3,1	8,4
Parament	105,1	–0,6	–0,6	1,2	1,2	2,7	2,5
Medicina	98,5	0,2	0,3	–2,5	0,0	–2,2	0,5
Transport	113,9	0,2	0,7	4,7	8,1	0,6	10,6
Comunicacions	100,2	–0,2	0,0	1,3	0,3	0,7	–0,2
Oci i cultura	100,1	0,8	1,1	–0,2	0,7	–1,0	0,1
Ensenyament	107,6	0,1	0,1	0,6	0,4	4,6	3,9
Hotels, cafès i restaurants	111,1	0,9	1,0	4,7	4,6	5,0	4,8
Altres	106,9	–0,1	–0,1	2,4	2,9	3,1	3,5
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	110,7	0,1	0,2	2,3	2,7	2,2	7,8
Aliments sense elaboració	109,4	0,5	–0,1	1,4	0,9	4,7	4,4
Conjunt no alimentari	107,0	–1,0	–0,6	1,0	2,3	2,0	4,8
Béns industrials	105,3	–2,7	–2,0	–1,2	1,2	0,2	5,6
Productes energètics	*124,9*	*0,5*	*2,3*	*6,6*	*16,1*	*–1,2*	*21,4*
Carburants i combustibles	*128,5*	*0,6*	*1,1*	*7,9*	*18,0*	*–2,5*	*25,1*
Béns industrials sense productes energètics	*98,9*	*–3,8*	*–3,6*	*–3,7*	*–3,7*	*0,6*	*0,3*
Serveis	108,7	0,6	0,7	3,3	3,5	3,8	4,0
Inflació subjacent (**)	105,6	–1,0	–0,9	0,6	0,8	2,4	3,5
ÍNDEX GENERAL	**107,8**	**–0,7**	**–0,5**	**1,3**	**2,3**	**2,2**	**5,3**

NOTES: (*) Base 2006 = 100.
(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Persisteixen les pressions inflacionistes dels serveis, més arrecerats de la competència exterior.

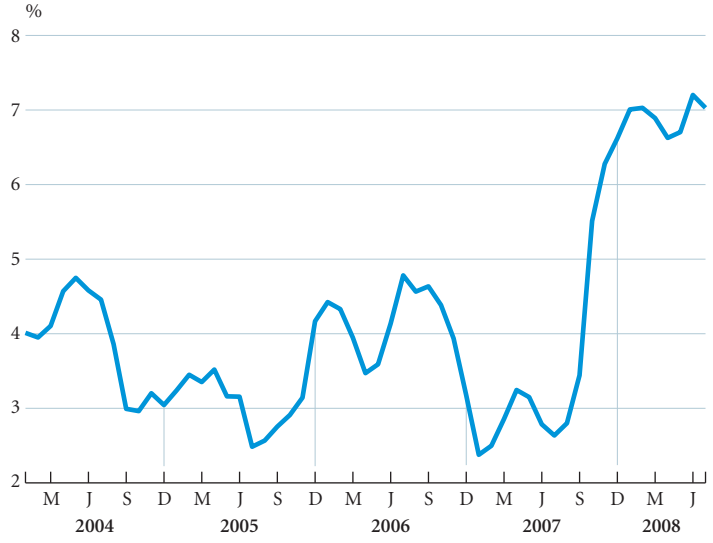
metre's l'encariment de les primeres matèries. Així i tot, el diferencial amb la inflació general es va ampliar fins a 1,8 punts, el nivell màxim des del 1981.

Pel que fa a la inflació subjacent, persisteixen les pressions inflacionistes dels serveis, arrecerats fins a un cert punt de la competència exterior. Així, la inflació anual dels serveis es va enfilar fins al 4,0% al juliol, 2 dècimes més que al maig. Destaca la pujada anual del 21,2% del transport aeri. Els hotels i altres allotjaments presentaven una pujada menor, del 5,5%, però per damunt de la mitjana.

Dels altres grans blocs de la inflació subjacent, cal apuntar que els aliments elaborats també van contribuir a l'augment de l'IPC en passar la seva taxa de variació anual del 7,5% del maig al 7,8% del juliol. D'altra banda, la taxa anual dels béns industrials no energètics va repuntar 2 dècimes al juliol i va passar al 0,3%. Això va

ELS ALIMENTS ANOTEN EL MÀXIM DELS ÚLTIMS ANYS AL JUNY

Variació interanual dels preus dels aliments i de les begudes no alcohòliques



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

succeir tot i que les rebaixes d'estiu de vestit i calçat han estat més intenses enguany que l'any anterior. La relativa contenció dels béns industrials no energètics va ser afavorida per l'enfortiment de l'euro i per una dura competència als mercats internacionals.

La taxa d'inflació interanual en termes harmonitzats amb la Unió Europea al juliol es va situar en el mateix nivell que el de l'IPC general al juliol, en el 5,3%. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro va augmentar fins a 1,3 punts percentuals, la cota més alta dels dos últims anys.

No obstant això, les perspectives inflacionistes presenten indicis de millora, gràcies, sobretot, a la recent i sobtada caiguda del preu de l'or negre i d'altres primeres matèries, que s'afegiria a la desacceleració del consum. D'aquesta manera, la taxa d'inflació anual podria haver assolit un sostre al juliol i començar a moderar-se a partir de l'agost fins a col·locar-se prop del 4% al final de l'exercici.

Els preus a l'engròs assoleixen un clímax

L'encariment del petroli i d'altres primeres matèries va provocar fortes tensions inflacionistes en els béns industrials i d'importació en els primers mesos de l'estiu. No obstant això, la recent moderació dels preus de les primeres matèries als mercats internacionals indica que, probablement, disminuiran les pressions inflacionistes als mercats a l'engròs a partir de l'agost.

La inflació dels preus industrials va assolir el màxim des de l'octubre de 1984 en col·locar-se en el 10,2% al juliol. El fort repunt dels preus industrials va ser degut, sobretot, al component energètic, la taxa d'inflació anual del qual es va enfilar fins al 30,3%. Els béns intermedis també van pujar de manera considerable, amb una alça anual del 7,3%. En canvi, els de consum van reduir la variació anual fins al 5,2%, el nivell mínim des del desembre, arran de la desacceleració del consum. La inflació dels béns d'equipament, en canvi,

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro marca la cota més alta dels dos últims anys, 1,3 punts percentuals.

La taxa d'inflació anual probablement va assolir un sostre al juliol.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2007											
Juny	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	–1,4	1,3	0,9	–0,1	6,1	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	0,9	–0,2	4,3	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,4	0,2	3,9	3,0
Setembre	12,1	3,4	3,1	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,1	–
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,6	0,0	2,0	–
Novembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,7	0,0	0,7	3,0
Desembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	–0,1	0,7	–
2008											
Gener	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	–
Febrer	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2
Març	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,7	0,7	–0,2	2,1	–
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	–0,2	2,5	–
Maig	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,2	0,9	–0,1	3,2	3,4
Juny	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,4	1,4	–0,3	3,7	–
Juliol	...	10,2	5,2	2,3	7,3	30,3	...	...	...	...	–

NOTA: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

La taxa d'inflació dels preus industrials registra el nivell màxim des del 1984.

es va incrementar lleugerament en algunes dècimes, però es mantenia continguda en el 2,3% gràcies a la forta competència internacional.

Els preus d'importació també van experimentar elevats ascensos al juny, a causa, sobretot, de l'energia, que va augmentar el 55,0% en els dotze últims mesos. En canvi, la inflació dels béns d'equipament i de consum es mantenia en nivells molt reduïts, amb un descens del 0,3% i un augment de l'1,4%, respectivament, gràcies a l'apreciació de l'euro.

Descens del preu a l'engròs de la llet en la primera meitat de l'any, però rebota el preu del bestiar d'abastament.

D'altra banda, els preus percebuts pels agricultors s'han moderat una mica després d'experimentar fortes tensions. Així, al juny, mostraven un augment interanual del 8,6%, enfront del 15,2% del maig. El principal alentiment va provenir dels productes agrícoles, tot i que també els ramaders, amb un marcat descens de la llet, hi van contribuir. En canvi, els preus del bestiar d'abastament van rebotar, després d'haver caigut per sota del nivell d'un any abans.

El petroli importa?

Cap al final del 2007, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic publicava el seu tradicional informe de perspectives econòmiques. L'organisme internacional preveia que el 2008 el preu del barril de petroli de qualitat *Brent* se situaria en uns 90 dòlars. Aquesta predicció no diferia gaire del que la majoria d'analistes esperaven. Amb prou feines mig any després, l'or negre s'enfilava fins als 145 dòlars. És a dir, gairebé s'havia doblat en un any. Tot i que la correcció posterior ha estat important, ja que ha situat les cotitzacions en la zona dels 115 dòlars, en la mitjana des de l'inici de l'any, els preus han augmentat el 70% en relació amb un any abans. Per tant, l'episodi ha estat de tal intensitat que cal conjecturar que els seus efectes macroeconòmics –inflació, creixement, ocupació– seran importants.

AUGE I CAIGUDA DEL PREU DEL PETROLI: SEGUIM AMB L'OR NEGRE MOLT CAR

Preu del barril de petroli *Brent*

FONT: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Quins són els canals a través dels quals es transmet un xoc del petroli en l'economia? L'impacte principal es materialitza mitjançant la transferència de renda dels països importadors cap als països productors. Si cal pagar més pels carburants, queda menys renda per a altres despeses, de manera que tant el consum com la inversió són menors que en absència del xoc petrolier. Aquests ajustaments, al seu torn, generaran efectes negatius indirectes sobre l'ocupació. Tot plegat implicarà una reducció del creixement del producte interior brut (PIB). En contrapartida, aquesta pèrdua de renda pot ser compensada en part si els guanys de renda dels productors de petroli s'utilitzen en compres de manufactures als països dependents del petroli importat.

Un altre efecte immediat serà un increment dels índexs de preus de l'economia, tant de consum com de producció, ja que, en aquests índexs, el component energètic és important. Mitjançant els mecanismes de formació de preus i les rigideses de l'economia, l'augment dels carburants pot repercutir sobre els preus de la resta de béns o

serveis o generar més demandes d'augments salarials. En aquest cas, ens trobem amb els anomenats efectes de segona ronda, que comporten un augment de la inflació. Una inflació més alta significa un desequilibri econòmic que tard o d'hora s'acaba pagant en menys activitat i en pèrdues de renda. Si les autoritats monetàries consideren que es tracta d'un efecte inflacionista de caràcter permanent, la resposta és un augment del tipus d'interès de l'economia, de manera que, de nou, cal preveure un impacte negatiu sobre el consum i la inversió (la qual cosa, al seu torn, generarà un nou peatge en termes d'ocupació).

Per tal de passar d'aquests canals teòrics a l'estimació de l'efecte quantificat sobre les economies de referència, un instrument disponible són les estimacions publicades pel Fons Monetari Internacional (FMI) en diferents moments. D'acord amb els seus càlculs, un augment del 20% en el preu del petroli provocaria un menor creixement de tres dècimes percentuals als Estats Units i de dues dècimes percentuals a la zona de l'euro en el primer any i una reducció de quatre dècimes percentuals en el creixement de cadascun dels dos exercicis següents, tant als Estats Units com a la zona de l'euro. Pel que fa a l'impacte inflacionista, als Estats Units, l'alça del petroli provocaria un augment en els preus de vuit dècimes percentuals en el primer any, per després moderar-se en els següents exercicis. A la zona de l'euro, l'impacte seria lleugerament menor en el primer any, però després persistiria més en el temps.

I si el xoc fos del 70%, com el que estem experimentant el 2008? Partint de les estimacions anteriors, i suposant que l'efecte sigui proporcional, l'economia nord-americana patiria el 2008 una reducció del creixement de l'ordre d'un punt percentual, i la de la zona de l'euro, d'unes set dècimes percentuals. Pel que fa a la inflació, seria superior en més de 2,8 punts percentuals als Estats Units i en uns 2,5 punts percentuals a la zona de l'euro. Tot i que les xifres es poden rebaixar una mica, considerant que l'efecte dels increments del petroli no és proporcional, queda clar que el 2008 estem patint un xoc important. Aquestes xifres impliquen, per exemple, que, en absència de l'episodi alcista del petroli el 2008, el creixement de la zona de l'euro, en lloc de moure's en la franja de l'1,5% interanual, superaria el 2%, és a dir, s'aproparia al potencial de creixement. Per la seva banda, la inflació s'allunyaria de les actuals xifres del 4% i se situaria dins de l'objectiu del 2% del Banc Central Europeu. Quin alleujament per al Sr. Trichet!

Tot i que aquestes xifres tenen la virtut d'incorporar tant els efectes directes com els indirectes de la pujada del petroli i un marc analític explícit, no deixen de ser exercicis subjectes a certes simplificacions inherents als models econòmics. Altres càlculs més simples, de pura aritmètica a partir de les dades disponibles, també ajuden a evidenciar la magnitud del xoc. Així, en el cas de l'economia espanyola, de l'augment interanual del 5,3% de l'Índex de Preus de Consum (IPC) del juliol, l'aportació del component energètic ha estat de 2,1 punts percentuals. És a dir, un component que representa menys del 10% de la cistella de la compra ha aportat gairebé el 40% de la variació interanual.

En el cas de l'increment de la factura de les importacions energètiques, al maig del 2008, les importacions energètiques netes d'Espanya superaven els 40.980 milions d'euros (acumulat de dotze mesos), de manera que la factura va augmentar el 26%, quan, en volum, les compres van créixer només el 12%.

Considerades en conjunt, les xifres anteriors suggereixen que ens enfrontem a un xoc petrolier rellevant. No obstant això, des d'una perspectiva històrica, no es tracta d'una crisi comparable a les dels anys setanta i començament dels vuitanta. El petroli ha experimentat un seguit de pujades encadenades des del 2000 que les economies dependents han superat fins ara sense gaires dificultats. De fet, l'actual fase alcista iniciada el 2000 ha coin-

cidit amb el cicle expansiu més intens i prolongat de l'economia mundial en trenta anys, en un context d'inflació baixa i atur en mínims.

La capacitat d'absorció dels impactes petroliers és cada cop més gran, la dependència dels hidrocarburs afluixa i es desenvolupen alternatives. Llavors ens hem de preguntar si el petroli encara és clau per a les economies occidentals. La resposta és que, a curt termini, sí, en especial si, com ha succeït el 2007-2008, la pujada és intensa, però, a mitjà-llarg termini, cal conjecturar que importa, certament, però cada cop menys.

Sector exterior

El deteriorament comercial continua a causa de l'energia

El dèficit comercial creix l'11,4% pel deteriorament de la balança energètica.

En el primer semestre del 2008, el dèficit comercial va ser de 51.502 milions d'euros, un increment de l'11,4% interanual que continua la tendència de deteriorament dels últims mesos, tot i que de forma una mica més moderada. Pel que fa a la taxa de cobertura, es va situar en el 65,4%, lleugerament per sota del 66,5% del mateix període de l'any anterior.

L'augment del desequilibri comercial va ser degut a la balança comercial energètica, mentre que, en la resta de components, la tendència era d'estabilització, en especial en béns de capital i de consum. Així, en l'acumulat fins al juny, el dèficit energètic va ser de 24.326 milions d'euros i va arribar al 47,2% del total del dèficit comercial. En relació amb el mateix període de l'any anterior, el dèficit comercial es va incrementar en 5.286 milions d'euros, però, mentre que el dèficit

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juny 2008

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	29.794	55,3	20,0	5.467	67,6	5,6	–24.326	18,4
Béns de consum	35.679	–5,0	23,9	35.076	4,5	36,0	–603	98,3
Alimentaris	*7.685*	*4,2*	*5,2*	*11.593*	*6,5*	*11,9*	*3.909*	*150,9*
No alimentaris	*27.995*	*–7,8*	*18,8*	*23.483*	*–0,1*	*24,1*	*–4.512*	*83,9*
Béns de capital	12.866	–13,0	8,6	8.330	–1,7	8,5	–4.536	64,7
Béns intermedis no energètics	70.644	6,5	47,4	48.607	4,9	49,9	–22.037	68,8
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	82.793	0,3	55,6	69.202	5,7	71,0	–13.591	83,6
Zona de l'euro	*69.261*	*–0,1*	*46,5*	*55.321*	*4,9*	*56,8*	*–13.940*	*79,9*
Altres països	66.190	19,6	44,4	28.279	7,9	29,0	–37.911	42,7
Rússia	*4.685*	*14,1*	*3,1*	*1.375*	*51,9*	*1,4*	*–3.309*	*29,4*
Estats Units	*5.865*	*24,2*	*3,9*	*3.690*	*–3,8*	*3,8*	*–2.176*	*62,9*
Japó	*2.982*	*–5,4*	*2,0*	*658*	*–4,8*	*0,7*	*–2.324*	*22,1*
Amèrica Llatina	*7.689*	*11,5*	*5,2*	*4.464*	*–16,5*	*4,6*	*–3.225*	*58,1*
OPEP	*14.759*	*43,6*	*9,9*	*3.058*	*22,5*	*3,1*	*–11.701*	*20,7*
Resta	*30.210*	*15,4*	*20,3*	*15.034*	*16,2*	*15,4*	*–15.177*	*49,8*
TOTAL	**148.983**	**8,1**	**100,0**	**97.480**	**6,4**	**100,0**	**–51.502**	**65,4**

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

comercial energètic augmentava en 8.402 milions, el dèficit no energètic disminuïa en 3.116 milions. Simultàniament, el dèficit de béns de consum i el de béns de capital van continuar perdent pes en el total.

En termes de fluxos comercials, cal destacar que, en la primera meitat de l'any, les exportacions van créixer el 6,4% interanual, mentre que les importacions es van incrementar el 8,1%. Un cop exclòs el sector energètic, la situació s'inverteix, ja que l'avanç exportador va ser del 4,1% interanual, mentre que el creixement de les importacions va quedar en un magre 0,4%. En el mateix període, en termes reals, descomptant els increments de preus, les exportacions de mercaderies van augmentar el 4,4% interanual, mentre que les importacions es van incrementar el 4,2%. Per sectors, els grups de productes més dinàmics en l'exportació van ser els béns energètics, els aliments i les semimanufactures no químiques, mentre que la resta de productes reculaven. Pel que fa a les importacions, els productes energètics van continuar a l'alça.

Finalment, la descomposició del comerç per àrees geogràfiques accentua les tendències recents. Al juny, la Unió Europea (UE) va continuar essent el soci comercial de referència de l'economia espanyola, ja que va ser la destinació del 70,0% de les exportacions i l'origen del 53,4% de les compres a l'exterior. No obstant això, també destaquen dos fets. En primer lloc, el creixement del 14,7% interanual de les importacions d'Àsia, que, a causa del constant increment del comerç bilateral amb la Xina, representa ja la cinquena part del total de les importacions espanyoles. En segon lloc, les importacions procedents de l'Amèrica del Nord van augmentar un notable 20,2%, a causa de la feblesa del dòlar.

Balança de pagaments: cauen les entrades d'inversió de cartera

Disminueix el dèficit no energètic, però no compensa l'encariment del petroli.

La balança per compte corrent va registrar al maig un dèficit de 9.024 milions d'euros, l'11,0% per damunt del nivell del mateix període de l'any anterior. L'ampliació del desequilibri corrent va ser deguda, gairebé en la seva totalitat, al major dèficit de la balança de rendes. El lleuger increment dels dèficits del compte comercial i del de transferències corrents va ser compensat per la millora del superàvit de serveis.

En un context temporal més ampli, l'evolució de la suma acumulada de dotze mesos mostra una certa moderació de les últimes tendències. El dèficit corrent desaccelera una mica el deteriorament i, en els dotze mesos que acaben al maig, va créixer el 18,0% interanual, taxa inferior a la dels mesos anteriors, a causa d'un augment menys explosiu del saldo negatiu de la balança de rendes. Així, en els dotze últims mesos, el dèficit de la balança de rendes ha passat de 26.072 a 32.344 milions d'euros, un augment de 6.272 milions que se situa el 35% per sota dels increments de la segona meitat del 2007.

Pugen les importacions provinents de la Xina i dels Estats Units.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, la nota destacada és que s'intensifica la disminució del saldo d'inversió en cartera. Així, les entrades per inversió de cartera dels dotze últims mesos fins al maig van ser de 10.931 milions d'euros, mentre que, en el mateix període de l'any anterior, havien estat de 181.424 milions. Aquesta disminució és compensada per una reculada neta dels actius del Banc d'Espanya de 76.169 milions d'euros i, en especial, per l'augment de 80.823 milions d'euros del compte corresponent a altres inversions, que, fonamentalment, són préstecs, dipòsits i altres operacions de caràcter financer.

Es frena el deteriorament de la balança corrent.

Les entrades netes d'inversió en cartera es redueixen i són compensades per les entrades d'altres inversions.

És aquest tercer component el que adquireix més importància i el que reflecteix el canvi en la cobertura de les necessitats de liquiditat de l'economia espanyola. Per la seva banda, la inversió directa dels dotze últims mesos ha reduït el saldo net de sortides, en relació amb el mateix període de l'any anterior, en 27.439 milions d'euros, principalment per un augment dels fluxos d'entrada, que es van doblar.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Maig 2008

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–38.855	14,6	–94.741	–10.547	12,5
Serveis					
Turisme	*9.078*	*3,4*	*28.107*	*697*	*2,5*
Altres serveis	*–1.947*	*–29,2*	*–4.856*	*637*	*–11,6*
Total	7.131	18,2	23.251	1.334	6,1
Rendes	–12.498	7,2	–32.344	–6.272	24,1
Transferències	–5.923	41,3	–8.465	–1.674	24,6
Total	**–50.144**	**14,6**	**–112.300**	**–17.159**	**18,0**
Compte de capital					
Balança financera	**3.424**	**111,2**	**6.319**	**260**	**4,3**
Inversions directes	5.336	–	–19.386	27.439	–58,6
Inversions de cartera	–11.683	–	10.931	–170.493	–94,0
Altres inversions	37.722	–	65.553	80.823	–
Total	**31.375**	**–45,5**	**57.098**	**–62.231**	**–52,2**
Errors i omissions	3.091	36,1	4.564	2.962	184,8
Variació d'actius del Banc d'Espanya	12.253	–	44.318	76.169	–

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.

Sector públic

Els comptes de l'Estat registren un dèficit en el primer semestre

La forta desacceleració econòmica es reflecteix cruament en els comptes de l'Estat. En la primera meitat de l'exercici, els ingressos derivats de les operacions no financeres de l'Estat en termes de caixa, és a dir, tenint en compte els fluxos monetaris produïts, van pujar a 92.650 milions d'euros abans de les cessions a les administracions autonòmiques i locals segons el sistema de finançament vigent, la qual cosa representa un descens interanual del 0,9%, enfront d'un increment de l'11,9% en el mateix període del 2007.

En els primers sis mesos de l'any, els ingressos tributaris de l'Estat van baixar l'1,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquesta caiguda va ser deguda als impostos indirectes, ja que els directes van registrar un augment interanual del 7,5%.

La forta desacceleració econòmica es tradueix en menys ingressos de l'Estat.

La principal partida tributària, els ingressos per l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), va augmentar el 14,9%. Aquesta evolució va ser deguda, sobretot, als forts increments de les retencions del capital i del treball i a la davallada de les devolucions realitzades. Aquesta expansió es va produir tot i l'impacte negatiu de la nova deducció anticipada per naixement i per adopció de fills per un total de 518 milions d'euros, que no existia en la primera meitat del 2007. Per la seva banda, l'impost de societats va baixar el

L'augment dels ingressos de l'IRPF compensa el descens de l'impost de societats.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Juny 2008

	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	**5.701**	**58,2**	**65.624**	**–5,1**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	3.778	91,4	36.220	14,9
Impost de societats	616	17,3	7.368	–17,6
IVA	2.712	50,6	29.011	–14,2
Impostos especials	1.632	–3,9	9.609	1,3
Resta	1.467	–12,2	10.442	6,6
Total	**10.205**	**33,1**	**92.650**	**–0,9**
Pagaments no financers	**10.952**	**2,8**	**67.689**	**4,2**
Saldo de caixa	**–5.251**	**–25,5**	**–2.065**	**–**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***–7.405***	***–11,6***	***–4.683***	**–**

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.

Caiguda de la recaptació per l'IVA, a causa de l'alentiment del consum i del col·lapse del mercat residencial.

17,6%, a causa de l'alentiment dels beneficis empresarials, de diversos canvis normatius (com la segona part de la rebaixa del tipus de gravamen de l'impost) i de diferents mesures d'impuls a l'activitat econòmica de l'abril d'enguany.

El decrement de la recaptació dels impostos indirectes, del 10,4%, va ser degut, sobretot, a l'impost sobre el valor afegit (IVA), que va caure el 14,2%. Aquest descens evidencia la desacceleració del consum i el col·lapse del mercat residencial. A més a més, el comportament de l'IVA també és degut a l'agilitació de les devolucions i al nou règim de consolidació fiscal per a grups d'entitats. Sense aquest últim efecte, el descens dels ingressos bruts per IVA es limita al 3,2%.

La recaptació per impostos especials sobre hidrocarburs i begudes alcohòliques cau.

Els impostos especials van pujar l'1,3%. La partida més important, la d'hidrocarburs, que representa més de la meitat de la rúbrica, va patir una davallada del 2,5% arran de la caiguda de la demanda per l'escalada dels preus de carburants i combustibles. També van experimentar descensos els impostos sobre les begudes alcohòliques. En canvi, la recaptació pels impostos sobre el tabac i l'electricitat va augmentar de manera notable.

La resta dels ingressos de l'Estat va pujar el 6,6%. Els beneficis ingressats pel Banc d'Espanya van créixer de manera sensible. En canvi, les transferències de capital provinents dels fons comunitaris van disminuir de forma considerable.

Pel que fa als pagaments no financers de l'Estat, van sumar 67.689 milions d'euros en el primer semestre, el 4,2% més que en l'any precedent. D'aquesta xifra, els corresponents a operacions corrents van augmentar el 6,1%, mentre que els corresponents a les de capital van disminuir el 8,9%.

El dèficit del juny és degut, en part, a factors estacionals...

Les despeses de personal van augmentar el 7,5%. Els pagaments corrents per béns i serveis es van reduir el 2,6%. Per la seva banda, les despeses financeres van augmentar el 15,3%, a causa del calendari de venciments del deute.

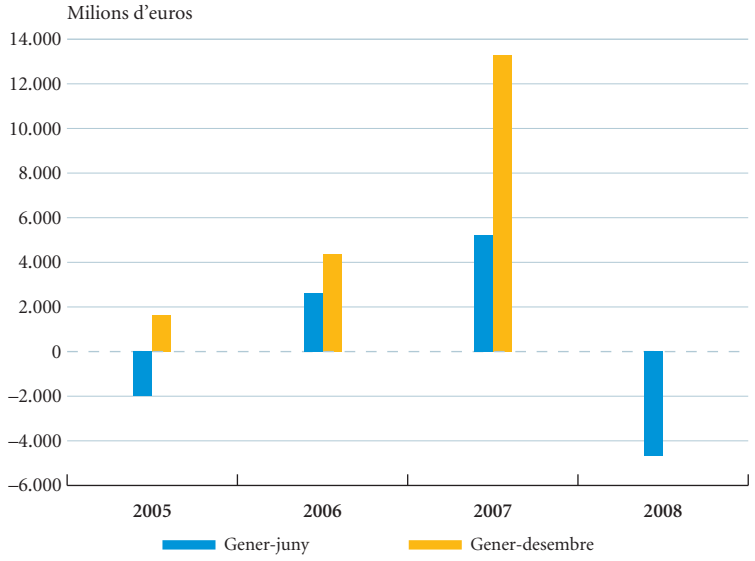
Arran del descens dels ingressos i de l'augment de les despeses acumulades fins al juny, el saldo no financer de l'Estat en termes de caixa va registrar números vermells per un total de 2.065 milions d'euros, enfront d'un superàvit de 4.168 milions en el mateix període del 2007. Un dèficit en la primera meitat de l'any que no es registrava des del 2005. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats en lloc dels pagaments efectivament realitzats, la necessitat de finançament va ser de 4.683 milions d'euros, enfront d'una capacitat de finançament de 5.218 milions en el primer semestre de l'any anterior. El dèficit anotat representa el 0,42% del producte interior brut (PIB), mentre que, en el mateix període del 2007, el superàvit va equivaler al 0,50%.

L'aparició d'un dèficit en els comptes de l'Estat al juny és deguda a un sobtat deteriorament de les finances públiques? Doncs no. La raó cal buscar-la, més aviat, en factors estacionals que fan que, al juny, les despeses siguin normalment superiors als ingressos. Així, de fet, en termes de comptabilitat nacional, la necessitat de finançament en el mes de juny va disminuir l'11,6% en relació amb el mateix mes del 2007, en augmentar el 60,7% els recursos enfront de l'increment del 12,2% dels usos. A més, el dèficit acumulat en la primera meitat del 2005 va anar seguit d'un superàvit per al conjunt d'aquest exercici.

No obstant això, les perspectives no són esperançadores. La tendència a la disminució del superàvit públic a causa del progressiu deteriorament de la conjuntura econòmica continuarà, sobretot amb l'efecte de les mesures anticícliques d'està-

DETERIORAMENT DELS COMPTES DE L'ESTAT

Necessitat (–) o capacitat (+) de finançament de l'Estat



FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

mul econòmic per via fiscal adoptades pel Govern, com la nova deducció en l'IRPF fins a un valor de 400 euros.

Així, per al 2009, la revisió de l'escenari macroeconòmic publicada pel Govern el passat 24 de juliol preveu un dèficit públic del 0,34% del PIB. Aquesta xifra deriva d'una previsió d'augment de les despeses no financeres (excloses les d'atur) del 3,5%, en línia amb la nova projecció oficial de creixement del PIB nominal i unes despeses per atur de 1.500 milions d'euros. Les orientacions de la política pressupostària per al 2009 es resumeixen en austeritat, solidaritat –es garanteixen les despeses de naturalesa social, en particular la prestació per atur i la dependència– i millora de la productivitat per contribuir a revifar el creixement econòmic. Per bé que aquestes directrius semblen lloables, és possible que la previsió de dèficit públic es quedi curta, atès el deteriorament de la situació econòmica, la qual cosa comportaria un afebliment dels ingressos i un augment més intens de les despeses generades per l'atur.

...però les perspectives no són esperançadores.

Estalvi i finançament

La forta desacceleració econòmica i la caiguda de la confiança dels agents econòmics afebleixen la demanda de crèdit.

El finançament al sector privat creix el 10% anual al juny, menys de la meitat que un any abans.

Desacceleració sostinguda del finançament al sector privat

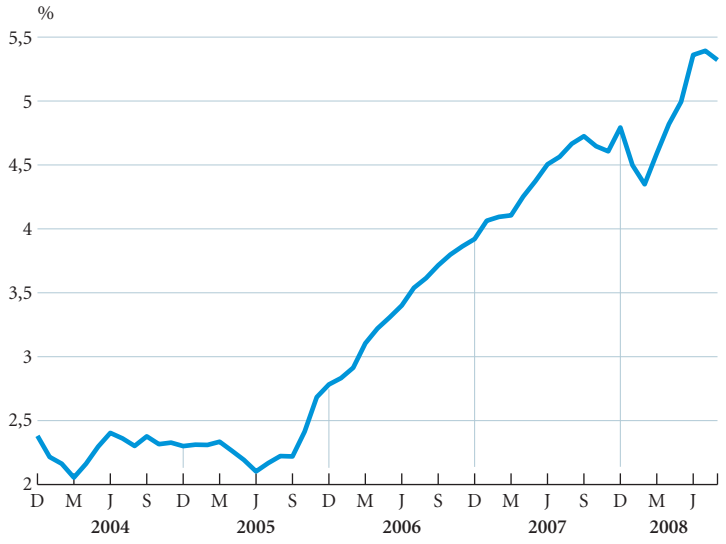
L'euríbor a dotze mesos, àmpliament utilitzat com a tipus d'interès de referència contractual, va marcar un màxim històric de mitjana mensual al juliol del 5,39%, després de la pujada del tipus oficial del Banc Central Europeu fins al 4,25% al començament del mes. No obstant això, en les primeres setmanes d'agost, l'euríbor a un any s'ha situat lleugerament per sota del nivell mitjà del juliol en esvair-se les expectatives de nous augments del tipus d'interès de referència del Banc Central Europeu, però persisteixen les tensions als mercats interbancaris després d'un any de l'esclat de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units.

En aquest context, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits a les empreses i a les famílies va tendir a repuntar en el segon trimestre fins al 6,17% al juny, la taxa més alta dels últims anys. No obstant això, en termes reals, és a dir, descomptant la inflació, que se situava en el 5,0% en el mateix mes, els tipus d'interès crediticis eren relativament baixos.

Això no va ser un obstacle perquè la demanda de crèdit es continués afeblint, a causa de la forta desacceleració econòmica i de la caiguda de la confiança dels agents econòmics. Pel costat de l'oferta, les condicions de finançament són menys laxes que abans. Així, el finançament al sector privat es va continuar alentint en el segon trimestre fins a presentar una

L'EURÍBOR FLEXIONA LLEUGERAMENT DESPRÉS D'ANOTAR UN RÈCORD AL JULIOL

Euríbor a 12 mesos



NOTA: Dia 22 d'agost.
FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Juny 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	81.162	–9.680	–10,7	–6.297	–7,2	4,4
Deutors amb garantia real (*)	1.101.347	32.975	3,1	93.438	9,3	59,9
Altres deutors a termini	522.363	24.480	4,9	61.469	13,3	28,4
Deutors a la vista	54.655	14.083	34,7	15.218	38,6	3,0
Arrendaments financers	47.428	1.135	2,5	3.327	7,5	2,6
Crèdits dubtosos	31.220	14.969	92,1	18.669	148,7	1,7
TOTAL	**1.838.175**	**77.963**	**4,4**	**185.824**	**11,2**	**100,0**

NOTA: (*) La major part correspon a garantia hipotecària.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

taxa de variació anual del 10,1% al juny, menys de la meitat que un any abans i molt a la vora de la taxa d'expansió del crèdit a la zona de l'euro, quan fa dotze mesos era gairebé el doble. Atès l'afebliment de l'activitat econòmica, és probable que, en els propers mesos, continuï la tendència a l'alentiment del crèdit al sector privat.

Tant el finançament a les empreses com a les llars ha afeblit amb fermesa el ritme de creixement en l'últim any, per bé que la taxa de variació anual de les societats no financeres, de l'11,2%, se situava per damunt de la de les famílies, del 8,5%. Pel que fa al finançament empresarial, el crèdit comercial destinat a finançar el capital circulant va caure el 7,2% en els dotze últims mesos fins al juny, el descens més intens des del febrer del 1994, signe d'un baix to de l'activitat. Lògicament, la inversió també se n'ha ressentit, com ho palesa la desacceleració dels arrendaments financers, que mostraven un augment anual del 7,5% al juny, 6 punts percentuals menys que al desembre.

Pel que fa al crèdit a les famílies, al juny, per primer cop des del 2003, la taxa de variació anual dels préstecs per a l'habitatge, del 8,2%, es va col·locar per sota de la de la resta, del 8,5%. Els elevats preus de les cases, que representen un gran esforç per accedir-ne a la propietat, el ràpid deteriorament del mercat laboral, amb un fort repunt de l'atur, i les expectatives de descensos dels preus dels habitatges han desanimat la demanda de finançament hipotecari. Així, al maig, d'acord amb les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, el nombre d'hipoteques constituïdes sobre habitatges va caure el 36,2% en relació amb un any abans, i l'import mitjà era el 6,6% inferior al del mateix mes de l'any anterior.

El crèdit comercial registra la caiguda anual més intensa des del 1994.

La demanda de finançament hipotecari per part de les famílies es desinfla.

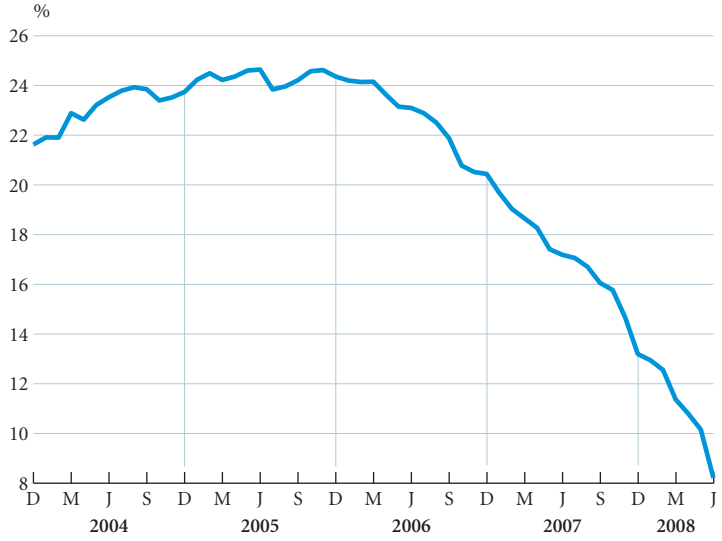
L'alentiment del crèdit al sector privat ha afectat tant els bancs com les caixes d'estalvis. No obstant això, en els dotze últims mesos, el crèdit de la banca a les empreses i famílies ha experimentat un creixement una mica més intens que el de les caixes, l'11,2% enfront del 10,8%. D'aquesta manera, les caixes han cedit una mica de quota de mercat, tot i que segueixen liderant aquest segment.

Una altra conseqüència de la desacceleració econòmica ha estat el repunt de la morositat, que havia assolit un mínim històric. Al final del primer semestre, la ràtio

Puja la morositat, però el nivell encara és moderat.

S'INTENSIFICA LA DESACCELERACIÓ DELS PRÉSTECS PER A HABITATGE

Variació interanual del finançament a les famílies per a habitatge



FONT: Banc d'Espanya.

L'expansió dels dipòsits bancaris se situa en línia amb la de la zona de l'euro.

de dubtositat del conjunt de les entitats creditícies se situava en l'1,7%, un nivell encara moderat i inferior a la mitjana europea. A més a més, les institucions financeres espanyoles disposen d'àmplies provisions.

Prossegueix la caiguda del patrimoni dels fons d'inversió

La ràpida degradació de la conjuntura econòmica ha incidit igualment en l'expansió dels dipòsits bancaris. En efecte, la taxa de variació anual dels dipòsits bancaris del sector privat va ser del 9,3% al juny, menys de la meitat que un any abans i en línia amb la de la zona de l'euro.

Els comptes a termini pugen el 45% en els dotze últims mesos, a causa de la pressió de les entitats financeres per captar passiu.

Aquesta desacceleració s'ha produït malgrat la creixent competència entre les entitats financeres per captar dipòsits del sector privat, ateses les dificultats per obtenir finançament als mercats a l'engròs a causa de la crisi financera. Així, els tipus d'interès dels dipòsits a termini dels particulars van arribar al 4,64% al juny, el nivell més elevat dels últims anys, per bé que se situava per sota de la inflació del mes.

Els comptes a termini a 2 anys van ser els més afavorits pels estalviadors amb aversió al risc, ja que el seu saldo va augmentar el 45,0% fins al juny. En canvi, els dipòsits a la vista i d'estalvi van baixar el 4,6%, afectats per les reduïdes remuneracions. Els dipòsits en moneda estrangera també es van col·locar per sota del nivell d'un any abans en un context de tipus d'interès de l'euro relativament elevats.

Per entitats, en els dotze últims mesos, els dipòsits del sector privat de les caixes van augmentar l'11,2%, enfront del 7,6% dels bancs. D'aquesta manera, les caixes d'estalvis van ampliar la seva hegemonia en aquest segment del mercat.

La dura competència dels dipòsits bancaris i les pertorbacions als mercats financers van continuar afectant negativa-

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juny 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	429.211	–8.846	–2,0	–20.904	–4,6	31,1
A termini fins a 2 anys	435.671	82.965	23,5	135.149	45,0	31,6
A termini a més de 2 anys	400.223	–1.751	–0,4	14.250	3,7	29,0
Cessions temporals	71.975	–13.617	–15,9	–11.647	–13,9	5,2
Total	**1.337.079**	**58.750**	**4,6**	**116.847**	**9,6**	**97,0**
Dipòsits en monedes no euro	**41.085**	**–2.759**	**–6,3**	**–97**	**–0,2**	**3,0**
TOTAL	**1.378.164**	**55.991**	**4,2**	**116.750**	**9,3**	**100,0**

NOTA: (*) Inclou els dipòsits amb preavís, segons definició del BCE.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

ment les participacions en els fons d'inversió mobiliària. Així, el patrimoni d'aquests fons al final de juliol es va situar en 195.181 milions d'euros, el 2,7% menys que al final del mes anterior. Aquest descens va ser degut a la continuïtat de la sagnia provocada pels reemborsaments nets de participacions, amb un total en el mes de 5.388 milions d'euros. Les rendibilitats anuals assolides per les diferents categories van oscil·lar entre el 3,0% dels monetaris i el –24,2% de la renda variable euro.

En canvi, l'evolució dels fons d'inversió lliure, els anomenats *hedge funds*, era més favorable. Així, al final del primer semestre, registraven un patrimoni de 1.330 milions d'euros, enfront dels 818 del final de desembre. Cal destacar, però, que els fons d'inversió alternativa es troben en les primeres fases de desenvolupament al mercat espanyol.

La tempesta als mercats financers també va afectar els fons de pensions, el patrimoni dels quals es va col·locar en 82.139 milions d'euros al final de juny, amb un descens, en els dotze últims mesos, de l'1,8%. En el segon trimestre, el volum d'aportacions netes va baixar a 89 milions d'euros. La rendibilitat anual mitjana en els 18 últims anys, apropiada atès el tipus de contingència que cobreix aquest producte financer, ha estat del 5,8%, superior a la taxa d'inflació del període.

Les caixes d'estalvis amplien l'avantatge al segment dels dipòsits d'empreses i famílies.

La baixa rendibilitat relativa dels fons d'inversió no atreu l'estalvi.

Servei d'Estudis de "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:
www.laCaixa.es/estudis
Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic

■ 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

8. Telecomunicacions: som davant d'una nova etapa de fusions? Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

9. L'enigmàtic món dels *hedge funds*: beneficis i riscos Marta Noguer

10. Llum i ombres de la competitivitat exterior d'Espanya Claudia Canals i Enric Fernández

11. Quan costa anar a la feina? El cost en temps i diners Maria Gutiérrez-Domènech

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

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

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

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

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

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

■ ESTUDIS ECONÒMICS

35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez

Consell Assessor

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

Direcció

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL
Setembre 2008

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.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic:
Per a consultes relatives a l'Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Per a subscripcions (altes, baixes...):
publicacionsestudis@lacaixa.es

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2007

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	223.850
Crèdits sobre clients	161.789
Resultat atribuït al Grup	2.488

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	26.342
Oficines	5.480
Terminals d'autoservei	8.011
Targetes	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2008	Milions €
Socials	306
Ciència i medi ambient	83
Culturals	79
Educatives i investigació	32
TOTAL PRESSUPOST	**500**

CICLE DE CONFERÈNCIES - COSMOCAIXA Barcelona
Ciències Socials *vs.* Ciències Experimentals: Diàlegs

Obra Social
Fundació "la Caixa"

COMPLEXITAT *VS.* FUNCIÓ
Ricard V. Solé i Vicente Salas
14 d'octubre de 2008

EFICÀCIA *VS.* RISC
Juan Luis Arsuaga i Anthony J. Venables
25 de novembre de 2008

Directors del cicle:
Jordi Gual, economista, director de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa"
Jorge Wagensberg, físic, director de l'Àrea de Medi Ambient i Ciència de la Fundació "la Caixa"

Coordina: Servei d'Estudis de "la Caixa"
Més informació a: www.laCaixa.es/ObraSocial

Entrada lliure

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.

Disseny i maquetació: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona
D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955
Edició electrònica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona