GENER 2009

Informe Mensual

NÚMERO 320

Recessió, però no depressió: una mirada al 29 i al Japó dels anys noranta Pàg. 11
Les lliçons dels episodis de depressió de les crisis del 29 i del Japó en els anys noranta no han de ser desaprofitades

Els BRIX també pateixen, uns més que els altres Pàg. 18
Brasil, Rússia, Índia i Xina, els emergents més grans, també patiran amb la crisi global

El món està palanquejat, com es despalanquejarà? Pàg. 41
L'any que comença estarà marcat per la disminució del deute del sector privat

L'economia espanyola davant la recessió Pàg. 47
En els 40 últims anys, Espanya ha patit poques recessions i breus

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions						Previsions
Producte interior brut								
Estats Units	2,0	1,4	–0,6	2,3	2,5	2,1	0,7	0,3
Japó	2,4	0,1	–0,2	2,0	1,4	0,6	–0,3	–1,1
Regne Unit	3,0	1,0	–1,2	3,0	2,6	1,7	0,3	–0,1
Zona de l'euro	2,6	1,0	–0,7	2,1	2,1	1,4	0,6	–0,2
Alemanya	*2,6*	*1,3*	*–0,9*	*1,7*	*2,7*	*1,9*	*0,8*	*0,1*
França	*2,1*	*0,8*	*–0,6*	*2,2*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–0,2*
Preus de consum								
Estats Units	2,9	3,9	–0,1	4,0	4,1	4,4	5,3	1,8
Japó	0,1	1,1	0,0	0,5	1,0	1,4	2,2	0,0
Regne Unit	2,3	3,6	1,2	2,1	2,4	3,3	4,9	3,8
Zona de l'euro	2,1	3,3	1,6	2,9	3,4	3,6	3,8	2,5
Alemanya	*2,3*	*2,7*	*1,3*	*3,1*	*2,9*	*2,9*	*3,2*	*1,8*
França	*1,5*	*2,9*	*1,7*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*2,0*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,4	0,5	–1,8	2,9	2,1	1,1	0,1	–1,3
Consum de les AP	4,9	5,0	3,8	4,4	3,6	4,9	5,9	5,5
Formació bruta de capital fix	5,3	–1,6	–8,0	4,5	2,8	–0,2	–3,2	–5,6
Béns d'equipament	*10,0*	*1,1*	*–8,9*	*7,1*	*5,7*	*2,2*	*–0,6*	*–3,0*
Construcció	*3,8*	*–4,3*	*–10,3*	*2,9*	*0,4*	*–2,3*	*–6,4*	*–8,9*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,7	–2,7	3,8	2,8	1,5	0,1	–1,5
Exportació de béns i serveis	4,9	2,7	0,6	4,0	4,4	4,2	1,5	0,7
Importació de béns i serveis	6,2	0,6	–3,5	4,9	4,0	2,4	–1,1	–2,8
Producte interior brut	**3,7**	**1,2**	**–1,3**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**	**–0,3**
Altres variables								
Ocupació	2,9	–0,4	–3,0	2,2	1,4	0,4	–0,8	–2,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,2	15,2	8,6	9,6	10,4	11,3	13,4
Índex de preus de consum	2,8	4,1	1,4	4,0	4,4	4,6	4,9	2,6
Costos laborals unitaris	2,9	3,6	2,7	3,0	3,9	4,0	3,6	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–9,8	–8,0	–10,5	–12,1	–9,4	–8,7	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,4	–7,7	–9,6	–11,3	–8,9	–8,5	
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,0	–5,5					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	2,1	0,3	4,5	3,2	2,1	2,0	0,9
Repo BCE	3,8	3,9	1,7	4,0	4,0	4,0	4,2	3,3
Bons EUA 10 anys	4,6	3,6	2,2	4,3	3,6	3,9	3,8	3,2
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	3,0	4,2	3,9	4,3	4,3	3,5
Tipus de canvi								
$/Euro	1,37	1,46	1,29	1,45	1,50	1,56	1,51	1,29

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
11 Recessió, però no depressió: una mirada al 29 i al Japó dels anys noranta
16 Xina
18 Els BRIX també pateixen, uns més que els altres
20 Mèxic
22 Primeres matèries

24 Unió Europea
24 Zona de l'euro
27 Alemanya
29 França
30 Itàlia
31 Regne Unit

33 Mercats financers
33 Mercats monetaris i de capital
41 El món està palanquejat, com es despalanquejarà?

43 Conjuntura espanyola
43 Activitat econòmica
47 L'economia espanyola davant la recessió
51 Mercat de treball
56 Preus
60 Sector exterior
62 Estalvi i finançament

L'economia el 2009: en la dimensió desconeguda

En els anys de la televisió en blanc i negre, allà per la dècada dels cinquanta o dels seixanta, una sèrie de televisió va atreure l'atenció dels teleespectadors: *Dimensió desconeguda*. Durant els gairebé cinc anys d'emissió, la barreja de ciència-ficció, fantasia i terror va aconseguir una audiència molt elevada, captivada pels imaginatius guions. Probablement, el secret del seu èxit va ser la sensació inquietant que envaïa el televident des de l'inici fins al final de cada episodi, amb un desenllaç sempre inesperat. Ve a tomb el record d'aquesta famosa fita de la televisió perquè l'any en què ens endinsem comença amb molts elements inquietants i, fins i tot, estranys. Certament, ens trobem en un moment singular de l'evolució de l'economia mundial. Tant per la conjuntura de creixement i de preus com per la situació del sector financer o pel tipus de resposta de les polítiques econòmiques. Anem a pams.

Cal recular molt en el temps per trobar un episodi de contracció sincronitzada de quasi totes les economies desenvolupades. Als Estats Units, la recessió iniciada al gener del 2008 porta camí de ser la més llarga des de la crisi de 1929. Molts indicadors d'activitat han caigut fins a mínims històrics o, fins i tot, han arribat a nivells que no s'havien assolit mai d'ençà que s'elabora l'estadística. A més a més, l'enfonsament del preu del petroli durà els índexs de preus de consum a la zona negativa en els propers mesos, situació que ha despertat els temors a caure en la deflació. I l'experiència japonesa ens recorda que la deflació és un territori molt perillós. I Europa? Només una dada: a Alemanya, l'índex IFO d'activitat empresarial es va situar al desembre en el nivell dels 82,6 punts, nivell mínim que no s'havia assolit des que es publica la sèrie i que apunta a una recessió profunda en la primera economia del continent.

Pel que fa a la crisi financera global, les tensions viscudes el 2008 són difícilment superables. El sistema ha estat, en algun moment, al caire de la catàstrofe. Les pèrdues astronòmiques, les tensions de liquiditat i la desconfiança generalitzada han comportat la desaparició de la gran banca d'inversió. Una gran part de les entitats financeres internacionals que resisteixen capitalitzen ara una fracció del seu valor previ a la crisi i se situen a l'abast de fortunes moderades. Fortunes que, si ho prefereixen, poden adquirir a molt bon preu gegants industrials a punt de fer fallida, com General Motors o Ford.

Quant a la resposta dels governs i dels bancs centrals, cal reconèixer que han actuat amb rapidesa i contundència. Els Estats Units hi han posat el coll: tipus d'interès de referència gairebé en el zero i expansió contundent del balanç del banc central. La Fed ha tret tot l'arsenal per lluitar contra la recessió i la deflació. El Banc Central Europeu, més mesurat, ha retallat sense miraments el tipus d'interès de referència i també ha expandit el balanç. Els governs, en general, han posat en marxa suports sense restriccions als sistemes financers i anuncien importants plans de despesa pressupostària en actuacions d'emergència, esperonats pels principals organismes internacionals.

El resultat d'aquestes accions és incert, ja que la recessió ja ha començat a les principals economies, però confiem que serveixin per pal·liar una situació que podria arribar a ser molt crítica. En qualsevol cas, fins que el panorama econòmic i financer no sigui més clar, no ens podrem treure del damunt la sensació d'inquietud, tan semblant a la que, en la ficció, volien transmetre els guionistes de la *Dimensió desconeguda.*

RESUM EXECUTIU

Pessimisme generalitzat en l'arrencada del 2009...

...per la proliferació de males notícies en els últims compassos del 2008.

La caiguda del preu del petroli torna una mica del poder adquisitiu perdut, però desperta els temors a la deflació.

Màxima incertesa

L'any 2009 comença en un ambient de pessimisme generalitzat, madurat al llarg d'un any 2008 en què, fent bones les lleis de Murphy, tot el que podia empitjorar ha empitjorat. Mala sort? Temps hi haurà per debatre per què l'economia mundial ha arribat fins aquí. En aquests moments, el més rellevant és que el món ha passat per crisis molt pitjors i que les lliçons derivades d'aquests episodis són un material molt valuós per afrontar l'actual. Una sub-llei de Murphy afirma que, si es deixa que les coses evolucionin al seu aire, els problemes empitjoren. Aquest no és el cas actual, ja que tots els governs afectats han tret l'artilleria monetària i pressupostària pesada perquè, cap al final del 2009, puguem contemplar el pessimisme actual com una exageració col·lectiva.

Ara com ara, a desgrat nostre, som a l'estació de les males notícies. Els Estats Units, la primera economia mundial, està en recessió des del gener del 2008, tot i que, fins a la primera meitat de l'any, el principal indicador, el producte interior brut (PIB), havia registrat avanços. No obstant això, des del mes de setembre, els nivells d'activitat pateixen un intens deteriorament, que fa que les previsions per al quart trimestre siguin d'un descens molt sobtat del PIB, que, probablement, es repetirà en el primer període del 2009. Què està fallant? Indiscutiblement, el consum privat, que fins ara havia sostingut un creixement precari, molt llastat per un sector immobiliari que travessa una recessió llarga i profunda.

La capitulació del consumidor nord-americà no era difícil de preveure si tenim en compte que, en els onze primers mesos del 2008, es van perdre més d'1,9 milions de llocs de treball i que la taxa d'atur es va enfilar fins al 6,7% des dels mínims del 4,6%. A més a més, la recessió ha enxampat les llars amb un endeutament brut equivalent a gairebé el 100% del PIB i amb uns actius financers i reals que han perdut una part important del seu valor, en un context d'enduriment de les condicions creditícies. El costat positiu cal buscar-lo en l'enfonsament del preu del petroli, que ha tornat als consumidors una part del poder adquisitiu perdut però que no ha aconseguit que remuntin uns indicadors de confiança que es mouen a prop dels nivells mínims històrics.

L'enfonsament del petroli i d'altres primeres matèries ha tingut un efecte negatiu inesperat: despertar els temors a la deflació. L'índex de preus de consum (IPC) nord-americà del novembre es va situar en l'1,1% en taxa anual, després d'haver assolit cotes del 5,6% al juliol. Si els preus dels hidrocarburs no pateixen una embranzida alcista, l'IPC experimentarà reculades en taxa interanual d'aquí a pocs mesos. De fet, no caldria parlar de deflació si la part subjacent de l'índex –la que no inclou preus volàtils com els de l'energia o els aliments– no entra en territori negatiu. Però el risc és aquí, i les experiències recents de deflació, en especial la japonesa, obliguen a parar el màxim esment al tema.

Aquesta combinació de recessió amb risc de deflació ha obligat la Reserva Federal, el banc central dels Estats Units, a reaccionar de forma ràpida i contundent. Efectivament, en la reunió del 16 de desembre, el comitè monetari va deixar el tipus d'in-

terès de referència en un rang entre el 0% i el 0,25%, mínim que no havia assolit mai des de la creació del banc central dels Estats Units el 1913. A més a més, la Fed va aprofitar el comunicat per donar tres importants missatges sobre la futura direcció de la seva política monetària. El primer és que utilitzarà tots els mitjans al seu abast perquè l'economia nord-americana torni a una via de creixement estable. El segon és que les excepcionals condicions actuals exigiran el manteniment de l'actual tipus d'interès oficial molt baix durant un llarg període de temps. El tercer missatge és que, durant els propers trimestres, el banc central adquirirà grans quantitats de deute d'agències i bons que tinguin com a col·lateral actius hipotecaris, per donar suport al mercat hipotecari i al sector de la construcció.

L'efecte immediat d'aquesta política ha estat una caiguda dels tipus d'interès en tots els terminis. Al mercat interbancari dels Estats Units, on les operacions a tres mesos es tancaven a nivells del 4,8% a l'octubre, ara ho fan a l'1,5%. Els inversors estan disposats a comprar deute públic amb venciment a 10 anys, que els ofereix només una rendibilitat del 2,1% anual, lluny del màxim anual del 4,3% assolit al juny. La retallada del tipus d'interès de referència de la Reserva Federal i la injecció massiva de liquiditat han impulsat una forta depreciació del dòlar en l'últim mes: el 12% en relació amb l'euro i el 7,2% enfront del ien japonès.

A la zona de l'euro, sembla que la situació recessiva és, ara com ara, menys aguda, però les dades disponibles del quart trimestre indiquen que la recessió, lluny de remetre, s'està intensificant. Al juliol-setembre del 2008, el PIB es va contreure per segon trimestre consecutiu i va entrar, per tant, en una situació de recessió tècnica. Pel que fa a la demanda interna, el component més afectat és la formació bruta de capital fix, que, després de créixer el 2,6% interanual en el segon trimestre, amb prou feines va assolir un avanç del 0,9% en els mesos de juliol a setembre. El consum privat, per la seva banda, tot i registrar un creixement nul en el tercer trimestre, venia d'un moderat increment del 0,4% interanual. El sector exterior també es va alentir de forma apreciable. En definitiva, el pitjor comportament exportador i inversor explica, en gran part, l'entrada en recessió, per un context interior i exterior menys dinàmic i amb l'agreujant d'un tipus de canvi efectiu apreciat.

Atès aquest panorama, el Banc Central Europeu (BCE) també ha actuat amb contundència. El tipus d'interès de referència ha passat del 4,25% del juliol al 2,50% del desembre. Al mateix temps, tot i que menys que la Fed, el BCE també ha injectat massives dosis de liquiditat, reflectides en l'augment de l'actiu en el seu balanç. De tota manera, el BCE manté una posició més ortodoxa que l'homòleg nord-americà, ja que, tot i donar suport als plans de despesa fiscal per contrarestar la severitat de la desacceleració econòmica, recorda als països membres de la Unió Europea la necessitat de mantenir la disciplina fiscal a mitjà i a llarg termini.

El mateix dia de desembre que el BCE retallava el tipus d'interès de referència, el Banc d'Anglaterra rebaixava el seu en 100 punts bàsics fins al 2%, el més baix des del 1951, pel fort deteriorament de l'economia britànica. Quelcom semblant ha fet el Banc del Japó, que mantenia el tipus de referència en el 0,30%, però que, el 19 de desembre, va decidir abaixar-lo fins al 0,10% i va anunciar que ampliarà la compra de deute públic per injectar liquiditat en l'economia nipona.

Tots aquests moviments reflecteixen un progressiu deteriorament de l'entorn econòmic en les economies avançades. Què passa amb les emergents? Les lleugeres expectatives que es desacoblessin de les

La Reserva Federal abaixa el tipus de referència gairebé fins al zero i planteja la compra de deute privat.

A la zona de l'euro, la recessió sembla menys aguda, però els indicadors empitjoren de manera progressiva.

El BCE i altres bancs centrals retallen els tipus d'interès de referència.

Els emergents no exerciran de contrapès de la recessió de les economies avançades.

desenvolupades i poguessin tirar de l'economia global s'han esvaït gairebé del tot. Així, l'economia xinesa, el principal contribuïdor al creixement global el 2008, mostra més i més signes d'alentiment. Tot i que el PIB del tercer trimestre va créixer el 9,0% interanual, els últims indicadors d'oferta i demanda mostren un panorama molt més deprimit. En general, la frenada dels fluxos d'inversió estrangera directa i la sotragada del comerç internacional passaran factura, i la caiguda del preu de les primeres matèries perjudicarà sensiblement el potencial de creixement dels productors.

L'economia espanyola pateix, també, una situació recessiva que impacta directament en el mercat de treball.

A Espanya, després que, en el tercer trimestre del 2008, el PIB registrés el primer descens intertrimestral des de l'inici de 1993, els indicadors disponibles del quart trimestre apunten a una intensificació de la contracció de l'activitat econòmica. El consum de les llars es continua afeblint, sobretot en béns duradors, a causa d'unes condicions de finançament més restrictives, de l'augment de l'atur i, sobretot, del temor a les perspectives futures, que es plasma en un indicador de confiança dels consumidors en la cota mínima històrica.

La inversió tampoc no travessa un bon moment, arran de la feblesa de les demandes interior i exterior i de l'alentiment dels beneficis empresarials. Pel que fa a l'oferta, el sector industrial pateix un dur càstig a causa de la caiguda de la demanda i dels problemes de competitivitat acumulats. Però l'epicentre de l'ajustament sectorial es troba, sens dubte, a la construcció i, en particular, al sector immobiliari, que va experimentar un descens de les transaccions d'habitatges del 27,1% al setembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior i una caiguda interanual del 63,5% en els visats d'obra nova.

La situació recessiva que travessa l'economia mostra tota la seva cruesa al mercat de treball. Les xifres de l'afiliació a la Seguretat Social del novembre mostren una intensificació de la destrucció de llocs de treball. Així, en mitjana mensual, el nombre d'afiliats en alta laboral es va situar en 18,72 milions, amb un descens interanual del 3,5%, enfront d'una davallada del 2,3% a l'octubre. En mitjana mensual, es van destruir 197.087 llocs de treball al novembre i 671.772 en els dotze últims mesos. En conseqüència, l'atur experimenta una escalada que afecta ja gairebé 3 milions de persones, segons les xifres d'aturats registrats a les oficines d'ocupació al novembre, una alça interanual del 43%.

Milloren la inflació i el desequilibri exterior, i les autoritats econòmiques llancen un nou pla d'estímul econòmic.

Al costat positiu de la balança hi ha el descens de la inflació i del desequilibri exterior. Al novembre, es va continuar desaccelerant el creixement de l'índex de preus de consum, que ha passat del 5,3% del juliol al 2,4% del novembre, i s'espera que, en els propers mesos, se situï per sota del 2%. Pel que fa al dèficit per compte corrent, cal destacar la tendència de millora, propiciada per l'augment sensiblement menys intens dels desequilibris de les balances comercial i de rendes, per la disminució del dèficit del compte de transferències i pel creixement moderat del superàvit de serveis.

El Govern, per la seva banda, seguint les directrius plantejades per la Unió Europea, ha sumat a les mesures ja adoptades de suport al sector financer l'anunci d'un nou pla de mesures d'estímul econòmic que puja a 8.000 milions d'euros per a inversions en l'àmbit municipal, a més dels 3.000 milions d'euros per a la realització d'actuacions d'execució immediata, amb destinació a R+D+I, sector automobilístic, medi ambient, construcció d'edificis públics i rehabilitació d'habitatges, petites infraestructures de transport i actuacions vinculades amb la prestació de serveis socials.

23 de desembre de 2008

CRONOLOGIA

2007

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.
setembre	**19**	El govern dels Estats Units presenta un **pla de rescat del sistema bancari nord-americà** per un import de 700.000 milions de dòlars.
octubre	**7**	El Govern espanyol anuncia la creació d'un **fons per a la compra d'actius financers** a les entitats de crèdit fins a un màxim de 50.000 milions d'euros i apuja la garantia dels dipòsits i inversions a 100.000 euros.
	8	El **Banc Central Europeu**, la **Reserva Federal** i el **Banc d'Anglaterra**, en una acció concertada amb altres bancs centrals, retallen els tipus d'interès oficials en 50 punts bàsics.
	12	Els països de la zona de l'euro acorden una **acció concertada** per reforçar el sistema financer fins al final del 2009.
	13	El Govern autoritza l'atorgament d'**avals de l'Estat** fins a 100.000 milions d'euros el 2008 a noves operacions de finançament de les entitats financeres, amb possible ampliació al 2009.
	28	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004.
	29	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a l'1,00%.
novembre	**6**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 3,25%.
	15	Reunió del G-20 a Washington per a la **reforma del sistema financer internacional**.
	20	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (7.552,3) des del 2003.
	28	El Govern anuncia un **pla d'inversió pública** de 8.000 milions d'euros en obres municipals i de 3.000 milions en diversos sectors i àmbits de l'economia.
desembre	**4**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,50%.
	5	El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (41,86 dòlars per barril) des del febrer del 2005.
	16	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a una banda del 0%-0,25%.

AGENDA

Gener

- **5** Avanç IPCH (desembre).
- **9** Índex de producció industrial (novembre).
- **15** IPC (desembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu. IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- **23** Enquesta de població activa (quart trimestre).
- **26** Preus industrials (desembre).
- **28** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **30** Balança de pagaments (novembre).

Febrer

- **5** Índex de producció industrial (desembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **12** Avanç del PIB (quart trimestre).
- **13** IPC (gener). PIB de la UE (quart trimestre).
- **18** Comptabilitat nacional trimestral (quart trimestre).
- **25** Preus industrials (gener).
- **27** Balança de pagaments (desembre). IPC harmonitzat de la UE (gener).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units estan en recessió amb una extrema feblesa del consum privat.

L'endeutament de les llars i de les institucions financeres arriba al 97% i al 117% del PIB, respectivament.

Estats Units: buscant el fons

L'economia nord-americana està en recessió i anticipa un any 2009 molt feble, en què predominaran les reculades i la recuperació es farà esperar. Des del mes de setembre, els nivells d'activitat pateixen un intens deteriorament, que s'ha afegit a l'alentiment iniciat en el quart trimestre del 2007. Si el producte interior brut del tercer trimestre va cedir el 0,4% interanual, les previsions per al quart són de descensos, fins i tot, més intensos. Els riscos a la baixa se centren en el consum privat, que representa el 70% del producte interior brut (PIB) i que, en el tercer trimestre, va baixar el 3,7% intertrimestral anualitzat. Les dades de l'octubre, corresponents al quart trimestre, també apunten a descensos similars.

Simultàniament a aquesta situació de fragilitat de la demanda agregada, les tensions inflacionistes s'han esvaït amb rapidesa. A l'abaratiment del petroli s'afegeix un estancament més significatiu dels preus de la resta dels sectors a causa de la menor utilització de la capacitat productiva. Per la seva banda, la Reserva Federal, després d'abaixar el tipus de referència fins a un rang entre el 0% i el 0,25%, veu com s'esgota el recorregut de la política monetària convencional. La política fiscal també tindrà la seva part, via reducció d'impostos o de projectes governamentals. Amb els actuals indicadors de

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

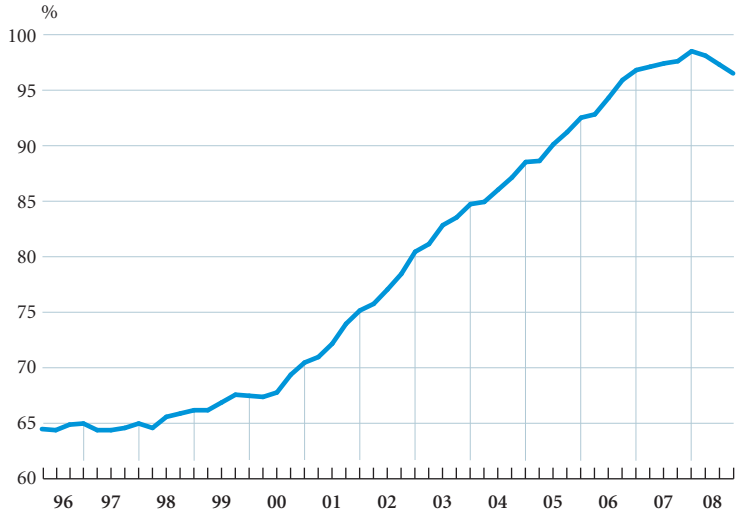
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,5	2,1	0,7	–	...
Vendes al detall	5,8	4,2	5,2	3,0	2,6	0,6	–4,6	–7,4
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	91,2	76,5	57,3	57,3	38,8	44,9
Producció industrial	2,2	1,7	2,1	1,9	0,2	–3,0	–4,5	–5,5
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	49,6	49,2	49,5	47,8	38,9	36,2
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–33,7	–33,1	–39,1	–35,4	–40,1	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,8	4,9	5,3	6,0	6,5	6,7
Preus de consum	3,2	2,9	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–700,3	–697,8	–699,1	–707,5	–708,4	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4	82,7

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

ESTATS UNITS: L'ENDEUTAMENT CONTINUA A LES ALTURES

Deute brut de les llars en percentatge del PIB nominal



FONTS: Federal Reserve i elaboració pròpia.

consum privat caient de forma abrupta sense trobar un fons aparent, i amb uns suports a la banca que continuen sense arribar als altres sectors, hi ha temors de deflació, entesa com una caiguda continuada i generalitzada dels preus motivada per una feblesa de la demanda, que, malgrat tot, no s'acaba de concretar en les previsions dels índexs de preus.

L'incentiu d'evitar el fantasma deflacionista és major en una economia endeutada. La crisi ha sorprès les llars i les institucions financeres amb un endeutament brut del 96,5% i del 117,2% del PIB en dòlars corrents, respectivament, i l'economia nord-americana és un deutor net enfront de l'exterior. Un deutor tem el descens generalitzat dels preus perquè disminueix el preu de tot menys del valor del deute contret. Un creditor tem la pujada dels preus, perquè tot s'encareix menys el que li han de tornar. Amb aquests incentius, es pot donar, a més llarg termini, una sobrereacció de les mesures correctores que podria generar importants tensions inflacionistes.

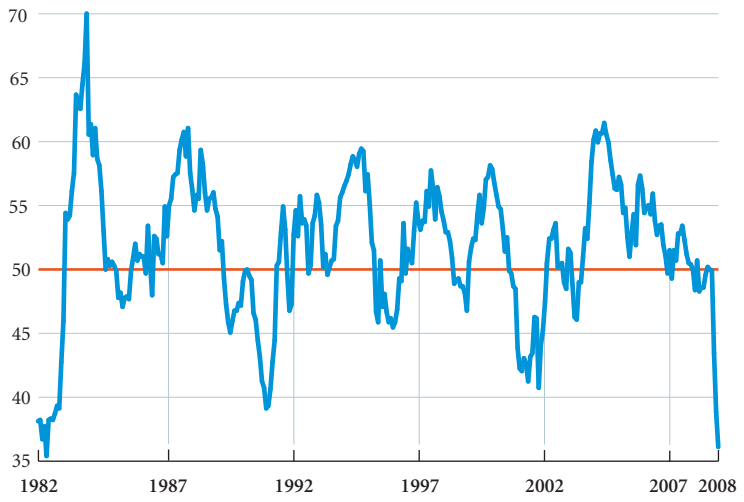
Aquest escenari ombrívol es reflecteix en l'ànim dels consumidors, com ho palesa l'índex de confiança del consumidor del Conference Board. Després del mínim històric de l'octubre, al novembre l'índex es va recuperar només lleugerament fins als 44,9 punts, gràcies a una millora de les expectatives que no es va donar en la percepció de la situació present. En aquest context de feblesa de la demanda, les vendes al detall del novembre van presentar un inesperat repunt després de tres mesos consecutius de descensos, tot i que, sense automòbils ni benzina, van quedar el 0,3% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior, la qual cosa, descomptant les variacions de preus, es tradueix en una disminució del 2,2%. Entre els sectors més febles, destaquen la davallada del 25,2% interanual de les vendes d'automòbils i la del 10,9% del mobiliari i parament de la llar, situació que il·lustra la precària situació de les vendes de béns duradors.

La visió empresarial, reflectida en l'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management, va continuar mostrant l'escenari

Els consumidors romanen ancorats en el pessimisme, i les vendes al detall evolucionen a la baixa.

ESTATS UNITS: LA VISIÓ EMPRESARIAL DE MÍNIM A MÍNIM

Nivell de l'índex ISM d'activitat empresarial del sector manufacturer



FONT: Institute for Supply Management.

Els empresaris empitjoren dràsticament les previsions fins a mínims històrics.

de recessió profunda que s'ha superposat a la tendència a la baixa predominant al llarg de tot l'any 2008. Així, l'índex de manufactures va baixar de 38,9 a 36,2 punts, molt per sota del nivell d'equilibri dels 50,0 punts, considerat el llindar que indica risc de recessió. Per la seva banda, l'índex dels serveis va encadenar un segon mes consecutiu de fortes reculades i va passar de 44,2 a 33,0 punts, mínim absolut de l'indicador des del seu inici el 1997. En els dos casos, s'evidencien forts descensos en els components d'ocupació i noves comandes, en especial en les d'exportació. En preus, en quatre mesos s'ha passat d'un escenari de tensions inflacionistes als mínims històrics des dels inicis de l'indicador, que en manufactures es remunten a l'any 1948.

La construcció continua sense tocar fons a causa de l'excés d'oferta acumulat.

El sector de l'habitatge continua sense tocar fons. Pel costat de la demanda, el preu dels immobles continua disminuint la riquesa percebuda de molts consumidors. L'índex Case-Shiller acumula una reculada del 23,4% en relació amb el màxim del juny del 2006. Tenint en compte la pujada acumulada de l'índex de preus de consum (IPC) de llavors ençà, els immobles presenten una pèrdua del 29,0%, un correctiu que supera amb escreix el descens del 21,9% que es va donar entre l'agost de 1989 i el març de 1994, corresponent a l'anterior cicle a la baixa de l'habitatge. L'increment d'immobles subhastats ha contribuït a estabilitzar el nombre de transaccions, que, des de l'octubre del 2007, sembla que ha tocat fons. No obstant això, l'excés d'oferta acumulat i la reculada dels ingressos de les famílies en relació amb el preu dels immobles continuen impedint que el sector de la construcció toqui fons.

Els habitatges iniciats al novembre van recular el 18,9% en relació amb el mes d'octubre, un descens interanual del 47,0%, i els 625.000 habitatges iniciats, en termes anuals, van constituir un mínim històric des de la introducció de l'indicador al gener de 1959. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de cons-

trucció, el seu indicador avançat, van baixar el 48,1%.

El consum privat i la compra d'immobles depenen de la renda disponible de les famílies, la qual, per a una gran majoria de llars, depèn, al seu torn, del mercat de treball, que, en aquests moments, està en caiguda lliure. Al novembre, es van destruir 533.000 llocs de treball, i la revisió va afegir 199.000 als perduts en els dos mesos previs. Així, durant el període gener-novembre, van desaparèixer 1.911.000 llocs de treball, dels quals dues terceres parts es concentren en els tres últims mesos. Per la seva banda, la taxa d'atur del novembre va arribar al 6,7% de la població activa, i la tendència és a l'alça. En aquest context, adquireix especial rellevància la precària situació de la indústria de l'automòbil nord-americana, que, el mes passat, va ser incapaç de presentar un pla de reestructuració creïble que permetés que el Senat donés llum verda als ajuts econòmics, necessaris per afrontar les apressants necessitats de liquiditat. Una fallida dels tres grans de Detroit afectaria, inclosos els llocs de treball indirectes perduts i els pensionistes, entre un i tres milions de famílies, amb unes implicacions per a la demanda que superen l'estricte àmbit borsari.

El deteriorament del mercat laboral, amb 1,9 milions de llocs de treball perduts, s'intensifica.

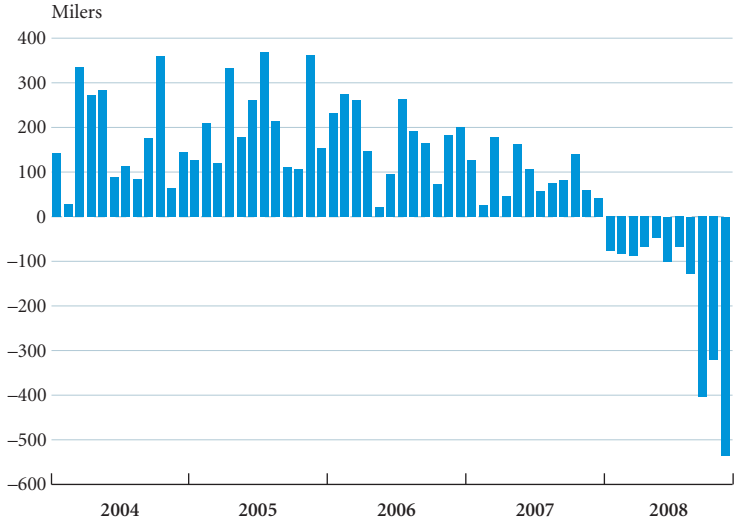
Pel costat dels preus, ara com ara, les tensions inflacionistes s'esvaeixen, tot i que la deflació encara és lluny. L'IPC del novembre va recular l'1,7% en relació amb l'octubre, i l'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, va sumar el segon mes consecutiu d'estancament gairebé total, la causa del qual cal buscar-la més en el decaïment de la demanda agregada que en els vaivens del petroli. Les variacions interanuals van moderar els avanços i es van situar en l'1,1% i el 2,0%, respectivament.

El sector exterior no és un revulsiu per a l'economia i continua perdent força a causa del menor creixement global. Malgrat la feblesa de la demanda interna, la balança comercial de béns i serveis va presentar a l'octubre un dèficit de 57.190 milions de dòlars, l'1,5% per damunt del

La inflació es modera amb rapidesa i baixa a l'1,1%, però el dèficit comercial es resisteix a la correcció.

ESTATS UNITS: L'OCUPACIÓ CAU EN PICAT

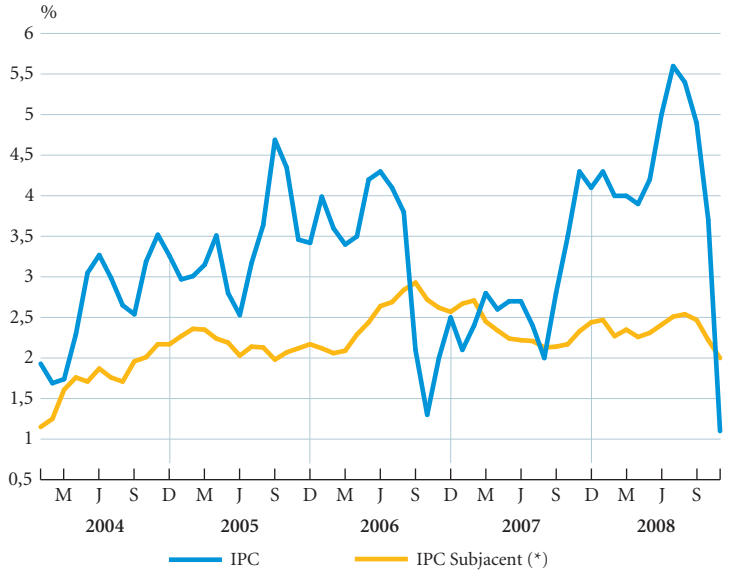
Creació (+) o destrucció (–) mensual neta d'ocupació no agrícola



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: LA INFLACIÓ ES PREN UN RESPIR GRÀCIES AL PETROLI

Variació interanual d'índexs de preus al consum



NOTA: (*) L'índex subjacent exclou els aliments i l'energia.
FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

El Japó pateix una recessió que guanya en intensitat.

mateix període de l'any anterior. Les exportacions van intensificar el procés de desacceleració i van créixer el 5,3% interanual, un ritme que amb prou feines és la quarta part del de tres mesos enrere. Així, malgrat l'alentiment importador, el dèficit de la balança comercial, un cop exclòs el petroli, continua estancat amb poques variacions en relació amb el nivell de l'octubre de 24.498 milions de dòlars.

El Japó ja està en recessió

La revisió del PIB del tercer trimestre va evidenciar una situació més feble que la reflectida en l'avanç previ. L'economia va recular l'1,8%, en termes intertrimestrals anualitzats, la qual cosa deixa la reculada interanual en el 0,3% i confirma que la recessió és més intensa del que s'havia anticipat prèviament.

La inversió en equipament i les exportacions són els components més febles.

En un món amb importants desequilibris comercials en què coexisteixen països creditors, amb superàvit comercial, i països deutors, amb dèficit, el Japó pertany al grup dels primers. Els sis anys d'expansió que van acabar al març del 2008 van ser possibles gràcies a l'embranzida de la demanda exterior, que arrossegava a l'alça la inversió en equipament, ja que gairebé la meitat del component corresponia a la despesa inversora de les empreses exportadores. Amb la desacceleració de la demanda global, les exportacions i la inversió s'han alentit amb rapidesa, de manera que les reculades d'aquests dos components, que, combinats, sumen un terç del PIB, expliquen la pràctica totalitat de la recessió japonesa.

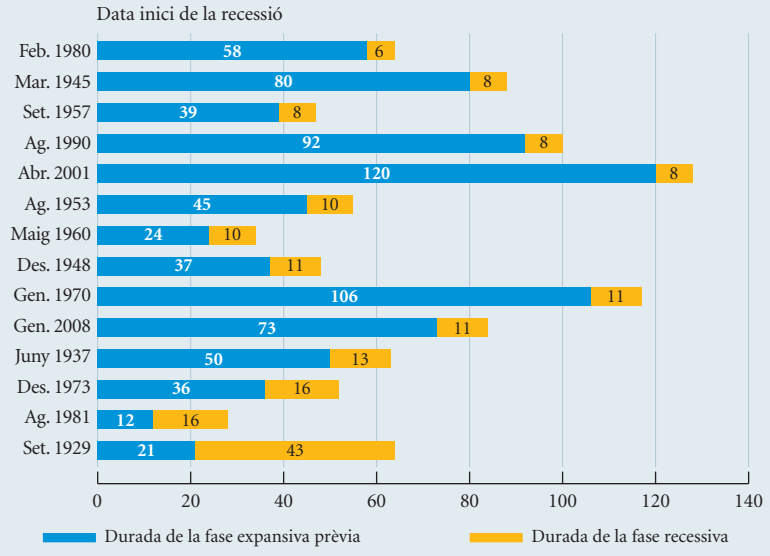
Els indicadors de demanda més recents ofereixen un panorama força ombrívol. La confiança del consumidor va baixar

Recessió, però no depressió: una mirada al 29 i al Japó dels anys noranta

L'Oficina Nacional d'Investigacions Econòmiques (NBER en les sigles en anglès) ho ha fet oficial: els Estats Units es troben en recessió, sorprenentment, des del gener del 2008. Tot i que no s'ha produït una caiguda del PIB durant dos trimestres consecutius, la definició més habitual de recessió tècnica, l'NBER considera que el declivi significatiu de l'activitat econòmica i de l'ocupació en l'últim any mereix ja aquesta qualificació. Tot sembla indicar que la recessió s'estendrà, com a mínim, fins a mitjan 2009, la qual cosa la convertiria en la més llarga des de la crisi del 29 (vegeu el següent gràfic). És probable que siguem a les portes d'una depressió com la de llavors o potser al començament d'una dècada de creixement al voltant de zero, com al Japó dels anys noranta? Diverses raons ens fan ser relativament optimistes: el més probable és que els Estats Units pateixin una recessió més llarga del que és habitual, però lluny de l'experiència del 29 o de la del Japó.

ESTATS UNITS: CAMÍ DE LA RECESSIÓ MÉS LLARGA DES DEL 29

Durada dels cicles econòmics en mesos



FONTS: NBER i elaboració pròpia.

Sense cap mena de dubte, hi ha semblances entre les crisis del 29 i del Japó i la crisi financera actual. En els tres casos, una sobrevaloració d'actius (accions en el 29, immobles al Japó i als Estats Units) va provocar crisis bancàries, la qual cosa va contagiar l'economia real a través de la interrupció del flux normal de crèdit. No obstant això, les diferències entre els episodis, especialment en la reacció de les autoritats econòmiques, també són molt notables.

Els quatre principals factors que van convertir la crisi del 29 en una depressió van ser: *i)* la inoperància de la Reserva Federal davant les fallides massives que es van produir en el sistema financer; *ii)* la magnitud èpica de la subsegüent contracció del crèdit; *iii)* l'espiral deflacionista provocada per la caiguda de l'oferta monetària i de l'activitat econòmica, la qual cosa va incrementar, en termes reals, el valor dels deutes i va augmentar els ti-

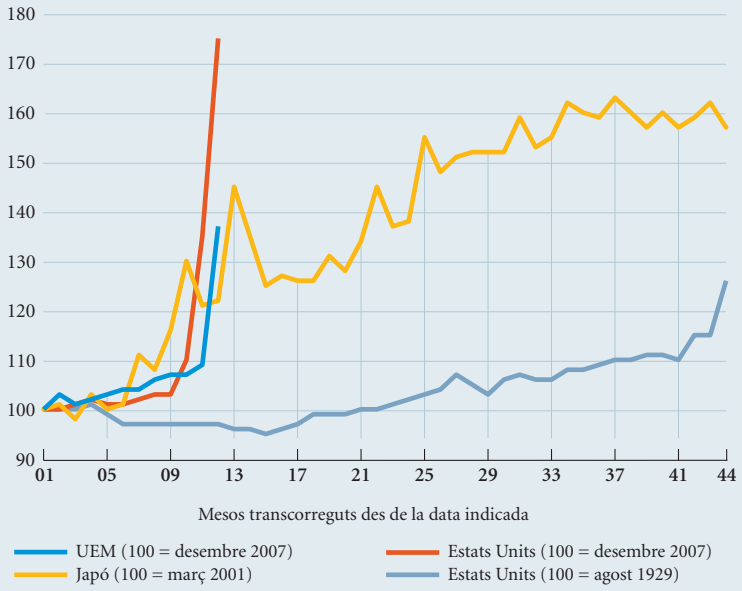
pus d'interès reals; *iv)* la implementació de mesures proteccionistes que van reduir de manera significativa el comerç internacional.

La crisi actual, per bé que és més forta del que s'esperava inicialment, s'emmarca en un context diferent, i, per tant, la probabilitat que es transformi en una depressió és reduïda. D'una banda, i en especial després de l'experiència del col·lapse de Lehman Brothers, sembla que les autoritats econòmiques i monetàries de tot el món són molt conscients de la importància d'evitar la fallida d'entitats rellevants. L'ampliació de l'assegurança de dipòsits també ha consolidat la confiança dels dipositants i ha evitat els pànics, tan habituals durant la crisi del 29. De l'altra, l'actuació de les autoritats fiscals i monetàries per evitar una forta contracció del crèdit, la caiguda del nivell de preus i una recessió llarga és molt diferent de la del 29 i, fins i tot, de la del Japó.

La diferència en matèria d'actuació s'observa tant en la celeritat com en la determinació. En primer lloc, el reconeixement dels problemes del sistema financer ha estat relativament ràpid. Les institucions a nivell global han reconegut importants pèrdues vinculades a la caiguda del valor dels actius (*write-downs*) i han iniciat un procés de recapitalització mitjançant capitals privats i públics. Durant la crisi del Japó, en canvi, les institucions financeres, amb la complicitat de les autoritats supervisores, van trigar anys a reconèixer la fragilitat dels balanços. En segon lloc, les autoritats monetàries han reaccionat de forma agressiva amb retallades històriques de tipus d'interès, tant individualment com de forma concertada. El 16 de desembre, per exemple, la Reserva Federal va situar el tipus d'interès de referència en el rang 0%-0,25%, el nivell més baix dels seus 94 anys d'història. A més a més, s'han dissenyat programes d'injecció de liquiditat per alleujar les tensions financeres. Entre el mes de març del 2001 i el començament del 2006, el Banc del Japó va expandir el 76% la base monetària. Això contrasta amb la determinació de la Reserva Federal, que ha trigat menys de tres mesos a assolir una ex-

ELS BANCS CENTRALS ACTUEN AMB MÉS DETERMINACIÓ QUE EL 29 O AL JAPÓ

Índexs d'expansió de la base monetària durant les diferents crisis



NOTA: La base monetària és la suma dels diners en circulació més els dipòsits de les institucions financeres al banc central.
FONTS: Banc de la Reserva Federal, Banc Central Europeu i Banc del Japó.

pansió de la base monetària d'aquesta magnitud (vegeu el gràfic de la pàgina anterior). El Banc Central Europeu ha estat molt actiu a l'hora de buscar solucions per als problemes de finançament de les institucions financeres. Ha organitzat subhastes extraordinàries de liquiditat i ha ampliat la qualificació dels instruments que es poden escollir com a col·laterals.

En matèria de política fiscal, tant a Europa com als Estats Units, es discuteixen i s'elaboren plans d'impuls enfocats a minimitzar els impactes econòmics de la crisi actual. Als Estats Units, el president electe Barack Obama ha anunciat un paquet d'inversió en infraestructures i una retallada d'impostos que voreja els 800 mil milions de dòlars, equivalent gairebé al 5% del PIB, el major pla d'aquesta naturalesa des del 1956. El pla contempla des d'infraestructures tradicionals a la creació de «llocs de treball verds» per reduir l'ús energètic. Els estats membres de la UEM també han arribat a un acord per dur a terme un estímul fiscal equivalent a l'1,5% del PIB de cada país, tot i que els detalls de la implementació encara no es coneixen amb certesa.

Quan s'observen les diferents mesures adoptades per contrarestar la crisi actual, queda clar que les lliçons dels episodis de depressió de les crisis del 29 i del Japó als noranta no han estat desaprofitades. En general, les autoritats mostren molta més determinació i empenta que durant aquests dos episodis anteriors, la qual cosa allunya els riscos d'una depressió. Dit això, cal mantenir-se a l'aguait: el camí de la recuperació no està lliure de perills.

dels 33,2 punts fins als 31,2 punts en el quart trimestre i va assolir un altre nou mínim històric. Les vendes al detall van recular a l'octubre el 0,7% interanual i les d'automòbils, indicador avançat de la demanda, van intensificar el descens al novembre amb una disminució del 27,9% interanual. Pel costat de l'oferta, la situació empitjora de forma més nítida, si això fos possible. La producció industrial, sense recuperar-se del sever correctiu de l'agost, va tornar a patir a l'octubre una altra dràstica davallada i acumula un decrement del 7,0% interanual, una tònica que també va seguir la producció industrial de béns de consum, que va cedir el 4,5%. A aquesta feblesa es va afegir la publicació de l'índex Tankan d'activitat empresarial corresponent al quart trimestre elaborat pel Banc del Japó. L'índex per a grans empreses manufactureres va baixar de menys 3 fins al nivell de menys 24 punts, nivell idèntic a l'assolit per l'índex general per a grans empreses, tot i que amb descensos menys intensos. Per al primer trimestre de l'any, es vaticina un nivell gens esperançador: menys 38 punts per a les empreses manufactureres. Al capítol de la formació de capital, les expectatives per als propers mesos van patir un clar viratge a la baixa, amb unes comandes de maquinària que van disminuir el 29,6% interanual i on, a la feblesa de les comandes dirigides a la demanda interna, es va superposar el sobtat descens de les destinades al sector exportador.

La indústria pateix un altre correctiu i empitjora la perspectiva dels empresaris i dels consumidors.

Al sector de l'habitatge, el volum de vendes a l'àrea de Tòquio va mantenir la tendència a la baixa, mentre que els preus continuen en una zona d'indefinició des del maig. Per la seva banda, el preu del sòl va baixar molt lleugerament en el tercer trimestre. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats del gener fins a l'octubre van avançar un moderat 3,7% interanual, que continua eviden-

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

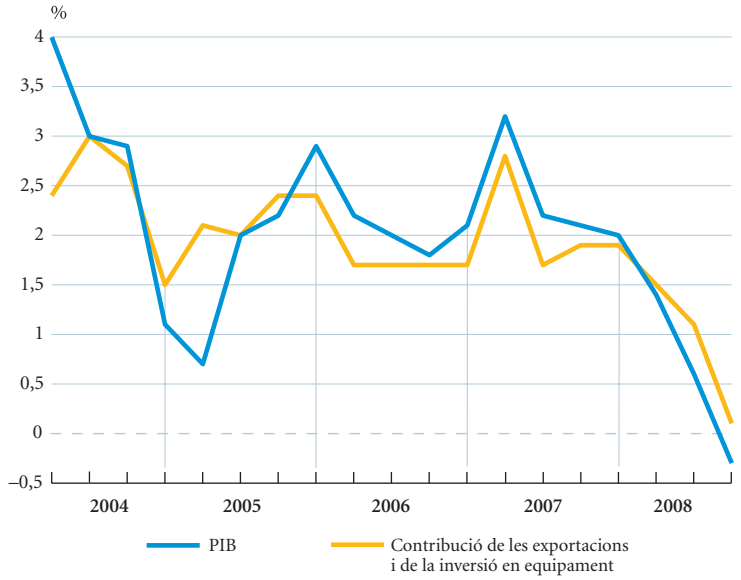
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	2,0	2,4	2,0	1,4	0,6	–0,3	–	...
Producció industrial	4,2	2,9	2,7	2,5	1,0	–1,9	–7,0	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	19,0	11,0	5,0	–3,0	–	–24,0
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–27,1	–8,9	–10,9	40,2	19,8	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	4,1	3,7	...
Preus de consum	0,2	0,1	0,5	1,0	1,4	2,2	1,7	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	12,5	11,7	10,2	7,0	5,9	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	81,1	77,1	78,4	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7

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 2.000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

JAPÓ: GAIREBÉ TOT DEPÈN DEL SECTOR EXTERIOR

Contribució al creixement interanual del PIB



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

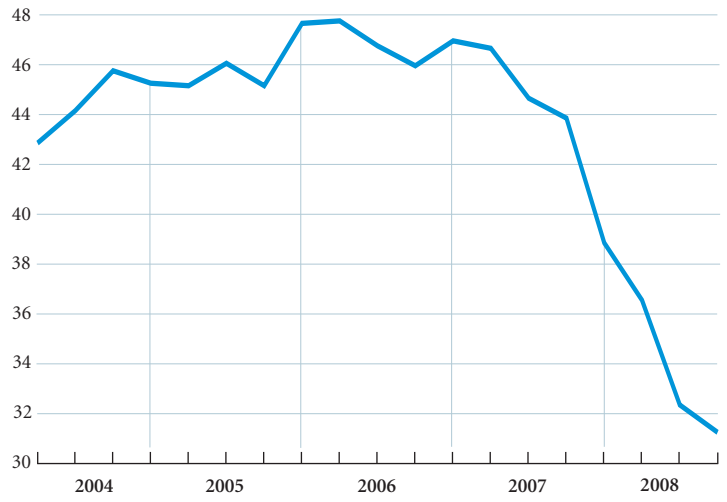
La construcció es recupera amb comptagotes, però els preus continuen estables.

ciant que la recuperació en relació amb el baix nivell assolit en el tercer trimestre del 2007 és més aviat modesta.

Al front inflacionista, els avanços de l'índex general van començar a palesar els efectes del petroli barat, i l'IPC de l'octubre

JAPÓ: LES PORS DELS CONSUMIDORS AUGMENTEN

Índex de confiança del consumidor



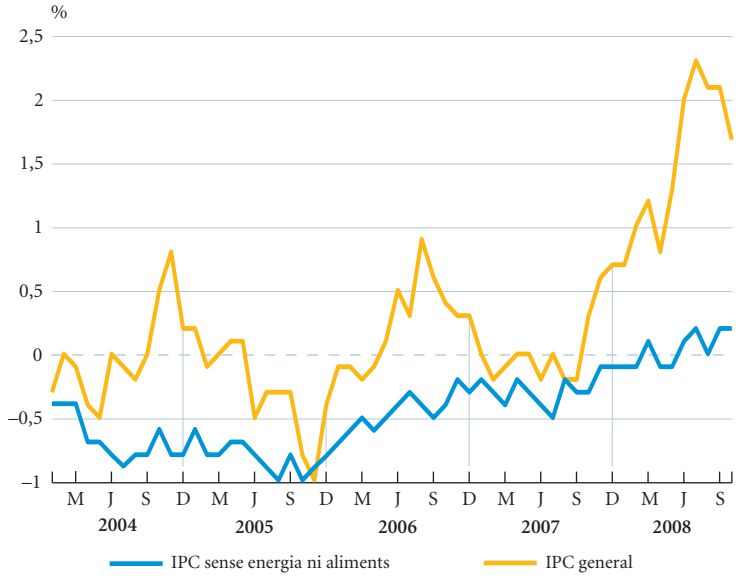
FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria del Japó i elaboració pròpia.

va pujar l'1,7% interanual, enfront del 2,1% del mes previ. L'índex sense aliments frescos va tenir una evolució similar, amb un increment de l'1,9%. Per la seva banda, l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va registrar un increment del 0,2% interanual. En una línia de to a la baixa, l'IPC de Tòquio del mes de novembre, amb un avanç de l'1,1% interanual, i la persistència del pe-

La inflació se situa per sota del 2% i la tendència és a la baixa.

JAPÓ: UNA INFLACIÓ MODERADA QUE HO SERÀ MÉS

Variació interanual de l'índex de preus al consum



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

Les exportacions continuen estancades per la menor demanda internacional.

troli barat apunten a un ràpid retorn de la inflació japonesa a valors molt propers a zero. Al mercat laboral, la taxa d'atur de l'octubre va continuar baixant i es va situar en el 3,7% de la població activa, però el poder adquisitiu dels salaris va baixar als nivells del 1992.

La menor demanda global continua afectant el sector exterior de l'economia japonesa. El superàvit comercial dels dotze últims mesos fins a l'octubre va disminuir fins als 5,9 bilions de iens, poc més de la tercera part dels màxims de l'octubre del 2004. Les exportacions, amb el descens destacat del 9,2% interanual de la partida corresponent al mes d'octubre, es van continuar alentint amb intensitat, i les importacions del mateix mes van avançar el 8,6%. Les exportacions als Estats Units van recular el 19,0% i les dirigides a la resta d'Àsia, que representen el 50% del total, van disminuir el 4,0%, que inclou una reculada del 0,9% de les vendes a la Xina.

La Xina creix al 9%, però els últims indicadors són de desacceleració.

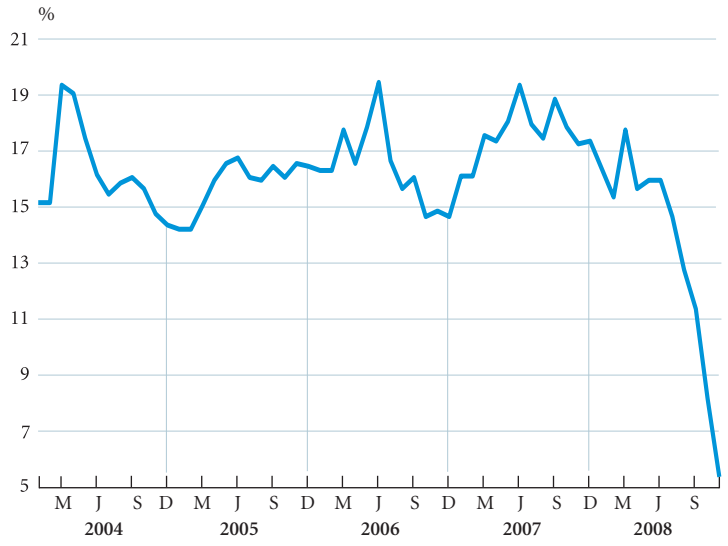
La Xina mostra una clara desacceleració

L'economia xinesa, el principal contribuïdor al creixement global el 2008, mostra cada cop més signes d'alentiment. Tot i que el PIB del tercer trimestre va créixer el 9,0% interanual, els últims indicadors d'oferta i demanda mostren un panorama molt més deprimit.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial va créixer el 5,4% interanual al novembre. Un cop exclosos els efectes distorsionadors del calendari lunar de l'Any Nou Xinès, aquesta taxa de creixement és la més baixa des del començament del 2002. La producció de vehicles a motor del novembre va baixar el 17,5% interanual. El precedent més immediat d'aquesta feblesa, secundada pel descens del 14,3% de la producció de televisors, data de l'any 1993. Completant aquesta radiografia, la producció de ciment i la d'energia primària, tot i que sense des-

XINA: LA DESACCELERACIÓ INDUSTRIAL ÉS UN FET

Variació interanual de la producció industrial (*)



NOTA: (*) Dades corregides dels efectes de calendari de l'Any Nou Xinès Lunar.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques Xinesa i elaboració pròpia.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	11,0	11,8	11,3	10,6	10,1	9,0	–	...
Producció industrial	16,4	17,1	17,5	16,5	15,9	13,0	8,2	5,4
Producció elèctrica	14,7	15,7	16,1	16,0	11,9	6,7	–3,0	–7,8
Preus de consum	1,5	4,8	6,6	8,0	7,8	5,3	4,0	2,4
Balança comercial (*)	177,5	262,4	262,4	256,5	247,2	256,9	265,0	278,8
Tipus interbancari 3 mesos (**)	2,8	3,6	4,7	4,6	4,6	4,4	4,1	3,7
Renminbi per dòlar	8,0	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8

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

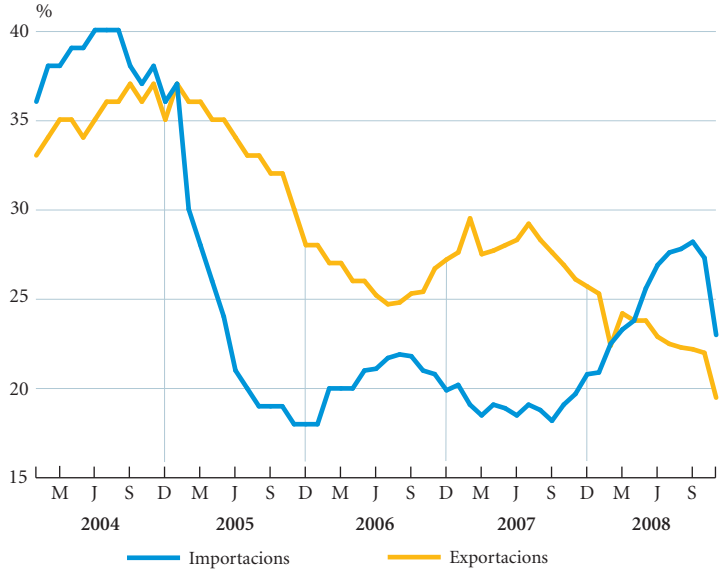
censos, pateixen també una clara desacceleració.

Pel costat de la demanda, el refredament de l'activitat no es veu tan clar. Així, les vendes al detall del novembre, descomptant els increments de preus, es van continuar accelerant fins al 18,0%, secundades per una lenta millora a les zones rurals, que es beneficien de la disminució de les tensions en els preus dels aliments. Per la seva banda, el sector immobiliari continua confirmant el seu refredament. En els tres primers trimestres del 2008, el

La producció industrial avança el 5,4%, mínim des del 1990.

XINA: LES EXPORTACIONS I LES IMPORTACIONS ES DESACCELEREN

Variació interanual (*)



NOTA: (*) Suma dels dotze últims mesos.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques Xinesa i elaboració pròpia.

La inflació es modera fins al 2,4% i els aliments pugen el 5,9%.

preu de l'habitatge de Beijing va baixar el 5,5% i el de Shanghai, el 3,7%, mentre que el de la propietat d'ús comercial va davallar un altre 5,5%.

La nota positiva d'aquest alentiment és que els problemes inflacionistes continuen amainant. L'IPC general del novembre es va incrementar el 2,4% interanual, quan, al febrer, havia arribat al 8,7%. El component d'aliments, que a la Xina té una especial rellevància com a indicador del cost de la vida, també es va relaxar, amb un augment del 5,9% interanual, clarament per sota del 23,3% de nou mesos enrere.

Les importacions es desacceleren amb més intensitat que les exportacions.

Al sector exterior també s'observen clars signes de refredament. El superàvit dels dotze últims mesos fins al novembre va continuar augmentant fins als 278.773 milions de dòlars, situació propiciada per la frenada de les importacions, més intensa que la de les exportacions. A més curt termini, les exportacions es van reduir el 2,2% interanual al novembre, mentre que les importacions van baixar un rotund 17,9%. Per àrees geogràfiques, a l'octubre, les exportacions als Estats Units i a Europa (el 42,3% del total) es van alentir amb més intensitat que les destinades a Àsia (el 46,7% del total), on les exportacions a l'àrea del Pacífic van accelerar el ritme de creixement fins al 27,7%.

La importació de primeres matèries continua baixant amb intensitat.

Per partides, el refredament en la importació de primeres matèries continua evidenciant la disminució del ritme de creixement. En termes de volum, les importacions de petroli van disminuir l'1,8% interanual al novembre i les d'alumini, el 38,5%, mentre que, a l'octubre, es va importar el 25,5% menys d'acer que en la mitjana de l'any 2006, tot i que la importació de coure es va estabilitzar després d'un període de forts descensos.

Els BRIX també pateixen, uns més que els altres

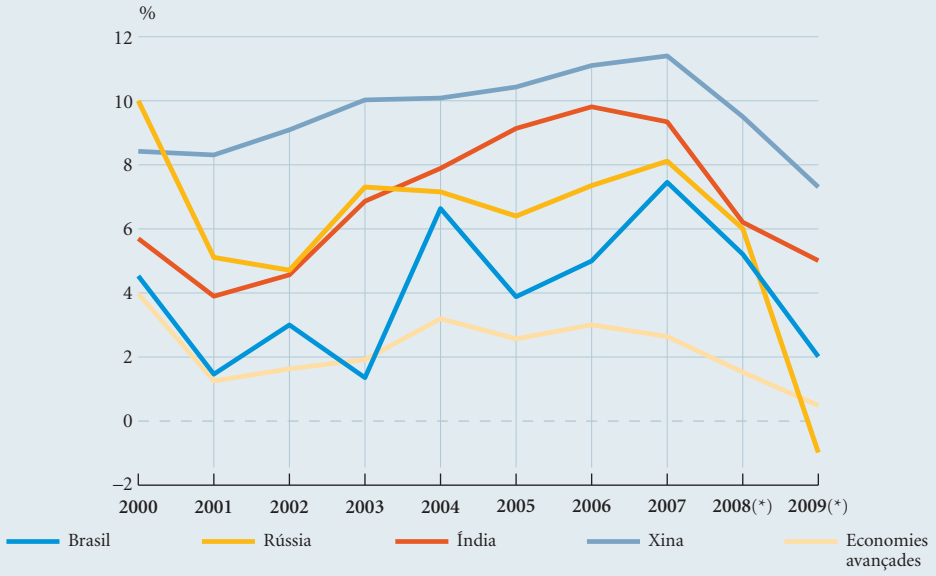
D'ençà que, el 2001, Jim O'Neil, economista de Goldman Sachs, va encunyar l'acrònim BRIX per designar el grup de països emergents constituït pel Brasil, Rússia, l'Índia i la Xina, la manera de veure l'economia global i les seves interrelacions ha canviat de forma substancial. El que no sembla que hagi canviat és el paper clau que aquests països juguen en el creixement mundial.

Les seves elevades taxes de creixement en els últims anys i el fet que concentrin el 42% de la població mundial són els dos trets principals que defineixen els BRIX com a grup. En concret, el seu creixement anual mitjà ha vorejat el 8% durant el període 2000-2007. A més a més, han contribuït al voltant del 36% al creixement global, i es preveu que la contribució de la Xina s'apropi ja al 40% el 2009. Finalment, els BRIX en conjunt han acumulat gran quantitat de reserves, uns 2,8 bilions de dòlars, xifra que representa gairebé el 40% de les reserves mundials.

La vitalitat d'aquests emergents va motivar, al començament del nou mil·lenni, l'aparició de teories que pronosticaven un procés de desacoblament entre el cicle dels BRIX i el de les economies avançades. De llavors ençà, ha plogut molt i, en els últims mesos, ha quedat clar que els emergents també patiran les conseqüències de la crisi financera internacional. Això sí, no tots de la mateixa manera. La Xina continuarà essent, dels BRIX, l'economia

ELS BRIX FRENEN EL RITME D'EXPANSIÓ, UNS MÉS QUE ELS ALTRES

Creixement anual



NOTA: (*) Previsions per al 2008 i el 2009.
FONTS: Thomson Reuters Datastream, FMI, IIF i elaboració pròpia.

que creixerà amb més empenta, amb taxes del 7%-8%; el creixement de l'Índia es podria mantenir per damunt del 5%; al Brasil, la desacceleració serà més notable i el creixement caurà fins a valors propers al 2%; Rússia, en canvi, és probable que experimenti un creixement negatiu (vegeu el gràfic anterior).

A la Xina, el potencial de creixement de la demanda domèstica és la principal fortalesa en un moment de feblesa de la demanda externa. El consum privat encara representa una part petita del PIB (menys del 50%), i el govern xinès està adoptant un conjunt de mesures, tant fiscals com de caràcter més estructural, per impulsar-lo. La posició de partida del saldo fiscal de la Xina, en superàvit el 2007, ha permès proposar un paquet d'estímul fiscal equivalent al 5% del PIB. L'augment de la despesa en educació, en salut i en pensions hauria de contribuir a reduir l'altíssima taxa d'estalvi, en bona mesura preventiu, de les llars xineses. La disminució del preu del petroli també oferirà un respir a l'economia xinesa, importadora neta de cru. Ara com ara, la caiguda de la inflació, resultat, en part, de la davallada del preu del combustible, ha permès al banc central disminuir agressivament els tipus d'interès i el coeficient de caixa dels bancs, la qual cosa contribuirà al creixement de l'any vinent.

No obstant això, la desacceleració de les exportacions xineses arran de la caiguda de la demanda mundial, en especial als Estats Units i a Europa occidental –zones que concentren el 40% del total de les seves exportacions–, comporta un risc a la baixa. Al novembre, les exportacions van caure en relació amb l'any anterior per primer cop en més de set anys (el 2,2%). Malgrat tot, com una bona part de les entrades (o *inputs*) utilitzades al sector exportador són importades (en altres paraules, com el valor afegit de les exportacions xineses no és gaire elevat), l'impacte negatiu d'una caiguda de les exportacions sobre el creixement del PIB (que mesura el valor afegit domèsticament), tot i que no es pot menystenir, no és tan alt com es podria témer.

L'economia índia depèn menys que la xinesa del comerç exterior (el pes de les exportacions sobre el PIB és molt més baix), motiu pel qual no patirà tant per l'impacte de la desacceleració global sobre el comerç. D'altra banda, la disminució del preu del petroli comporta un alleujament important per al consumidor, per a les empreses i també per al govern, que subsidiava una part del preu dels combustibles. La crisi financera internacional es farà notar per la disminució del flux d'inversions, que aportava una quantitat considerable de liquiditat al sistema financer i alimentava el creixement del crèdit, però la caiguda de la inflació, igual que a la Xina, ha atorgat un preciós marge d'actuació al banc central per reduir el tipus d'interès i el coeficient de caixa. La disminució del subsidi al combustible i l'esforç de consolidació fiscal dels últims anys també han creat un espai per a l'expansió fiscal que les autoritats ja han aprofitat per anunciar un pla d'estímul equivalent a més de l'1% del PIB.

El Brasil i, en especial, Rússia, importants exportadors de primeres matèries, patiran la caiguda de la demanda mundial i la sobtada davallada dels preus de les primeres matèries. En el cas de Rússia, la caiguda del preu del petroli té un impacte molt significatiu sobre els ingressos fiscals, la qual cosa redueix el marge per dur a terme una política fiscal expansiva. Al dos països, el deteriorament de la posició externa ha provocat la depreciació de les monedes locals, situació que tendeix a empènyer la inflació cap amunt i limita el marge de maniobra de la política monetària. De fet, el banc central rus s'ha vist obligat a apujar els tipus d'interès al desembre (100 punts bàsics) per apuntalar el ruble i frenar la sortida de capitals, mentre que el Brasil no ha variat els tipus d'interès. A Rússia, la sortida de capitals, a més de comportar una important pèrdua de reserves internacionals, reduirà la liquiditat del sistema financer i endurirà de forma considerable les condicions d'accés al crèdit. Al Brasil, la major solidesa de la situació fiscal i la credibilitat del banc central fan que la situació no sigui tan complicada.

En definitiva, els BRIX també patiran els efectes de la crisi global, malgrat que no tots de la mateixa manera. Mentre que els gegants d'Àsia agrairan l'enfonsament del preu del petroli i l'impuls de les polítiques econòmiques, el Brasil i Rússia pagaran la dependència de les exportacions de primeres matèries. Per a tots, els riscos a curt termini estan esbiaixats a la baixa. A mitjà termini, però, els BRIX tenen un ampli recorregut a l'alça i, sens dubte, ens tornaran a sorprendre amb les seves taxes de creixement.

Mèxic creix a l'1,6% amb una desacceleració de la inversió i del consum.

Mèxic: desacceleració i inflació

L'alentiment de l'economia es va tornar a intensificar en el tercer trimestre, amb un PIB que va créixer l'1,6% interanual, molt per sota del 2,7% del període previ. Els indicadors d'activitat més recents confirmen l'alentiment de l'economia i evidencien la influència de la feblesa del veí del nord. Pel costat de l'oferta, al setembre, la producció industrial general va recular l'1,9% interanual i va acumular, així, el cinquè mes consecutiu de descensos. Per la seva banda, la producció de manufactures es va reduir menys, el 0,3%. La demanda també vira a la baixa, amb unes vendes al detall que, al setembre, van cedir l'1,3% interanual, ritme superior al del mes previ.

Malgrat la major feblesa de la demanda agregada, al front inflacionista es reactiven les tensions de preus. L'IPC general del novembre va augmentar el 6,2% interanual, clarament per damunt del 5,8% de l'octubre. Un repunt seguit, tot i que amb menys empenta, per l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, que va presentar un increment del 5,5% interanual. Una raó d'aquest lleuger gir inflacionista es podria trobar en els costos laborals unitaris, que, després d'un

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	4,9	3,2	4,2	2,6	2,7	1,6	–	...
Producció industrial	5,4	1,9	3,1	1,1	1,3	–1,3	...	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,7	3,6	3,9	3,5	4,2	4,1	...
Preus de consumo	3,6	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5	5,8	6,2
Balança comercial (**)	–6,1	–10,1	–10,1	–9,1	–7,6	–11,3	–12,5	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	7,3	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	10,7	10,4	10,4	12,7	13,2

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

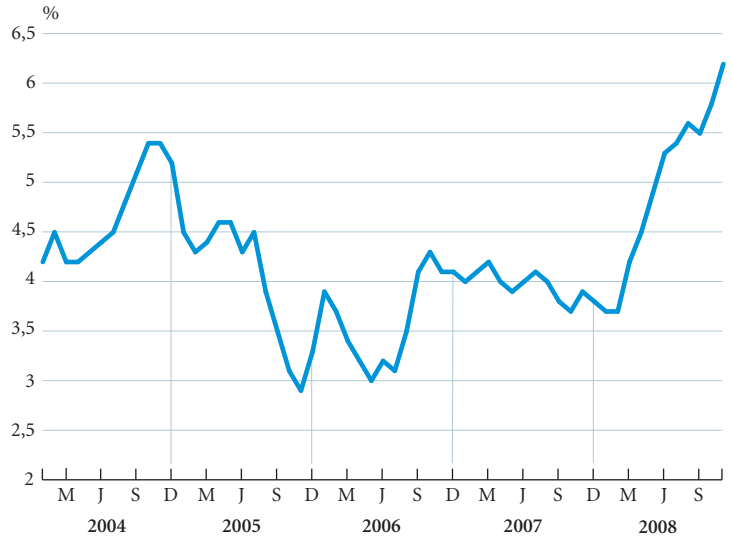
període d'un cert relaxament, van tenir a l'agost un fort repunt, que només va ser corregit, en part, en el mes de setembre, amb un augment del 7,1% interanual. Per la seva banda, la taxa d'atur general de l'octubre va disminuir lleugerament fins al 4,1% de la població activa, dins una tendència d'estabilitat de les estadístiques oficials.

Al sector exterior, punt feble de l'expansió dels últims anys, el dèficit comercial es va continuar deteriorant malgrat la menor embranzida del consum privat. Amb la dependència del petroli de l'economia mexicana, en un entorn de relaxament de preus, la direcció per als propers mesos continua essent a la baixa. El dèficit comercial dels dotze últims mesos fins a

Malgrat l'alentiment, la inflació arriba al 6,2%, però l'atur continua a la vora del 4%.

MÈXIC: UNA INFLACIÓ AMENAÇANT

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

El petroli, submergit en una etapa de notable volatilitat, continua a la baixa.

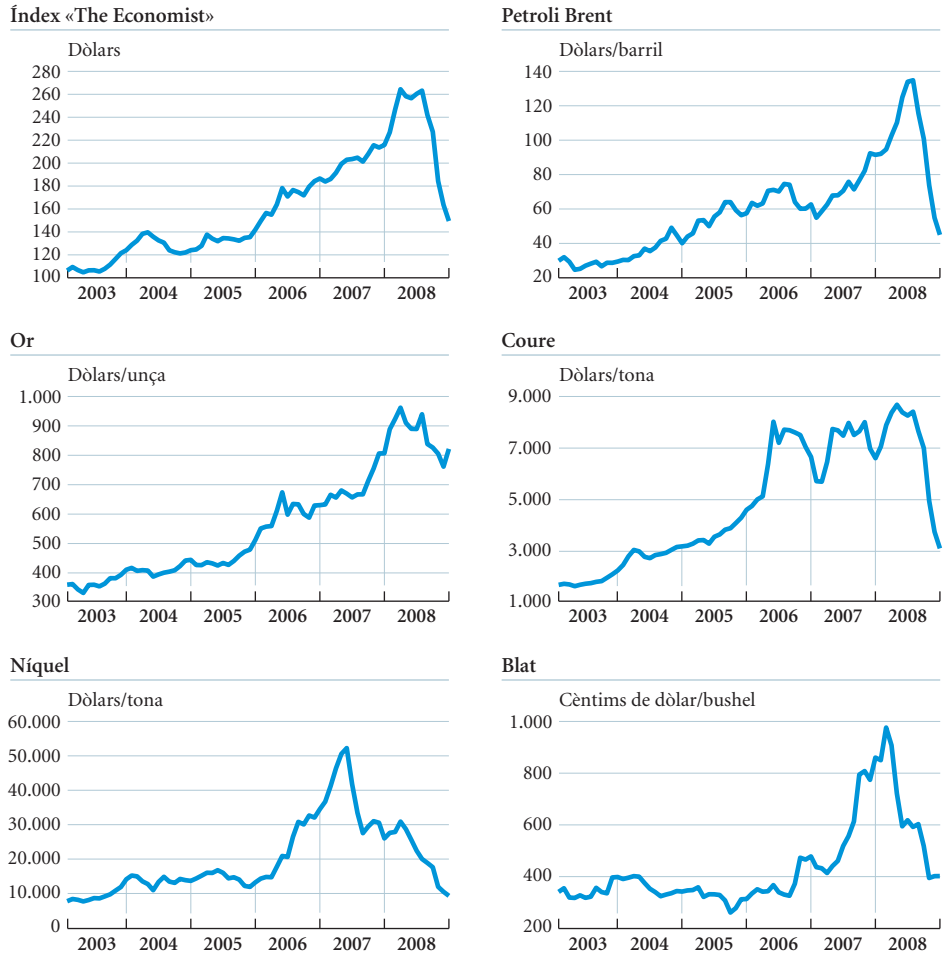
l'octubre es va tornar a incrementar fins als 12.495 milions de dòlars. Un cop exclòs el petroli, fa quatre mesos que les exportacions estan estancades, mentre que les importacions han continuat creixent a bon ritme, la qual cosa empeny el dèficit fins als 68.539 milions de dòlars, el 34,41% per damunt del mateix període de l'any anterior.

Les primeres matèries es continuen enfonsant

El petroli ha viscut unes setmanes de forta volatilitat. Entre els dies 1 i 23 de desembre, l'or negre va arrencar des de la zona dels 50 dòlars per barril (qualitat *Brent*, per a lliuraments a un mes), es va apropar als 40 dòlars, va tornar a atacar la cota dels 50 dòlars i, finalment, es va situar en els 40 dòlars. Més enllà d'aquests vaivens, la tendència de fons predominant va continuar essent, com en els mesos precedents, a la baixa, de manera que, durant aquest període, la cotització va caure el 23%.

Aquesta evolució no deixa de sorprendre, ja que, el dia 18 de desembre, l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) va anunciar la major retallada de

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



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

producció de la seva història. Així, a partir de l'1 de gener del 2009, el càrtel ofertarà 2,2 milions de barrils diaris menys de petroli, una xifra equivalent, aproximadament, al 8% de la seva producció total. De tot plegat es pot derivar que el factor de demanda esperat ha pesat més en l'ànim dels agents de mercat. En aquest sentit, cal destacar que l'Agència Internacional de l'Energia va anunciar que preveia la primera contracció de la demanda de petroli registrada en 25 anys.

La resta de primeres matèries, en conjunt, també van seguir una tònica descendent, per bé que menys intensa. Així, l'indicador *The Economist* de primeres matèries va recular el 4% entre l'1 i el 18 de desembre. Les davallades més importants de productes individuals van ser anotades per certs metalls, com el coure, que va recular el 20%, o el plom, que ho va fer el 16%.

Notable correcció dels preus de certs metalls.

UNIÓ EUROPEA

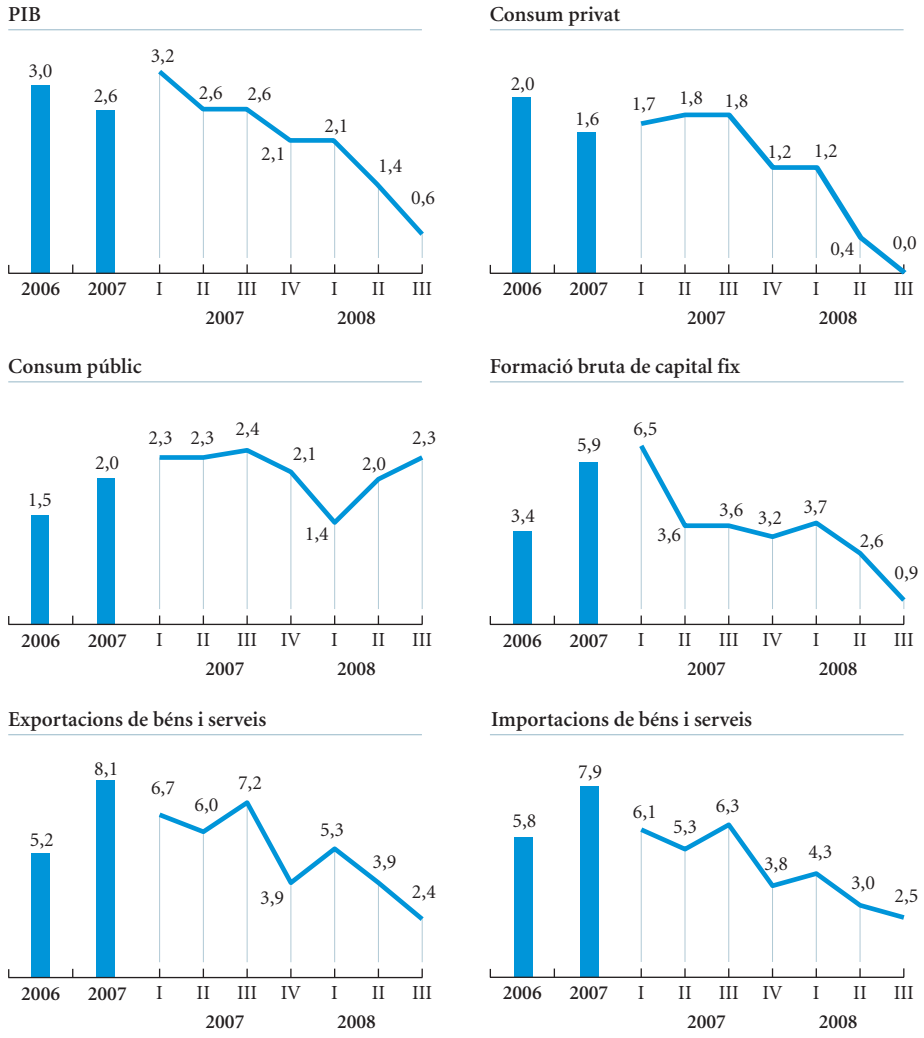
Zona de l'euro: la recessió es posa seriosa

La zona de l'euro s'endinsa en la recessió en el quart trimestre...

En el tercer trimestre del 2008, el producte interior brut (PIB) de la zona de l'euro es va contreure per segon trimestre consecutiu. S'entrava, per tant, en una situació de recessió tècnica. Les dades disponibles del quart trimestre tendeixen a validar que la recessió, lluny de remetre, s'està intensificant. Tot plegat fa pensar que la sortida encara és lluny, en especial

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	3,0	2,6	2,1	2,1	1,4	0,6	–	...
Vendes al detall	1,5	0,9	–0,3	–0,2	–1,5	–1,5	–2,1	...
Confiança del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,3	–23,6	–25,1
Producció industrial	4,0	3,5	3,1	2,5	1,1	–1,6	–5,3	...
Sentiment econòmic (1)	106,3	108,4	104,3	100,5	96,5	88,5	80,0	74,9
Taxa d'atur (2)	8,3	7,4	7,3	7,2	7,4	7,5	7,7	...
Preus de consum	2,2	2,1	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2	2,1
Balança comercial (3)	–10,4	20,1	34,3	23,5	11,5	–14,3	...	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,7	4,5	4,9	5,0	5,3	4,7
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,6	107,7	110,6	112,8	115,6	113,7	107,6	106,8

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors impliquen apreciació de la moneda.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

si es tenen en compte els canals pels quals circula l'economia de la moneda única.

Així, la informació de comptabilitat nacional del tercer trimestre és útil per entendre realment on es materialitza la pèrdua d'activitat econòmica. Durant el període esmentat, el PIB de la zona de l'euro va recular el 0,2% en relació amb el segon trimestre. En taxa interanual, xifra que aproxima millor la tendència a mitjà termini, el creixement es va desaccelerar fins al 0,6%, que cal comparar amb l'1,4% interanual del trimestre anterior. L'empitjorament a marxes forçades de les demandes interna i externa ha propiciat aquest notable alentiment de l'activitat en els dotze últims mesos.

Pel que fa a la demanda interna, el component que s'ha ajustat més és la formació bruta de capital fix, que, després de créixer el 2,6% interanual en el segon trimestre, amb prou feines va assolir un avanç del 0,9% en els mesos de juliol a setembre. El consum privat, per la seva banda, tot i registrar un creixement nul en el tercer trimestre, venia d'un moderat increment del 0,4% interanual. L'acceleració del consum públic, que va arribar al 2,3% interanual i va batre el 2,0% del trimestre anterior, contrasta amb aquesta evolució. L'aportació d'existències va tenir una contribució nul·la a la variació del PIB. En conjunt, la demanda interna va créixer a un ritme del 0,6% interanual, la meitat de l'anotat en el trimestre anterior. El sector exterior també es va alentir de forma apreciable, ja que la seva contribució al creixement va ser zero, pel fet que, tot i que les exportacions i les importacions es van moderar, les vendes a l'exterior ho van fer amb més intensitat.

...a causa de l'empitjorament conjunt de les demandes interna i externa.

En definitiva, el pitjor comportament exportador i inversor explica, en gran part, quins components pateixen més la crisi econòmica. El primer component és tributari d'un context exterior menys dinà-

L'alentiment del crèdit empresarial afecta la inversió.

La inflació continua a la baixa.

mic i de molts mesos amb un tipus de canvi efectiu nominal apreciat. Tot i que aquest segon factor s'ha corregit al setembre i a l'octubre, la demanda exterior continuarà anant a la baixa, de manera que no cal esperar grans millores en termes d'aportació del sector exterior en el quart trimestre i més enllà.

En l'àmbit de la inversió, una forma estilitzada d'entendre el que està succeint és recordar que respon, en gran part, a la demanda esperada i a les condicions financeres. Atès que ni la demanda interna ni el sector exterior apunten a un canvi cap a un increment de l'activitat, l'únic alleujament al front de la formació bruta de capital fix podria venir d'una clara millora de les condicions financeres.

Malgrat l'agressiva davallada del tipus d'interès de referència per part del Banc Central Europeu, el crèdit a les empreses efectivament concedit s'ha alentit de forma substancial des dels màxims assolits al començament del 2008. Així, enfront de l'increment del crèdit a les empreses no financeres del primer trimestre del 2008 del 15,0% interanual, en el tercer trimestre el crèdit es va desaccelerar al 12,2%. Com passa amb la demanda esperada, les perspectives immediates són també d'empitjorament en matèria de creixement del crèdit a les empreses.

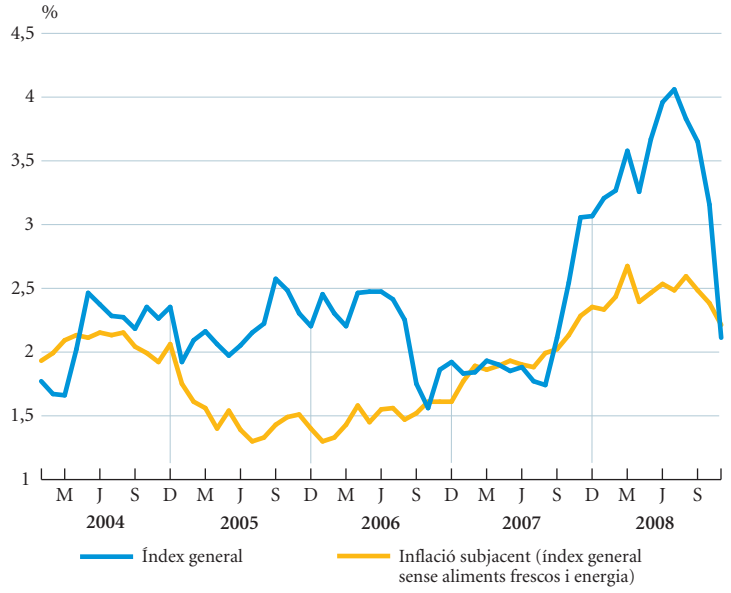
El sentiment econòmic, en mínims des del 1995.

A més a més, en el que portem del quart trimestre, i segons els indicadors disponibles, la situació del consum privat ha empitjorat. A l'octubre, les vendes al detall van caure el 2,1% interanual i la confiança del consumidor es va enfonsar fins al nivell dels 25 punts negatius. Tant la situació contemporània com la immediatament posterior són, en definitiva, magres pel que fa a la despesa de les famílies.

Els indicadors d'oferta acaben de completar el panorama del quart trimestre. El més global de tots, el de sentiment econòmic, va caure al novembre fins al nivell dels 75 punts, el registre més negatiu des

L'ENERGIA I ELS ALIMENTS ALLEUGEN LES TENSIONS INFLACIONISTES

Variació interanual de l'IPC



FONT: Eurostat.

del 1995, any en què es va començar a compilar l'estadística. El sector industrial, tradicionalment més cíclic, pateix força l'entrada en la recessió. A l'octubre, la producció industrial es va situar el 5,3% per sota del nivell d'un any abans. L'enfonsament de les comandes industrials fins al novembre suggereix que la tendència per als propers mesos continuarà essent a la baixa. El mal to de l'activitat es repeteix al sector de la construcció i als serveis, segons es desprèn dels respectius indicadors de confiança.

El ràpid deteriorament de l'economia impacta en el mercat laboral. Des del març, la taxa d'atur ha començat a desfer el camí descendent recorregut en la fase expansiva del cicle i afectava el 7,7% de la població activa a l'octubre. Suma, per tant, un augment de mig punt percentual en poc més de sis mesos. En aquesta tessitura globalment negativa, la inflació representa un alleujament. Al novembre, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va situar en el 2,1% interanual, lluny del màxim anual del 4,0% del juliol. La remissió de les tensions dels components d'energia i aliments ha propiciat aquesta notable distensió inflacionista. Un cop descomptats aquests components volàtils, la taxa resultant es va situar en el 2,1% interanual.

La treva inflacionista situa el creixement com el principal objectiu de la política econòmica a la zona de l'euro. En aquest sentit, cal recordar que el Consell Europeu va decidir, el passat 12 de desembre, adoptar el paquet d'estímul fiscal proposat amb anterioritat per la Comissió Europea. Es tracta d'una bateria de mesures que puja a un total d'uns 200.000 milions d'euros, la majoria dels quals (uns 170.000 milions d'euros) van a càrrec dels pressupostos nacionals, mentre que els 30.000 milions d'euros restants provindran del pressupost comunitari. La part comunitària del paquet se centra en ampliar el finançament del Banc Europeu d'Inversions destinat a les pimes i en el suport a diferents actuacions en infraestructures de transport, energia i telecomunicacions. Pel que fa a les mesures nacionals, es deixa la tria concreta en mans de cada estat, tot i que se'n coordina la tipologia (ajuts específics a sectors com l'automoció i la construcció, una combinació de més despesa pública amb reducció d'impostos i l'impuls de diferents reformes estructurals pendents).

Negres auguris per al creixement alemany el 2009.

Alemanya: 2009, el pitjor any en dècades

La República Federal d'Alemanya pot estar a punt d'entrar en un dels pitjors exercicis econòmics de la seva història recent. Tot i que la incertesa sobre l'evolució del PIB el 2009 és molt elevada, últimament s'han fet públiques les previsions dels grans instituts d'anàlisi econòmica (coneguts com «els savis»), que s'han situat en escenaris molt negatius. Per exemple, l'Institut IFO anticipa una caiguda del PIB del 2,2% per al 2009, seguida d'un nou descens del 0,2% el 2010. Cal recordar que, en cap de les crisis posteriors al 1960, s'ha assolit un enfonsament superior a l'1% anual.

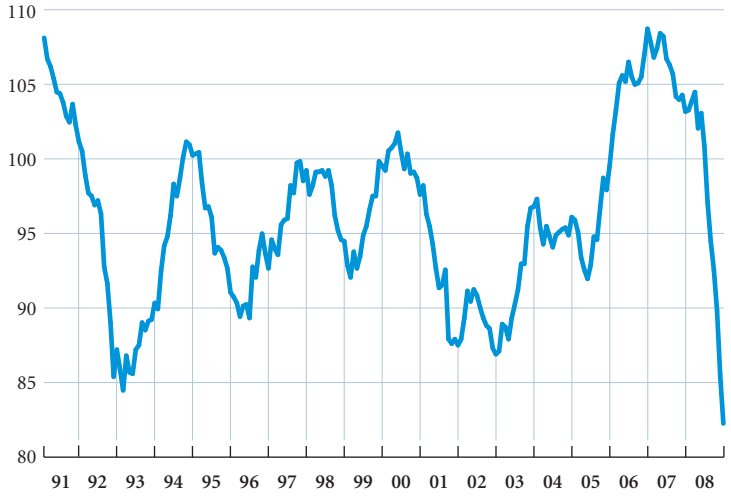
L'indicador IFO, en mínims des del 1991.

Malgrat que, quan es va conèixer aquest escenari macroeconòmic, semblava una mica extrem, pocs dies després es va filtrar la notícia que el Ministeri d'Economia alemany anticipa internament previsions de caiguda del PIB de l'ordre del 3%. Atès aquest magre panorama, s'entén per què, tot i una certa reticència per part del ministre d'economia, Peer Steinbrück, s'especula que, al gener, el govern federal anunciarà un nou paquet d'estímul econòmic que arribaria als 30.000 milions d'euros, aproximadament l'1,2% del PIB. Aquest programa se sumaria als decidits a

S'està plantejant un nou paquet d'estímul econòmic.

ALEMANYA, EN EL PITJOR MOMENT ECONÒMIC DES DE LA REUNIFICACIÓ

Indicador IFO d'activitat empresarial



FONT: Institut IFO.

Consum, inversió i exportacions a la baixa.

l'octubre i al novembre, la suma total dels quals era d'uns 32.000 milions d'euros.

Els últims indicadors coneguts permeten avalar aquest negatiu escenari? Tot i que la situació actual és lluny de l'enfonsament de l'activitat subjacent a les previsions, les tendències són obertament negatives. L'indicador IFO d'activitat empresarial, que normalment és considerat un reflex del pols econòmic general d'Alemanya, va caure al desembre fins al nivell dels 82,6 punts, el registre més negatiu des del 1991, any en què es va començar a publicar aquest indicador. Es tracta d'una manifestació del mal moment que viuen la indústria (la producció industrial es va enfonsar el 3,9% interanual a l'octubre), els serveis i la construcció.

El mal to de l'oferta té el seu correlat pel costat de la demanda. El pols del consum tendeix a deprimir-se a mesura que avança el quart trimestre, com ho palesa el fet que les vendes al detall van caure el 0,8% interanual a l'octubre. Si, a més a més, es pren en consideració que la confiança del consumidor es va situar al novembre en el mínim des del juliol del 2005, s'infereix que el recorregut futur immediat és poc esperançador. Tot això malgrat el manteniment de la taxa d'atur en una zona relativament baixa (el 7,5% al novembre) i la remissió de les tensions inflacionistes (la inflació es va col·locar en l'1,4% interanual al novembre).

La inflació tendeix a moderar-se.

L'enfonsament de la inversió, constatada, per exemple, en el descens interanual de la producció industrial de béns d'equipament proper al 5% a l'octubre, agreuja la situació interna. A més a més, els problemes econòmics germànics no es limiten a la demanda interna. A l'octubre, el superàvit comercial, en saldo acumulat de dotze mesos, es va situar en els 188,2 milions d'euros, xifra que cal comparar amb els 190,7 milions d'euros del mes anterior. Aquesta reducció del saldo comercial va ser deguda al resultat combinat d'una acceleració de les importacions i un alentiment de les exportacions.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	3,2	2,6	1,7	2,7	1,9	0,8	–	...
Vendes al detall	0,3	–2,3	–3,5	–0,9	–0,2	0,5	–0,8	...
Producció industrial	6,0	5,9	5,0	5,0	3,0	–0,1	–3,9	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	103,9	104,0	102,2	95,0	90,2	85,8
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,5	8,1	7,9	7,7	7,5	7,5
Preus de consum	1,6	2,3	3,1	2,9	2,9	3,2	2,4	1,4
Balança comercial (***)	151,3	181,5	195,1	199,1	201,3	194,6	188,2	...

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.

França: enfonsament en el quart trimestre

Així com França va sorprendre positivament en el tercer trimestre, en ser capaç de créixer el 0,1% intertrimestral, en el quart trimestre els indicadors disponibles evidencien que l'economia s'haurà contret. En quina mesura? Segons les previsions del Banc de França, el descens del PIB en els tres últims mesos del 2008 es podria situar en el 0,7%. El banc central gal deriva aquest sobtat enfonsament de la mala evolució de la indústria i també, tot i que amb menys pes, de l'empitjorament de l'activitat del sector terciari. Per acabar d'arrodonir la situació, tant les dades de les enquestes a gestors d'empresa com la cartera de comandes suggereixen que la tendència a la baixa s'intensificarà a mesura que avanci el 2009. Ara com ara, la producció industrial de l'octubre va batre les previsions a la baixa i va caure el 7,2% interanual.

Des de la perspectiva de la demanda, el gros de l'ajustament econòmic es materialitza en el refredament de la despesa de les llars. Diversos indicadors mostren un inici de quart trimestre a la baixa. Així, el consum de les llars va créixer al novembre un mínim 0,7% interanual, inferior fins i tot al feble 0,9% del tercer trimestre, al mateix temps que la confiança del consumidor es mantenia en nivells de l'ordre dels 30 punts negatius a l'octubre i al novembre. La producció industrial de béns d'equipament (que, amb un creixement nul a l'octubre, va empitjorar l'avanç del 0,3% del tercer trimestre), indicador que aproxima el pols de la inversió, mostra una tònica similar.

S'espera una contracció del PIB francès en el quart trimestre.

En aquest context de feblesa interna, no cal esperar cap alleujament per part de la demanda externa, ja que, en els dotze mesos que acaben a l'octubre, el dèficit comercial es va ampliar fins als 55.600 milions d'euros, que cal comparar amb el dèficit de 52.300 milions d'euros del setembre. Els altres desequilibris essencials de l'economia (preus i atur) van oferir resultats contraposats, ja que, mentre la inflació es desaccelerava fins a l'1,6% interanual al novembre (2,7% a l'octubre), la taxa d'atur repuntava fins al 8,2% a l'octubre, dues dècimes percentuals per damunt del registre del setembre.

Tant la demanda interna com l'externa fluixegen.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	2,4	2,1	2,2	2,0	1,2	0,6	–	...
Consum de les llars	3,3	4,4	3,8	2,4	1,5	0,9	0,7	...
Producció industrial	0,9	1,4	2,5	1,6	–0,4	–2,4	–7,2	...
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	7,9	7,7	7,7	8,0	8,2	...
Preus de consum	1,7	1,5	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6
Balança comercial (**)	–27,4	–33,0	–38,1	–41,3	–45,1	–50,3	–55,6	...

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

El pla d'estímul econòmic pal·liarà només parcialment la caiguda de l'activitat.

En aquest marc tan advers, el pla governamental d'estímul fiscal adoptat al començament de desembre, que equival a l'1,3% del PIB, tindrà un abast amb prou feines pal·liatiu. Segons certes estimacions, l'efecte de la bateria de mesures (centrades, fonamentalment, en l'impuls de la inversió) serà, en termes de creixement addicional, de l'ordre del 0,6%, insuficient per evitar la reculada del PIB el 2009.

Itàlia: entrant en la recessió

El PIB d'Itàlia recula el 0,5% en el tercer trimestre.

En el tercer trimestre del 2008, l'economia transalpina va recular el 0,5% intertrimestral, resultat que, sumat al descens del 0,4% del segon trimestre, la posiciona en situació de recessió tècnica. En taxa interanual, el PIB va caure el 0,9% interanual i va empitjorar la reculada del 0,2% del trimestre anterior. En una tònica similar a la verificada a la zona de l'euro en conjunt, la inversió i les exportacions són els components que, amb el seu descens interanual, llasten el creixement italià.

Concretament, en el tercer trimestre, la formació bruta de capital fix va caure l'1,9% interanual (contracció del 0,1% interanual en el segon trimestre), el consum privat va fer-ho el 0,6% (sense can-

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,9	1,4	0,1	0,4	–0,2	–0,9	–	...
Vendes al detall	1,2	0,5	0,5	0,9	–1,7	0,5	...	...
Producció industrial	2,5	–0,1	–2,9	–1,4	–1,6	–4,2	–6,1	...
Taxa d'atur (*)	6,8	6,2	6,3	6,6	6,8	...	–	...
Preus de consum	2,1	1,8	2,4	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–8,9	–9,1	–8,6	–10,4	–12,1	...

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

vis en relació amb el trimestre precedent) i el consum públic va anotar un avanç de l'1,1% interanual (en línia amb l'augment de l'1,3% dels tres meses anteriors). Per la seva banda, les exportacions van caure el 3,1% interanual, lluny de l'augment de l'1,1% del segon trimestre, i les importacions van baixar el 3,4% (que cal comparar amb la reculada de l'1,7% del segon trimestre).

Els escassos indicadors disponibles del quart trimestre apunten a la continuïtat d'aquestes tendències a la baixa, per bé que amb més intensitat. Des de la dimensió de la demanda, cal destacar la caiguda de la confiança del consumidor, que, a l'octubre i al novembre, va baixar 3,5 punts i es va situar en nivells negatius de 26 punts. Cal esmentar que el component de situació present se situa en la zona dels 70 punts negatius, un resultat extraordinari que suggereix una percepció extremadament pessimista per part dels consumidors italians. Pel costat de l'oferta, i per esmentar un únic indicador significatiu, l'enfonsament de la producció industrial (6,1% interanual) revela l'agreujament de la situació cíclica de l'economia. La desacceleració de l'IPC fins al 2,7% interanual al novembre, enfront del 3,5% anterior, passa gairebé inadvertida en un mar de males dades macroeconòmiques.

En el tram final del 2008, la feblesa s'intensifica.

Regne Unit: el consum fa aigües

La conjuntura econòmica es deteriora de forma abrupta en el quart trimestre i consolida l'expectativa que, de les grans economies de la Unió Europea, el Regne Unit patirà la pitjor recessió. La reculada de la confiança del consumidor (superior als quatre punts a l'octubre i al novembre), la profunda contracció de les matriculacions d'automòbils (propera al 40% interanual al novembre) i la desacceleració de les vendes al detall (creixement del 2% interanual a l'octubre) confirmen que el pulmó de l'economia, el consum, respira amb dificultat. Es tracta d'una situació preocupant, ja que un dels seus fonaments, el de la situació laboral, encara resisteix relativament bé. Així, en el segon trimestre, encara es creava ocupació i la taxa d'atur, en el 3% a l'octubre, és reduïda.

Notable empitjorament en els últims mesos del 2008 al Regne Unit.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	2,8	3,0	2,9	2,3	1,5	0,3	–	…
Vendes al detall	3,2	4,4	3,8	5,4	4,4	2,3	2,0	…
Producció industrial	0,7	0,4	1,0	0,6	–1,2	–2,5	–5,2	…
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3
Preus de consum	2,3	2,3	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1
Balança comercial (**)	–72,5	–83,2	–88,4	–90,9	–93,2	–94,6	–94,0	…
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,3	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	98,0	103,9	102,2	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
(***) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

La inflació comença a abandonar els elevats nivells dels mesos anteriors.

La tònica inversora no és millor. El grau d'utilització de la capacitat productiva va baixar per sota del 80% en el quart trimestre, situació que no es vivia des del quart trimestre del 2005. L'evolució de la demanda externa també és alarmant. Tot i la depreciació de la lliura esterlina, el canvi efectiu nominal de la qual ha perdut més del 15% del seu valor en l'últim any, el dèficit comercial amb prou feines es corregeix. Aquestes dificultats exteriors expliquen, en part, el mal to de la indústria. A l'octubre, la producció industrial va caure més del 5% interanual i va agreujar el descens interanual del 2,9% del setembre.

L'única nota optimista del mes l'aporta la inflació. Després d'assolir cotes preocupants al setembre, superiors al 5,2% interanual, l'IPC es va moderar fins al 4,1% interanual al novembre i va alleujar notablement la preocupació generada per un escenari estagflacionista (recessió amb inflació). Tot i que els nivells actuals encara doblen l'objectiu d'inflació del Banc d'Anglaterra del 2%, les previsions fan pensar que la situació pot ser reconduïda en pocs mesos.

Mercats monetaris i de capital

Els bancs centrals encaren nous reptes

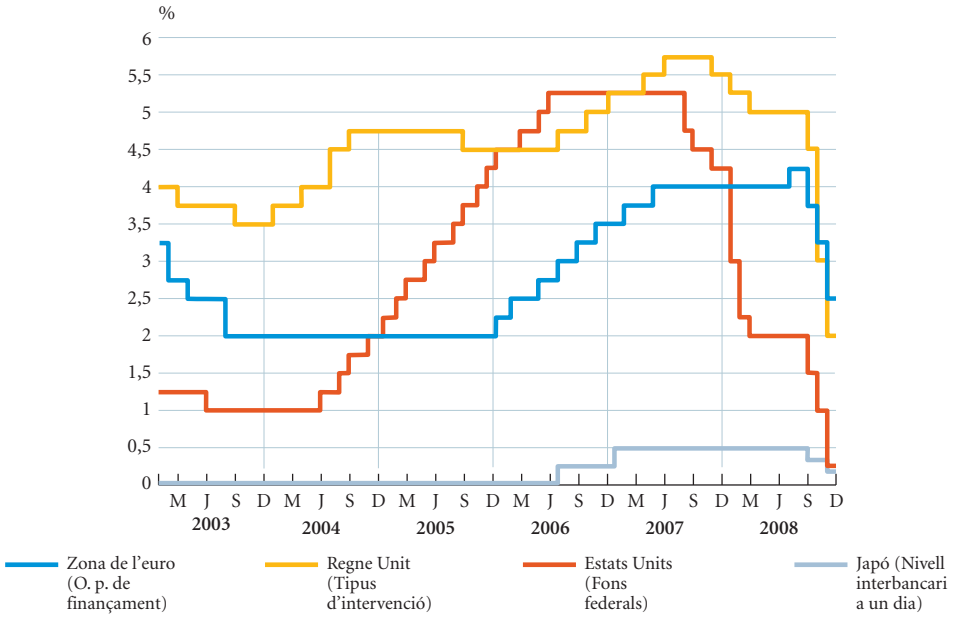
En les últimes setmanes, amb escasses excepcions, els bancs centrals han seguit la tendència de retallar els tipus d'interès de referència. La Reserva Federal, fins i tot, l'ha apropat al límit del 0%, atesos el panorama de recessió i les perspectives de deflació. Cal preguntar-se si, quan un banc central retalla el tipus d'interès fins al 0%, ja no té més armes per lluitar contra aquesta situació. La resposta és que encara es poden continuar aplicant accions d'estímul de l'economia, com ho demostra l'episodi del Japó als anys noranta, l'única experiència d'aquest tipus en els temps contemporanis. Per aquest motiu, els bancs centrals recuperen amb urgència els manuals d'ampliació de les mesures d'expansió de la base monetària, per continuar injectant liquiditat, en el que s'anomena ara «expansió quantitativa». És a dir, passar de determinar els tipus d'interès a establir un objectiu de creixement de les reserves dels bancs en el banc emissor.

Així, podem considerar que hi ha tres fases en la conducció de la política monetària dels bancs centrals quan cal injectar liquiditat en el sistema. La primera, i

Els bancs centrals tenen instruments per continuar injectant diners en l'economia fins i tot quan el tipus d'interès arriba al 0%...

ASSOLINT EL LÍMIT INFERIOR

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals.

...establint objectius quantitatius d'expansió de les reserves bancàries.

més habitual, és rebaixar el tipus d'interès oficial. Quan s'ha assolit el 0% i el banc central s'obliga a mantenir-lo durant un llarg període de temps, s'inicia la segona fase, en què es comença a aplicar una política d'expansió quantitativa que consisteix en la compra per part del banc central de deute públic per tal de continuar injectant liquiditat en el sistema financer. L'última fase seria ampliar els actius admesos per part del sistema financer per injectar liquiditat, com, per exemple, bons de renda fixa privada o altres tipus d'actius, per continuar influint en les expectatives d'una recuperació econòmica i facilitar una major velocitat en els ajustaments en el sistema financer. En aquest cas, el banc central canvia el perfil de risc dels actius del seu balanç.

La Reserva Federal abaixa el tipus d'interès oficial fins a un rang del 0%-0,25%.

La Reserva Federal ha superat ja la primera fase. En la reunió del 16 de desembre, va retallar el tipus d'interès oficial en 75 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) i va deixar-lo en el 0,25%, mínim que no es veia des de la creació del banc central dels Estats Units el 1914. Al seu comunicat, el banc emissor especificava, estrictament, que el tipus d'interès oficial es mourà en un rang que va del 0% al 0,25%.

La Fed decideix continuar comprant bons amb suport hipotecari i es planteja la possibilitat d'adquirir deute públic.

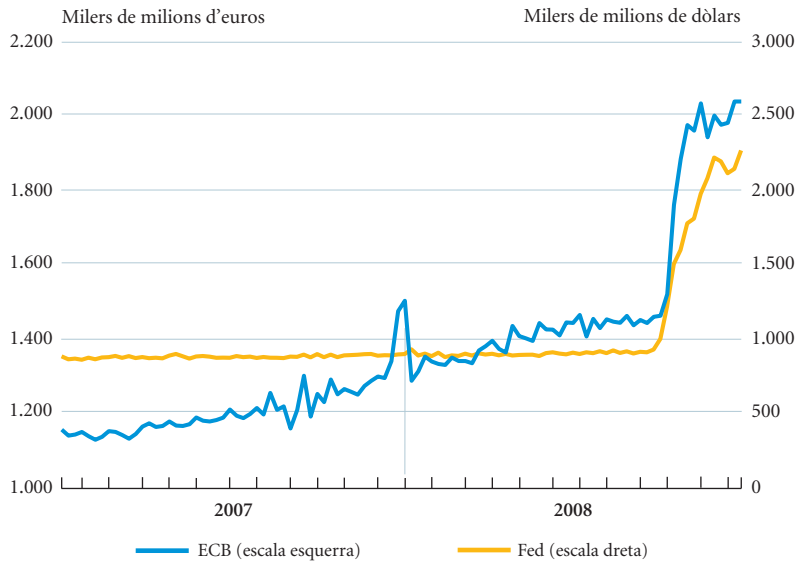
Al comunicat, els membres del comitè de mercat obert de la Fed consideren que les qüestions més preocupants són el fort deteriorament del mercat laboral i la desacceleració de la producció industrial, del consum i de la inversió. A més a més, reconeixen la gravetat d'aquesta recessió pel factor afegit de la restricció creditícia als mercats de capitals. Addicionalment, la Fed admet que les pressions inflacionistes, que eren una de les preocupacions al llarg d'enguany, han cedit de forma apreciable i, fins i tot, espera que es mantingui aquesta tendència, a causa de la forta caiguda dels preus de les primeres matèries.

A més a més, la Fed va aprofitar el comunicat per donar tres importants missatges sobre la futura direcció de la seva política monetària. El primer és que utilitzarà tots els mitjans al seu abast perquè l'economia nord-americana torni a una via de creixement estable. El segon és que les excepcionals condicions actuals exigiran el manteniment d'un tipus d'interès oficial tan baix com l'actual durant un llarg període de temps. El tercer és que, durant els propers trimestres, el banc central adquirirà grans quantitats de deute d'agències i bons que tinguin com a col·lateral actius hipotecaris, per donar suport al mercat hipotecari i al sector de la construcció.

D'altra banda, el Comitè afegeix que està estudiant els beneficis de començar una política de compra de deute públic a llarg termini. I deixa oberta la possibilitat de seguir noves vies per utilitzar el seu balanç amb el doble objectiu de donar suport als mercats de capitals i estimular l'activitat econòmica. En termes de les tres fases explicades més amunt sobre la conducció de la política monetària per injectar liquiditat, es produeix la paradoxa que la Fed ha anat directament a la tercera, és a dir, l'acceptació d'actius no convencionals per atorgar liquiditat, i està estudiant la segona fase, és a dir, l'adquisició de deute públic a llarg termini. En definitiva, però, el banc central dels Estats Units ja ha reconegut públicament una política que va començar a aplicar fa molts mesos d'injecció massiva de liquiditat utilitzant el seu balanç.

Al gràfic següent, es pot comprovar aquesta forta expansió que ha fet créixer l'actiu del balanç de la Fed des del bilió de dòlars del setembre del 2008 fins als 2,2 bilions del final de desembre. Un increment brutal que, en menys d'un trimestre, duplica el balanç del banc central dels Estats Units. Al mateix gràfic, es pot

TOTAL D'ACTIUS DEL BALANÇ DEL BANC CENTRAL EUROPEU I DE LA RESERVA FEDERAL



FONTS: Bancs centrals.

observar que el Banc Central Europeu (BCE) també ha injectat massives dosis de liquiditat, reflectides en l'augment de l'actiu en el seu balanç.

Precisament, el BCE, en la reunió del 4 de desembre, va decidir retallar el tipus d'interès de referència en 75 punts bàsics fins a deixar-lo en el 2,50%. El governador Jean-Claude Trichet va fer públiques les estimacions del banc emissor sobre el creixement per a l'any vinent de la zona de l'euro i espera que sigui negatiu per primer cop des del 1993. Però les revisions a la baixa de les previsions del banc emissor sobre la inflació per a la zona de l'euro li permeten tenir menys restriccions per continuar abaixant el tipus d'interès oficial.

El BCE està preocupat per l'impacte de la crisi financera sobre l'economia real, que es posa de manifest amb la desacceleració de la concessió de crèdit als residents de la zona de l'euro. Si al gener d'enguany aquesta variable creixia a una taxa interanual de l'11,1%, l'última dada del mes d'octubre mostra un creixement del 7,8%. I, tot i que el BCE dóna suport als plans de despesa fiscal per contrarestar la severitat de la desacceleració econòmica, recorda als països membres de la Unió Europea la necessitat de mantenir la disciplina fiscal a mitjà i a llarg termini. Per tant, continua considerant que el Pacte d'Estabilitat i Creixement és una eina essencial. Finalment, el BCE incideix en la necessitat de realitzar canvis estructurals per reforçar la flexibilitat de l'economia perquè pugui absorbir amb més facilitat xocs negatius com el que experimenta actualment.

El mateix dia que el BCE retallava els tipus d'interès, el Banc d'Anglaterra rebaixava en 100 punts bàsics el tipus d'interès oficial fins al nivell del 2%, el més baix des del 1951. El motiu és el fort deteriorament de l'economia britànica, que sorprèn els membres del Comitè de Política Monetària del banc central del Regne Unit. Els bancs centrals de Suècia i de

Els bancs centrals de la zona de l'euro i dels Estats Units utilitzen els balanços per injectar liquiditat.

La retallada de tipus oficials, la major informació sobre les pèrdues bancàries i les recapitalitzacions bancàries han impulsat la millora al mercat interbancari.

Dinamarca van seguir el mateix moviment.

Una altra sorpresa en l'actuació dels bancs centrals ha estat la retallada aplicada pel Banc del Japó al tipus d'interès oficial. El Japó tenia el tipus d'interès oficial en el 0,30%, però, el 19 de desembre, el banc emissor va decidir abaixar-lo fins al 0,10% i va anunciar que ampliarà la compra de deute públic per injectar liquiditat en l'economia nipona.

S'intensifica la caiguda de la rendibilitat del deute públic

La tendència de descens dels tipus directors dels bancs centrals afecta els mercats interbancaris i els ajuda a destensionar-se. En definitiva, el fort augment de la liquiditat rebaixa el preu dels fons que els bancs es presten els uns als altres. L'augment de la liquiditat i totes les mesures adoptades pels bancs centrals i pels governs, fins i tot les més heterodoxes, han

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2007									
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	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,70
Setembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Novembre	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Desembre (1)	2,50	3,08	3,26	0,25	1,50	0,10	2,00	2,98	0,75

NOTES: (1) Dia 19.
(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 8-03-07 (3,75%), 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%), 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%).
(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%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).
(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%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (2,0%).
(5) Tipus d'interès interbancari.
FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

fet disminuir la forta aversió al risc que mostrava el mercat interbancari cap al mes de setembre. A més a més, la major transparència en la publicació de les pèrdues bancàries, les recapitalitzacions bancàries, tant públiques com privades, i l'activisme demostrat pels governs han estat factors addicionals perquè es mantingui la tendència iniciada a l'octubre de rebaixa dels tipus d'interès a l'interbancari. Aquest procés permet afirmar que fa uns mesos que la situació millora de manera continuada.

Així, per exemple, a la zona euro, l'euríbor a tres mesos cotitzava el 3,08% el 19 de desembre, una disminució de 77 punts bàsics en relació amb el final de novembre. Però potser el canvi més significatiu ha estat la forta caiguda del tipus d'interès euríbor a 12 meses, que, després d'haver perforat amb seguretat el nivell psicològic del 4%, cotitzava en el 3,26% cap a la meitat de desembre. Als Estats Units, els nivells assolits són espectaculars i històrics. Tot i que la situació no s'ha normalitzat al mercat interbancari de cap àrea, els bancs nord-americans estan disposats a prestar-se diners a tres mesos exigint una rendibilitat de només l'1,5%. El Japó no s'ha mantingut al marge, ja que ha tornat a nivells del 0,10% en el tres mesos interbancari. Al mercat anglès, la retallada també ha estat substancial. Mentre que, al setembre, els bancs del Regne Unit es prestaven diners a tres mesos exigint una rendibilitat del 6,3%, ara es pot aconseguir la mateixa quantitat de diners al mateix termini abonant una rendibilitat del 2,98%, és a dir, menys de la meitat del tipus d'interès que havien de pagar només fa tres mesos. Aquestes dades demostren que els bancs centrals han tingut èxit en l'objectiu d'abaratir el cost de captació de capital al mercat interbancari per part de les entitats de crèdit.

La rendibilitat del deute públic a llarg termini cau a nivells mínims.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2007								
Novembre	4,13	4,26	4,32	4,48	3,94	1,48	4,64	2,88
Desembre	4,31	4,42	4,43	4,65	4,02	1,51	4,51	3,05
2008								
Gener	3,93	4,05	4,13	4,31	3,59	1,44	4,48	2,81
Febrer	3,89	4,01	4,06	4,33	3,51	1,37	4,47	2,96
Març	3,90	4,11	4,22	4,42	3,41	1,28	4,35	2,92
Abril	4,12	4,33	4,39	4,58	3,73	1,59	4,67	3,12
Maig	4,41	4,59	4,62	4,86	4,06	1,76	4,99	3,19
Juny	4,62	4,81	4,90	5,17	3,97	1,60	5,13	3,29
Juliol	4,36	4,53	4,67	4,90	3,95	1,54	4,81	3,05
Agost	4,18	4,38	4,55	4,82	3,81	1,42	4,48	2,89
Setembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Novembre	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Desembre (*)	2,99	3,46	3,83	4,33	2,07	1,24	3,19	2,15

NOTA: (*) Dia 19.
FONT: Bloomberg.

El deute públic espanyol rendeix per sota del 4%.

En el cas del deute públic a llarg termini, la retallada dels tipus d'interès oficials ha impulsat l'augment del preu dels bons i la intensa caiguda de les rendibilitats que ofereixen. Addicionalment, en el cas dels Estats Units, l'anunci de l'estudi per part de la Fed de l'adquisició de deute públic a llarg termini ha enfonsat la rendibilitat que ofereixen els bons nord-americans. Els inversors estan disposats a comprar deute públic amb venciment a 10 anys, que els ofereix només una rendibilitat del 2,07% anual. Un nivell que no s'allunya gaire del que ofereix el deute públic a llarg termini alemany, que, tot i oferir una rendibilitat més elevada, és només del 2,99%.

A la resta de la zona de l'euro, també s'ha produït una rebaixa intensa dels tipus d'interès del deute públic. Per exemple, en el cas d'Espanya, un bo emès per l'Estat amb venciment a 10 anys cotitza ara al 3,83%. La rendibilitat que oferien els bons espanyols al juny, gairebé el 5%, ha baixat per l'excepcional deteriorament de la situació econòmica. No obstant això, tots els factors fan pensar que aquesta situació de baixos tipus d'interès en el deute públic es mantindrà durant els propers mesos.

Fort augment de la volatilitat al mercat de divises

La retallada del tipus d'interès de referència de la Reserva Federal ha impulsat una forta depreciació del dòlar. En general, una davallada intensa dels tipus d'interès en un país acostuma a comportar el risc de depreciació de la seva divisa. Una

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

19-12-2008

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	89,3	–7,2	–25,1	–27,0
Lliura esterlina	0,669	–0,1	32,7	33,6
Franc suís	1,103	–10,1	–2,8	–4,8
Dòlar canadenc	1,228	–2,2	18,7	18,3
Pes mexicà	13,162	–2,7	17,2	17,6
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,398	11,9	–4,2	–2,8
Ien japonès	124,8	4,4	–23,5	–23,5
Frano suís	1,541	1,6	–6,8	–7,3
Lliura esterlina	0,934	11,8	27,1	29,7
Corona sueca	10,950	6,9	16,0	15,8
Corona danesa	7,451	0,0	–0,1	–0,2
Zloty polac	4,082	7,2	13,5	12,9
Corona txeca	26,34	2,4	–0,8	0,2
Forint hongarès	264,5	–2,7	4,6	4,0

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

rebaixa tan intensa del tipus d'interès oficial fins al 0% fa menys atractiva l'adquisició d'actius de renda fixa del país que ofereix una rendibilitat molt baixa. Per aquest motiu, els inversors internacionals tenen menys interès a comprar aquests actius, i, per tant, hi ha una demanda menor de la divisa en què estan emesos aquests valors financers. D'altra banda, els tipus d'interès al 0% indiquen una greu situació de dificultat. En aquest entorn, els inversors estrangers no compraran dòlars per adquirir renda variable, ja que és previsible un deteriorament dels beneficis que les empreses presentaran en els propers trimestres.

Finalment, aquesta injecció massiva de dòlars per part del banc central elimina l'escassetat de la divisa experimentada per la resta de bancs del món. Tots aquests motius han fet caure el dòlar, que, en l'últim mes, s'ha depreciat l'11,9% enfront de l'euro i el 7,2% enfront del ien japonès, com es pot veure a la taula anterior. Així, s'ha trencat el rang en què cotitzava l'euro-dòlar, entre 1,25 i 1,30, i que es mantenia des del final d'octubre. La moneda nord-americana també s'ha depreciat enfront del dòlar canadenc i del peso mexicà, en els dos casos al voltant del 2,5% en el mateix període. En canvi, ha resistit bé enfront de la lliura esterlina.

No obstant això, la lliura esterlina s'ha depreciat intensament enfront de la resta de divises quan els inversors han reduït les tinences d'actius emesos en aquesta divisa. En concret, només en un mes, s'ha depreciat l'11,8% enfront de l'euro. El 19 de desembre, un euro comprava 0,934 lliures esterlines, nivell màxim històric no assolit mai des del naixement de la divisa única. El fort deteriorament de l'economia anglesa i les perspectives de davallades més intenses i ràpides per part del Banc d'Anglaterra en comparació amb el BCE expliquen el procés descrit.

El dòlar i la lliura esterlina es deprecien de forma intensa enfront de la resta de divises.

Respir a les borses en el mes de desembre

Després de les fortes caigudes de les borses de tot el món en els mesos d'octubre i novembre, el mes de desembre ha aportat un agradable respir. Coherent amb les millores als mercats interbancaris i amb la menor quantitat de notícies negatives en comparació amb els dos mesos anteriors, la renda variable ha tingut alces, en alguns casos considerables, a la majoria de les places dels països desenvolupats.

Un exemple ha estat la borsa dels valors tecnològics als Estats Units, el Nasdaq, que presenta una variació mensual del 12% fins al 19 de desembre. Fins i tot la borsa de Tòquio, després de saber-se l'entrada en recessió del país i la notícia que la previsió oficial del govern del creixement de l'any vinent és negativa, ha aconseguit defensar-se amb una pujada moderada del 3,8% en variació mensual. El selectiu espanyol, l'IBEX 35, amb una alça del 11,3% mensual, ha estat una de les grans destacades tot indicant els inversors que potser s'havia sobrereaccionat venent les accions de les companyies espanyoles.

No solament ha estat la lleugera millora experimentada per part de la resta de mercats financers, sinó també haver abandonat el pànic viscut durant els mesos anteriors. És evident que l'any 2008 ha estat molt complicat per als inversors en renda variable. Caigudes acumulades des de l'inici de l'any que han arribat a superar el 50%, com, per exemple, els índexs de les borses d'Amsterdam i de Milà, indiquen el fort ajustament de valoració viscut al mercat de renda variable.

Després de dos mesos consecutius de fortes caigudes, al desembre es produeix una lleugera pujada al mercat de renda variable.

És important destacar la massiva evaporació de riquesa viscuda a les borses mundials. Per això és útil el concepte de

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

19-12-2008

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*8.605,0*	*7,6*	*–35,1*	*–34,8*
Standard & Poor's	*885,3*	*9,8*	*–39,7*	*–39,1*
Nasdaq	*1.552,4*	*12,0*	*–41,5*	*–40,3*
Tòquio	8.588,5	3,8	–43,9	–42,9
Londres	4.214,7	5,2	–34,7	–32,9
Zona de l'euro	2.422,7	5,5	–44,9	–43,7
Frankfurt	*4.703,3*	*8,0*	*–41,7*	*–40,0*
París	*3.177,8*	*2,9*	*–43,4*	*–42,2*
Amsterdam	*246,8*	*3,6*	*–52,2*	*–50,9*
Milà	*19.221,0*	*–1,6*	*–50,1*	*–49,4*
Madrid	*9.136,4*	*11,3*	*–39,8*	*–39,8*
Zuric	5.443,2	–1,5	–35,8	–35,2
Hong Kong	15.127,5	18,0	–45,6	–44,0
Buenos Aires	1.116,4	20,6	–48,1	–47,6
São Paulo	39.536,3	18,4	–38,1	–35,9

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.

Durant l'any 2008, s'han evaporat 29 bilions de dòlars en termes de valoració de les empreses que cotitzen en borsa a tot el món.

capitalització borsària, és a dir, el valor en borsa de les companyies, obtingut en multiplicar el nombre d'accions de cada empresa pel seu preu per esbrinar així el valor atorgat pel mercat. Si el càlcul s'efectua l'1 de gener del 2008 per a totes les empreses del món que cotitzen en borses oficials, s'obté la xifra de 60,8 bilions de dòlars. En canvi, si el càlcul es fa el 19 de desembre, el valor de totes les companyies és només de 31,8 bilions de dòlars. Dit d'una altra manera, durant l'any 2008, el valor de totes les empreses que cotitzen al món s'ha reduït gairebé el 50%. La desaparició de 29 bilions de dòlars és com si hagués desaparegut la riquesa generada durant tot un any als Estats Units, la zona de l'euro i el Japó.

El món està palanquejat, com es despalanquejarà?

Després d'anys de fort creixement de l'endeutament a la majoria de les economies avançades, s'ha iniciat un procés de correcció d'aquesta tendència. Enlloc és tan evident com als Estats Units, on el deute de les famílies va caure en termes nominals en el tercer trimestre del 2008 per primer cop almenys des del 1952, primer any per al qual hi ha dades. El sector financer va ser el primer que va començar aquest procés de «despalanquejament», obligat per unes pèrdues que n'han deteriorat el nivell de capitalització i pel tancament dels mercats de finançament internacionals. Després, les famílies i les empreses no financeres s'han encomanat d'aquesta dinàmica: algunes, forçades per la dificultat d'accés al crèdit; d'altres, perquè, atesa la incertesa generada per les perspectives econòmiques, prefereixen estalviar.

Des de l'inici de la crisi *subprime*, el sector financer internacional ha reconegut pèrdues superiors a 1 bilió de dòlars. Per contrarestar-ne l'impacte sobre les ràtios de solvència (en altres paraules, el nivell de capitalització), les entitats que no han fet fallida han seguit dues estratègies: d'una banda, han atret nou capital (en un principi, d'inversors privats; més tard, en molts casos, capital públic), i, simultàniament, han començat a limitar el creixement o, fins i tot, a reduir la quantitat d'actius en el seu balanç, en especial dels més arriscats, per reduir possibles pèrdues futures (o per reduir el capital regulador exigit). Això ha contribuït a limitar l'oferta de crèdit a les empreses i a les llars.

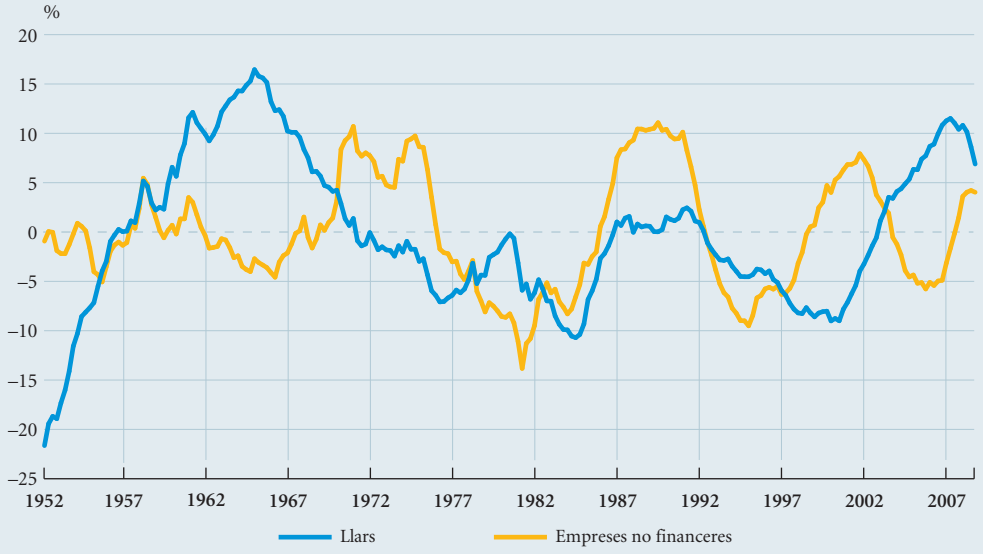
Les institucions financeres també s'han vist forçades a reduir el palanquejament per una raó molt simple: la incertesa sobre la seva solvència i la intensificació de l'aversió al risc han assecat els mercats de capitals on es finançaven. Aquest efecte ha estat especialment intens per a les entitats que utilitzaven vehicles fora de balanç altament palanquejats (els ja famosos *Special Investment Vehicles*) per invertir en actius d'alt risc o per a institucions poc o gens regulades, com els *hedge funds*, que utilitzaven el palanquejament per multiplicar la rendibilitat.

Un despalanquejament desordenat o abrupte pot ser molt perniciós, i això justifica els plans d'injecció de liquiditat i de recapitalització orquestrats pels governs i pels bancs centrals. La venda precipitada d'actius empeny els preus a la baixa, la qual cosa deteriora els balanços del sistema financer en conjunt i genera una espiral a la baixa de pèrdues de capital, de vendes forçades d'actius i de caigudes de preus d'aquests actius. Si no s'atura a temps, aquesta espiral pot desembocar en un *credit crunch*, una limitació generalitzada de l'oferta de crèdit. Precisament, la dificultat d'accés al crèdit de les llars i de les empreses i l'augment general de la incertesa s'han convertit en catalitzadors del procés de despalanquejament fora del sector financer en els últims mesos del 2008.

D'una banda, les llars han accelerat la reducció del nivell de deute arran de la major incertesa generada, en part, per la creixent taxa d'atur. La reducció de la riquesa, afectada en especial per la caiguda del preu de l'habitatge, també ha afavorit una major preferència per l'estalvi. De l'altra, l'increment de la incertesa també ha afectat les empreses no financeres, que han reduït la inversió i han augmentat la liquiditat dels balanços. A més a més, algunes s'havien endeutat per adquirir altres companyies utilitzant l'actiu adquirit com a garantia del crèdit. La caiguda del valor d'aquestes adquisicions ha precipitat el despalanquejament quan les empreses endeutades no han pogut aportar garanties addicionals per als seus crèdits o no han pogut respondre als venciments.

EL DEUTE DE LES EMPRESES I DE LES LLARS ESTÀ MOLT PER DAMUNT DE LA TENDÈNCIA A LLARG TERMINI ALS ESTATS UNITS

Desviació de la ràtio deute sobre el PIB % en relació amb la tendència



FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

El procés de reducció del deute de les llars i de les empreses ocasionarà que el consum i la inversió registrin el 2009 taxes de creixement negatives a la majoria d'economies avançades, fins i tot als Estats Units i a les més grans de la zona de l'euro. La magnitud d'aquest efecte, però, dependrà de l'efectivitat dels plans d'estímul fiscal anunciats en les últimes setmanes, que pretenen reactivar l'activitat econòmica, preservar l'ocupació i, d'aquesta manera, suavitzar el procés de despalanquejament del conjunt dels agents econòmics. L'efectivitat de les mesures adoptades pels diferents bancs centrals també és fonamental, ja que en depèn la reactivació de l'activitat creditícia i, sobretot, que no es doni un procés deflacionista. Una deflació seria especialment perillosa, ja que augmentaria el nivell de deute en termes reals, la qual cosa forçaria una contracció més intensa del consum i de la inversió. De tota manera, l'expansió monetària iniciada per la Fed i pel BCE (vegeu el requadre Recessió però no depressió) hauria de ser suficient perquè la inflació repunti en la segona meitat del 2009.

L'any que comença estarà marcat pel despalanquejament del sector privat. El seu impacte sobre l'activitat econòmica dependrà de la velocitat d'aquest ajustament, que estarà influïda per l'activisme de les polítiques monetàries i per la capacitat esmorteïdora dels plans d'expansió fiscal. No hem de perdre de vista, però, que aquests plans comporten un fort palanquejament del sector públic, un procés probablement necessari però que també caldrà revertir a mitjà termini.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

S'intensifica la contracció econòmica

Després que, en el tercer trimestre del 2008, el producte interior brut (PIB) registrés el primer descens intertrimestral des del començament de 1993, els indicadors disponibles del quart trimestre apunten a una intensificació de la contracció de l'activitat econòmica. Tant el consum com la inversió continuen perdent impuls. Des de l'òptica de l'oferta, la construcció prossegueix un dur ajustament, però també la indústria i els serveis perden gas.

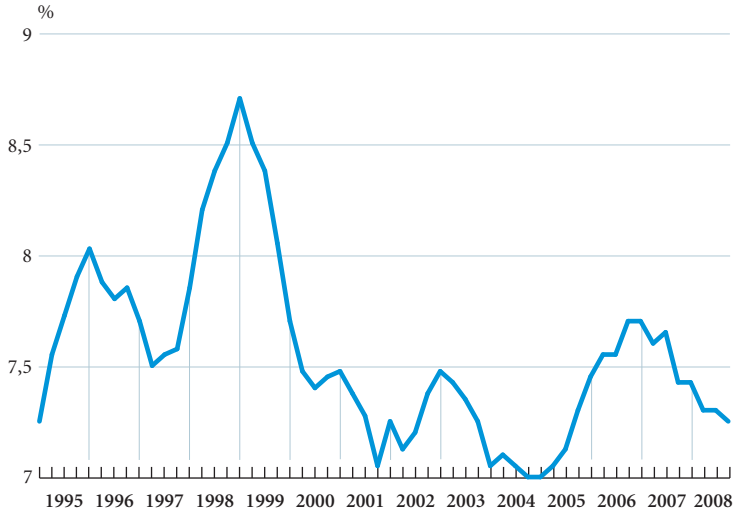
En aquest marc, les dades de la Central de Balanços Trimestral del Banc d'Espanya permeten fer una radiografia de la situació de les empreses. Segons els resultats corresponents al tercer trimestre del 2008, la salut econòmica de les empreses és, en general, bona, però s'aprecien clars senyals de deteriorament. Fins al setembre, el valor afegit brut generat per les empreses no financeres, que s'obté deduint els consums intermedis del valor de la producció, només va augmentar l'1,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior, 3,6 punts menys que un any abans.

Malgrat la intensa desacceleració econòmica, les despeses de personal de les empreses de la mostra van augmentar el 5,0% en relació amb el mateix període del 2007, 6 dècimes més que un any abans, a causa de la pujada generalitzada de les remuneracions mitjanes, segurament a conseqüència de l'aplicació de clàusules de revisió salarial. D'aquesta manera, el resultat econòmic brut de l'ex-

La salut econòmica de les empreses és bona, però s'aprecien clars senyals de deteriorament.

LA RENDIBILITAT EMPRESARIAL ES DESACCELERA LLEUGERAMENT

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



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

Taxes de variació anual

	2007	Trimestres I a III	
		2007	2008
Valor de la producció	7,3	4,2	9,7
Consums intermedis	8,3	4,0	14,3
Valor afegit brut (VAB)	**5,1**	**4,6**	**1,0**
Despeses de personal	6,1	4,4	5,0
Resultat econòmic brut d'explotació	**4,2**	**4,7**	**–1,8**
Ingressos financers	31,5	13,6	26,9
Despeses financeres	38,7	37,4	28,7
Amortitzacions i provisions	–1,0	–0,4	–1,4
Resultat ordinari net	**5,9**	**0,2**	**–3,6**
Ingressos i despeses extraordinaris	75,9	–24,5	107,1
Provisions i impostos	43,8	–11,4	–11,9
Resultat net	**9,8**	**–2,8**	**25,7**

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

Fins al setembre del 2008, el resultat ordinari net de les empreses presenta un descens interanual del 3,6%.

plotació va disminuir l'1,8% en relació amb el mateix període d'un any abans.

Seguint amb la cascada de resultats, els ingressos financers van créixer una mica menys que les despeses financeres. D'aquesta manera, tot i que les amortitzacions i les provisions d'explotació es van reduir l'1,4%, el resultat ordinari net va mostrar un descens del 3,6%.

No obstant això, les operacions de caràcter extraordinari van tenir un impacte favorable sobre el resultat final de les empreses. Així, van compensar l'evolució negativa de l'activitat ordinària i van possibilitar que el resultat net s'incrementés el 25,7% anual. Cal destacar que, si no s'haguessin produït algunes operacions molt excepcionals per part d'alguns grans grups multinacionals espanyols, el resultat net del període gener-setembre del 2008 hauria tendit a l'estancament.

Al novembre, l'enfonsament de les vendes d'automòbils arriba gairebé al 50% interanual.

No obstant això, el rendiment de l'actiu net presentava un nivell notable del 7,6%, per bé que inferior en 2 dècimes al del mateix període del 2007. La rendibilitat ordinària dels recursos propis es va col·locar en el 9,7%, pel fet que el cost financer es va situar 2,5 punts per sota del rendiment ordinari de l'actiu net. No obstant això, la rendibilitat dels recursos propis va disminuir 1,3 punts en relació amb un any abans. Els nivells de les rendibilitats empresarials sostenen la inversió i l'ocupació, però la seva tendència és decreixent.

Tornant a la conjuntura, el consum de les llars es va continuar afeblint, sobretot el de béns duradors. Així, al novembre, les vendes d'automòbils van patir un enfonsament del 49,6% en relació amb el mateix mes del 2007. Aquesta situació obeeix a unes condicions de finançament més restrictives i també a un profund deteriorament de la confiança dels consumidors arran de la sobtada alça de l'atur. De fet, al novembre, l'indicador de confiança dels consumidors es va mantenir en la cota mínima històrica de la sèrie anotada a l'octubre.

La inversió tampoc no travessa un bon moment, a causa de la feblesa de les de-

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Consum								
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	–2,7	–0,8	–5,6	–5,5	–8,3	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	7,7	–1,2	–6,9	–4,1	...	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	1,3	–15,3	–19,6	–32,5	–40,0	–49,6
Crèdit al consum de béns duradors	14,5	10,0	9,9	8,8	7,1	3,4	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–12,3	–13,3	–17,3	–20,0	–31,3	–38,3	–44,0	–44,0
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	3,3	2,0	–3,1	–3,8	–13,8	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	9,0	–16,0	–16,4	–15,9	...	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	4,7	–29,5	–34,1	–50,1	–54,3	–63,2
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	9,0	7,3	7,5	4,3	0,2	–4,1	...	...
Exportacions	5,6	4,2	4,6	2,2	6,6	7,8	...	...

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(**) En volum.
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

mandes interior i exterior i de l'alentiment dels beneficis empresarials. A més a més, la utilització de la capacitat productiva industrial va continuar disminuint en el quart trimestre. Així, la producció industrial de béns d'equipament va caure el 13,8% a l'octubre en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Les vendes interiors d'equipament i *software* a les grans empreses van anotar una davallada interanual del 9,2% a l'octubre. El consum aparent de ciment, indicador avançat de la inversió a la construcció, es va continuar enfonsant, fins a mostrar un decrement anual del 41,5% al novembre.

Des del vessant de l'oferta, el sector industrial està patint un dur càstig a causa de la caiguda de la demanda i dels problemes de competitivitat acumulats. Així, l'índex general de producció industrial va registrar una forta davallada del 12,8% a l'octubre en relació amb el mateix mes del 2007. Per la seva banda, les entrades de comandes a la indústria van baixar el 14,6% a l'octubre en relació amb el mateix mes de l'any anterior. En aquest context, l'indicador de confiança industrial va tornar a disminuir al novembre fins al nivell mínim d'aquest cicle.

Però l'epicentre de l'ajustament sectorial se situa, sens dubte, a la construcció, després d'haver gaudit d'un llarg període de forta expansió. No obstant això, l'indicador de confiança a la construcció va experimentar una certa millora al novembre. Per la seva banda, el sector immobiliari continuava deprimit, amb un descens de les transaccions d'habitatges del 27,1% al setembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior. En el mateix mes, els visats d'obra nova sobre habitatge van registrar una caiguda interanual del 63,5%, una mica inferior a l'anotada a l'agost.

El consum aparent de ciment baixa més del 40% al novembre en relació amb el mateix mes del 2007.

Les entrades de comandes a la indústria cauen el 15% a l'octubre en relació amb dotze mesos abans.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	4,0	4,4	4,9	2,5	2,6	1,8	–1,7	–4,9
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	–0,2	–0,5	–5,1	–6,1	–12,8	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	–3,3	–7,0	–11,9	–18,7	–27,0	–33,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,5	81,3	81,1	81,3	80,3	79,3	–	76,8
Importació béns interm. no energ. (5)	10,5	8,0	7,1	11,4	6,9	–2,1	...	...
Construcció								
Consum de ciment	8,5	0,2	–1,9	–13,3	–19,7	–26,1	–34,4	–41,5
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	–1,3	–14,7	–17,3	–23,7	–38,0	–31,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	–33,6	–59,8	–56,0	–62,4	...	...
Licitació oficial	31,3	–14,9	–33,1	27,8	–30,5	7,6	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	–0,3	–3,6	–5,6	–6,4	–8,0	...
Turistes estrangers	4,1	1,3	1,5	5,3	0,9	–5,2	–5,4	...
Ingressos turisme	5,6	3,6	4,5	5,2	1,0	–0,3	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–3,7	–2,7	–2,7	0,2	–5,2	–13,3	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	8,5	7,9	–0,7	–4,9	–10,8	–14,3
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	4,7	–0,9	–2,8	–3,7	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.
(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.
(5) En volum.
(6) Índex deflactat i corregit de l'efecte calendari.
FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

El Fons Monetari Internacional torna a revisar la previsió de creixement de l'economia espanyola el 2009 a la baixa fins a una caiguda, com a mínim, de l'1%.

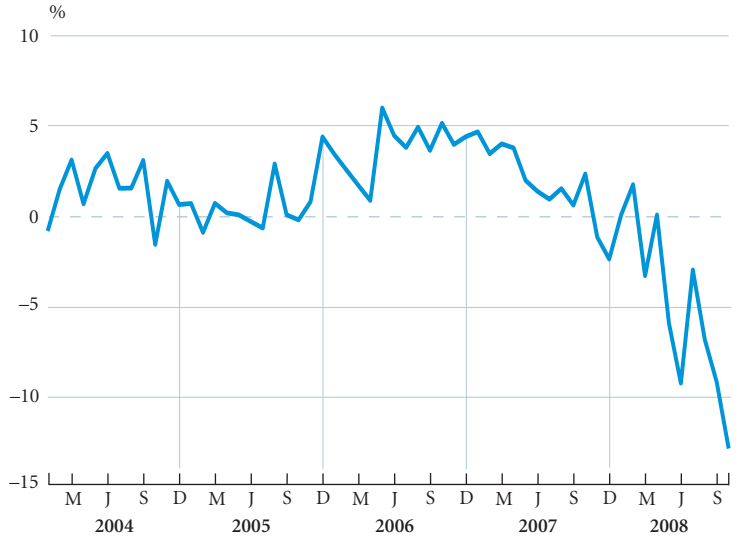
El sector serveis també perd vigor. A l'octubre, es va prolongar la crisi del sector turístic, segons es desprèn de la caiguda del 5,1% del nombre de pernoctacions en hotels en relació amb el mateix mes de l'any precedent. El descens va ser més intens per part dels residents que per part dels estrangers.

En aquest entorn, el Fons Monetari Internacional va revisar de nou les previsions de creixement per a l'economia espanyola el 2009 i va pronosticar una caiguda del producte interior brut de, com a mínim, l'1%. Aquest organisme internacional va considerar que, malgrat l'impuls provinent de les mesures adoptades pel Govern i la recent caiguda dels preus de les primeres matèries, l'economia patiria una considerable contracció. Per evitar que s'allargui massa, va receptar un seguit de reformes als mercats laborals i als de béns i serveis.

Per la seva banda, el Govern va concretar un nou pla de mesures d'estímul econòmic emmarcat en el Pla Europeu de Recuperació Econòmica. Es van aprovar 8.000 milions d'euros per al Fons Estatal d'Inversió Local perquè els ajuntaments

FORTA CAIGUDA DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL

Variació interanual de l'índex de producció industrial



NOTA: Sèrie corregida de diferències de calendari.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

efectuïn actuacions urgents en l'àmbit municipal en matèria d'inversions. A més a més, es van dotar 3.000 milions d'euros per a la realització d'actuacions d'execució immediata, amb destinació a R+D+I, sector automobilístic, medi ambient, construcció d'edificis públics i rehabilitació d'habitatges, petites infraestructures de transport i actuacions vinculades amb la prestació de serveis socials.

El Govern concreta el pla de mesures d'estímul econòmic de forma concertada amb la Unió Europea.

L'economia espanyola davant la recessió

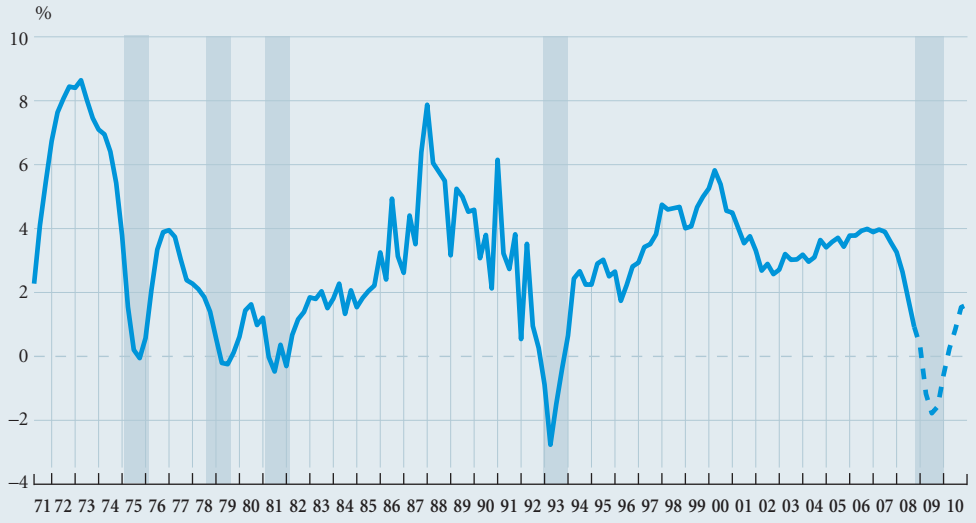
L'economia espanyola ha entrat en recessió. La seva durada i intensitat són incertes, però, atès el ràpid deteriorament dels indicadors disponibles fins ara, es preveu que sigui important. Aquesta interrupció del creixement tanca un llarg cicle expansiu de més de 14 anys, al llarg dels quals l'economia, que ha experimentat notables transformacions en molts camps, ha crescut a una mitjana superior al 3% anual real.

Des del començament dels anys setanta (no es disposa de sèries trimestralitzades de la comptabilitat nacional per a dates anteriors), l'economia espanyola ha travessat quatre recessions. Una característica comuna a totes elles és una durada relativament breu, entre 9 i 12 mesos, de manera que, en comparació amb la resta d'economies de l'OCDE, l'espanyola és una de les que menys temps ha estat en recessió en els quaranta últims anys.[1]

(1) Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose and Marco E. Terrones «What Happens During Recessions, Crunches and Busts?», IMF Working Paper, 08/274.

LES RECESSIONS DE L'ECONOMIA ESPANYOLA: POQUES I BREUS

Variació anual del PIB



NOTA: Les trames corresponen a recessions.
FONTS: OCDE i estimacions i previsions pròpies.

Poden servir de lliçó o orientació les recessions anteriors? Fins a un cert punt, ja que no hi ha dues recessions iguals per les diverses circumstàncies que les desencadenen, que intervenen en la seva evolució o que contribueixen a la seva resolució. Així, les tres primeres recessions, registrades entre mitjan anys setanta i començament dels vuitanta, es van produir en un context econòmic i polític peculiar (xocs petroliers, transició a un règim de democràcia parlamentària) molt diferent del corresponent a la crisi del 1992-1993 o al de la recessió actual.

Les dues recessions dels anys setanta van ser relativament suaus, en termes de reculada productiva, i van anar seguides de recuperacions també breus. Fins i tot la recuperació posterior a la recessió de l'inici dels vuitanta, i que va encetar un període expansiu de deu anys, va patir per consolidar-se al començament i es va desenvolupar dins una tònica de volatilitat elevada en el comportament dels agregats macroeconòmics.

La primera recessió, que va de la primeria de 1975 a la tardor del mateix any, respon a un model de xoc d'oferta. El sobtat encariment del preu del petroli a partir de les acaballes de 1973 va sorprendre unes economies amb ritmes de creixement elevats i, conseqüentment, amb nivells d'inversió alts. La creença que la crisi seria de curta durada va posar en marxa, en molts països, polítiques de sosteniment de la demanda que, en convertir-se en permanent la pujada del preu de l'energia, van complicar molt més l'ajustament. A partir d'aquests anys, el creixement mitjà de l'OCDE cau notablement en relació amb el registrat als anys seixanta, les taxes d'atur es disparen, les expectatives inflacionistes es consoliden i les finances públiques entren en números vermells.

A Espanya, la primera crisi petroliera va ser més greu per les característiques del model productiu i per les peculiars circumstàncies polítiques dels anys de la transició democràtica. Les significatives rigideses de l'econo-

mia, en especial en l'àmbit salarial, i les insuficients mesures d'ajustament energètic i laboral es van sumar a una política monetària inicialment molt laxa però progressivament restrictiva, de manera que el nou augment del preu del petroli el 1980 va avortar les esperances d'una recuperació continuada.

A diferència de les crisis dels anys setanta-vuitanta, la recessió iniciada cap a la meitat de 1992 es va desencadenar per múltiples factors. En la seva gestació, trobem un xoc petrolier derivat del conflicte de la primera guerra del Golf el 1990, que va provocar una frenada en el creixement de l'economia mundial que va empènyer molts països a la recessió. En l'àmbit intern, la política monetària dels anys previs es va orientar clarament a frenar les tensions inflacionistes, una part de les quals derivava d'una intensa entrada de capitals atrets per l'adhesió d'Espanya a les Comunitats Europees i també de l'expansió del dèficit públic. Paral·lelament, la intensa apreciació de la pesseta restava capacitat competitiva enfront de l'exterior, mentre que l'expansió del sector immobiliari va representar un alt endeutament de les famílies.

COMPARACIÓ DE LES DIFERENTS RECESSIONS DE L'ECONOMIA ESPANYOLA

	1975-1 a 1975-3	1978-3 a 1979-2	1981-1 a 1981-4	1992-4 a 1993-3
Durada (1)	3	4	4	4
% variació PIB total (3)	–0,2	–0,3	–0,3	–0,4
% variació PIB pitjor trimestre (2)	–2,0	–0,6	–2,2	–3,7
% variació consum privat pitjor trimestre (2)	–0,5	–0,3	–1,5	–4,0
% variació FBCF pitjor trimestre (2)	–8,1	–6,7	–8,1	–21,5
Contribució del sector exterior al creixement del PIB en % (3)	0,3	–0,5	0,2	0,3
Increment del nombre d'aturats (3) (5)	–	170	284	625
Màxima taxa d'atur (4)	–	9,1	13,6	19,3
% variació producció industrial (3)	–	0,9	–1,7	–4,0
% variació matriculació turismes (3)	8,9	–8,9	–16,9	–14,1

NOTES: (1) Nombre de trimestres.
(2) Variació trimestral anualitzada.
(3) Des del període previ fins a l'últim període de la recessió.
(4) Des del període previ fins al màxim assolit (fins i tot un any després de la recessió).
(5) Milers.
FONTS: OCDE, INE, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Al pròleg de la recessió actual, trobem elements de crisis anteriors. Així, el 2008 hem assistit a un episodi de xoc energètic, ja que el preu del petroli va assolir a l'estiu nivells rècord, tant en valor absolut com en termes reals, però posteriorment, i en molts pocs mesos, el preu s'ha enfonsat. També trobem un final del cicle de la construcció d'habitatges, que aquest cop ha estat molt prolongat i que deixa les famílies en nivells d'endeutament històricament alts. Així mateix, en la gestació de la recessió trobem un tensionament de les condicions financeres, tant per la pujada dels tipus d'interès a curt termini com per l'ascens del tipus de canvi efectiu real, conseqüència de la revaloració de l'euro i d'un augment intern de preus i de salaris superior al dels nostres competidors.

Sens dubte, l'element més distintiu de la crisi actual és la crisi financera global que deriva en una recessió sincronitzada de les economies avançades, la qual, al seu torn, comporta que, per primera vegada d'ençà que es

recopilen estadístiques, el conjunt de la zona de l'OCDE experimenti una reculada del producte. Es tracta d'una situació excepcional que augura una etapa complicada, per bé que les respostes de les polítiques econòmiques són, també, excepcionals. Cal recordar, en tot cas, les circumstàncies de la crisi de l'inici dels noranta, en què també trobem una sotragada en el creixement mundial i una important crisi del sistema monetari europeu a partir de la segona meitat de 1992, que va generar una enorme inestabilitat.

Espanya és especialment sensible al tancament dels mercats financers internacionals, ja que arrossega un dèficit exterior per compte corrent molt elevat que es finançava amb l'estalvi extern. Pel que fa a l'economia espanyola, un altre element que distingeix aquesta recessió de les anteriors és la impossibilitat de recórrer a devaluacions de la moneda per recuperar competitivitat enfront de l'exterior i aconseguir per aquesta via dinamitzar l'economia. En particular, en l'última recessió, les tres devaluacions de la pesseta entre 1992 i 1993 van contribuir indiscutiblement a compensar la reculada de la demanda interior i van aconseguir introduir un plus de creixement en una economia aturada. Però cal considerar que, sovint, les devaluacions a les quals s'ha vist empesa la pesseta en la seva història recent eren contrarestades ràpidament per la devaluació simultània d'altres divises o per una pujada de costos interns superior a la dels competidors.

En qualsevol cas, sí cal tenir molt present que la necessitat que existia ja abans de la recessió de frenar la pèrdua de competitivitat enfront de l'exterior s'ha fet ara més patent. Si no és així, es corre el risc d'una sortida en fals de la recessió, que podria dur a taxes de creixement potencial molt inferiors a les de la gran expansió dels catorze últims anys.

Mercat de treball

Intens deteriorament de l'ocupació

La situació recessiva que travessa l'economia mostra tota la seva cruesa al mercat de treball. Les xifres de l'afiliació a la Seguretat Social del novembre mostren una intensificació de la destrucció de llocs de treball. Així, en mitjana mensual, el nombre d'afiliats en alta es va situar en 18.721.387, amb un descens interanual del 3,5%, enfront d'una davallada del 2,3% a l'octubre.

Al novembre, en mitjana mensual, es van destruir 197.087 llocs de treball i, en els dotze últims mesos, 671.772, dels quals 616.449 eren espanyols i 55.323, estrangers, la qual cosa representa descensos interanuals del 3,6% i del 2,7%, respectivament.

El deteriorament del mercat de treball ha afectat tots els sectors de manera generalitzada. No obstant això, en els dotze últims mesos, el sector que ha perdut més efectius ha estat la construcció, amb un descens interanual del 19,8%. A la indústria, la contracció ha estat del 5,6%, mentre que, als serveis, s'ha registrat una taxa negativa, del 0,4%, per primer cop en aquest cicle. Les activitats sanitàries i altres serveis socials, però, s'han incrementat el 7,5%; els empleats de la llar han augmentat el 5,8%; l'educació, el 4,0%, i l'administració pública, l'1,6%.

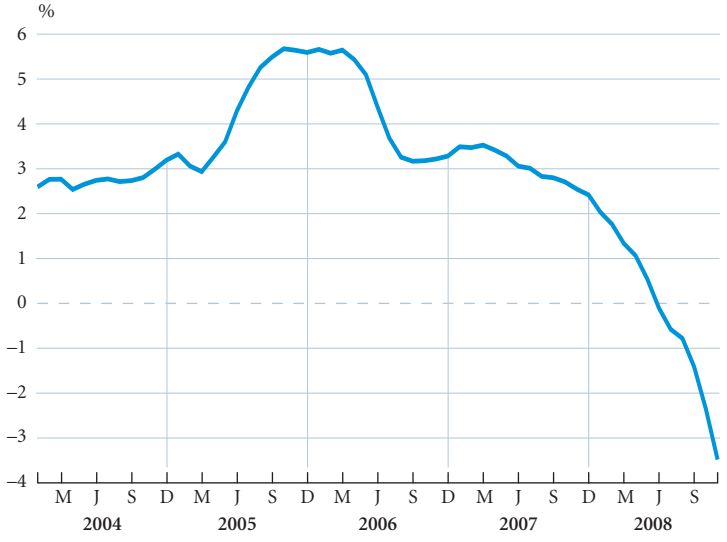
Per sexes, la contracció de l'ocupació es concentra en el col·lectiu masculí, que té més pes a la construcció, amb un descens interanual del 5,9%. No obstant això, per

El nombre d'afiliats a la Seguretat Social cau el 3,5% al novembre del 2008 en relació amb dotze mesos abans.

Les afiliacions al sector de serveis registren un descens per primer cop en aquest cicle.

S'INTENSIFICA LA DESTRUCCIÓ D'OCUPACIÓ

Variació interanual de la mitjana mensual del nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social



FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2006	2007	2007	2008				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Afiliats a la Seguretat Social (1)								
Sectors d'activitat								
Indústria	*–0,1*	*2,4*	*2,5*	*0,8*	*–1,1*	*–2,6*	*–4,4*	*–5,6*
Construcció	*8,7*	*3,6*	*1,1*	*–2,2*	*–7,0*	*–12,4*	*–17,0*	*–19,8*
Serveis	*5,2*	*3,4*	*3,1*	*2,9*	*2,2*	*1,4*	*0,4*	*–0,4*
Situació professional								
Assalariats	*4,7*	*3,1*	*2,5*	*1,6*	*0,3*	*–1,1*	*–2,6*	*–3,8*
No assalariats	*2,2*	*2,8*	*3,0*	*2,5*	*1,3*	*–0,1*	*–1,2*	*–1,9*
Total	**4,3**	**3,0**	**2,6**	**1,7**	**0,5**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,5**
Població ocupada (2)	**4,1**	**3,1**	**2,4**	**1,7**	**0,3**	**–0,8**	**–**	**–**
Llocs de treball (3)	**3,2**	**2,9**	**2,2**	**1,4**	**0,4**	**–0,8**	**–**	**–**
Contractes registrats (4)								
Indefinits	41,1	2,0	–21,1	–11,8	–5,6	–13,8	–22,7	–32,0
Temporals	4,7	0,3	1,2	–6,5	–7,4	–9,4	–16,3	–26,3
Total	**7,9**	**0,5**	**–2,1**	**–7,2**	**–7,2**	**–9,9**	**–17,1**	**–27,0**

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.
(2) Estimació de l'enquesta de població activa.
(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(4) A l'INEM.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

Disminueix la contractació laboral.

primer cop en els últims anys, les afiliades van patir una caiguda interanual del nivell mitjà del 0,15%. Malgrat tot, la seva participació en el total va continuar augmentant fins al 43,4%, un nou rècord.

Lògicament, la progressiva desacceleració del nombre d'afiliats ha repercutit en els ingressos per cotitzacions socials del Sistema de la Seguretat Social. Al gener-octubre, van anotar una variació interanual del 5,5%, enfront d'un augment del 7,0% en el mateix període del 2007. D'aquesta manera, es consolida la tendència que els ingressos creixin menys que les despeses, la qual cosa comporta una reducció del superàvit de la Seguretat Social.

Per classes de centres de treball, l'ocupació augmenta només en els més grans.

D'altra banda, el refredament del mercat laboral també s'ha notat en la dinàmica dels contractes de treball. Al novembre, el nombre de contractes registrats va ser d'1.162.614, amb una reculada del 27,0% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Els que van experimentar una caiguda més intensa van ser els indefinits, que van recular el 32,0%, fins a representar l'11,1% del total, mentre que els contractes temporals van baixar el 26,3%.

D'altra banda, segons l'enquesta trimestral de conjuntura laboral del Ministeri de Treball i Assumptes Socials, que, a diferència de l'Enquesta de Població Activa, es dirigeix a les empreses i no a les famílies i que cobreix l'àmbit no agrari i exclou l'administració pública, va anotar un descens interanual del 3,9% al juliol-setembre. Els treballadors amb contractes temporals van disminuir l'11,8%. Els tre-

balladors amb contractes indefinits van experimentar una disminució molt menor, del 0,2%. Els centres de treball més grans van ser els únics en què va augmentar l'ocupació, per bé que només lleugerament, el 0,2%. La davallada més intensa de l'ocupació va tenir lloc als centres mitjans, de 51 a 250 treballadors, amb un descens del 7,3%.

Els aturats registrats voregen els tres milions

La destrucció d'ocupació i l'augment de la població activa han comportat un intens ascens de l'atur. Al final de novembre, el nombre d'aturats registrats es va enfilar fins a 2.989.269 persones, amb una alça interanual del 42,7%. Lluny queda el mínim d'1.835.740 anotat cap a la meitat del 2001, i, en els últims mesos, l'atur registrat s'ha accelerat. Només al novembre, 171.243 persones es van afegir a les llistes de l'atur, més del triple que l'any precedent.

L'atur registrat augmenta el 43% en un any.

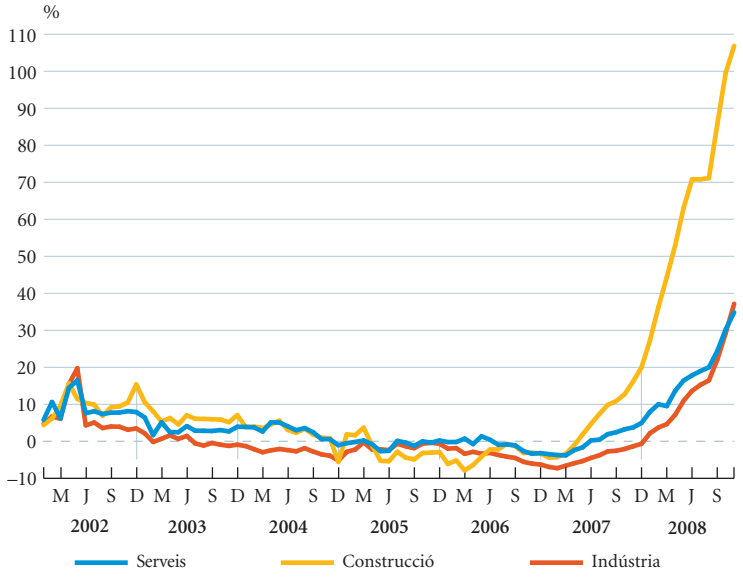
L'increment de l'atur registrat ha afectat tots els grans sectors. Cal destacar que el nombre d'aturats ha augmentat més del doble a la construcció en els dotze últims mesos. Al col·lectiu sense feina anterior, l'atur s'ha incrementat el 22,3%.

Segons les dades d'Eurostat, la taxa d'atur espanyola ajustada d'estacionalitat va pujar fins al 12,8% de la població activa a l'octubre, amb un increment de 4,3 punts en l'últim any. Aquesta taxa se situa notablement per damunt del 7,1% de la mitjana de la Unió Europea i és la més alta dels 27 estats membres. No obstant això, la cobertura dels aturats, és a dir, el percentatge dels qui reben prestacions econòmiques sobre el total, ha augmentat de manera progressiva en els últims anys fins a col·locar-se en el 90,2% a l'agost, quan el 2002 no superava el 60,0%.

La cobertura dels aturats supera el 90%.

ESCALADA DE L'ATUR REGISTRAT, SOBRETOT A LA CONSTRUCCIÓ

Taxa de variació interanual (*)



NOTA: (*) Al maig del 2005, es produeix una ruptura en les sèries a causa de l'entrada en funcionament del nou model de gestió SISPE.
FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Novembre 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	100.422	31.610	45,9	31.212	45,1	3,4
Indústria	372.147	92.166	32,9	100.609	37,1	12,4
Construcció	520.029	236.162	83,2	268.464	106,7	17,4
Serveis	1.729.579	445.329	34,7	445.895	34,7	57,9
Primera ocupació	267.092	54.455	25,6	48.616	22,3	8,9
Per sexes						
Homes	1.447.780	562.641	63,6	613.733	73,6	48,4
Dones	1.541.489	297.081	23,9	281.063	22,3	51,6
Per edats						
Menors de 25 anys	385.192	144.809	60,2	141.498	58,1	12,9
Resta d'edats	2.604.077	714.913	37,8	753.298	40,7	87,1
TOTAL	**2.989.269**	**859.722**	**40,4**	**894.796**	**42,7**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Els costos laborals creixen més que la inflació

Els salaris augmenten el 5,3% en el tercer trimestre.

Malgrat la reducció de l'ocupació i el sobtat augment de l'atur, els costos laborals es van continuar accelerant en el tercer trimestre. Segons l'Enquesta Trimestral de Cost Laboral elaborada per l'Institut Nacional d'Estadística, en el tercer trimestre, el cost laboral de les empreses va augmentar el 5,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior fins als 2.313,9 euros per treballador i mes, i va reflectir l'ascens de la inflació en l'últim període, que va assolir un màxim al juliol. No obstant això, en el tercer trimestre, l'alça anual dels costos laborals va ser lleugerament inferior a l'anotada en el segon trimestre, del 5,3%, quan va assolir el màxim augment des del primer trimestre del 2003.

El poder adquisitiu dels treballadors avança el 0,3% anual, una mica menys que en el trimestre anterior.

El principal component dels costos laborals, els costos salarials, han pujat el 5,3% en els dotze últims mesos, 2 dècimes més que en el segon trimestre, fins als 1.692,6 euros per treballador i mes. Tenint en compte el cost salarial ordinari, que comprèn el salari base, els complements salarials i els pagaments per hores extraordinàries, que va pujar el 5,4% en relació amb el tercer trimestre del 2007 en el conjunt de l'economia, les tensions salarials es mostren a tots els sectors. Per la seva banda, els costos no salarials van augmentar el 4,9%. El seu principal component, les cotitzacions obligatòries a la Seguretat Social, es va incrementar el 3,9% anual.

El cost laboral per hora efectiva de treball va pujar el 6,3% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior fins als 18,46 euros. Aquest elevat augment va ser degut al fet que les hores efectives treballades van disminuir l'1,2%, ja que, en el tercer trimestre del 2008, va haver-hi més festes i vacances que en el mateix període de l'any precedent.

Els guanys mitjans per treballador i mes, que van augmentar el 5,3% en taxa inter-

anual, van ser superiors a la inflació registrada en el període. D'aquesta manera, el poder adquisitiu dels treballadors va avançar el 0,3% en termes anuals i reals, una mica per sota del trimestre anterior.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2006	2007	2007		2008		
			III	IV	I	II	III
Increment pactat en convenis (*)	**3,3**	**3,1**	**2,9**	**3,1**	**3,4**	**3,5**	**3,5**
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	**3,9**	**3,7**	**3,8**	**4,1**	**5,1**	**5,4**	**5,3**
Enquesta trimestral de cost laboral							
Costos salarials							
Total	3,4	3,9	3,8	3,7	5,3	5,1	5,3
Indústria	*3,6*	*3,0*	*2,3*	*2,8*	*5,8*	*5,1*	*4,8*
Construcció	*3,7*	*4,8*	*4,8*	*5,1*	*4,8*	*6,5*	*5,8*
Serveis	*3,7*	*4,2*	*4,2*	*3,8*	*5,1*	*4,8*	*5,3*
Guanys mitjans per hora treballada	4,2	4,4	4,6	4,1	9,0	1,9	6,5
Altres costos laborals	3,6	4,4	5,2	5,3	4,5	5,7	4,9
Jornada laboral (***)	–0,6	–0,4	–0,9	–0,3	–3,5	3,1	–1,2
Jornals agraris	**2,8**	**3,1**	**3,3**	**3,5**	**4,6**	**5,2**	**6,1**
Cost laboral a la construcció	**4,4**	**2,4**	**2,3**	**2,3**	**0,8**	**6,4**	**7,6**

NOTES: (*) No inclou clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.
(**) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(***) Hores efectives per treballador i mes.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

Preus

Intensa caiguda de la inflació

La taxa de variació interanual de l'IPC baixa 1,2 punts al novembre, el descens més intens des del gener de 1987, i es col·loca en el 2,4%...

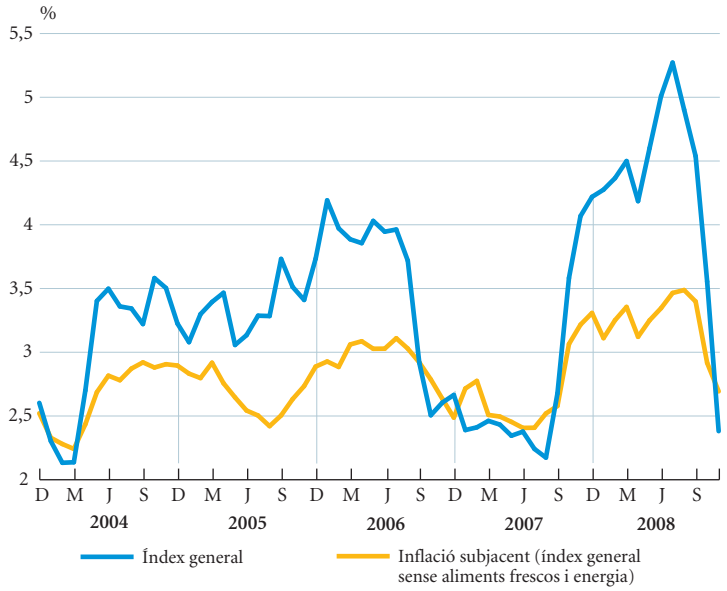
Al novembre, es va continuar accelerant la caiguda de la inflació dels preus de consum (IPC) iniciada a l'agost. D'aquesta manera, la taxa interanual de l'IPC es va reduir 1,2 punts fins al 2,4%, menys de la meitat del màxim del 5,3% del juliol. El descens de la taxa de variació interanual al novembre és el més intens des del gener de 1987. Aquest gir a la baixa és degut, fonamentalment, a l'enfonsament del preu del petroli i d'altres primeres matèries en els últims mesos i reflecteix l'alentiment econòmic global. El nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els elements més volàtils, els productes energètics i els aliments no elaborats, va disminuir en 2 dècimes fins al 2,7%. D'aquesta manera, la inflació general es va situar per sota de la subjacent, situació que no es donava des de l'agost del 2007.

...a causa de l'embranzida a la baixa dels carburants i combustibles...

Dels 1,2 punts de decrement de la taxa interanual de l'IPC al novembre, un punt va ser degut a la forta caiguda dels preus dels carburants i combustibles, enfront de l'increment del novembre del 2007. D'aquesta manera, els preus dels carburants i combustibles van baixar el 4,0% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Els aliments no elaborats també van contribuir lleugerament a la modera-

LA INFLACIÓ GENERAL ES TORNA A SITUAR PER SOTA DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

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	–0,2	2,1	4,9
Setembre	0,3	1,7	2,7	0,0	2,0	4,5
Octubre	1,3	3,0	3,6	0,3	2,4	3,6
Novembre	0,7	3,8	4,1	–0,4	2,0	2,4
Desembre	0,4	4,2	4,2			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

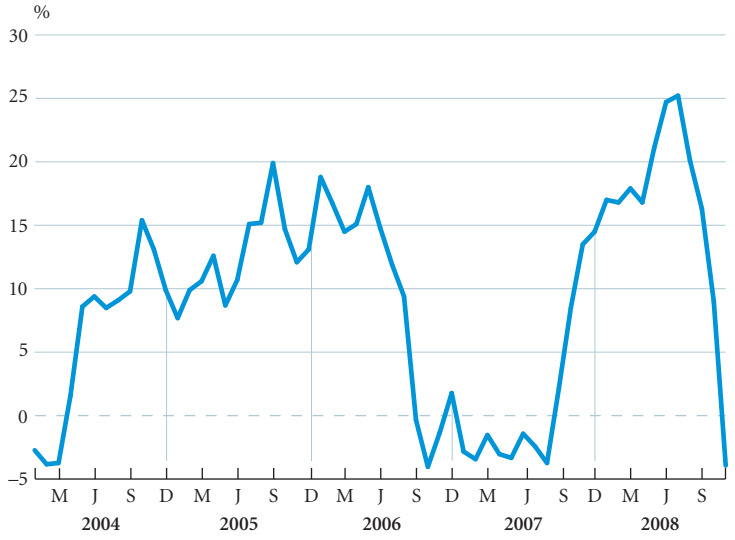
ció de la inflació en baixar la seva taxa de variació interanual mig punt fins al 2,5%. Destaca la desacceleració dels llegums i de les hortalisses fresques fins a una taxa de variació interanual del 0,1%.

Pel que fa a la inflació subjacent, les dues dècimes de descens del novembre són atribuïbles, sobretot, als aliments elaborats, com la llet i altres productes lactis, els formatges, el pa i els olis. D'aquesta manera,

...i dels aliments elaborats.

ELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES TIREN L'IPC CAP AVALL

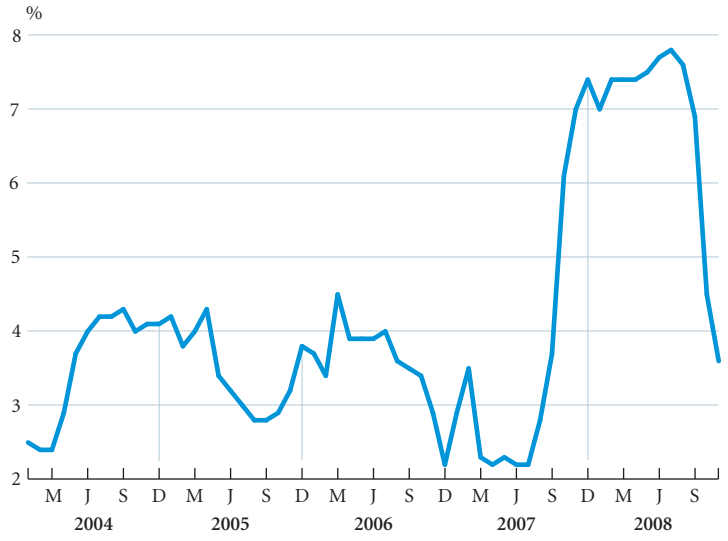
Variació interanual dels preus dels carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ELS PREUS DELS ALIMENTS ELABORATS TAMBÉ FLEXIONEN A LA BAIXA

Variació interanual dels preus dels aliments i begudes no alcohòliques



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es contreu fins a 0,3 punts, nivell mínim des del 2001.

els preus dels aliments continuen reflectint la cessió dels preus de les primeres matèries alimentàries als mercats internacionals en haver-se produït la normalització de l'oferta. Així, el preu de la llet presentava una davallada interanual del 4,8%, i el pa va frenar l'ascens fins al 2,9%.

Pel que fa als béns industrials no energètics, la taxa de variació anual es va incrementar lleugerament fins al 0,6%, amb l'aportació, sobretot, del vestit i del calçat, la taxa de variació anual dels quals va pujar una dècima fins al 0,8% i va reflectir la depreciació de l'euro en els últims mesos.

Els preus dels serveis es van alentir lleugerament al novembre, i la seva taxa de variació interanual es va col·locar en el 4,0%, gràcies a la moderació dels hotels i d'altres allotjaments. Així i tot, aquesta taxa és relativament elevada i reflecteix que està, en part, arrecerada de la competència internacional.

La taxa de l'IPC encara baixarà més en els propers mesos.

L'índex de preus harmonitzat amb la Unió Europea també va registrar una alça interanual del 2,4% al novembre. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va reduir en una dècima fins a 0,3 punts, nivell mínim des del 2001. Aquesta reducció està molt influïda per la caiguda del preu dels carburants, que tenen més participació en l'IPC espanyol.

La tendència a la contenció de la inflació continuarà al desembre. D'aquesta manera, és probable que la variació anual de l'IPC se situï al desembre clarament per sota del 2%, moviment a la baixa que podria prosseguir fins a mitjan 2009, quan es podrien registrar, transitòriament, taxes de variació anuals negatives a causa de l'efecte de base del petroli, és a dir, a conseqüència dels màxims històrics del preu del cru anotats a l'estiu del 2007.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Novembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,5	0,9	0,0	5,7	2,2	6,3	3,1
Begudes alcohòliques i tabac	111,7	0,1	0,1	6,0	3,9	6,6	4,0
Vestit i calçat	110,2	3,2	3,4	2,2	1,8	1,2	0,8
Habitatge	112,2	0,5	–0,2	4,6	6,4	4,7	6,6
Parament	106,4	0,3	0,4	2,2	2,5	2,4	2,8
Medicina	98,9	0,1	0,1	–2,2	0,4	–2,1	0,5
Transport	102,9	1,4	–4,1	6,2	–2,3	6,6	–1,5
Comunicacions	100,1	–0,1	–0,1	0,9	0,2	0,7	0,0
Oci i cultura	98,3	–0,8	–0,9	–2,2	–1,1	–0,7	0,3
Ensenyament	111,4	0,2	–0,4	4,0	3,9	4,1	4,0
Hotels, cafès i restaurants	110,5	–0,1	–0,3	4,5	4,0	4,8	4,5
Altres	107,5	0,1	0,0	2,8	3,4	3,0	3,6
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	111,2	0,9	0,0	6,9	3,1	7,0	3,6
Aliments sense elaboració	109,5	0,6	0,1	3,4	1,0	4,9	2,5
Conjunt no alimentari	106,4	0,7	–0,6	3,1	1,8	3,3	2,1
Béns industrials	104,3	1,4	–0,9	3,0	0,3	2,9	0,4
Productes energètics	*105,8*	*2,7*	*–6,6*	*10,3*	*–1,6*	*10,7*	*–0,5*
Carburants i combustibles	*103,0*	*3,5*	*–8,8*	*12,8*	*–5,4*	*13,4*	*–4,0*
Béns industrials sense productes energètics	*103,6*	*1,0*	*1,0*	*0,6*	*0,9*	*0,3*	*0,6*
Serveis	108,7	–0,1	–0,2	3,3	3,4	3,8	4,0
Inflació subjacent (**)	107,4	0,5	0,3	3,1	2,5	3,2	2,7
ÍNDEX GENERAL	**107,5**	**0,7**	**–0,4**	**3,8**	**2,0**	**4,1**	**2,4**

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Sector exterior

El dèficit corrent tendeix a créixer de forma més continguda, gràcies a la millora relativa de les balances comercial i de rendes i a la reducció del dèficit de transferències.

Balança de pagaments: el dèficit corrent creix, però menys

Al setembre, el dèficit per compte corrent va arribar als 8.492 milions d'euros, gairebé el mateix valor registrat fa un any (8.467 milions d'euros). La falta de millora en el desequilibri corrent va ser deguda al fet que la reducció dels dèficits de les balances comercial i de transferències va ser neutralitzada per l'empitjorament de les balances de rendes i de serveis.

Aquest resultat mensual desvirtua, però, la tendència de fons de millora de la balança de pagaments. Quan ens fixem en els saldos acumulats de dotze mesos, xifra que aproxima millor les línies a mitjà termini, es constata que el dèficit corrent va arribar al setembre als 110.333 milions d'euros, un total que se situa només el 9,9% per damunt del d'un any abans. Aquest ritme de creixement s'allunya molt de les taxes superiors al 23,6% anotades al setembre del 2007. Què ha canviat en aquests dotze mesos?

BALANÇA DE PAGAMENTS

Setembre 2008

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual Absoluta	Variació anual %
Balança corrent					
Balança comercial	–67.416	5,2	–93.147	–6.765	7,8
Serveis					
Turisme	*22.541*	*1,3*	*28.109*	*465*	*1,7*
Altres serveis	*–3.279*	*–18,3*	*–4.923*	*–57*	*1,2*
Total	19.262	5,7	23.186	408	1,8
Rendes	–25.336	5,9	–32.917	–3.754	12,9
Transferències	–7.960	10,0	–7.455	216	–2,8
Total	**–81.449**	**5,8**	**–110.333**	**–9.894**	**9,9**
Compte de capital	**4.797**	**115,4**	**7.086**	**1.926**	**37,3**
Balança financera					
Inversions directes	4.730	–	–3.980	45.728	–92,0
Inversions de cartera	13.846	–88,1	982	–151.114	–99,4
Altres inversions	32.761	–	66.062	64.341	–
Total	**51.337**	**–28,3**	**63.064**	**–41.046**	**–39,4**
Errors i omissions	3.130	–	6.891	5.536	408,6
Variació d'actius del Banc d'Espanya	22.184	–	33.292	43.478	–

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.

RECONDUCCIÓ DEL DÈFICIT CORRENT A PASSES ACCELERADES

Creixement interanual del dèficit de la balança corrent en saldo acumulat de dotze mesos

FONT: Banc d'Espanya.

Dos fets han propiciat, fonamentalment, aquesta millora: les balances comercial i de rendes han augmentat el desequilibri a un ritme sensiblement menor i el dèficit de la balança de transferències ha estat capaç, fins i tot, de disminuir. El superàvit de serveis, en canvi, simplement s'ha limitat a créixer de manera marginal i no ha estat gaire important en la reconducció del dèficit corrent.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, possiblement el tret més destacat és que les inversions netes en cartera, després de situar-se en positiu en els dotze mesos que acabaven a l'agost, s'han mantingut en aquesta zona de saldo positiu al setembre. També s'han mogut en un sentit similar les inversions directes, que han reduït la posició negativa fins als 3.980 milions d'euros, resultat que contrasta clarament amb el valor negatiu de 9.767 milions d'euros de l'agost.

Un mes més, les entrades en cartera continuen essent positives.

Estalvi i finançament

S'intensifica la desacceleració del crèdit a les famílies

Descens en picat de l'euríbor a dotze mesos.

L'euríbor a dotze mesos, tipus d'interès utilitzat àmpliament com a referència en operacions de crèdit, va continuar al novembre el gir a la baixa iniciat cap a la meitat d'octubre arran de les expectatives de retallades del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. D'aquesta manera, al novembre, es va col·locar en el 4,35% en mitjana mensual, 104 punts bàsics per sota del màxim històric del juliol. Durant les primeres setmanes de desembre, va prosseguir la tendència a la baixa de l'euríbor a un any, que es va situar en el 3,26% al final de la tercera setmana de desembre. Així i tot, es mantenia uns 75 punts bàsics per damunt del tipus d'interès de referència de l'autoritat monetària europea, la qual cosa comporta una prima de risc relativament elevada, indicativa de la persistència de tensions al mercat interbancari.

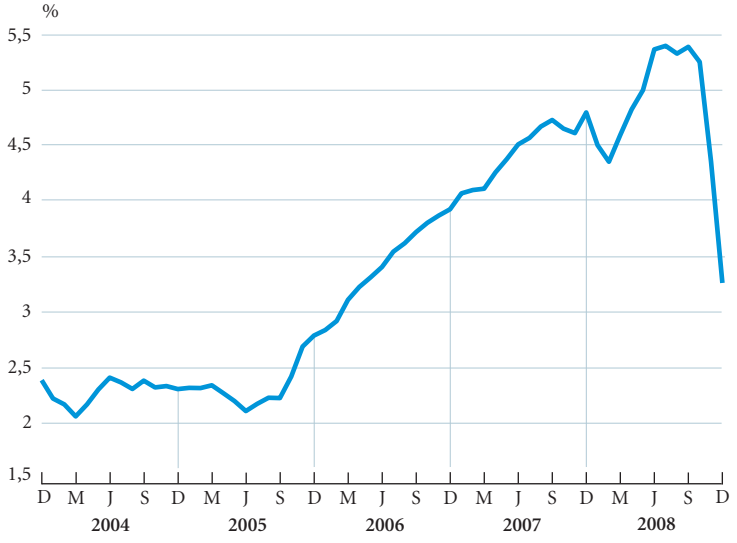
Feblesa de la demanda de finançament del sector privat i enduriment de les condicions d'oferta.

En aquest entorn, el tipus d'interès mitjà dels préstecs de les entitats creditícies es va mantenir a l'octubre en el mateix nivell que al setembre, després d'un període d'alces iniciat cap al final del 2005. El tipus d'interès de les hipoteques per a habitatges va romandre en el 6,21%, mentre que el dels crèdits per al consum i altres finalitats va baixar lleugerament fins al 9,35%.

A part de l'ascens dels tipus d'interès en el tercer trimestre, també es va produir un enduriment general de les condicions d'oferta dels préstecs i crèdits al sector

CAIGUDA SOBTADA DE L'EURÍBOR A UN ANY

Euríbor a 12 mesos



NOTA: Dia 19 de desembre.
FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Octubre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	75.007	–15.835	–17,4	–11.220	–13,0	4,0
Deutors amb garantia real (*)	1.106.938	38.566	3,6	57.905	5,5	59,5
Altres deutors a termini	531.308	33.425	6,7	38.136	7,7	28,6
Deutors a la vista	46.598	6.026	14,9	10.241	28,2	2,5
Arrendaments financers	46.642	349	0,8	1.336	2,9	2,5
Crèdits dubtosos	54.177	37.926	233,4	38.777	251,8	2,9
TOTAL	**1.860.669**	**100.456**	**5,7**	**135.175**	**7,8**	**100,0**

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

privat, d'acord amb l'enquesta sobre préstecs bancaris realitzada pel Banc d'Espanya. Però aquesta mateixa enquesta també va detectar la feblesa de la demanda per part de les empreses i de les famílies. S'espera que aquestes tendències prossegueixin en el quart trimestre del 2008.

Així, a l'octubre, va prosseguir la tendència a la desacceleració del finançament al sector privat. La taxa de variació interanual va baixar fins al 7,6%, mig punt menys que al setembre i 10,2 punts per sota d'un any abans. Tot i que la frenada del finançament va afectar tant les empreses com les llars, el creixement anual

Frenada especialment intensa del finançament al sector immobiliari.

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Tercer trimestre de 2008

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	26.593	1.348	5,3	1.508	6,0
Indústria	155.481	13.910	9,8	15.149	10,8
Construcció	156.363	2.910	1,9	6.022	4,0
Serveis	667.233	44.415	7,1	72.990	12,3
Total	**1.005.670**	**62.584**	**6,6**	**95.669**	**10,5**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	646.761	28.549	4,6	42.138	7,0
Adquisició de béns de consum durador	55.859	–717	–1,3	1.824	3,4
Altres finançaments	114.132	–330	–0,3	4.593	4,2
Total	**816.752**	**27.502**	**3,5**	**48.555**	**6,3**
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	**6.063**	**–26**	**–0,4**	**–43**	**–0,7**
Resta sense classificar	**24.075**	**2.287**	**10,5**	**2.253**	**10,3**
TOTAL	**1.852.560**	**92.347**	**5,2**	**146.434**	**8,6**

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

El crèdit per a la compra de béns de consum durador creix menys que la inflació en els dotze últims mesos.

del dirigit a les empreses, el 8,9%, era superior a l'atorgat a les famílies, el 5,8%.

A un nivell més detallat, però amb dades que només arriben al setembre, s'aprecia que, en el tercer trimestre, la desaceleració del finançament va afectar tots els grans sectors productius, llevat del primari. L'alentiment va ser especialment intens al sector immobiliari. El finançament als promotors va passar de créixer a un ritme anual del 35,1% al setembre del 2007 al 7,8% en el tercer trimestre del 2008. El conjunt del finançament a la construcció i a les activitats immobiliàries va augmentar el 6,5% en els últims mesos fins al setembre del 2008, enfront d'una taxa de variació interanual del 28,7% dotze mesos abans, la qual cosa il·lustra la frenada del crèdit al sector immobiliari. Així i tot, en el tercer trimestre, el finançament va augmentar el 0,6% en relació amb el segon.

La ràtio de morositat del crèdit a l'habitatge amb garantia hipotecària se situa en l'1,3%.

Pel que fa a les famílies, no solament es va continuar desaccelerant el crèdit per a la compra i rehabilitació d'habitatge propi, sinó que el destinat a l'adquisició de béns de consum durador va patir una severa contracció, de manera que va passar a mostrar un creixement anual del 3,4%, inferior a la inflació, enfront d'una taxa del 7,1% al final del trimestre anterior. La resta de finançament a les llars –per a viatges, estudis, valors, terrenys, etc.– també es va alentir i va presentar un increment anual del 4,2%.

El context recessiu, que, com s'ha comentat més amunt, comporta una desaceleració del ritme de creixement del crèdit, propicia un ascens dels crèdits morosos en baixar les vendes d'empreses, augmentar l'atur i restringir-se la liquiditat. D'aquesta manera, la ràtio de morositat va continuar pujant a l'octubre fins a situar-se en el 2,9% per al conjunt de les entitats creditícies. Per la seva banda, la ràtio de dubtositat del crèdit per a l'adquisició d'habitatge amb garantia hipotecària va pujar fins a l'1,8%. Aquests nivells encara poden ser considerats moderats. Cal destacar, a més a més, que les entitats financeres espanyoles tenen àmplies provisions per afrontar eventuals fallides.

Les entitats de dipòsit incrementen la remuneració de les imposicions a termini.

Els dipòsits bancaris també redueixen el ritme de creixement

Malgrat la caiguda de l'euríbor i el manteniment dels tipus d'interès crediticis, com s'ha comentat a l'apartat anterior, les dificultats de finançament als mercats a l'engròs van comportar que les retribucions dels dipòsits bancaris continuessin pujant a l'octubre, a causa de la intensificació de la competència entre les entitats financeres per captar passiu de la clientela. Així, el tipus d'interès mitjà dels dipòsits de les entitats creditícies es va enfilar fins al 3,35%, 13 punts bàsics més que al setembre i 67 més en relació amb l'octubre del 2007.

Tot i que van augmentar les seves remuneracions, els dipòsits bancaris es van continuar alentint a l'octubre fins a un creixement interanual del 8,6%, lleugerament superior, malgrat tot, al dels crèdits. La desaceleració dels dipòsits va afectar totes les modalitats, fins al punt que els saldos dels comptes a la vista i d'estalvi, amb terminis superiors a 2 anys, les cessions temporals i els dipòsits en moneda estrangera es van situar per sota del nivell d'un any abans. Així i tot, les imposicions a termini fins a 2 anys van mostrar una alça interanual del 42,4%, gràcies a l'ascens dels tipus d'interès. Així, la retribució dels comptes a termini per als particulars va pujar fins al 5,04% a l'octubre, nivell màxim dels últims anys, amb un increment de 73 punts bàsics en relació amb dotze mesos abans.

La forta competència dels dipòsits bancaris i la desfavorable evolució dels mercats

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Octubre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	407.012	–31.045	–7,1	–14.043	–3,3	29,2
A termini fins a 2 anys	477.481	124.775	35,4	142.127	42,4	34,2
A termini a més de 2 anys	391.742	–10.232	–2,5	–8.209	–2,1	28,1
Cessions temporals	74.330	–11.262	–13,2	–7.675	–9,4	5,3
Total	**1.350.565**	**72.236**	**5,7**	**112.201**	**9,1**	**96,9**
Dipòsits en monedes no euro	**43.608**	**–236**	**–0,5**	**–1.942**	**–4,3**	**3,1**
TOTAL	**1.394.172**	**71.999**	**5,4**	**110.258**	**8,6**	**100,0**

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

financers van continuar afectant negativament les participacions en els fons d'inversió mobiliària, el patrimoni dels quals es va situar en 170.218 milions d'euros al final de novembre, amb una davallada de 4.229 milions en relació amb el mes anterior i del 30,1% en els dotze últims mesos. La major part d'aquest descens mensual s'explica per uns reemborsaments nets de les participacions de 3.778 milions d'euros, concentrats en els garantits de renda variable, els de renda fixa a curt termini, els monetaris i els globals. En canvi, els fons de renda fixa a llarg termini van registrar subscripcions netes per valor de 156 milions d'euros i van respondre a una rendibilitat mensual de l'1,19% (no anualitzada), en caure les rendibilitats implícites a llarg termini i en comptabilitzar-se guanys de capital.

L'escenari advers que han d'afrontar els fons d'inversió a Espanya afecta també l'àmbit internacional. Així, des del desembre del 2007 fins al setembre del 2008, els actius de les institucions d'inversió col·lectiva harmonitzades europees van disminuir en gairebé un bilió d'euros, el 16%. De manera similar, els actius de les institucions d'inversió col·lectiva dels Estats Units es van reduir el 12% en el mateix període.

Pel que fa als fons d'inversió lliure, els anomenats *hedge funds*, segons les dades d'Inverco –l'associació d'institucions d'inversió col·lectiva i fons de pensions–, van registrar al novembre el decrement més important del seu patrimoni en els gairebé dos anys de trajectòria al mercat espanyol, del 6%, fins a col·locar-se en 1.411 milions d'euros. En general, els fons d'inversió lliure internacionals ja estaven travessant un període molt difícil en els darrers mesos, derivat de la contracció de la liquiditat. D'altra banda, el patrimoni dels fons d'inversió immobiliària va patir una caiguda del 8,4% només al novembre, fins als 7.488 milions d'euros.

L'entorn advers motiva descensos dels patrimonis dels fons d'inversió internacionals.

Finalment, el volum de primes acumulat en els nou primers mesos de l'exercici per l'assegurança directa va sumar 44.044 milions d'euros, amb un increment interanual del 6,3%, segons les xifres facilitades per ICEA, l'associació del ram de les assegurances. Les primes de vida van augmentar el 10,9%, mentre que les de no vida van pujar el 2,9%. Entre les de no vida, les de salut van experimentar un fort increment del 8,6% i els multiriscos, del 8,0%. En canvi, les d'automòbils van disminuir el 0,9% en un marc d'enfonsament de les vendes de vehicles.

També els *hedge funds* pateixen una important reculada.

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

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "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
Gener 2009

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**

El Canal Mòbil et permet tenir disponibles, allà on siguis, alguns dels continguts de la web del Servei d'Estudis de "la Caixa".
Només necessites un dispositiu mòbil, connexió a internet i un navegador.
Més informació a www.laCaixa.es/estudis

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 electrónica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona