MAIG 2009

Informe Mensual

NÚMERO 324

Provoca la globalització els desequilibris de les balances de pagaments? Pàg. 12
En relació amb episodis anteriors, la globalització de les últimes dècades presenta trets peculiars

Ajustaments globals: el paper de la flexibilitat canviària Pàg. 18
Perquè l'ajustament continuï, la Xina i les economies asiàtiques han de col·laborar

Desequilibris globals, tipus d'interès i crisi financera Pàg. 44
Quina és la interacció entre els fluxos financers i els desequilibris globals?

L'ajustament del dèficit espanyol. On vam amagar la guardiola? Pàg. 64
La correcció de l'elevat desequilibri exterior provocarà el desendeutament del sector privat

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2008				2009	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions						Previsions
Producte interior brut									
Estats Units	2,0	1,1	–2,4	2,5	2,1	0,7	–0,8	–2,6	–3,0
Japó	2,4	–0,7	–5,9	1,4	0,5	–0,2	–4,3	–6,8	–6,7
Regne Unit	3,0	0,7	–2,9	2,6	1,7	0,3	–1,8	–2,9	–3,2
Zona de l'euro	2,6	0,9	–2,8	2,1	1,4	0,6	–0,5	–3,2	–3,3
Alemanya	*2,6*	*1,0*	*–3,1*	*2,8*	*2,0*	*0,8*	*–1,6*	*–4,0*	*–3,8*
França	*2,1*	*0,7*	*–2,1*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–1,0*	*–2,2*	*–2,5*
Preus de consum									
Estats Units	2,9	3,8	–1,0	4,1	4,4	5,3	1,6	–0,1	–2,0
Japó	0,1	1,4	–1,5	1,0	1,4	2,2	1,0	–0,3	–1,3
Regne Unit	2,1	3,6	1,8	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	1,7
Zona de l'euro	2,1	3,3	0,4	3,4	3,6	3,8	2,3	0,7	0,4
Alemanya	*2,3*	*2,6*	*0,8*	*2,9*	*2,9*	*3,1*	*1,6*	*0,9*	*0,4*
França	*1,5*	*2,8*	*0,4*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*1,8*	*0,6*	*0,0*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,4	0,1	–2,6	2,0	0,8	–0,2	–2,3	–4,3	–2,8
Consum de les AP	4,9	5,3	4,3	3,7	5,0	6,1	6,3	5,2	4,8
Formació bruta de capital fix	5,3	–3,0	–12,3	2,4	–0,8	–4,1	–9,3	–12,4	–15,5
Béns d'equipament	*10,0*	*–1,1*	*–13,0*	*5,2*	*1,8*	*–1,3*	*–9,7*	*–13,0*	*–13,0*
Construcció	*3,8*	*–5,3*	*–14,5*	*0,2*	*–3,1*	*–7,3*	*–10,9*	*–14,1*	*–19,6*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,1	–4,2	2,6	1,2	–0,2	–3,0	–5,2	–5,2
Exportació de béns i serveis	4,9	0,7	–6,2	4,8	4,4	1,5	–7,9	–11,6	–6,9
Importació de béns i serveis	6,2	–2,5	–11,2	3,6	1,8	–2,0	–13,2	–18,4	–13,2
Producte interior brut	**3,7**	**1,2**	**–2,3**	**2,7**	**1,8**	**0,9**	**–0,7**	**–2,2**	**–2,8**
Altres variables									
Ocupació	2,9	–0,6	–5,0	1,6	0,1	–0,9	–3,1	–5,1	–5,6
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,3	17,6	9,6	10,4	11,3	13,9	17,4	17,4
Índex de preus de consum	2,8	4,1	0,1	4,4	4,6	4,9	2,5	0,5	–0,4
Costos laborals unitaris	2,9	3,4	–0,3	4,2	3,6	3,4	2,6		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–9,5	–7,1	–12,1	–9,5	–8,7	–7,9		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,1	–6,5	–11,2	–9,0	–8,4	–7,6		
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,8	–7,8						
MERCATS FINANCERS			Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	2,0	0,3	3,2	2,1	2,0	0,9	0,3	0,3
Repo BCE	3,8	3,9	1,2	4,0	4,0	4,2	3,4	1,8	1,1
Bons EUA 10 anys	4,6	3,6	2,9	3,6	3,9	3,8	3,2	2,6	2,9
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	3,0	3,9	4,3	4,3	3,5	3,1	3,1
Tipus de canvi									
$/Euro	1,37	1,48	1,28	1,50	1,56	1,51	1,34	1,30	1,29

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Previsions FMI
8 Estats Units
12 Provoca la globalització els desequilibris de les balances de pagaments?
14 Japó
16 Xina
18 Ajustaments globals: el paper de la flexibilitat canviària
20 Brasil
21 Mèxic
22 Primeres matèries

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

36 Mercats financers
36 Mercats monetaris i de capital
44 Desequilibris globals, tipus d'interès i crisi financera

48 Conjuntura espanyola
48 Activitat econòmica
54 Mercat de treball
57 Preus
61 Sector exterior
64 L'ajustament del dèficit espanyol. On vam amagar la guardiola?
67 Sector públic
69 Estalvi i finançament

Fi de l'era dels excessos?

Una peculiaritat de l'actual recessió econòmica mundial és la seva alta sincronització, és a dir, l'elevat nombre de països que pateixen una reculada de l'activitat gairebé al mateix temps. Una recessió molt sincronitzada internacionalment és un fenomen poc habitual. De fet, cal remuntar-se als anys 1975, 1980 i 1992, anys de xocs petroliers, per trobar-ne precedents. Aplicant el criteri del nombre de països en recessió, el Fons Monetari Internacional calcula que l'actual és la pitjor en 50 anys.

Aquesta propagació dels corrents recessius no ens hauria de sorprendre. Durant anys, hem assistit a l'acumulació d'importants desequilibris a nivell global. Economies com les d'Alemanya, el Japó, la Xina i altres països asiàtics han registrat persistents superàvits a causa de la seva orientació exportadora i d'un nivell de consum interior relativament baix, amb el conseqüent increment de la capacitat d'estalvi. A l'altre extrem, s'han situat economies com les dels Estats Units, Austràlia, Espanya, Nova Zelanda o el Regne Unit, les balances comercials de les quals han patit persistents dèficits comercials, derivats d'elevats ritmes de despesa que comportaven baixos nivells d'estalvi. A més a més, hi ha els exportadors de primeres matèries, les elevades vendes dels quals els han proporcionat, fins no fa pas gaire, elevats superàvits comercials i abundants reserves. La creixent interconnexió comercial de les economies, sense que importi gaire la distància, és un fenomen distintiu de l'onada globalitzadora que va irrompre amb força a partir dels anys vuitanta.

L'acceleració dels fluxos comercials ha estat possible i s'ha sustentat en la globalització financera, conseqüència, al seu torn, de la liberalització dels moviments de capitals i de la sofisticació dels sistemes financers. Igual que en l'àmbit comercial, el món s'ha dividit en dues parts: els estalviadors, és a dir, els exportadors de primeres matèries, juntament amb els exportadors nets de manufactures, i els «gastadors», encapçalats pels Estats Units. La potència nord-americana ha estat absorbint una bona part de l'estalvi mundial en els últims anys a base d'emetre deute públic i altres actius denominats en dòlars. Es tracta d'una situació que trenca l'esquema tradicional segons el qual els països en dèficit són els emergents i els que gaudeixen de superàvit són els desenvolupats. Així va succeir durant l'anterior onada globalitzadora, entre les acaballes del segle XIX i el començament del XX, quan Anglaterra, la primera potència mundial, va arribar a anotar un superàvit del 9% del producte interior brut.

Els desajustaments geogràfics dels comptes corrents i dels fluxos d'estalvi, en un entorn de tipus d'interès molt baixos, la reducció de primes de risc, l'augment dels preus dels actius i l'assumpció d'inversions més arriscades han preocupat des de fa molt de temps. Els intents d'explicació del fenomen van obrir un interessant debat sobre la seva naturalesa i la seva persistència, sobre les seves causes i sobre les seves conseqüències. Amb l'esclat de la recessió, s'han posat de manifest els riscos en què incorria l'economia mundial. Quan, a partir de la segona meitat del 2007, les turbulències atrapen els sistemes financers i els fluxos de capital internacionals es frenen, les economies amb dèficit corrent es veuen obligades a ajustar ràpidament els nivells de despesa a l'estalvi nacional. Al mateix temps, el col·lapse en el comerç internacional a partir del final del 2008 té unes nefastes conseqüències directes sobre els exportadors nets, que es veuen obligats a ajustar bruscament el nivell d'activitat. En definitiva, els desequilibris globals han exacerbat la recessió econòmica actual, de manera que sembla que aquest és un bon moment per reflexionar per què som on som i quines són les perspectives futures.

RESUM EXECUTIU

Probablement travessem el moment de més feblesa de l'actual recessió...

...però els riscos continuen essent a la baixa i la sortida de la crisi serà lenta.

Les previsions de creixement es continuen retallant, tant per al 2009 com per al 2010.

Al fons

El primer semestre del 2009 constitueix el punt més baix de la recessió més profunda des de la Segona Guerra Mundial. Sembla que així ho palesen alguns indicadors, que, al mateix temps, mostren que el deteriorament de la situació econòmica es comença a atenuar i que la salut del sistema financer internacional emet discrets senyals de millora. No obstant això, a ningú no se li escapa que els riscos són a la baixa i que la sortida d'aquesta crisi serà lenta i prolongada.

A l'informe de perspectives de l'economia mundial de l'abril, el Fons Monetari Internacional (FMI) torna a rebaixar les previsions de creixement en constatar que l'economia global es troba immersa en una severa recessió. Així, l'economia global es contraurà l'1,3% el 2009, mentre que les mesures de política macroeconòmica i els intents per restablir la normalitat al sector financer poden facilitar una recuperació el 2010, que, amb un creixement de l'1,9%, serà més lenta que en altres ocasions. Garantir l'accés a la liquiditat de les entitats financeres, netejar les pèrdues derivades dels actius de dubtosa qualitat i recapitalitzar les entitats més febles però encara viables són les condicions necessàries per a l'èxit dels estímuls fiscals i monetaris.

La recessió és més intensa a les economies avançades, que, en conjunt, es van contraure un inèdit 7,5% intertrimestral anualitzat en l'últim trimestre del 2008. Per la seva banda, les economies emergents van cedir un més moderat 4,0%. Per països, empitjoren les perspectives per als Estats Units, amb una contracció prevista del 2,8% per al 2009, que aniria seguida per un creixement nul el 2010. Entre les economies avançades, la japonesa és la que té un panorama més negatiu per al 2009, amb un descens esperat del 6,2%. No obstant això, millora la previsió per al 2010, amb un avanç del 0,5%. La Xina, tot i patir una clara desacceleració en relació amb els anys anteriors, defuig les reculades generalitzades dels exportadors asiàtics.

A Europa, també es revisen a la baixa les previsions de gairebé tots els països. Per a la zona de l'euro, s'esperen reculades del 4,2% el 2009 i del 0,4% el 2010. Però és Alemanya el país que en surt més mal parat, amb contraccions de l'economia del 5,6% i del 1,0% per al 2009 i per al 2010, respectivament.

En aquest context d'expectatives pessimistes, el flux d'indicadors econòmics continua marcant la intensitat de l'enfonsament, que sembla una mica atenuat en relació amb la intensitat de les acaballes del 2008.

Als Estats Units, la confiança dels consumidors continua feble, però una mica per damunt del mínim històric. Les vendes al detall van interrompre al març la incipient recuperació, però la mitjana del primer trimestre apunta a l'estabilització. L'índex d'activitat i de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management, tot i seguir en nivells propis de recessió profunda, es va mantenir al març per damunt dels mínims històrics. Però la producció industrial recula a un ritme de dos dígits i la utilització de la capacitat productiva ha assolit un nou mínim històric. Des del gener del 2008, s'han destruït 5 milions de llocs de treball i la taxa d'atur ha arribat al 8,5% de la població activa, nivell màxim des del 1983.

Al Japó, els indicadors són irreparablement negatius. Així, les vendes al detall del febrer van recular el 5,7% interanual, el registre més negatiu des del 2002, amb una confiança del consumidor que, tot i recuperar-se lleugerament del mínim històric, continua en nivells excepcionalment baixos. El mercat laboral també va tenir al febrer un mal comportament, amb una taxa d'atur que es va enfilar fins al 4,4% de la població activa i la pèrdua de 380.000 llocs de treball. Però és el sector exterior el que ha passat a ser el punt més feble de l'economia nipona. El problema més greu continua essent el descens de les exportacions, que van cedir el 45,8% interanual.

El sector exterior també és el taló d'Aquil·les de la zona de l'euro. El pes de les exportacions, similar al de l'economia japonesa i superior al dels Estats Units, fa que la seva reculada en termes interanuals, el 24,6% al gener, signifiqui una dada molt negativa. A més a més, la demanda interna no agafa el relleu. Les vendes al detall, per exemple, van caure al febrer per cinquè mes consecutiu. La confiança del consumidor del març tampoc no ha trobat cap límit i continua en caiguda lliure. Pel costat de l'oferta, el descens de la producció industrial va anotar un nou mínim històric i arriba ja al 18,4%. La taxa d'atur de la zona de l'euro ha pujat fins al 8,5% al febrer, 1,3 punts percentuals per damunt del mínim registrat al març del 2008. No obstant això, a la majoria de països, incloses les tres principals potències, Alemanya, França i Itàlia, l'augment és molt tímid, en especial si el comparem amb els forts descensos de la producció i de la demanda. Això fa pensar que el deteriorament del mercat laboral encara té un ampli recorregut en els propers trimestres, la qual cosa mantindria la feblesa del consum.

Atès el deteriorament de la situació econòmica, a l'abril el Banc Central Europeu (BCE) va decidir retallar el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics i va deixar-lo en l'1,25%. El president del BCE va insinuar la possibilitat d'una nova retallada en la propera reunió del Comitè Executiu del 7 de maig i va anunciar que hi presentaria una bateria de mesures d'expansió quantitativa. Després de la retallada del BCE, els tipus d'interès del mercat interbancari a la zona de l'euro han mantingut la tendència a la baixa i han marcat mínims històrics. Així, per exemple, el tipus d'interès euríbor a 12 mesos, una de les principals referències per a operacions creditícies, va cotitzar l'1,76% el mateix dia.

La zona de l'euro presenta un deteriorament clar, però, en general, l'augment de l'atur encara és tímid.

En canvi, les rendibilitats ofertes pel deute públic a mitjà i a llarg termini han tendit a pujar. Aquest moviment ha estat possible perquè s'ha desfet una part de la «fugida cap a la qualitat». Des de l'inici de la crisi, i atès l'augment de l'aversió al risc, els inversors han reduït, en les seves carteres, el pes dels actius amb més risc en benefici d'actius com el deute públic de màxima qualitat creditícia. Ara, atesos la millora de les expectatives dels inversors sobre l'economia i el comportament positiu d'altres mercats, com el de renda variable, a l'abril s'ha produït un procés ordenat de venda als mercats de deute públic.

El BCE tornarà a abaixar els tipus d'interès i podria adoptar mesures d'expansió quantitativa.

A Espanya, el ràpid deteriorament dels indicadors ha motivat una notable revisió a la baixa de les previsions de creixement. El Banc d'Espanya i l'FMI coincideixen a anticipar una caiguda del producte interior brut (PIB) del 3% el 2009 i una nova reculada que podria anar del 0,7% a l'1,0% el 2010. Es tracta d'un escenari impensable no fa pas gaire i que posa de manifest la gravetat del moment econòmic. A més a més, l'FMI pensa que la sortida de la crisi serà molt lenta, amb un baix creixement del PIB a mitjà termini.

Si aquestes previsions podien semblar massa pessimistes, les dades de l'enquesta de població activa corresponents al primer trimestre del 2009 han desbordat els pronòstics i dibuixen un panorama laboral molt preocupant. Així, el nombre d'atu-

Les previsions de descens de l'activitat de l'economia espanyola se situen ja en el 3% per al 2009.

En el primer trimestre, l'atur augmenta en 800.000 persones i supera el 17% de la població activa.

rats va superar els 4 milions, un rècord històric que no fa pas gaire es considerava difícil d'assolir. En els tres primers mesos de l'any, més de 800.000 persones van passar a incrementar les files de l'atur, de manera que s'ha arribat a una taxa del 17,4% sobre la població activa, una xifra superior a l'esperada per les esmentades previsions del Banc d'Espanya per a la mitjana de l'any 2009. La taxa d'atur és la més elevada de la Unió Europea i de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic. Malgrat tot, cal matisar que gairebé tres quartes parts dels aturats registrats a les oficines d'ocupació reben prestacions per atur.

Els indicadors de producció i consum continuen aportant males notícies.

Abans de la publicació de les xifres de l'enquesta de població activa, al final d'abril, els indicadors d'activitat ja evidenciaven el deteriorament progressiu de la situació econòmica. En l'àmbit productiu, l'índex de producció industrial va caure el 22,0% al febrer en relació amb el mateix mes de l'any anterior. A més a més, la reculada del consum d'electricitat, el 10,2% interanual al març, el descens més important de les últimes dècades, s'explica per la forta reculada de l'activitat industrial. La feblesa es prolongarà en els propers mesos, segons es desprèn de la disminució de les entrades de comandes del 31,9% al febrer i de la caiguda de l'indicador de confiança de la indústria al març fins a la cota mínima des del 1993.

La construcció continua immersa en un intens procés d'ajustament per la crisi immobiliària. Al febrer, es van realitzar 34.669 compravendes d'habitatges, el 37,5% menys que en el mateix mes del 2008, i els preus es van reduir el 6,8% en el primer trimestre en relació amb dotze mesos abans.

La nova titular del Ministeri d'Economia i Hisenda anuncia més despesa pública i confia en el diàleg entre els sindicats i les organitzacions empresarials.

La recessió també afecta les empreses de serveis, la xifra de negocis de les quals va baixar el 18,7% al febrer en relació amb el mateix mes del 2008. Tots els subsectors van resultar afectats, en especial el comerç i el transport. Per la seva banda, el turisme va anotar un descens del 12,3%.

Des de l'òptica de la demanda, el consum continua deprimit. La producció de béns de consum va presentar un descens interanual superior al 10% en volum. Les vendes al detall també es van mostrar fluixes al febrer, amb una disminució anual del 7,6%, especialment visible en equipament de la llar i electrodomèstics. Per la seva banda, les matriculacions d'automòbils van baixar el 43,1% interanual en el primer trimestre. Així i tot, cal destacar que, al març, l'indicador de confiança dels consumidors va registrar una millora.

Pel que fa al sector exterior, les primeres dades conegudes del gener i del febrer indiquen que continua la seva aportació positiva al creixement del PIB. En efecte, malgrat que tant les exportacions com les importacions es van alentir, les importacions ho van fer amb més intensitat.

En aquest entorn, el Govern va aprovar, cap al final de març, un nou lot de mesures per afrontar la situació econòmica. Així, va flexibilitzar la llei concursal, va reactivar les assegurances de crèdit i va posar en marxa la transposició de la Directiva de Serveis comunitària. A l'abril, va tenir lloc una remodelació ministerial, i les línies d'actuació apuntades per la nova ministra indiquen un major impuls de la despesa pública i la potenciació del diàleg amb els sindicats i les organitzacions empresarials. També s'ha anunciat la creació d'un fons públic per ajudar les entitats financeres amb problemes. Les últimes mesures posades en marxa pel Govern s'han dirigit a pal·liar els efectes del retard en els pagaments de les administracions locals a les empreses. Totes aquestes mesures se sumen a les adoptades en els mesos anteriors, l'abast i els resultats de les quals encara no es poden calibrar perquè no ha passat prou temps.

27 d'abril de 2009

CRONOLOGIA

2008

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 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%.
	16	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a una banda del 0%-0,25%.
	24	El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (37,23 dòlars per barril) des del juliol del 2004.

2009

gener	**1**	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Eslovàquia, fins a disset estats membres.
	15	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,00%.
	20	Barack Obama pren possessió com a **president dels Estats Units**.
març	**5**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,50%.
	6	El Govern anuncia mesures per **facilitar el finançament del circulant de les empreses mitjanes** i per **reactivar l'ocupació** i pal·liar els efectes de l'**atur**.
	27	El Govern espanyol aprova un conjunt de **mesures per impulsar l'activitat** amb una reforma de la llei concursal, la reactivació de les assegurances de crèdit i la transposició de la Directiva de Serveis comunitària.
abril	**2**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,25%. Reunió del G-20 a Londres per a la **reforma del sistema financer internacional**.

AGENDA

Maig

5 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
6 Índex de producció industrial (març).
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
13 IPC (abril). IPC harmonitzat de la UE (abril).
14 Avanç del PIB (primer trimestre).
20 Comptabilitat Nacional Trimestral (primer trimestre). Comerç exterior (març).
25 Preus industrials (abril).
26 Ingressos i pagaments de l'estat (abril).
28 Avanç IPCH (maig).
29 Balança de pagaments (març).

Juny

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
4 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
5 Índex de producció industrial (abril).
10 IPC (maig).
16 IPC harmonitzat de la UE (maig).
18 Cost laboral (primer trimestre).
23 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
24 Comerç exterior (abril).
25 Preus industrials (maig).
29 Avanç IPCH (juny).
30 Ingressos i pagaments de l'Estat (maig). Balança de pagaments (abril).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Previsions de l'FMI: una recessió global de sortida complicada

L'FMI espera una contracció global de l'1,3% el 2009 i un avanç de l'1,9% el 2010.

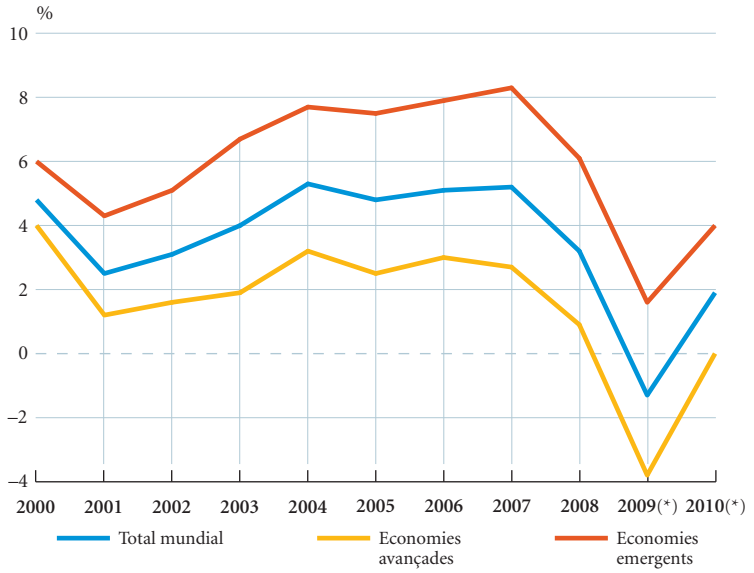
A l'informe de perspectives de l'economia mundial de l'abril, el Fons Monetari Internacional (FMI) torna a rebaixar les previsions de creixement en relació amb el document del març per a la reunió del G-20. El Fons constata que l'economia global es troba immersa en una severa recessió. La seva causa fonamental cal buscar-la en una crisi financera que ha provocat unes pèrdues d'actius que, durant el període 2007-2010, poden arribar fins als 4,0 bilions de dòlars, dels quals 2,7 corresponen a actius originats als Estats Units. La primera conseqüència ha estat una intensa pèrdua de confiança generalitzada que limita l'activitat econòmica. Així, segons l'FMI, l'economia global es contraurà l'1,3% el 2009, mentre que les mesures de política macroeconòmica i els intents per restablir la normalitat al sector financer poden facilitar el 2010 una recuperació que serà més lenta que en altres ocasions. Garantir l'accés a la liquiditat de les entitats financeres, determinar les pèrdues derivades dels actius de qualitat dubtosa i recapitalitzar les entitats més febles però encara viables seran condicions necessàries per a l'èxit dels estímuls fiscals i monetaris.

S'espera que, el 2009, els Estats Units i el Japó es contreguin el 2,8% i el 6,2%, mentre que la Xina creixerà el 6,5%.

Per països, empitjoren les perspectives per als Estats Units, amb una contracció prevista del 2,8% per al 2009, que aniria

UNA RECESSIÓ COORDINADA

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: (*) 2009 i 2010 són previsions.
FONT: Fons Monetari Internacional.

seguida d'un creixement nul el 2010. En els últims mesos, les economies exportadores són les que pateixen un deteriorament més intens, a causa de la important contracció del volum dels fluxos comercials. Així, entre les economies avançades, la japonesa és la que té un panorama més negatiu per al 2009, amb un descens esperat del 6,2%. Per la seva part, la Xina, tot i patir una clara desacceleració en relació amb els anys anteriors, defuig les reculades generalitzades dels exportadors asiàtics. Un important estímul fiscal, amb fortes inversions en infraestructures, contribuirà a un creixement esperat del 6,5% per al 2009 i del 7,5% per al 2010.

A Europa també es revisen a la baixa les previsions de gairebé tots els països. Per a la zona de l'euro, s'esperen reculades del 4,2% el 2009 i del 0,4% el 2010. Però és Alemanya, el principal exportador de la regió, el país que se'n surt pitjor, amb contraccions de l'economia del 5,6% i de l'1,0% per al 2009 i el 2010, respectivament. Itàlia i el Regne Unit segueixen una evolució similar a la del conjunt de la zona de l'euro, mentre que França espera reculades una mica més moderades. Per a l'economia espanyola, l'FMI espera per al 2009 una reculada relativament contingudа, del 3,0%, però preveu un decreixement del 0,7% per al 2010, que evidencia que la recuperació es farà esperar.

Entre les economies emergents, contrasta el bon comportament de l'Àsia emergent, que espera créixer el 4,8% el 2009, amb el ràpid deteriorament de les economies de l'Europa de l'Est i Central, que pateixen una contracció del 3,7%. L'Amèrica Llatina, amb un descens previst de l'1,5%, quedarà en un lloc intermedi.

El 2009, la zona de l'euro recula el 4,2%; Alemanya, el 5,6%, i Espanya, el 3,0%.

La incertesa és alta amb els riscos esbiaixats a la baixa.

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge (*)

	PIB		Preus al consum		Taxa d'atur (**)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Estats Units	–2,8	0,0	–0,9	–0,1	8,9	10,1
Japó	–6,2	0,5	–1,0	–0,6	4,6	5,6
Alemanya	–5,6	–1,0	0,1	–0,4	9,0	10,8
França	–3,0	0,4	0,5	1,0	9,6	10,3
Itàlia	–4,4	–0,4	0,7	0,6	8,9	10,5
Regne Unit	–4,1	–0,4	1,5	0,8	7,4	9,2
Espanya	–3,0	–0,7	0,0	0,9	17,7	19,3
Zona de l'euro	**–4,2**	**–0,4**	**0,4**	**0,6**	**10,1**	**11,5**
Economies avançades	**–3,8**	**0,0**	**–0,2**	**0,3**	**8,1**	**9,2**
Països en desenvolupament	**1,6**	**4,0**	**5,7**	**4,7**	**...**	**...**
Amèrica Llatina	*–1,5*	*1,6*	*6,6*	*6,2*	...	...
Europa de l'Est i Central	*–3,7*	*0,8*	*4,6*	*4,2*	...	...
Àsia emergent	*4,8*	*6,1*	*9,3*	*5,7*	...	...
Total mundial	**–1,3**	**1,9**	**2,5**	**2,4**	**...**	**...**
Comerç mundial en volum (***)	**–11,0**	**0,6**				

NOTES: (*) Previsions d'octubre 2008.
(**) Percentatge de població activa.
(***) Béns i serveis.
FONT: Fons Monetari Internacional.

Estats Units: la recuperació serà lenta

Estats Units: la feblesa econòmica s'allargarà.

El producte interior brut (PIB) nord-americà va acumular una reculada de l'1,8% en la segona meitat del 2008 i va iniciar una recessió caracteritzada per l'extrema feblesa del consum privat. Malgrat que els indicadors dels primers mesos del 2009 apunten a una moderació del ritme de deteriorament, que també es podria reflectir en el producte interior brut (PIB) del primer trimestre, la tendència a la baixa continuarà. La recessió actual és fruit d'una crisi financera i té un abast global, de manera que afecta de forma sincronitzada la majoria de les economies. Segons el Fons Monetari Internacional (FMI), això podria allargar el període de descensos fins als dos anys, reduir el PIB el 4,8% i fer que la recuperació posterior sigui modesta.

La crisi financera i la sincronització internacional de la recessió dificultaran la recuperació.

La forta expansió del crèdit en els últims anys havia dut el consum privat a créixer per damunt de la seva tendència secular, amb un intens deteriorament de l'estalvi de les llars, amb un deute brut que, cap al final del 2007, va arribar al 98,1% del PIB nominal i amb un fort augment del preu dels actius. La reversió d'aquestes tendències durà els consumidors a un procés de reducció de l'endeutament que, ara com ara, encara és incipient. Així, una gran part dels ingressos futurs de les llars, provinents d'activitats privades o d'ajuts públics, serviran per refer l'estalvi, de manera que la recuperació del consum privat quedarà per a més endavant. Mentrestant, en tractar-se d'una crisi sincronitzada internacionalment, el creixement per la via de les exportacions quedarà limitat per la feble demanda global.

Què fer en aquestes condicions? L'efectivitat de la política monetària convencional queda molt limitada. Però la recuperació dels mercats de crèdit és una condició necessària per a la recuperació. Per això és tan important l'èxit del pla

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

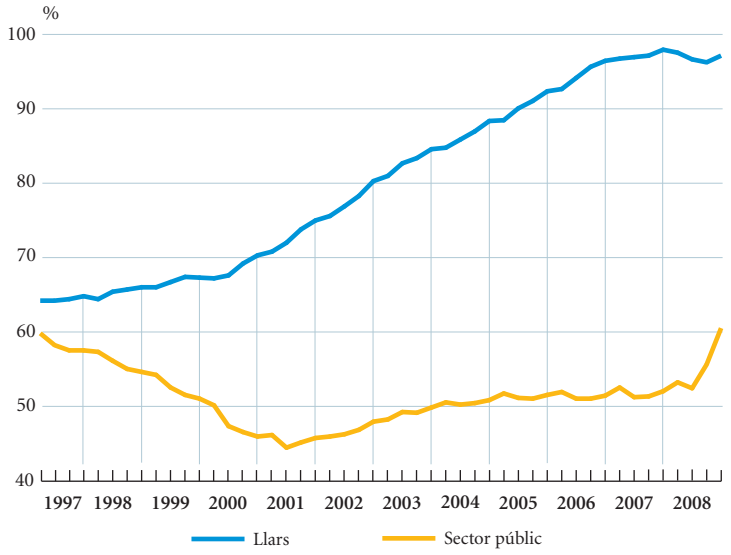
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	2,0	1,1	2,5	2,1	0,7	–0,8	–	...	–
Vendes al detall	4,2	–0,5	3,1	2,6	0,6	–8,0	–8,9	–7,9	–9,4
Confiança del consumidor (1)	103,4	58,0	76,5	57,3	57,3	40,7	37,4	25,3	26,0
Producció industrial	1,5	–2,2	1,4	–0,4	–3,2	–6,7	–10,7	–11,8	–12,8
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,5	49,1	47,4	36,1	35,6	35,8	36,3
Venda d'habitatges unifamiliars	–26,8	–37,2	–33,1	–39,1	–36,7	–40,5	–46,1	–41,1	...
Taxa d'atur (2)	4,6	5,8	4,9	5,4	6,1	6,9	7,6	8,1	8,5
Preus de consum	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	1,6	0,0	0,2	–0,4
Balança comercial (3)	–700,3	–681,1	–699,2	–701,8	–714,5	–681,1	–658,2	–622,3	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,3	2,8	3,0	2,8	3,2	2,2	1,2	1,3	1,2
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,9	74,4	72,0	70,9	73,5	81,3	81,0	83,1	83,9

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) Tipus de 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: UN ENDEUTAMENT EMPIPADOR

Deute brut de les llars i del sector públic en percentatge del PIB nominal



FONTS: Federal Reserve i elaboració pròpia.

Geithner de compra dels actius dubtosos del sistema bancari. Per donar suport a la demanda agregada, també ha de tenir un paper fonamental la política fiscal. L'FMI espera que, el 2009, el dèficit fiscal de l'economia nord-americana arribi al 7,7% del PIB, 4,8 punts percentuals per damunt del dèficit del 2007. Però aquí el límit ve donat pel grau d'endeutament de les finances públiques, que, durant l'any 2008, va passar del 52,1%, percentatge relativament baix, al 60,6% del PIB, nivell a partir del qual l'efectivitat de les polítiques d'expansió fiscal es comença a veure reduïda.

Pel costat de la demanda, els últims indicadors apunten a aquest possible final de les caigudes dràstiques de la segona meitat del 2008, tot i que hi ha una clara persistència de la tendència a la baixa. Així, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board del març va quedar instal·lat en els 26,0 punts, molt a la vora del mínim històric del febrer. Les vendes al detall van interrompre al març la incipient recuperació i, sense automòbils ni benzina, van cedir el 3,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior, en termes reals, tot i que les dades del febrer van ser revisades lleugerament a l'alça.

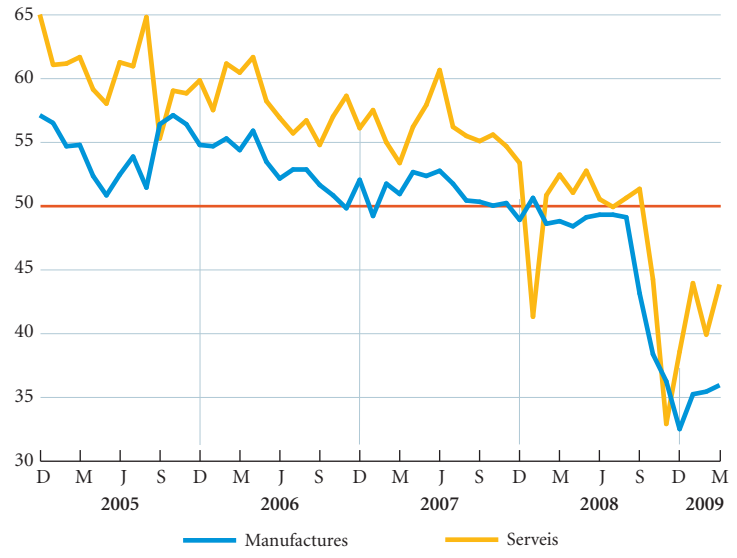
Entre els indicadors de l'oferta, l'índex d'activitat i sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management, tot i continuar en nivells propis de recessió profunda, es va mantenir al març per damunt dels mínims històrics i va apuntar també a un alentiment de les reculades. L'índex de manufactures va avançar per tercer mes consecutiu, tot i que de manera moderada, i va assolir el nivell dels 36,3 punts, encara molt per sota de l'equilibri dels 50,0 punts, considerat el llindar que indica riscos de recessió. Per la seva banda, l'índex de serveis es va recuperar fins als 44,1 punts. El contrapunt negatiu cal buscar-lo, però, en la producció industrial, que, al març, va recular el 12,8% interanual, mentre que la utilització de la capacitat productiva del mateix període va baixar fins al 69,3% i va assolir un nou màxim històric des de l'inici de l'indicador el 1967.

La confiança dels consumidors continua a la vora dels mínims històrics, però els descensos de les vendes s'estabilitzen.

Els empresaris són una mica menys pessimistes, però l'activitat industrial continua en mínims.

ESTATS UNITS: LA VISIÓ EMPRESARIAL ABANDONA ELS MÍNIMS

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



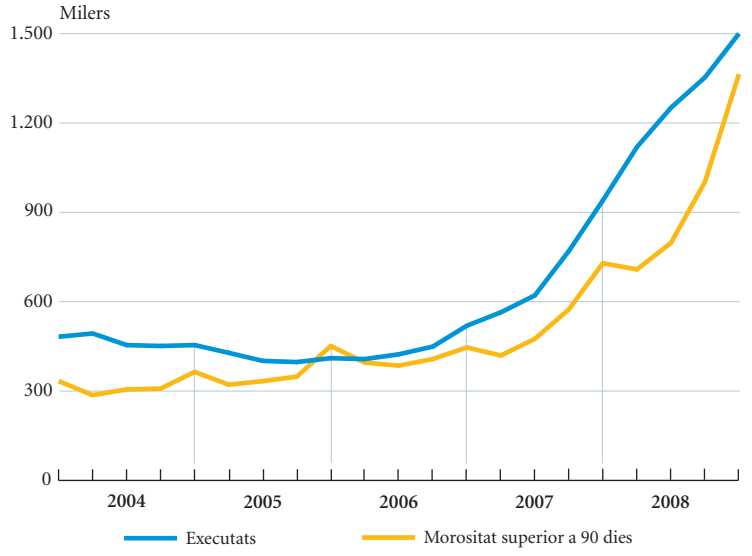
NOTA: (*) Un nivell de 50 implica que hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes.
FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

Amb el preu dels immobles a la baixa i els impagats a l'alça, s'inicien molts pocs habitatges.

L'habitatge continua sense donar senyals de recuperació. Amb un índex Case-Shiller que, al gener, acumulava una reculada del 28,3% en relació amb el màxim del juny del 2006, el preu dels immobles continua empitjorant la situació patrimonial de les llars. Amb la crisi de crèdit, cap al final del 2008, les execucions per impaga-

ESTATS UNITS: CADA COP MÉS MOROSOS

Nombre de contractes hipotecaris executats i de contractes amb morositat superior a 90 dies



FONTS: Mortgage Bankers Association i elaboració pròpia.

ment d'hipoteques pendents de subhasta van arribar als 1,5 milions, inclosa una proporció cada cop més gran de contractes que no són considerats *subprime*, de mala qualitat creditícia. Aquesta xifra hauria d'evolucionar a l'alça en els propers mesos, ja que el nombre de préstecs amb 90 dies d'impagament va créixer fins als 1,4 milions, el doble que al final del 2007. El comportament de l'oferta és coherent amb aquestes xifres, i els habitatges iniciats al març van tornar a baixar fins als 510.000, en termes anuals, van perdre així la totalitat de la recuperació del mes anterior i van quedar lluny dels 2.200.000, nivell típic del 2006.

Si l'habitatge determina la riquesa de les llars, el mercat de treball en determina els ingressos, i aquí el deteriorament va continuar guanyant intensitat. Al març es van perdre 663.000 llocs de treball no agrícoles. Així, des del gener del 2008, quan van començar els descensos, s'han destruït 5.133.000 llocs de treball, un descens que representa el 3,9% del total de llocs de treball no agrícoles. La taxa d'atur també va reflectir aquesta situació i va arribar al 8,5% de la població activa, nivell màxim des del 1983.

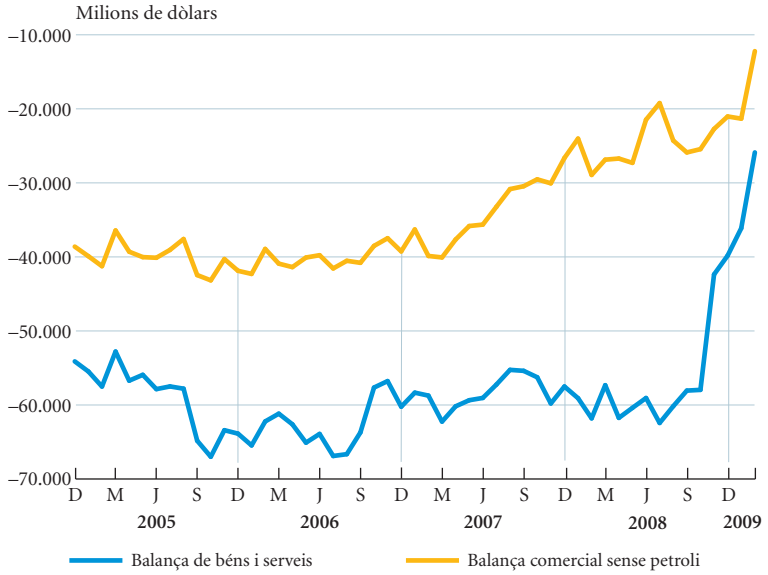
El mercat laboral arriba a 5,1 milions de llocs de treball perduts des del gener del 2008.

En l'apartat dels preus, continua amb les espases en alt la pugna entre riscos inflacionistes i deflacionistes, tot i que aquests últims es redueixen. L'índex general de preus al consum (IPC) del març va recular el 0,4% interanual, la qual cosa representa el primer descens en 55 anys, mentre que el preu del petroli i la feblesa de l'activitat faran que, el 2009, continuïn les reculades. No obstant això, malgrat l'efemèride històrica, i reconeixent que la deflació pot ser un mal més greu que la inflació, els riscos d'un escenari deflacionista, entès com caigudes continuades i generalitzades de preus, són menors que al final del 2008. Malgrat la feblesa del consum i la baixa utilització de la capacitat productiva, l'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, va sumar al març el tercer mes consecutiu de pujades intermensuals, la qual cosa el va dur a

Els preus baixen el 0,4% a causa del petroli.

ESTATS UNITS: ARA LA BALANÇA COMERCIAL ES CORREGEIX AMB RAPIDESA

Saldo mensual de la balança de béns i serveis



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

El dèficit comercial es corregeix pel petroli, per la feblesa del consum i pel menor volum de comerç.

mantenir un increment de l'1,8% interanual, que allunya momentàniament els vents deflacionistes.

El sector exterior continua essent una preocupació, no per la persistència del dèficit, sinó per la reducció dels fluxos comercials. El dèficit comercial de béns i serveis es va continuar reduint i va arribar, al febrer, als 25.965 milions de dòlars. Així, des de l'agost del 2008, el dèficit exterior ha acumulat una reducció d'uns 34.000 milions de dòlars, dels quals 22.000 milions deriven de la davallada del preu del petroli. Els 12.000 restants són deguts, principalment, a una disminució dels fluxos comercials. Això qüestiona la continuïtat de la correcció del desequilibri exterior un cop es recuperin la demanda interna nord-americana i els fluxos del comerç global.

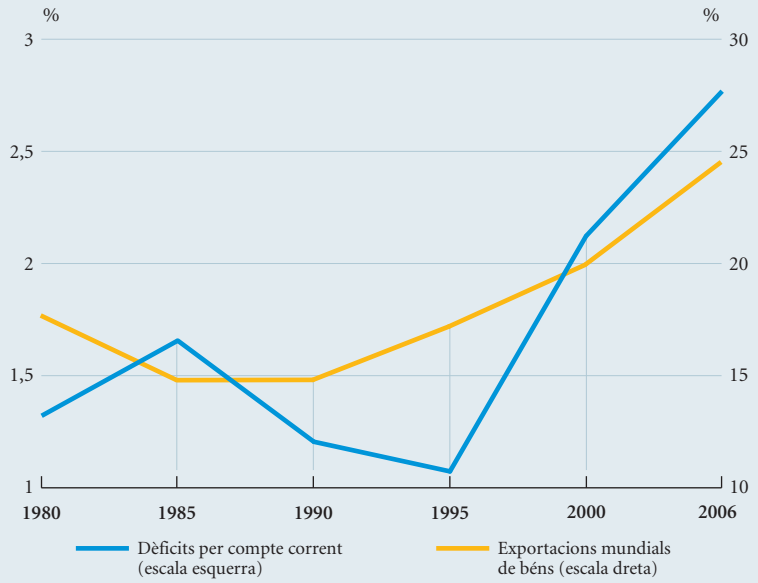
Provoca la globalització els desequilibris de les balances de pagaments?

Des dels anys noranta, els desequilibris mundials de les balances de pagaments van augmentar i van assolir els nivells més alts de les últimes dècades, no solament en termes absoluts, sinó també en relació amb el producte interior brut (PIB). Així, el conjunt global dels dèficits per compte corrent va passar de l'1,3% del producte mundial el 1980 al 2,8% el 2006, més del doble. Aquest desequilibri preocupava per la seva magnitud i també pel fet que mostrava signes de persistència i representava riscos per a l'economia mundial.

El dèficit per compte corrent més important en valors absoluts va correspondre als Estats Units i va representar el 60% del total mundial el 2006. Des d'un altre punt de vista, això significa que absorbia aquesta proporció

AUGMENT DELS DESEQUILIBRIS MUNDIALS DE BALANÇA DE PAGAMENTS FINS A LA CRISI

Percentatge sobre el producte mundial en dòlars corrents



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

de la capacitat de finançament global, la qual cosa posa de manifest el baix nivell d'estalvi d'aquest país. Així mateix, el dèficit per compte corrent dels Estats Units representava el 6% del seu PIB. Però també era elevat en termes relatius i persistent en altres països, com Islàndia, Letònia, Bulgària, Estònia, Lituània, Romania, Grècia, Portugal, Espanya, Nova Zelanda, Hongria, Eslovàquia, Croàcia, Turquia i Austràlia. En contrapartida, els superàvits més importants es concentraven en països com la Xina, el Japó i Alemanya.

L'augment dels desequilibris de les balances per compte corrent en l'últim període va coincidir amb una nova onada de globalització, caracteritzada, entre d'altres fenòmens, per una acceleració dels fluxos de comerç mundials, tal com es pot observar al gràfic adjunt. Aquesta nova onada globalitzadora va començar cap al 1980 i, igual que les anteriors, va ser impulsada pel descens dels costos dels transports i per la reducció dels aranzels i d'altres barreres al comerç internacional. Com a característiques destacades, cal esmentar el fort increment del comerç intraindustrial, que té lloc, en gran part, entre països avançats, i l'important paper de les organitzacions multilaterals en l'assoliment d'una major integració econòmica.

L'auge del comerç internacional va comportar, en general, la globalització financera, que el va facilitar. La caiguda dels costos de les telecomunicacions i el seu desenvolupament tecnològic, juntament amb la progressiva liberalització dels moviments de capitals, van impulsar enormement els fluxos internacionals de capitals. Per la seva banda, els inversors van poder diversificar més les carteres, de manera que els dèficits per compte corrent van poder ser finançats més fàcilment i van assolir nivells relativament elevats.

En l'època de la primera gran globalització, durant el període 1870-1913, anys igualment de gran expansió econòmica, també es va produir un gran increment dels fluxos de capitals en un context de llibertat de moviments d'aquests fluxos de capitals. Així mateix, també llavors els desequilibris dels comptes corrents van registrar nivells relativament alts. Així, Anglaterra va arribar a assolir un superàvit del 9% del PIB, i altres països, dèficits superiors al 5% del PIB.

No obstant això, a diferència de la primera globalització, en l'últim període, els fluxos de capitals van tenir un marcat caràcter bidireccional, amb imports bruts significatius. D'altra banda, la distribució dels desequilibris va ser molt diferent, ja que, durant el període 1870-1913, els principals països avançats presentaven importants superàvits per compte corrent, mentre que nous països com l'Argentina, Austràlia o el Canadà, que correspondrien als mercats emergents actuals, mostraven dèficits.

A més a més, el mecanisme d'ajustament, tot i que, en el fons, es basava, com avui en dia, en el tipus de canvi real, era diferent. En els temps del patró or clàssic, els tipus de canvi nominals eren fixos i els preus i els salaris eren flexibles, en un marc social i polític diferent de l'actual. Ara els tipus de canvi són generalment flexibles. No obstant això, alguns països intervenen en els mercats de canvis per impedir la flotació de les seves monedes i dificulten els ajustaments. A més a més, els preus i els salaris interns molt sovint s'ajusten lentament.

El cas de la Xina, malgrat la reforma cap a una major flexibilitat canviària al juliol del 2005, és paradigmàtic. El colós asiàtic, amb el seu model de creixement econòmic impulsat per les exportacions, va aconseguir un superàvit per compte corrent de l'11% del PIB el 2007. En bona part, això va ser la conseqüència de mantenir el tipus de canvi del iuan infravalorat, la qual cosa, al seu torn, només és possible amb el control dels moviments de capitals. D'aquesta manera, la Xina ha acumulat una ingent quantitat de reserves de divises, que inverteix, en gran part, finançant l'endeutament dels Estats Units. D'altra banda, es veu obligada a esterilitzar l'efecte de l'augment de les reserves de divises estrangeres en la massa monetària interna per evitar un augment indesitjat de la inflació. Fins ara això no ha representat gaires problemes per a l'autoritat monetària xinesa.

En els últims mesos, s'ha accelerat la correcció dels desequilibris per compte corrent. En aquest sentit, destaca el cas dels Estats Units, que, el 2008, van reduir el dèficit per compte corrent fins al 4,7% del PIB. Però això ha estat possible a costa d'una forta recessió econòmica global, desencadenada per la crisi financera internacional. En definitiva, es tracta de temes complexos en què intervenen molts factors. No obstant això, es pot afirmar que la globalització financera va contribuir a l'augment dels desequilibris de les balances de pagaments en actuar de vehicle necessari per a la pròpia globalització. L'interrogant és en quina mesura la crisi financera mundial comportarà una reculada de la globalització. A curt termini, s'ha reduït dràsticament el nivell del comerç internacional, i cal veure si, un cop superada la crisi, es recuperaran les tendències prèvies.

Aquest requadre ha estat elaborat per Pere Miret
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Japó: al caire d'un abisme

El Japó recula el 4,3%, a causa del sector exterior i de la inversió.

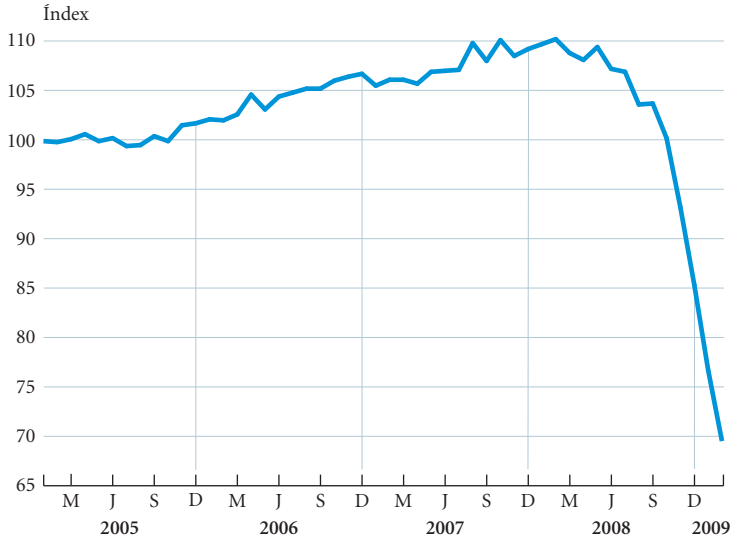
El 2009 serà un any molt difícil per a l'economia japonesa, amb una reculada que pot superar el 5%. El PIB del quart trimestre del 2008 ja va recular el 4,3% interanual, el 12,1% en termes intertrimestrals anualitzats, a causa del descens de les exportacions i de la inversió en equipament, que, en una gran part, és realitzada per les empreses exportadores. El comerç global s'ha vist afectat per la sincronització de la recessió, que ha reduït la demanda agregada mundial i que, en augmentar els costos de l'assegurança de crèdit i caució, ha trencat una part important de les cadenes de proveïdors. El Japó queda doblement afectat per la reducció dels fluxos comercials, ja que, amb unes exportacions que es caracteritzen per un alt valor afegit i que inclouen els sectors més productius de l'economia, perd on ho estava fent millor. No és estrany que, al dèficit fiscal del 8,1% del PIB nominal previst per al 2009, el govern hagi decidit afegir un estímul addicional del 3% del PIB, que inclou l'ajuda per a la compra de béns duradors i d'accions.

El Japó és una economia en què predominen els productors sobre els consumidors, i, en conseqüència, els indicadors d'oferta són els que més evidencien aquesta situació. La producció industrial del febrer va prosseguir l'espiral a la baixa, amb una reculada del 36,9% interanual, que es concentra en els últims quatre mesos. Aquesta correcció, la més intensa des del 1945, és comparable a la baixada de la producció industrial nordamericana durant la recessió dels anys trenta, amb la diferència que, en el cas japonès, el procés ha estat molt més ràpid. També és intensa la reculada de les comandes de maquinària, indicador avançat de la inversió, que, al febrer, va ser del 50,4% interanual. Els descensos més intensos, gairebé la meitat del total, es van donar de nou al sector exportador, que va cedir el 74,5% interanual. A aquesta feblesa es va afegir la publicació de l'índex Tankan d'activitat empresarial elaborat pel Banc del Japó corresponent al primer trimestre, l'índex per a grans empreses manufactureres del qual va davallar de menys 24 punts fins al nivell de menys 58 punts i va defraudar unes expectatives prèvies ja prou pessimistes.

La demanda, tot i no haver incorregut en excessos abans de la crisi de crèdit, s'afegeix també a la tendència a la baixa, amb

JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL S'ENFONSA

Índex de producció industrial



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

unes vendes al detall que, al febrer, van recular el 5,7% interanual, el pitjor registre des del 2002, i amb una confiança del consumidor que, tot i haver-se recuperat una mica del seu mínim històric, es manté en nivells excepcionalment baixos. Aquesta feblesa es va acabar traslladant als preus, on el perill de la deflació és real.

La producció industrial baixa el 37% i el Tankan se situa en menys 58 punts.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	2,4	–0,7	1,4	0,5	–0,2	–4,3	–	...	–
Producció industrial	2,9	–3,4	3,5	1,6	–3,3	–15,0	–30,0	–36,9	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,0	–2,8	11,0	5,0	–3,0	–24,0	–	–58,0	–
Habitatges iniciats	–17,2	2,4	–8,8	–11,1	40,3	3,9	–18,7	–24,9	...
Taxa d'atur (2)	3,9	4,0	3,8	4,0	4,0	4,0	4,1	4,4	...
Preus de consum	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,0	0,0	–0,1	...
Balança comercial (3)	12,6	4,0	11,7	10,3	7,4	4,0	2,7	2,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	77,1	86,6	83,4	82,6	81,9	98,5	105,1	103,5	97,7

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 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

La demanda interna cau i l'IPC subjacent continua en terreny negatiu.

L'IPC del febrer va registrar un avanç nul en relació amb el mateix període de l'any anterior, quan fa quatre mesos vorejava el 2,1%, i l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va recular el 0,1% interanual. La continuïtat de la feblesa de la demanda en els propers mesos i el descens del març en l'IPC de Tòquio apunten a unes perspectives a la baixa que han de deixar l'IPC del 2009 en el terreny negatiu. El mercat laboral també es va comportar malament al febrer, amb una taxa d'atur que es va enfilar fins al 4,4% de la població activa i una pèrdua de 380.000 llocs de treball.

Les exportacions cedeixen el 46% i les importacions, el 40%.

El sector exterior ha passat a ser el punt més feble de l'economia nipona i va continuar a la baixa al febrer. El saldo comercial va ser gairebé nul, tot i que va sumar el setè dèficit consecutiu. Però el problema més greu continua essent el descens de les exportacions, que van cedir el 45,8% interanual. Les importacions, per la seva banda, van baixar el 39,9%. La balança per compte corrent del febrer va tornar al terreny positiu després del dèficit del gener, però aquesta recuperació es podria revertir de nou a causa dels menors ingressos de les inversions a l'exterior i de la tendència a la baixa de les exportacions.

La Xina es desaccelera i creix el 6,1%, amb menys exportacions però més inversió.

La desaceleració xinesa toca fons

El PIB de la Xina va créixer el 6,1% interanual en el primer trimestre, una clara desaceleració en relació amb el 9,1% del 2008 i el 13,0% del 2007, que hauria de dur el creixement del 2009 cap a ritmes inferiors al 7%, clarament per sota de l'objectiu governamental del 8%. Això explica que, amb uns estabilitzadors automàtics relativament petits, l'estímul fiscal xinès és especialment intens, amb unes despeses addicionals en infraestructures del 4,5% del PIB nominal tant per al 2009 com per al 2010.

Sense descartar els importants riscos de l'economia xinesa, hi ha signes d'estabilització més convincents que a l'inici d'enguany. Per començar, la desaceleració del creixement en relació amb el quart trimestre del 2008 és menys intensa que en períodes previs. A més a més, en el capítol inversor, la formació de capital fix en termes corrents es va accelerar fins a créixer el 28,8% interanual, gràcies, en

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	13,0	9,1	10,6	10,1	9,0	6,8	–	6,1	–
Producció industrial	17,1	13,0	16,5	15,9	13,0	6,4	8,4	11,0	8,3
Producció elèctrica	15,7	6,7	16,0	11,9	6,7	–6,0	–14,1	4,8	0,6
Preus de consum	4,8	5,9	8,0	7,8	5,3	2,5	1,0	–1,6	–1,2
Balança comercial (*)	262,4	295,2	256,5	247,3	257,0	295,2	314,9	311,5	316,9
Tipus interbancari 3 mesos (**)	3,6	4,2	4,6	4,6	4,4	3,2	2,5	1,3	1,5
Renminbi per dòlar	7,6	6,9	7,1	6,9	6,8	6,8	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.

part, a un fort impuls governamental en els àmbits rurals.

Els indicadors més recents també palesen que es podria haver tocat fons. Al març, la producció industrial va créixer el 8,3% interanual i, després del lapse de l'Any Nou Lunar, confirma una certa tendència a la recuperació. La producció nacional d'energia elèctrica també va presentar un cert repunt al març, per bé que el creixement del conjunt dels dotze últims mesos queda molt per sota del que era habitual el 2007. En preus, persisteixen els riscos de deflació, però no van a més. L'IPC general del març va baixar l'1,2% interanual, mentre que el preu dels aliments va cedir un mínim 0,7%.

La feblesa del sector exterior podria estar perjudicant l'economia xinesa menys del que s'esperava. Tot i que les exportacions constitueixen més del 30% del total del PIB, a diferència del Japó, la contribució xinesa al valor afegit dels productes importats que es transformen per després ser exportats és molt menor. Així, els efectes d'una reducció exportadora són més limitats i poden ser compensats amb un descens de les importacions, com ho demostra el superàvit comercial, que, en els dotze últims mesos fins al març, es va enfilar fins als 316.891 milions de dòlars, nou rècord històric. Les reculades dels fluxos comercials també es van estabilitzar, amb les exportacions del març disminuint el 17,1% interanual i les importacions, el 25,1%. La Xina modera els riscos, però l'estabilització de l'economia no implica una recuperació sostinguda, perquè la seva assignatura pendent continua essent la consolidació del consum intern, que amb prou feines arriba al 40% del PIB. Pel que fa a l'economia global, cal recordar que el motor xinès no pot, ara com ara, compensar la feblesa de la demanda nord-americana.

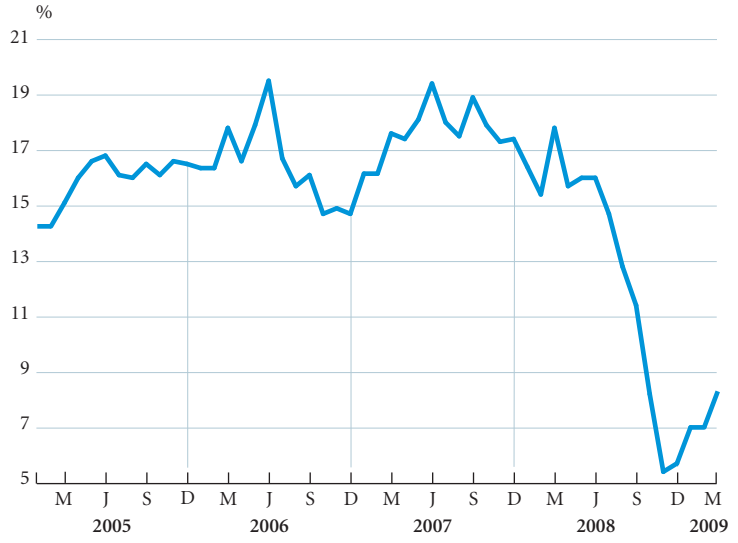
La producció industrial es recupera i creix el 8%.

L'IPC modera les reculades i baixa l'1,2%.

Les exportacions baixen el 17% i les importacions, el 25%.

XINA: LA INDÚSTRIA TOCA FONS I ES RECUPERA

Variació interanual de la producció industrial (*)



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

Ajustaments globals: el paper de la flexibilitat canviària

En l'última dècada, s'han acumulat importants desequilibris a nivell global que representen un risc per a l'estabilitat financera i econòmica mundial. Economies com Alemanya, el Japó, la Xina i altres països asiàtics (vegeu el gràfic següent) han registrat persistents superàvits a causa de la seva major propensió a l'estalvi. Aquest estalvi s'ha canalitzat cap a economies amb dèficit, principalment els Estats Units, però també cap a Austràlia, Espanya, Nova Zelanda o el Regne Unit.

En dècades anteriors, el dèficit per compte corrent era un tret característic de les economies emergents. Sovint, aquest dèficit era finançat amb deute a curt termini en moneda estrangera. Quan l'accés al refinançament es tallava, els tipus de canvi patien fortes depreciacions i el país difícilment podia afrontar la devolució del deute. Era el moment en què l'FMI entrava en escena. Aquesta situació va canviar radicalment arran de la crisi asiàtica del 1997.

La traumàtica experiència de la crisi del 1997 va fer que diverses economies asiàtiques decidissin mantenir uns tipus de canvi molt competitius per estimular el creixement i acumular reserves per evitar una nova crisi. Això va permetre generar importants superàvits en la balança exterior, la qual cosa es va traduir en una vertiginosa acumulació de reserves internacionals, principalment en dòlars dels Estats Units (vegeu el requadre «Provoca la globalització els desequilibris de les balances de pagaments?»). Més recentment, des del 2004, els països exportadors de petroli han contribuït a l'ampliació dels desequilibris globals. Aquests països han estalviat una bona part de l'augment d'ingressos derivat de l'espectacular alça del preu del petroli.

L'alt nivell d'estalvi de les economies emergents i dels exportadors de petroli ha tingut importants repercussions sobre els països avançats. Ha comportat, per exemple, que els tipus d'interès i les primes de risc dels mercats corporatius es mantinguessin en nivells massa baixos, en especial entre el 2004 i el 2006, la qual cosa, al seu torn, ha permès que es formessin bombolles en el preu d'alguns actius com l'habitatge. Una altra conseqüència negativa dels desequilibris globals és el risc que representen per a l'estabilitat de l'economia mundial si es produeix una aturada sobtada dels fluxos de finançament cap a les economies amb dèficits més elevats, en concret els Estats Units. La materialització d'aquest risc provocaria una forta depreciació del dòlar i un augment dels tipus d'interès a llarg termini.

Com cal reduir aquests desequilibris? La resposta no és senzilla i, inevitablement, suscita controvèrsia. La solució a un problema tan complicat passa segurament per assolir un consens global en matèria de política econòmica. Els governs de les economies emergents són conscients que cal formular polítiques que estimulin el creixement de la inversió i del consum intern. En definitiva, que impulsin el creixement de la demanda interna i que redueixin la dependència del creixement de la demanda externa. A més a més, les autoritats saben que és important flexibilitzar els règims de tipus de canvi, tot i que prefereixen que els canvis siguin graduals. La Xina, per exemple, ha permès una apreciació del iuan enfront del dòlar del 16% d'ençà que va flexibilitzar el règim canviari al juliol del 2005. D'altra banda, és important que les economies desenvolupades que presenten dèficits importants fomentin l'estalvi a llarg termini, tot i que és lògic que, en la conjuntura actual, la preocupació central sigui evitar un ajustament excessiu de l'estalvi privat en molt poc temps. En aquest sentit, l'ajustament pressupostari dels Estats Units a mitjà-llarg termini, crucial per augmentar l'estalvi del conjunt de l'economia, s'endevina com una de les claus per reduir el dèficit nord-americà i, per tant, els desequilibris globals.

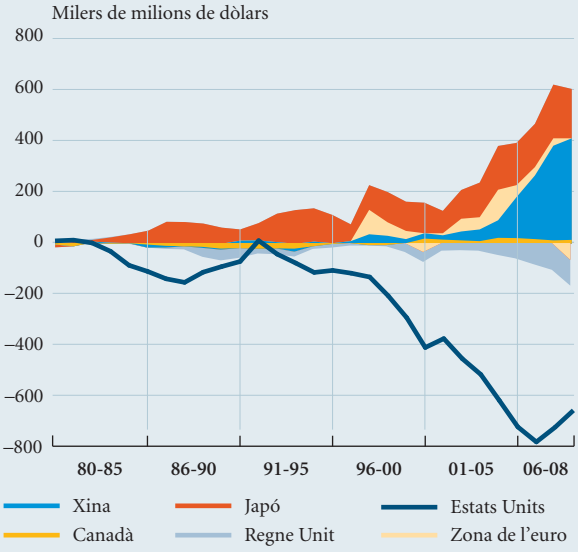
No es pot negar, de tota manera, que el procés de reducció del dèficit comercial dels Estats Units ja s'ha posat en marxa en els últims anys. Així, des del seu punt màxim en el tercer trimestre del 2006 fins al quart trimestre del 2008, el dèficit ha caigut en un punt percentual i ha arribat al 3,5% del PIB, malgrat l'escalada del preu del petroli. Un cop excloses les importacions de petroli, el dèficit s'ha reduït des del 3,7% fins al 2,1% del PIB. La depreciació del dòlar, que ha perdut el 18% en termes efectius reals entre el 2003 i el 2006-2008, ha contribuït a aquesta situació. Atès l'impacte retardat dels tipus de canvi sobre el dèficit comercial, el dèficit del 2008 està relacionat, bàsicament, amb el tipus de canvi del dòlar dels dos anys precedents.

Cal que el dòlar es continuï depreciant per culminar l'ajustament del dèficit exterior dels Estats Units? No necessàriament. Segons les estimacions d'alguns economistes,[1] la depreciació experimentada pel dòlar des del 2004 ja seria suficient perquè el dèficit comercial als Estats Units es continuï reduint de manera gradual fins a un nivell sostenible de l'1,5%-3% del PIB. En termes bilaterals, podem esperar que, a mitjà-llarg termini, el dòlar es continuï afeblint enfront de les monedes asiàtiques (en especial del renminbi) i s'apreciï lleugerament enfront de l'euro. Això mantindria la cotització del dòlar en un nivell similar a l'actual en termes efectius (en mitjana) i conduiria a un ajustament gradual del dèficit dels Estats Units i, de retruc, dels desequilibris globals.

Què observarem a curt termini? En els propers trimestres, el ritme de l'ajustament dels desequilibris globals es podria intensificar de manera temporal. Aquesta acceleració tindria un fort component cíclic, relacionat amb la

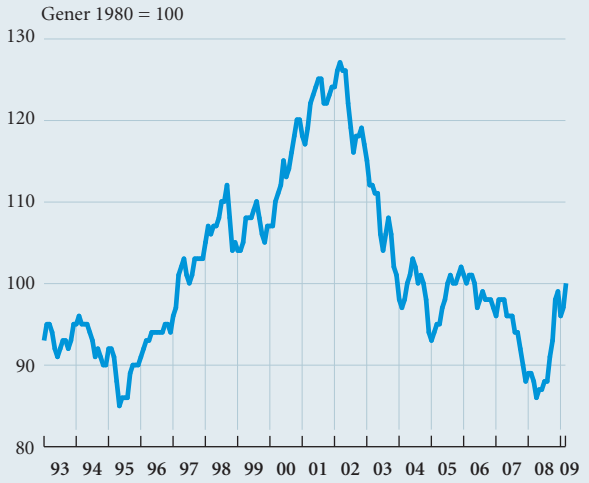
ELS DESEQUILIBRIS GLOBALS VAN CRÉIXER... I EL DÒLAR VA CEDIR PER CORREGIR-LOS

Saldo per compte corrent



FONT: Fons Monetari Internacional.

Índex de tipus de canvi efectiu real del dòlar enfront de les principals divises



FONT: Reserva Federal.

(1) Vegeu Enric Fernández, «La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units», Documents d'Economia "la Caixa", abril de 2007, o Maurice Obstfeld i Kenneth Rogoff, «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», Brookings Papers on Economic Activity, volum 1 de 2005, pàgines 67-146.

recessió econòmica actual, la intensa feblesa de la demanda interna als Estats Units i la contracció del comerç internacional. No obstant això, un cop s'atenuïn els factors cíclics, i perquè el procés d'ajustament gradual continuï, és fonamental que la Xina i les principals economies asiàtiques continuïn facilitant l'apreciació de les seves divises. Es tracta d'un ingredient fonamental per neutralitzar els desequilibris globals i per consolidar les bases d'un creixement mundial més sostenible que el dels últims anys.

Aquest requadre ha estat elaborat per Eduardo Pedreira
Departament d'Economia Internacional, Servei d'Estudis de "la Caixa"

La feblesa del consum, la inversió i el mercat laboral indiquen que el Brasil ha començat el 2009 contraient-se.

Superàvit comercial gràcies a la caiguda més intensa de les importacions.

Brasil: els senyals no generen esperança

Els indicadors econòmics deixen entreveure que el Brasil s'hauria tornat a contraure en el primer trimestre del 2009, tot i que la caiguda serà inferior al 3,6% intertrimestral del quart trimestre del 2008. La feblesa del consum intern, a causa de la negativa evolució del mercat laboral i de les perspectives d'un major deteriorament dels ingressos de les llars, serà clau per fixar el fons de la contracció. La inversió continua la tendència d'ajustament, mentre que la demanda externa ofereix un lleuger suport per al creixement, gràcies a la depreciació del real brasiler.

El consum intern es continua desaccelerant. Al febrer, la taxa de creixement interanual de les vendes al detall va caure fins al 3,8%, molt per sota de les taxes properes al 9% habituals el 2008. En canvi, les vendes de cotxes van repuntar al març, de manera que la taxa de creixement va pujar fins al 8,7%, gràcies als incentius fiscals que el govern va introduir al començament d'enguany.

El mercat laboral continua empitjorant, i l'atur se situa ja en el 12,3%, més d'un punt percentual per damunt de la taxa registrada al gener. Atès que la taxa d'atur creix de forma retardada (primer s'ajusta l'activitat, després l'atur), en els propers mesos el nombre d'aturats continuarà creixent. Aquesta situació afectarà negativament els ingressos de les llars i, per tant, el consum tendirà a contraure's encara més.

La inversió també presenta un horitzó fosc. Malgrat el repunt de l'activitat a la indústria automotriu, la producció industrial va caure el 13,5% al febrer en relació amb el mateix període de l'any anterior. La caiguda de la utilització de la capacitat instal·lada associada a aquest fet apunta a un retraïment de la demanda d'inversió en els propers trimestres. Al febrer, la producció industrial de béns d'equipament ja evidenciava una contracció del 24,4%.

La demanda externa aporta un to lleugerament optimista i el saldo mensual de la balança comercial va tornar a ser positiu al març i va arribar als 1.771 milions de dòlars. Malgrat que les exportacions van caure el 6,4% interanual, el descens de les importacions, del 13,7%, va ser molt més intens. El canvi en els preus relatius propiciat per la depreciació del real brasiler (superior al 45% enfront del dòlar entre l'agost del 2008 i el febrer del 2009) ha estat un dels factors que han fet disminuir el ritme de caiguda de les exportacions.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	5,7	5,1	6,1	6,3	6,8	1,2	...	...	...
Producció industrial	5,9	2,9	6,7	5,2	6,4	–6,2	–15,3	–13,5	...
Confiança del consumidor (*)	132,3	140,4	146,0	146,5	136,3	132,9	124,4	132,9	128,2
Taxa d'atur São Paulo (**)	15,0	13,0	13,8	13,7	12,7	11,6	11,2	12,3	...
Preus de consum	3,6	5,7	3,7	4,6	5,1	4,5	5,8	5,9	5,6
Balança comercial (***)	40,0	24,7	34,1	30,8	28,7	24,7	23,3	24,2	25,0
Tipus d'interès SELIC (%)	12,75	11,25	11,25	12,25	13,75	13,75	12,75	12,75	11,25
Reals per dòlar	2,1	1,8	1,8	1,6	1,9	2,3	2,3	2,4	2,3

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

La feblesa de la demanda ha contrarestat les pressions inflacionistes que podrien haver-se derivat de la depreciació del real. Al març, la inflació va disminuir tres dècimes fins al 5,9%. La inflació subjacent es va mantenir per tercer mes consecutiu en el 4,9%.

En aquest context, és molt probable que el primer trimestre del 2009 sigui el punt mínim del cicle, moment en què l'economia brasilera començarà a revertir la tendència negativa. La recuperació, però, no es consolidarà fins a les acaballes del 2009, a mesura que la demanda mundial recuperi el pols. Com en altres països, sembla que la recuperació serà lenta i prolongada.

Mèxic: creixement feble amb finances blindades

La forta contracció en les exportacions cap als Estats Units i la caiguda en les remeses continuen afectant l'economia mexicana. La demanda interna es veu afeblida per les restriccions creditícies, la baixa confiança dels consumidors i l'empitjorament del mercat laboral. Des de la perspectiva financera, cal valorar molt positivament la concessió d'una línia de crèdit per part de l'FMI.

El consum intern no dóna senyals de millora, la qual cosa es reflecteix en la caiguda del 8,6% interanual de les vendes al detall al març, la contracció més intensa des del 1996. Tres factors afecten les finances de les famílies mexicanes: l'augment de la taxa d'atur fins al 5,3% al febrer (3,9% al febrer del 2008); la caiguda de les remeses, que, al febrer, van ser el 5% inferiors a les rebudes un any enrere, i, finalment, les dificultats per accedir al crèdit. Per completar el negatiu panorama del consum intern, la confiança dels consumidors ha tornat a caure fins als 78,9 punts, mínim des de l'abril del 2001.

En matèria d'inflació, l'IPC general ha moderat la taxa interanual durant els tres primers mesos del 2009 (del 6,5% del desembre del 2008 al 6,0% del març del 2009). Per la seva banda, l'IPC subjacent presenta una certa resistència a baixar i fluctua al voltant del 5,7% interanual.

El consum i el comerç llasten el creixement del PIB mexicà en el primer trimestre del 2009.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	3,3	1,4	3,3	2,3	1,7	–1,7	...	...	...
Producció industrial	2,4	–1,0	2,0	0,0	–1,5	–4,4	–10,1	–9,6	...
Confiança del consumidor (*)	104,9	92,2	102,4	94,2	88,9	83,3	81,9	78,9	...
Taxa d'atur general (**)	3,7	4,0	3,9	3,5	4,2	4,3	5,0	5,3	...
Preus de consumo	–22,7	–11,8	4,0	4,0	3,8	4,7	6,3	6,2	6,0
Balança comercial (***)	–10,1	–17,3	–9,3	–7,8	–11,9	–17,3	–17,1	–16,4	...
Taxa d'interès oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	7,50	7,75	8,25	8,25	7,75	7,50	6,75
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	11,0	10,6	10,6	10,3	11,0	13,9	14,4	15,1	14,2

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

L'acord amb l'FMI atorga tranquil·litat i estabilitat financera.

Pel costat del sector exterior, el dèficit comercial de Mèxic va empitjorar i va arribar als 16.400 milions de dòlars al febrer, molt per damunt dels 11.000 milions de la mitjana del 2008. Aquesta xifra respon a una contracció de les importacions del 30,7% interanual, superior a la caiguda de les exportacions. Específicament, les exportacions de productes no petroliers de Mèxic, component amb un gran pes en el creixement del PIB, van caure, al febrer, el 24,1% interanual, a causa de la feblesa de la demanda dels Estats Units.

Amb l'aprovació d'una línia de crèdit per part de l'FMI el 17 d'abril del 2009, el govern mexicà va fer un pas fonamental per estabilitzar i per enfortir la seva capacitat de finançament. La quantia del crèdit –de caràcter preventiu– puja a 47.000 milions de dòlars. Això, juntament amb els 30.000 milions disponibles a través de la línia *swap* amb la Reserva Federal dels Estats Units, atorga a Mèxic un matalàs de finançament extern equivalent al 9,6% del PIB. A més a més, Mèxic disposa de 85.000 milions de dòlars en reserves internacionals.

En conclusió, malgrat que el creixement de Mèxic al llarg del 2009 serà negatiu, el govern –mitjançant els instruments exposats més amunt– ha aconseguit disposar d'una cobertura molt àmplia per a les necessitats de finançament de l'economia. Aquesta solidesa financera contribuirà a moderar les pressions sobre el peso mexicà.

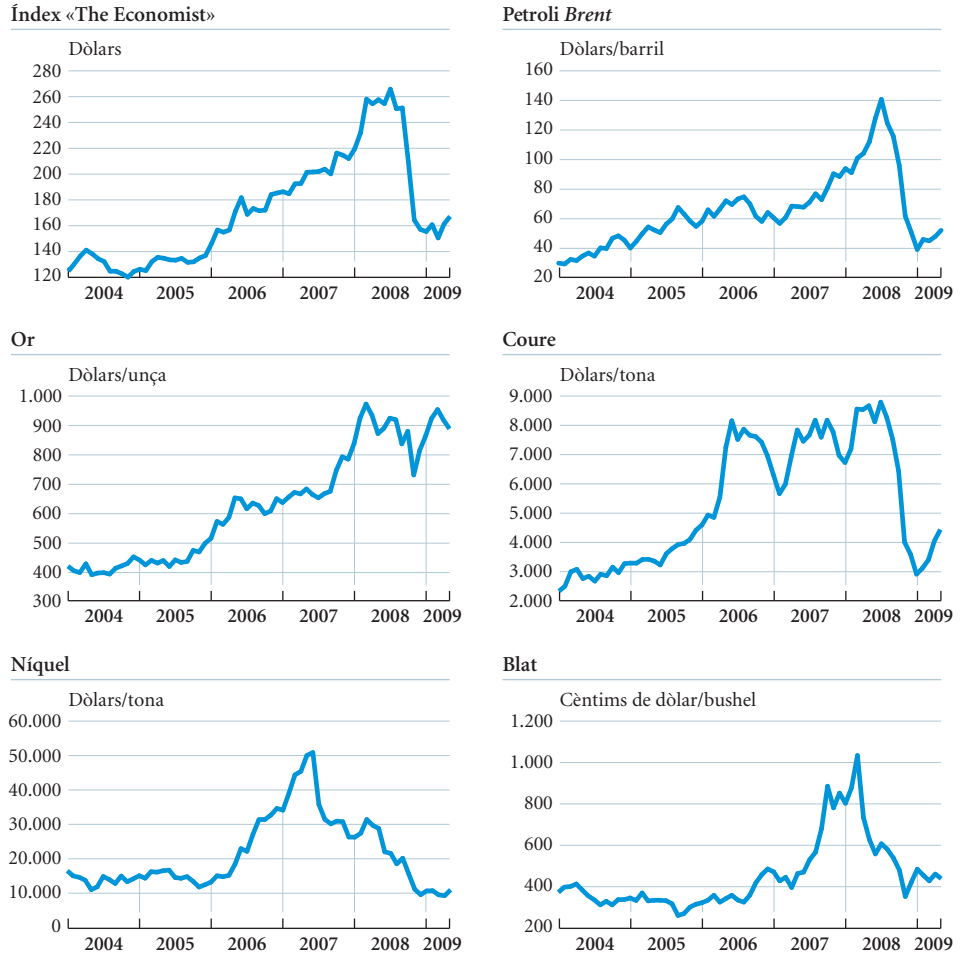
El petroli baixa i la Xina fa pujar els metalls

El preu del petroli manté, a l'abril, la major part del que va guanyar al març.

El preu del petroli va mantenir la major part dels guanys del mes anterior. Així, entre el 20 de març i el 22 d'abril, el cru va cedir un mínim 2,2% fins als 49,79 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes) i va fer que la pujada acumulada al llarg de l'any arribés fins al 27,4%.

La disminució de les existències de petroli va ser més intensa del que s'esperava, però va ser compensada per una caiguda més important de la demanda. Així, per bé que la via a la baixa va predominar durant l'últim mes, també cal constatar que la relativa estabilitat del preu del cru podria evolucionar a l'alça amb els primers signes de recuperació als Estats Units.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 23 d'abril).
FONTS: «The Economist», Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Durant els primers vint dies del mes d'abril, els metalls bàsics van evolucionar a l'alça en apostar els mercats de primeres matèries per la recuperació de l'economia xinesa. Una aposta que va continuar trobant una base en l'acumulació de reserves de coure i de níquel per part del govern de Beijing.

Així, l'índex *The Economist* de primeres matèries va pujar el 7,8% entre el 20 de març i el 22 d'abril, amb el coure com a element destacat, ja que, en guanyar el 12,6% en el mateix període, acumula ja una pujada del 51,7% des de l'inici de l'any. La continuïtat de la pujada del preu dels metalls dependrà de l'evolució de l'economia xinesa, tot i que, en haver-se descomptat tan aviat la recuperació del gegant asiàtic, els increments dels propers mesos haurien de ser limitats. L'or, per la seva banda, va recollir beneficis i va perdre el 7,5%, però sense mostrar una direcció clara davant les incerteses existents sobre la recuperació global.

La demanda xinesa continua donant suport als metalls bàsics, mentre que l'or recull beneficis.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: sense senyals de recuperació

L'economia europea no ofereix cap símptoma convincent de recuperació.

A l'Informe Mensual del mes d'abril, vam analitzar l'evolució dels diferents components del producte interior brut (PIB) en el quart trimestre del 2008. La conclusió a la qual vam arribar no podia ser més pessimista: la tendència a la baixa havia arribat a tots els components i sectors de l'economia de l'antic continent. A més a més, els indicadors de més alta freqüència deixaven entreveure que, en el primer trimestre del 2009, continuaria la mateixa tendència. Desafortunadament, un mes després, la tònica continua essent idèntica. Mentre que altres economies, com la nord-americana, han començat a emetre algunes notícies positives, l'economia de la zona de l'euro no ofereix cap símptoma convincent de recuperació. Més aviat el contrari. Tot indica que la reculada que ha experimentat en el primer trimestre del 2009 ha estat molt severa.

La virulència amb què es desaccelera l'economia de l'antic continent ha agafat de sorpresa la majoria d'analistes. L'efecte de la crisi financera internacional als països que havien experimentat un *boom* al sector immobiliari, com Irlanda, Espanya o el Regne Unit, es va poder anticipar amb una relativa rapidesa. Però van ser pocs els qui van encertar-la quan van predir que les economies més vulnerables acabarien essent les més dependents del sector exterior. La reducció del consum a les principals economies mundials, junta-

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	2,7	0,7	2,2	1,5	0,6	–1,4	–	...	–
Vendes al detall	1,3	–0,2	1,0	0,6	–0,2	–1,9	–2,2	–4,2	...
Confiança del consumidor (1)	–4,9	–17,9	–11,9	–14,6	–19,2	–26,1	–30,5	–32,5	–33,7
Producció industrial	3,5	–1,7	2,5	1,1	–1,4	–8,8	–15,9	–18,4	...
Sentiment econòmic (1)	108,9	91,1	101,4	97,5	89,9	75,8	67,2	65,3	64,6
Taxa d'atur (2)	7,4	7,5	7,2	7,4	7,5	8,0	8,3	8,5	...
Preus de consum	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,1	1,2	0,6
Balança comercial (3)	20,1	–1,2	24,4	13,8	–11,4	–31,7	–33,5	–37,5	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	4,3	4,6	4,5	4,9	5,0	4,2	2,9	2,1	1,8
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	107,9	113,0	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9	110,4	...

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.

ment amb l'efecte de les restriccions creditícies sobre la capacitat exportadora, fa que el comerç mundial s'enfonsi.

En aquest sentit, l'economia europea té totes les de perdre, ja que les exportacions tenen un pes molt important en el conjunt de l'economia. El 2008 la ràtio de les exportacions de béns i serveis extracomunitàries sobre el PIB va arribar al 16,8%, un nivell similar al de l'economia japonesa i superior al dels Estats Units. A més a més, la major part del comerç dels diferents països de la zona de l'euro es realitza entre ells. És especialment conegut el cas d'Alemanya, on les exportacions van representar el 39% del PIB el 2008. Però altres països, com Àustria, Irlanda, Holanda i Bèlgica, tenen una ràtio significativament superior.

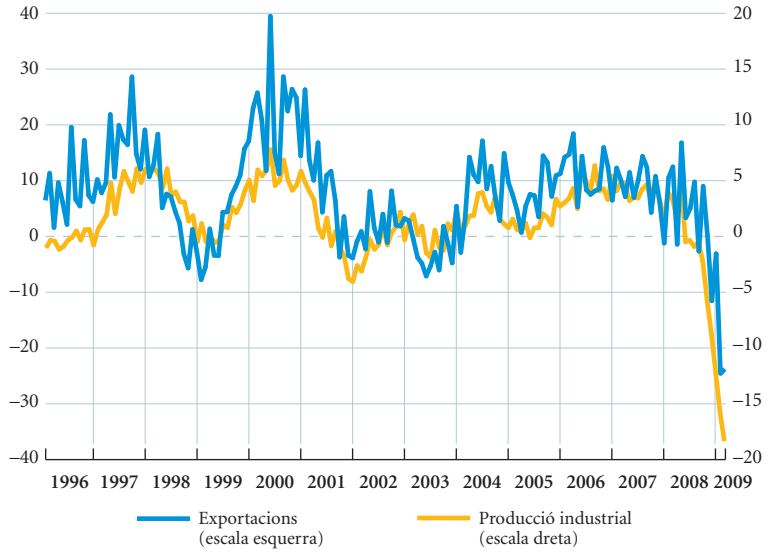
Per al conjunt de la zona de l'euro, la reculada de les exportacions en termes interanuals va arribar al 24,6% al gener (vegeu el gràfic següent). Per bé que, al febrer, la velocitat de caiguda es va moderar lleugerament, encara es manté per damunt del 20%. Atesa la volatilitat de la sèrie a curt termini, encara és aviat per concloure que la caiguda ha finalitzat. Però sí hem de tenir en compte que l'efecte negatiu de les exportacions ha estat compensat, en part, pel deteriorament de les importacions. A causa de la feblesa de la demanda interna, al febrer, les importacions van continuar caient amb força, el 21% en termes interanuals.

El repàs dels indicadors, tant de demanda com d'oferta, no fa més que reforçar una visió pessimista de l'esdevenidor de l'economia europea. Pel que fa als indicadors de demanda, tots continuen mostrant símptomes de feblesa. Les vendes al detall, per exemple, van caure per cinquè mes consecutiu. La taxa de variació interanual va marcar un nou mínim històric al febrer i va arribar al 4,2%. La confiança del consumidor, amb la dada del març ja disponible, tampoc no ha trobat cap aturador i continua en caiguda lliure.

La vulnerabilitat de l'economia a la caiguda de les exportacions passa factura...

EL SECTOR EXTERIOR ESPERONA LA FRENADA EUROPEA

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



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

...situació que farà que la forta contracció econòmica es mantingui un trimestre més.

Els indicadors d'oferta tampoc no ofereixen cap símptoma de millora. La producció industrial es continua enfonsant. Al febrer, la variació interanual també va anotar un nou mínim històric i va arribar al 18,4%. Els indicadors de sentiment econòmic del mes de març, tant el general com els sectorials, van continuar baixant, tot i que a un ritme menys intens.

La forta contracció del comerç i els descensos que pateixen les vendes al detall i la producció industrial, dos bons indicadors de l'evolució del consum i de la inversió, respectivament, fan preveure que els principals components del PIB cauran amb força en el primer trimestre del 2009. Tot plegat farà que, amb una alta probabilitat, el conjunt de l'economia de la zona de l'euro registri una reculada similar, i potser fins i tot superior, a l'experimentada en l'últim trimestre del 2008.

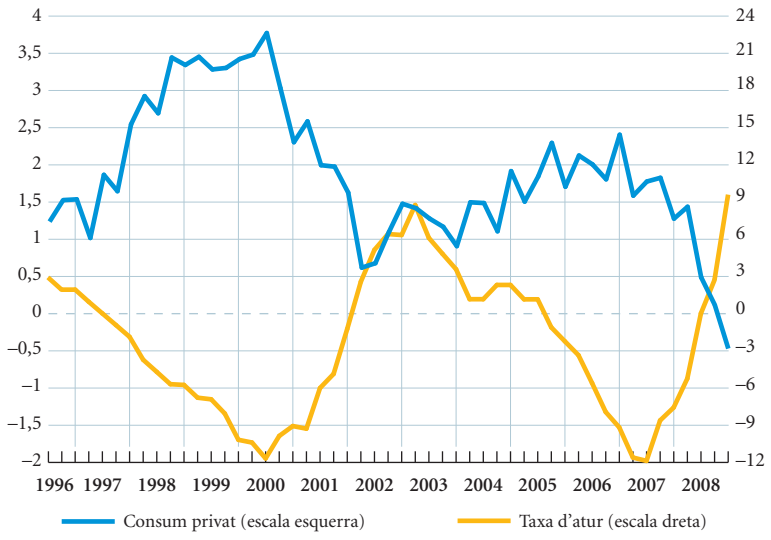
A més a més, el deteriorament del mercat laboral farà que el creixement a mitjà termini també sigui molt feble.

Per si tot això no fos suficient, les perspectives a mitjà termini són força grises. De fet, pot ser que el pitjor encara no hagi arribat. Aquest temor es fonamenta, en part, en la futura evolució del mercat laboral. Com és lògic, hi ha una estreta relació entre l'evolució del consum i la taxa d'atur (vegeu el gràfic següent). Però és interessant destacar que els moviments de les dues sèries han estat molt persistents al llarg del temps: les fases alcistes han perdurat durant uns quants anys, igual que les fases a la baixa.

La fase alcista actual va començar en el segon trimestre del 2008 i ha estat impulsada, fonamentalment, pel deteriorament del mercat laboral espanyol i irlandès. Això ha dut la taxa d'atur de la zona de l'euro fins al 8,5% al febrer, 1,3 punts percentuals per damunt del mínim registrat al març del 2008. No obstant això, a la majoria de països, incloses les tres principals potències, Alemanya, França i Itàlia, l'augment és molt tímid, en especial si el comparem amb els forts descensos de la producció i de la demanda. Tot plegat fa pensar que el deteriorament del mercat laboral encara pot

EL DETERIORAMENT DEL MERCAT LABORAL AFEBLEIX EL CONSUM

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



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

tenir un ampli recorregut en els propers trimestres, la qual cosa mantindria la feblesa del consum.

Ara com ara, el front que es manté més actiu en la lluita contra la recessió es troba a Frankfurt. Amb la inflació clarament per sota del 2% (al març es va situar en el 0,6%), el Banc Central Europeu (BCE) continua utilitzant l'escàs marge de maniobra que li queda per estimular l'economia. A la reunió de l'abril va tornar a abaixar el tipus d'interès de referència en 0,25 punts bàsics i va deixar-lo en l'1,25%. Com és habitual, també va disminuir en 25 punts bàsics el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit, que es troba ara en el 0,25% i ja ha esgotat el seu recorregut. Tot i que el governador de la màxima autoritat monetària va apuntar que no descarta més descensos en el tipus de referència, hauran de ser molt moderats, ja que reduiran el marge d'intermediació del BCE. No obstant això, J. C. Trichet va destacar que encara tenen al seu abast un ampli ventall d'eines. En aquest sentit, va anunciar que, a la reunió del mes de maig, faria públic un paquet de mesures no ortodoxes per continuar estimulant l'economia.

L'evolució del mercat laboral i la del sector exterior seran dues de les claus que determinaran la profunditat i la durada de la recessió. Si es confirma que la caiguda de les exportacions ha trobat un aturador, es reduirien les pressions a la baixa. Però el deteriorament del mercat laboral pot fer que la recuperació econòmica sigui més lenta del que s'esperava. D'acord amb aquest escenari, el Fons Monetari Internacional (FMI) ha tornat a revisar les previsions de creixement de la zona de l'euro substancialment a la baixa. El 2009 preveu que l'economia es contraurà el 4,2% i, sobretot, no espera que el 2010 s'hagi recuperat, ja que estima que anotarà una reculada del 0,4%.

El BCE anunciarà un paquet de mesures no convencionals per continuar estimulant l'economia.

Alemanya: la primera economia europea té força dificultats

Fa amb prou feines un any, quan les conseqüències de les turbulències financeres començaven a causar estralls importants en el creixement de les economies avançades, semblava que Alemanya presentava una solidesa econòmica que li permetria patir una recessió menys severa que la d'altres economies. Aquesta concepció es basava en el fet que Alemanya no presentava els principals factors de risc que havien arrossegat aquestes altres economies cap a la crisi, com un excessiu endeutament privat, un dèficit per compte corrent molt elevat i una bombolla immobiliària.

Malgrat les bones expectatives passades, les noves previsions del Fons Monetari Internacional (FMI) situen l'economia germànica com la segona economia avançada amb un deteriorament més intens el 2009, per darrere del Japó, i la que patirà una major recessió el 2010. Davant d'aquest canvi, cal preguntar-se per les raons que l'han generat.

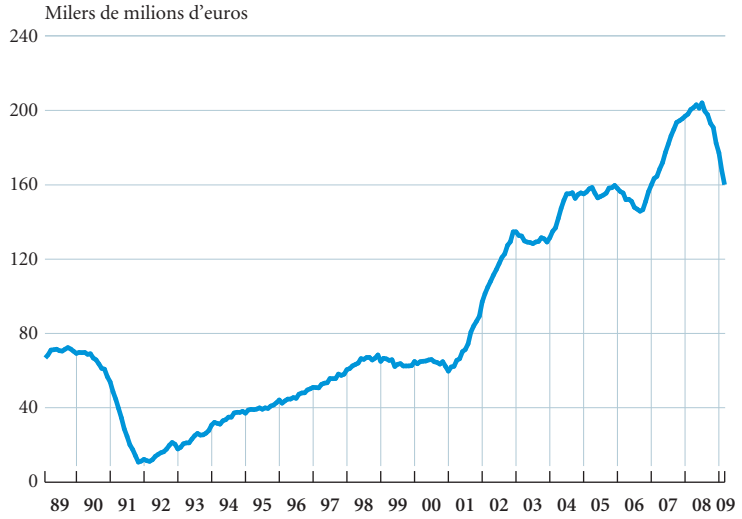
Per a enguany, l'FMI preveu una contracció del 4,2% a la zona de l'euro.

El creixement de l'economia germànica se sustentava, principalment, en les exportacions i en la inversió. No obstant això, el deteriorament de l'economia dels principals socis comercials durant els últims mesos ha propiciat la contracció de les exportacions, que es van reduir el 21,5% al febrer. Conseqüentment, el superàvit acumulat de la balança comercial dels dotze últims mesos ha disminuït i al febrer va assolir nivells similars als del 2006. La caiguda, al març, de les vendes al detall del 6,2% reflecteix que aquesta davallada de la demanda exterior no ha estat compensada per una major demanda per part de les llars, que, atesa la tessitura actual i la incertesa sobre la situació laboral, van veure com la seva confiança es continuava deteriorant i registrava nous mínims.

Les noves previsions pronostiquen una caiguda del PIB alemany en els dos propers exercicis.

ALEMANYA: EL SUPERÀVIT COMERCIAL ES REDUEIX RÀPIDAMENT

Saldo acumulat de 12 mesos de la balança comercial



FONT: Deutsche Bundesbank.

L'activitat industrial continua registrant nous mínims.

Si ens fixem en els indicadors d'oferta, les perspectives no són gaire més esperançadores. La reducció de la demanda va provocar que la producció i les comandes industrials mantinguessin la tendència dels últims mesos i registressin al febrer nous mínims del 20,3% i del 37,8%, respectivament. Conseqüentment, la utilització de la capacitat productiva es va continuar reduint. Per la seva banda, la taxa d'atur va mantenir el creixement moderat i va arribar al 8,1% al març. El conjunt d'aquests indicadors permet estimar que la caiguda intertrimestral del PIB en el primer trimestre del 2009 va superar la del trimestre anterior, la qual cosa provocarà que les properes previsions del govern alemany situïn la caiguda de l'economia el 2009 en nivells molt elevats.

Febles indicis de moderació de la caiguda de l'activitat.

En aquest context poc esperançador, es distingeixen alguns indicis d'alentiment de la contracció econòmica. Així, s'observen unes menors reduccions intratrimestrals de les comandes i de la producció industrial i un baix nivell d'inflació. A més a més, s'espera que l'índex de confiança empresarial registri un augment a l'abril per primer cop des de l'inici de l'any. No obstant això, aquests indicis encara són molt febles i no permeten afirmar que el pitjor moment de la crisi ja hagi quedat enrere.

Pel costat de la demanda, les matriculacions d'automòbils, estimulades per l'incentiu fiscal per a la renovació del parc automobilístic, van experimentar un elevat repunt durant els mesos de febrer i de març. Atesos la bona acollida d'aquesta mesura i l'elevat nombre de sol·licituds, el govern alemany va decidir doblar-ne el pressupost. Aquest augment de les matriculacions de vehicles ha incidit més en la compra de cotxes de gamma inferior, fabricats majoritàriament fora del país, de manera que no ha comportat un augment de la producció industrial d'automòbils.

Les perspectives per a l'economia alemanya fan que cada cop sigui més difícil mantenir les reticències del partit d'Angela Merkel a la possibilitat d'aplicar un nou pla d'estímul fiscal, en especial amb

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	–1,7	–	...	–
Vendes al detall	–3,0	–0,5	–1,2	–0,8	0,1	–0,5	–2,1	–6,2	...
Producció industrial	5,8	0,0	4,8	2,8	0,0	–7,5	–17,9	–20,3	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	106,1	96,8	104,0	102,1	94,8	86,2	83,1	82,6	82,1
Taxa d'atur (**)	9,0	7,8	8,1	7,9	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1
Preus de consum	2,3	2,6	2,9	2,9	3,1	1,6	0,9	1,0	0,7
Balança comercial (***)	181,5	195,3	199,5	202,3	196,3	183,0	167,3	159,5	...

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.

l'anunci de l'SPD, l'altre partit en coalició, de rebaixar els impostos als contribuents de cara a les properes eleccions, que tindran lloc al setembre.

França: el pitjor de la crisi podria haver passat

Per primer cop en mesos, alguns indicadors d'activitat, sobretot de la indústria, assenyalen que la recessió econòmica francesa podria haver tocat fons en el primer trimestre del 2009. Així, tot i que la producció industrial va caure al febrer el 0,4% en relació amb el mes anterior, el descens va ser molt menys intens que el registrat en mesos anteriors i va situar la caiguda en el 15,5% interanual.

De la mateixa manera, els indicadors de sentiment econòmic del mes de març van experimentar una reculada petita en comparació amb l'anotada en els mesos precedents. Segons l'informe de conjuntura del Banc de França, publicat el passat dia 8 d'abril, l'índex del clima de negoci industrial va augmentar lleugerament al març i es va situar en els 73 punts. També va repuntar l'índex de comandes industrials globals, que va passar dels 28 als 18 punts negatius.

El «*Pacte automobile*», detallat en els pressupostos de l'estat francès el passat 4 de març després del consentiment de la Comissió Europea, probablement ha comportat que els resultats del mes de març a la indústria hagin estat relativament més favorables. Així, en aquest mes, el nombre de matriculacions va augmentar de forma considerable, el 7,0% intermensual, i això suggereix que la bateria de mesures d'estímul al sector de l'automòbil està, efectivament, donant resultats.

No obstant això, la resta d'indicadors ofereixen una visió menys esperançadora. Des de la perspectiva de la demanda, els indicadors disponibles fan pensar que la inversió continuarà reculant, tot i que de forma menys intensa. Les empreses mantenen unes perspectives de demanda febles i una infrautilització de la capacitat de producció. En efecte, la taxa d'utilització de la capacitat de producció va disminuir en mig punt al març. No obstant això, cal destacar que la caiguda de l'últim mes va ser menys intensa que la dels mesos precedents.

Les mesures fiscals han disparat la matriculació d'automòbils.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	2,1	0,7	2,0	1,1	0,6	–0,9	–	...	–
Consum de les llars	4,4	1,1	2,4	1,5	0,9	–0,2	1,8	–2,0	...
Producció industrial	1,5	–2,5	1,6	–0,4	–2,2	–8,9	–14,5	–15,5	...
Taxa d'atur (*)	8,3	7,8	7,6	7,6	7,8	8,2	8,5	8,6	...
Preus de consum	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	1,8	0,7	0,9	0,3
Balança comercial (**)	–33,3	–48,1	–41,5	–45,5	–50,4	–54,8	–54,2	–55,4	...

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

A França, la inflació se situa en el 0,3% interanual al març.

D'altra banda, el consum de les llars franceses es va mostrar feble i va baixar el 2,0% interanual al febrer, i això, probablement, ha repercutit en el comportament moderat de la inflació. S'espera que, al març, el consum de les llars continuï apagat, ja que les pujades de preus d'aquest mes han estat fins i tot menors, del 0,3% interanual, la taxa més baixa des del juny de 1999.

Per la seva banda, la taxa d'atur va augmentar una dècima al febrer i es va situar en el 8,6%. Cal destacar que l'atur afecta més severament el col·lectiu de joves menors de 25 anys. Per aquest motiu, el president francès, Nicolas Sarkozy, presentarà el proper 24 d'abril un pla d'urgència per lluitar contra l'atur juvenil.

En definitiva, el conjunt d'indicadors disponibles mostra que, tot i que la situació no és gaire favorable, la recessió al país gal s'apropa al punt d'inflexió. Igualment, les dades mostren també que França probablement resistirà millor el declivi econòmic que els seus veïns. El fet que, en general, està menys exposada al comerç internacional i a la crisi del sector immobiliari contribueix a aquesta situació.

L'FMI preveu una caiguda del PIB italià del 4,4% el 2009.

Itàlia no mostra signes de millora

L'economia italiana va continuar sense mostrar signes de millora durant el primer trimestre del 2009, que apunta, així, cap a la quarta caiguda consecutiva intertrimestral del PIB. Tot i que algunes de les opinions sorgides a l'abril aportaven un cert optimisme, en confiar que s'havien deixat enrere els pitjors moments de la recessió, la revisió de les previsions del Fons Monetari Internacional (FMI), que situen la caiguda del PIB italià el 2009 en el 4,4%, esvaeixen qualsevol esperança d'una recuperació immediata. Aquesta revisió a la baixa es fonamenta en la intensificació de la caiguda de la demanda, tant interna com exterior, i de la inversió.

Des del punt de vista de la demanda, la confiança dels consumidors es continua afeblint i ha assolit el mínim dels quinze últims anys, producte de la incertesa que genera a les llars l'evolució del mercat de treball. Aquest pessimisme, que representa una reducció del consum, no s'ha evidenciat al sector automobilístic, a causa dels incentius del Govern per a la renovació del parc d'automòbils. Així, les matriculacions del març es van col·locar el

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	1,5	–1,0	0,4	–0,4	–1,3	–2,9	–	...	–
Vendes al detall	–4,2	–0,3	1,4	–0,7	0,1	–1,7	0,7	...	...
Producció industrial	2,1	–3,4	0,9	–0,2	–4,0	–10,5	–16,9	–20,0	...
Taxa d'atur (*)	6,2	6,7	6,6	6,8	6,7	6,9	–	...	–
Preus de consum	1,8	3,3	3,1	3,6	4,0	2,8	1,6	1,6	1,2
Balança comercial (**)	–12,8	–10,0	–8,5	–8,6	–10,8	–12,3	–11,0	–11,4	...

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

29,6% per damunt de les del mes anterior, després de catorze mesos consecutius de caigudes. En aquest context, els preus van créixer l'1,2% al març, el creixement més baix dels quaranta últims anys.

La contracció de la demanda també es reflecteix en l'evolució de les importacions del mes de febrer, que es van reduir el 23,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No obstant això, la caiguda més intensa de les exportacions, del 25,3%, va representar un augment del dèficit comercial en aquest mes. Atesa aquesta situació, la producció industrial s'ha reduït el 20,0%, la caiguda més important de la història, que, juntament amb la infrautilització de la capacitat productiva, la caiguda de la confiança industrial i l'augment de les restriccions al crèdit per part de les entitats financeres, permet estimar que la inversió a Itàlia durant el primer trimestre es va continuar contraient.

Malgrat l'elevat deute públic, que ha contingut el Govern a l'hora d'adoptar mesures fiscals importants, la nova previsió de l'FMI pronostica que el deute net del Govern superarà el 120% del PIB el 2010 i s'apropará als nivells d'endeutament del 1996.

Regne Unit: caigudes més moderades d'alguns indicadors d'activitat

L'economia britànica continua immersa en una profunda recessió, amb tots els indicadors d'activitat en números vermells. No obstant això, les dades més recents mostren que les caigudes són una mica menys intenses, si més no des de l'òptica de l'oferta. Així, la producció industrial va recular el 0,1% al febrer i va situar la caiguda en el 12,4% interanual. Aquest descens, juntament amb el del gener, és inferior a l'anotat en els mesos precedents. La tendència de l'índex de comandes industrials, que va disminuir en 4 punts al març, per sota del descens de 16 punts del febrer, és similar. Així mateix, també minora el declivi de l'índex de confiança industrial.

Pel que fa a la demanda, les perspectives són més magres. Cal destacar el feble comportament de la demanda privada. D'aquesta manera, les vendes al detall van augmentar el 0,5% interanual, molt per sota de les taxes de creixement dels mesos precedents. Així mateix, la confiança del consumidor ha continuat a la baixa al març i s'ha situat en nivells negatius de 28 punts. La mateixa tònica de feblesa del

La producció industrial italiana s'enfonsa i anticipa una caiguda de la inversió.

La producció industrial britànica cau el 12,4% al febrer del 2009.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	3,0	0,7	2,6	1,8	0,4	–2,0	–	...	–
Vendes al detall	4,4	3,5	5,3	4,3	2,3	2,5	3,7	0,5	...
Producció industrial	0,1	–2,8	0,5	–1,3	–2,5	–7,5	–11,5	–12,4	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,8	2,4	2,5	2,8	3,4	3,9	4,3	4,5
Preus de consum	2,3	3,6	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	3,1	2,9
Balança comercial (**)	–83,5	–93,2	–91,3	–93,4	–94,5	–93,4	–92,7	–92,2	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	5,3	6,0	6,0	6,0	5,9	6,3	2,8	2,2	2,0
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	103,9	97,6	97,6	92,6	92,8	89,4	73,7	77,0	77,8

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.

En el mes de març, la inflació se situa en el 2,9%, per damunt de les previsions.

consum mostra la caiguda al març en el nombre de matriculacions, del 31% interanual. La demanda externa tampoc no ofereix cap respir. Malgrat la depreciació de la lliura, el dèficit comercial no es corregeix, ja que la dimensió global de la crisi redueix la demanda externa dels productes britànics.

Atesa aquesta conjuntura econòmica tan adversa, sorprèn que la inflació del març hagi baixat només tres dècimes i s'hagi situat en el 2,9% interanual, clarament per damunt del que s'esperava. Una bona part de l'explicació cal buscar-la en el fet que la feblesa de la lliura encareix els béns de consum, que contenen una proporció elevada de productes importats. En efecte, des de l'inici del 2008, la lliura s'ha depreciat un quart del seu valor real. No obstant això, les perspectives són que la inflació continuï baixant en els propers mesos.

Els pressupostos generals per al 2009-2010 preveuen un dèficit del 12,4% del PIB.

En aquest marc tan desfavorable, les polítiques governamentals d'estímul econòmic susciten un gran interès. Per tant, no sorprèn que la presentació dels pressupostos generals de l'estat britànic, el 22 d'abril, per part del secretari del Tresor, Alistair Darling, fos seguida amb gran atenció. Els pressupostos s'han elaborat sota el supòsit que l'activitat econòmica del Regne Unit decreixerà el 3,5% el 2009, el resultat més negatiu des de l'any 1945, i creixerà l'1,25% el 2010.

Segons el projecte de pressupostos del 2009-2010, el govern britànic destinarà a l'impuls fiscal un total equivalent al 4% del PIB, i això comportarà que el dèficit d'aquest exercici arribi al 12,4% del PIB.

D'altra banda, els pressupostos anuncien que és necessari implementar canvis en la tributació perquè la despesa fiscal sigui sostenible. Per exemple, a partir de l'abril del 2010, l'impost sobre la renda s'incrementarà fins al 50% per a les rendes superiors a les 150.000 lliures. També pugen els impostos a la beguda, al tabac i a la benzina. Així mateix, es planteja l'estalvi de 15.000 milions de lliures mitjançant guanys d'eficiència en la gestió dels recursos, per exemple perseguint l'evasió fiscal.

Europa emergent: el front financer dóna un respir, però l'activitat s'ofega

Des del març passat, les cotitzacions dels actius financers de l'Europa emergent s'han recuperat de forma apreciable. Així, per exemple, des dels mínims anuals, les principals borses de la regió han acumulat pujades superiors al 20%, i de forma similar han evolucionat les divises, les quals, després de molt de temps seguint una via depreciadora, han tendit a recuperar-se des del final de febrer. Així mateix, un altre front financer que havia suscitat preocupació, el del risc-país, també s'ha distès en part, com ho reflecteix el descens de les primes de risc del deute sobirà i de risc d'impagament d'aquest deute. Quina lectura cal fer de tot plegat? Es pot donar per tancada la crisi econòmica?

Desafortunadament, tot fa pensar que, per a les economies emergents europees, la sortida de la crisi queda força lluny. Això explica que, a l'abril, s'hagin anunciat noves revisions a la baixa de les previsions de creixement per al 2009 i el 2010 de diferents països de la zona. Entre les més rellevants, les publicades per l'FMI, que preveu que el PIB del conjunt de la regió caurà el 3,7% el 2009, enfront del descens del 0,4% que esperava al gener. I que no es tracta d'una sotragada d'uns pocs trimestres ho palesa el fet que el Fons preveu un creixement del 0,8% el 2010, clarament per sota del potencial de creixement d'aquestes economies.

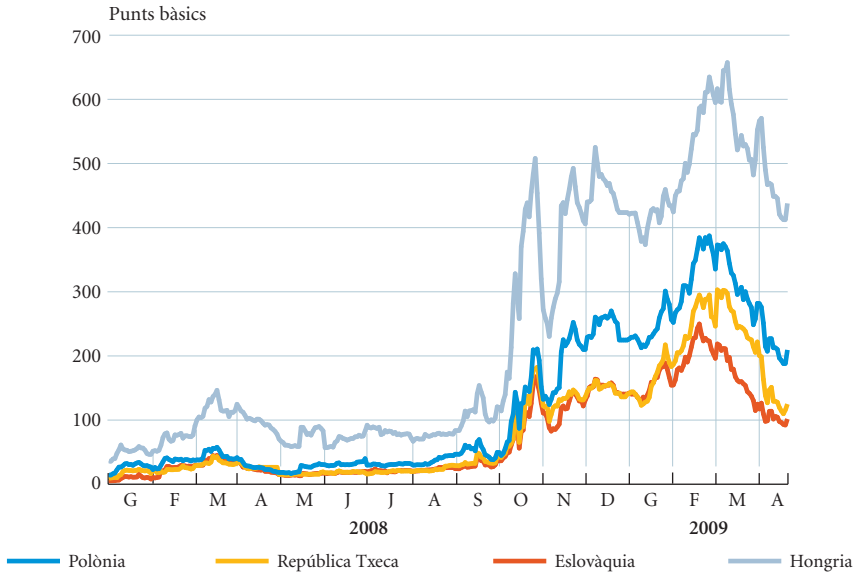
Els últims indicadors d'activitat coneguts reforcen aquesta visió. El sentiment econòmic, un indicador que aproxima globalment el ritme d'activitat, va caure en el primer trimestre més de 20 punts a Hongria i a Romania. Per la seva banda, a Polònia i a Eslovàquia, els descensos es van apropar a aquest nivell. Aquest mal to deriva tant de la pèrdua de ritme de la demanda interna com del sector exterior. Es

Bon comportament dels mercats financers a l'Europa emergent...

...tot i que les perspectives de l'activitat econòmica continuen essent molt magres per al 2009.

ELS MERCATS FINANCERS COMENCEN A PERCEBRE MENYS RISCOS A L'EUROPA EMERGENT

Cost d'assegurar el risc d'impagament del deute sobirà (*Credit Default Swaps* de bons públics a tres anys)



FONT: Thomson Reuters Datastream.

Els ajuts financers internacionals allunyen la possibilitat d'un col·lapse regional.

tracta de conseqüències lògiques de la creixent restricció del crèdit, que impacta especialment en el consum i la inversió, i de la forta contracció del comerç internacional, un factor crític per a unes economies notablement obertes com les de l'Europa emergent.

Per tant, si no és la millora cíclica, quins factors propicien aquesta recuperació financera? Fonamentalment, dos: un de caràcter global i un altre d'estrictament regional. El primer és la menor aversió al risc que els actors financers han mostrat a nivell mundial des dels mínims del març. Que aquí no existeix un element idiosincràtic de l'Europa central ho ratifica el fet que les dues altres grans zones d'economies emergents (Àsia i l'Amèrica Llatina) han registrat, comparativament, guanys borsaris més elevats.

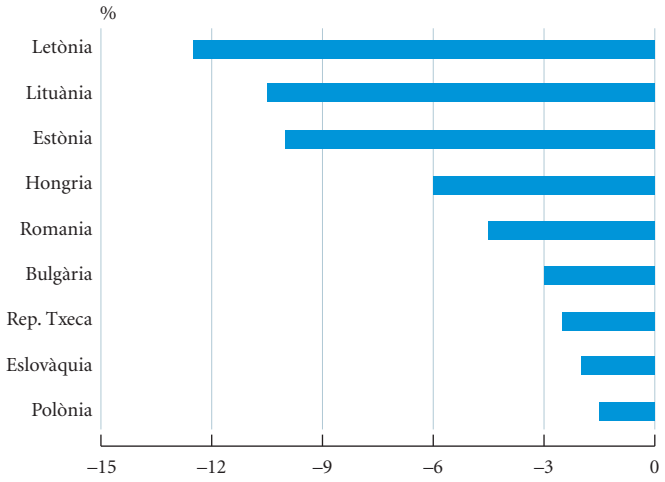
Continuen presents importants riscos, entre els quals cal destacar un dèficit de finançament internacional ampli...

El segon factor sí que presenta una dimensió més clarament regional: la injecció de fons de les institucions internacionals multilaterals ha reduït la probabilitat que l'impagament de les obligacions internacionals per part d'alguns d'aquests països acabés «contagiant» la regió en conjunt. Específicament, s'ha anunciat que Romania es beneficiarà d'un crèdit de 20.000 milions d'euros, aportats principalment per l'FMI, i que Polònia rebrà 16.000 milions d'euros, a càrrec de l'anomenada Línia de Crèdit Flexible del Fons. Aquesta disminució del risc regional ha estat percebuda pels mercats, com ho demostra el fet que la reducció del risc-país, mesurat pels diferencials dels bons sobirans, ha estat major a l'Europa emergent que a Àsia o a l'Amèrica Llatina.

Malgrat que un escenari de col·lapse regional s'ha tornat poc probable, cal no oblidar que la zona continua amenaçada per nombrosos riscos. El més apressant continua essent el que precisament s'intenta contenir mitjançant l'ajut financer internacional, el dels efectes negatius de la caiguda del finançament exterior. Segons certes estimacions, les principals economies de l'Europa emergent tindran unes necessitats de finançament exterior properes als 460.000 milions de dòlars el

NEGRES PERSPECTIVES PER A LES ECONOMIES EMERGENTS EUROPEES EL 2009

Variació real del producte interior brut prevista per al 2009



FONT: Elaboració pròpia.

2009, dels quals aproximadament la meitat caldrà cobrir-la mitjançant l'ajuda d'organismes internacionals.

Atès que aquests països tenen una part important del deute de les empreses i de les famílies denominada en divises estrangeres –certament amb variacions nacionals importants, del 25% de Polònia o Eslovàquia al 90% de Letònia–, un segon risc és el canviari. Tot i que l'apreciació de les monedes nacionals registrada en les últimes setmanes ha proporcionat un alleujament, queda molt lluny d'haver revertit completament la pèrdua de valor dels últims mesos, i la pressió depreciadora es podria reprendre en un futur, situació que seria més preocupant.

Això explica que, en diferents moments, s'hagi proposat una adopció ràpida de la moneda única com a via d'eliminació dels riscos de tipus de canvi. En aquest mateix mes d'abril, s'ha conegut l'existència d'un informe de l'FMI que avala una adopció ràpida de l'euro, sense que comporti, però, la plena pertinença a la zona de l'euro (en especial, sense que se'n derivi la participació en el Consell de Govern del BCE). La rotunda negativa del BCE a considerar la proposta, argumentant riscos per a l'estabilitat de l'euro, no implica que el debat no continuï vigent. Ara com ara, Polònia ha accelerat els treballs tècnics preliminars perquè el zloty s'incorpori el 2009 al Mecanisme de Tipus de Canvi, el sistema de bandes de fluctuació canviària limitada que precedeix l'adopció de l'euro.

Finalment, un tercer risc és que un nou empitjorament de l'entorn exterior comporti pressions socials de difícil contenció. Dos governs compromesos amb les reformes econòmiques, el d'Hongria i el de la República Txeca, han caigut arran de la impossibilitat de fer avançar les seves propostes i del descontentament ciutadà. Tot i que, en el cas magiar, el nou govern, de perfil tècnic, ha fet bandera d'un important programa d'ajustament fiscal, el cert és que, si la recessió de la Unió Europea fos més intensa o més llarga del que s'espera, la incertesa política pot acabar alimentant una major volatilitat financera o afectant la confiança de les empreses i dels consumidors, un còctel molt poc recomanable.

...un risc canviari latent, derivat, en part, de l'excessiu deute en moneda estrangera...

...i l'impacte polític de la crisi, que augmenta la incertesa.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Continua la tendència de reducció dels tipus d'interès al mercat interbancari

El BCE retalla el tipus d'interès en 25 punts bàsics fins a l'1,25%.

Atès el deteriorament de la situació econòmica, el BCE va decidir retallar el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics i va deixar-lo en l'1,25%. Va ser una petita sorpresa, no per la continuïtat de la tendència de descensos iniciada a l'octubre del 2008, sinó per la quantia. El mercat esperava una rebaixa de 50 punts bàsics. No obstant això, el president del BCE, durant la conferència de premsa, va insinuar la possibilitat d'una nova retallada en la propera reunió del Comitè Executiu del 7 de maig.

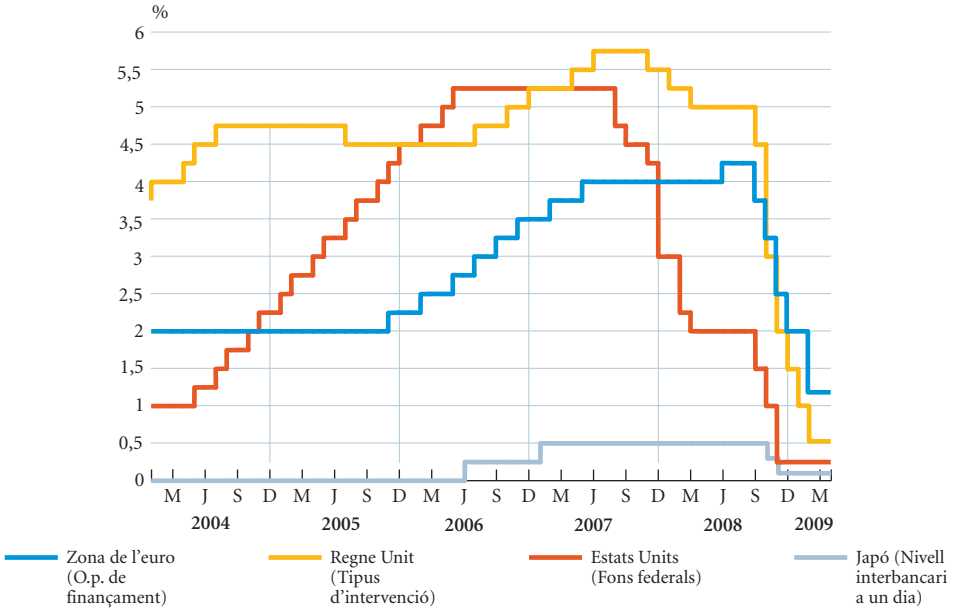
No obstant això, diversos membres del BCE discrepen sobre les mesures que cal adoptar en política monetària.

Jean-Claude Trichet va afirmar que el BCE presentarà una bateria de mesures de política quantitativa a la reunió del maig. Sense entrar en detalls, sembla que una de les decisions que podria adoptar seria la d'allargar el termini de les subhastes de liquiditat que realitza el BCE per als bancs comercials.

Durant el mes d'abril, diversos membres del BCE han mostrat diferents posicions sobre les properes decisions de política monetària. Així, per exemple, Axel Weber, president del Bundesbank, descartava retallar el tipus de referència per sota de l'1% i l'adquisició de deute públic. Els governadors dels bancs centrals de Grècia i

EL BCE RETALLA EL TIPUS OFICIAL FINS A L'1,25%

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals.

de Xipre desitjaven mantenir obertes les dues opcions. Per la seva banda, el governador del banc central d'Àustria adoptava una posició intermèdia: rebutjava les retallades per sota de l'1%, però acceptava la compra de deute públic. En definitiva, s'ha posat de manifest l'existència d'una heterogeneïtat d'opinions al si del banc emissor de la zona de l'euro. Diferents opinions que hauran de convergir en una estratègia comuna a partir de les properes reunions.

En el cas de la Reserva Federal, el 15 d'abril va publicar el Llibre Beix. Aquest informe, que el banc central publica vuit cops a l'any, recull una anàlisi qualitativa sobre la situació econòmica dels Estats Units. En aquest últim lliurament, es reconeixia una reducció en el ritme de contracció de l'economia dels Estats Units. Millora que va ser recollida en unes declaracions públiques del governador de la Fed, Ben Bernanke, en què va voler destacar els primers signes positius que presenta l'economia dels Estats Units en molts mesos. Al mateix temps, va considerar que hi ha una possibilitat raonable que l'actual recessió acabi el 2009 i que el 2010 sigui un any de recuperació.

Les notícies provinents del Banc del Japó, que va haver de revisar a la baixa les previsions econòmiques a causa de la contracció del consum i de la forta caiguda de la inversió, no són tan esperançado-

La Fed assumeix amb un optimisme prudent els primers signes d'estabilització, però el Banc del Japó ha de revisar a la baixa la previsió de creixement.

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						
2008									
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	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,10	2,00	2,77	0,75
2009									
Gener	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,10	1,50	2,17	0,70
Febrer	2,00	1,83	2,03	0,25	1,26	0,10	1,00	2,05	0,75
Març	1,50	1,52	1,81	0,25	1,19	0,10	0,50	1,65	0,63
Abril (1)	1,25	1,41	1,76	0,25	1,11	0,10	0,50	1,52	0,75

NOTES: (1) Dia 17.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 3-07-08 (4,25%), 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-4-09 (1,25%).

(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0,25%).

(4) Últimes dates de variació: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 5-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

Els tipus d'interès dels mercats interbancaris a la zona de l'euro assoleixen mínims històrics.

res. El banc central nipó està considerant una ampliació de capital que li permeti absorbir les possibles pèrdues provocades pels bons de renda fixa privada i pel paper comercial que ha adquirit en la seva política per facilitar liquiditat al sector privat.

Després de la retallada del BCE, els tipus d'interès del mercat interbancari a la zona de l'euro han mantingut la tendència a la baixa i han marcat *rècords* històrics. Així, per exemple, el tipus d'interès euríbor a 3 mesos va cotitzar un mínim de l'1,41% el 20 d'abril. El mateix ha succeït amb l'euríbor a 12 mesos, que, tot i ser un dels índexs de referència per a operacions creditícies, va cotitzar l'1,76% el mateix dia. És interessant destacar que, des del llançament de l'euro, el diferencial mitjà en punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) entre el tipus d'interès euríbor a 12 mesos i el tipus de referència del BCE ha estat de 43 punts bàsics. Després d'haver assolit nivells molt alts (174 punts bàsics) en els moments culminants de la crisi durant la tardor passada, ara se situa en una acceptable cota de 51 punts bàsics. És a dir, es pot afirmar que la normalització dels mercats interbancaris a la zona de l'euro, des del punt de vista del preu, és ja un fet.

Als Estats Units, al Japó, al Regne Unit i a Suïssa, els tipus interbancaris s'han mantingut estables.

En el cas dels Estats Units, el Japó, el Regne Unit i Suïssa, els tipus del mercat interbancari s'han mantingut al voltant dels nivells ja assolits en el mes anterior. Cal esperar que, durant algun temps, els tipus es mantinguin estables o a la baixa, per l'ancoratge que proporcionen uns nivells de tipus d'interès oficials gairebé en el zero i els programes d'expansió quantitativa dels bancs centrals d'aquests països. Una certa reducció addicional de les primes de risc és possible, sempre que remetin els temors sobre la solvència de les entitats. En aquest sentit, seran determinants els resultats de les proves d'*stress*

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
2008								
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	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
2009								
Gener	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrer	3,11	3,66	4,28	4,68	3,01	1,28	3,62	2,24
Març	3,00	3,55	4,05	4,39	2,66	1,35	3,17	2,10
Abril (*)	3,21	3,68	4,07	4,34	2,87	1,48	3,31	2,13

NOTA: (*) Dia 20.
FONT: Bloomberg.

que el regulador dels Estats Units està realitzant sobre les 19 principals entitats.

El preu del deute públic a llarg termini s'ha reduït i, conseqüentment, han pujat les rendibilitats ofertes pels bons. El moviment és degut al fet que s'ha neutralitzat una part del fenomen anomenat «fugida cap a la qualitat». Des de l'inici de la crisi, i atès l'augment de l'aversió al risc, els inversors han reduït en les carteres el pes dels actius més arriscats en benefici d'actius com el deute públic de màxima qualitat creditícia. Davant de la millora de les expectatives dels inversors sobre l'economia i del comportament positiu d'altres mercats, com el de renda variable, durant el mes d'abril, s'ha produït un procés ordenat de venda als mercats de deute públic.

Tenint en compte les previsions de creixement i d'inflació, és probable que, en els propers mesos, el deute a llarg termini als Estats Units cotitzi en un rang entre el 2,5% i el 3%, nivells en què ja es troba des del final de gener. Pel que fa a la zona de l'euro, la rendibilitat del deute públic a llarg termini es podria situar al voltant del 3,10%, una mica per sota de les cotes actuals.

Les divises reflecteixen les diferents perspectives econòmiques

Durant el mes d'abril, mentre que als Estats Units el flux de notícies macroeconòmiques i empresarials ha sorprès amb dades menys negatives del que s'esperava, a la zona de l'euro les notícies econòmiques han confirmat amb escreix la tendència contractiva. El mercat de divises ha reflectit aquesta diferent evolució amb una suau depreciació de l'euro enfront de les divises més importants.

A la taula següent, es pot observar com, en un mes, l'euro s'ha depreciat el 5,0% enfront del dòlar, el 3,5% enfront del ien japonès i el 5,2% enfront de la lliura esterlina. En canvi, el dòlar s'ha enfortit no solament enfront de l'euro, sinó també enfront del franc suís i del dòlar canadenc. L'excepció ha estat enfront del peso mexicà, que s'ha enfortit gairebé el 7% enfront del dòlar.

El motiu que ha provocat aquest comportament més positiu del peso mexicà enfront de la divisa nord-americana ha estat l'actitud proactiva en defensa de la seva divisa de les autoritats mexicanes. Entre les mesures més importants, destaca l'anunci de la Comissió de Canvis de Mèxic de sol·licitar a l'FMI una línia de finançament contingent amb vigència d'un any per un import de 47.000 milions de dòlars. Aquesta línia de crèdit forma part del nou suport de l'organisme internacional anomenat Línia de Crèdit Flexible. Segons l'FMI, Mèxic és el primer país que ha mostrat interès per aquest instrument, creat al març per l'organisme internacional per donar suport preventivament a països amb economies sòlides davant de les repercussions de la crisi mundial.

Addicionalment, el banc central de Mèxic, igual que altres bancs centrals, manté un acord amb la Fed pel qual disposa d'una línia de crèdit, que pot arribar als 30.000 milions de dòlars, per si necessita fons per donar suport a empreses locals afectades per la crisi global. Totes aquestes mesures han tranquil·litzat els inversors internacionals, que han coincidit amb l'opinió del director gerent de l'FMI, Strauss-Kahn, sobre la sòlida evolució macroeconòmica de Mèxic i que consideren que aquestes mesures blinden el país llatinoamericà davant d'un esdeveniment futur que pugui restringir la liquiditat del mercat.

La millora en el comportament d'altres actius de més risc fa pujar lleugerament les rendibilitats del deute públic a llarg termini.

L'euro es deprecia a causa del flux negatiu de notícies econòmiques.

Mèxic adopta polítiques prudents per defensar la seva divisa.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-04-2009

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2008	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	98,3	1,4	7,8	–5,0
Lliura esterlina	0,685	–0,2	0,0	26,3
Franc suís	1,167	3,6	8,4	13,6
Dòlar canadenc	1,235	1,1	1,3	18,6
Pes mexicà	13,372	–6,7	–2,3	21,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,298	–5,0	–7,6	–22,6
Ien japonès	127,7	–3,5	0,7	–28,7
Franc suís	1,515	–1,2	1,5	–5,9
Lliura esterlina	0,889	–5,2	–7,4	9,6
Corona sueca	11,126	2,3	1,6	15,7
Corona danesa	7,449	0,0	0,1	–0,2
Zloty polac	4,417	–2,8	6,1	22,7
Corona txeca	27,05	1,0	0,8	7,2
Forint hongarès	298,9	–1,0	11,1	15,6

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

Continua la recuperació de la renda variable

Les borses inicien el trimestre immerses en el via de la recuperació.

Durant el mes d'abril, els índexs de renda variable internacionals han mantingut la via alcista iniciada al començament de març. Malgrat que els nivells actuals dels principals índexs dels Estats Units i d'Europa romanen encara en la zona baixa de l'última dècada, les revaloracions protagonitzades per l'S&P 500 i per l'Eurostoxx 50 han superat el 30% en unes poques setmanes, en el que ha estat el moviment alcista més important des de l'inici de la crisi financera el 2007.

A més de l'impacte positiu procedent de les mesures adoptades pels bancs centrals i pels organismes internacionals, cal destacar, en el mateix mes, diversos factors determinants. Primer, notícies corporatives una mica més positives del que els mercats esperaven. Segon, indicis de recuperació d'algunes magnituds macroeconòmiques als Estats Units. I, tercer, certes millores en indicadors clau per a les borses, com la liquiditat i la volatilitat.

El motor de l'impuls borsari va ser el sector financer, tot i que, al llarg del mes, es va apreciar una rotació sectorial cap a altres grups, com les primeres matèries o la fabricació d'automòbils, els quals, en els mesos previs, gairebé havien desaparegut dels programes de compra dels inversors.

El sector financer va centrar l'atenció en els inversors.

Les notícies sobre el sector financer van ser les que van centrar l'atenció dels inversors i van provocar els moviments més importants. Un fet particularment rellevant va ser la modificació dels criteris de valoració comptable dels actius tòxics en mans dels bancs nord-americans. S'ha ampliat i s'ha flexibilitzat la possibilitat

de valorar aquests actius segons ho determinin els models interns de les entitats financeres, en lloc de fer-ho a preus de mercat. La notícia va ser rebuda de manera positiva, ja que l'impacte estimat sobre els resultats podria assolir millores properes al 20% i la seva aplicació és retroactiva al primer trimestre.

La publicació de notícies favorables dels principals bancs va ser també un dels eixos sobre els quals es van basar les borses. Entitats com el Bank of America i JP Morgan van anunciar que, en els primers mesos de l'any, l'evolució dels dipòsits de clients havia superat les expectatives. Addicionalment, els resultats del primer trimestre de Goldman i de JP Morgan van superar les previsions més optimistes, i, fins i tot, es va parlar de la disposició d'aquestes entitats a tornar a l'Estat els diners que van rebre mitjançant el TARP al novembre.

El colofó d'aquest prudent corrent d'optimisme al sector financer el va posar el Secretari del Tresor nord-americà en concretar la creació i els detalls de funcionament d'un programa privat-públic (PPIP) destinat a la compra dels actius tòxics dels balanços dels bancs nacionals.

La percepció d'una incipient millora en l'escenari macroeconòmic dels Estats Units i d'alguns països emergents com la Xina va ser un altre dels factors decisius per a l'impuls borsari. Als Estats Units, els primers signes de l'intent de recuperació s'han observat, precisament, en els índexs de confiança empresarial. Això ha estat de gran ajuda per als sectors cíclics de la borsa. D'altra banda, les xifres del sector de

Les notícies empresarials i les dades econòmiques van esbossar un escenari més favorable.

El Secretari del Tresor dels Estats Units va concretar els detalls d'un programa dedicat a la compra d'actius tòxics.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

20-04-2009

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*8.125,4*	*9,9*	*–7,4*	*–35,6*
Standard & Poor's	*865,3*	*11,2*	*–4,2*	*–36,6*
Nasdaq	*1.670,4*	*14,2*	*5,9*	*–28,7*
Tòquio	8.907,6	12,1	0,5	–33,5
Londres	4.080,4	5,8	–8,0	–31,8
Zona de l'euro	2.328,6	15,7	–4,9	–37,5
Frankfurt	*4.652,2*	*16,7*	*–3,3*	*–30,4*
París	*3.075,4*	*11,1*	*–4,4*	*–36,7*
Amsterdam	*241,3*	*14,4*	*–1,9*	*–47,8*
Milà	*18.499,0*	*31,4*	*–4,9*	*–44,2*
Madrid	*8.911,6*	*16,6*	*–3,1*	*–34,3*
Zuric	5.198,3	8,0	–6,1	–27,5
Hong Kong	15.601,3	21,1	8,4	–35,7
Buenos Aires	1.254,7	19,3	16,2	–42,0
São Paulo	46.024,8	16,5	22,6	–28,7

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.

Diversos indicadors tècnics de la renda variable han millorat...

l'habitatge van encadenar noves pujades de vendes al febrer. Factors col·laterals com la caiguda dels tipus de refinançament hipotecari i la tendència a l'estabilització dels preus dels habitatges van ajudar a definir un escenari amb més opcions de recuperació. El sector borsari de la construcció se'n va beneficiar. Per la seva banda, els sectors de primeres matèries s'han vist impulsats per alguns indicadors que anticipen una millora de l'economia xinesa, gran demandant d'aquests productes.

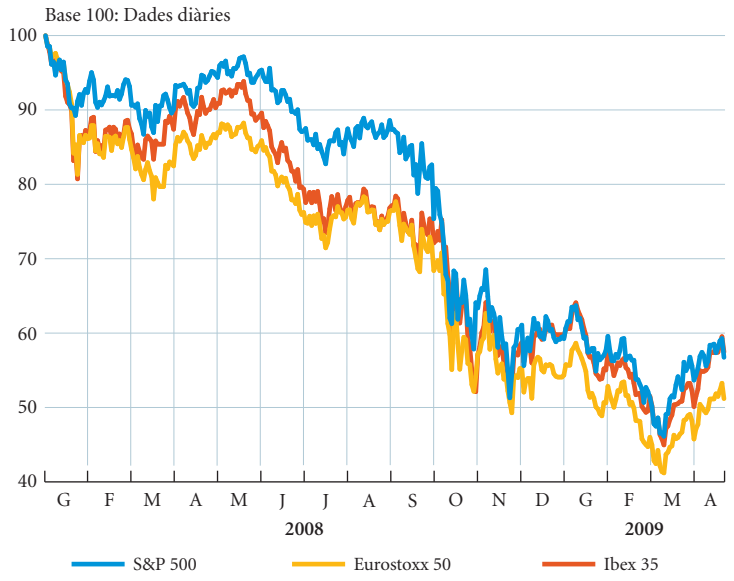
Finalment, diversos indicadors tècnics del mercat borsari s'han comportat en una direcció molt favorable per a les cotitzacions. En aquest sentit, destaca la volatilitat, el ràpid descens de la qual reflecteix una menor aversió al risc i pot posar en marxa un cercle virtuós. Pel que fa a la liquiditat, les condicions són propícies, ja que els inversors retenen una gran part dels actius en dipòsits bancaris i fons monetaris, la qual cosa deixa un ampli marge per a futures compres de renda variable. De fet, les estadístiques de fluxos de capitals més recents apunten a una estabilització de les sortides de patrimoni dels fons de renda variable. Finalment, com ja es va comentar a l'informe anterior, les posicions a la baixa (vendes a curt) van assolir, en el primer trimestre, un nivell extrem, màxim històric, de manera que el seu posterior tancament dóna suport a la renda variable.

...tot i que el mercat d'accions continua tenint una base fràgil.

De cara als propers mesos, cal reconèixer que el mercat d'accions continua tenint una base fràgil, que només millorarà si es confirma la recuperació econòmica i retorna de manera estable la predisposició dels inversors a assumir riscos. En aquest sentit, a més d'examinar l'eficàcia de les mesures de política econòmica i el flux d'indicadors de conjuntura, serà important observar quines perspectives dibuixen les empreses en la campanya de presentació de resultats del primer trimestre, que començarà d'aquí a poc temps. Els analistes han reduït intensament les esti-

TENDÈNCIA DE RECUPERACIÓ DE LES BORSES DES DEL MARÇ

Cotitzacions borsàries



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

macions de beneficis per al trimestre i per al conjunt de l'any, de manera que pot haver-hi marge per a sorpreses positives.

Indicis de millora al mercat de bons corporatius

Els mercats de bons corporatius van continuar oferint signes d'una tímida però constant millora al llarg del mes d'abril, tot i que les suspensions de pagaments en grans companyies van assolir quotes màximes des de la Gran Depressió.

Des d'una perspectiva històrica, els tipus d'interès dels bons corporatius continuen en nivells molt alts, a causa de les elevades primes de risc respecte al deute públic exigides pels inversors. No obstant això, la millora de les últimes setmanes, que ha arribat fins i tot a les companyies amb alta probabilitat d'impagament, podria ser l'inici d'una normalització si es consoliden els factors que la determinen.

L'estabilització del sistema financer constitueix un element clau, tant pel pes molt elevat dels bancs entre els emissors de bons com pels efectes indirectes generals derivats d'un finançament adequat de l'activitat econòmica. En aquest sentit, el risc de crèdit al sector financer va continuar presentant una evolució positiva, en comparació amb la resta de sectors, gràcies a tres factors fonamentals. Primer, els bancs van continuar el procés de despalanquejament progressiu, van controlar el volum d'actius i van acotar els de més risc. Segon, va prosseguir el reforçament de la base de capital en recollir la contribució favorable de les aportacions dels governs. I, tercer, l'aplicació dels plans de compra d'actius tòxics i de garanties sobre el deute bancari per part dels bancs centrals i els governs.

La millora del crèdit també es va produir al sector corporatiu no financer. Durant el primer trimestre de l'any, les empreses amb un ràting elevat van ser capaces de col·locar al mercat un volum molt elevat d'emissions, que, per la seva atractiva rendibilitat, van ser ben acollides pels inversors. Dins del segment corporatiu, les empreses d'elevada solvència van ser les que van presentar una evolució més positiva en els riscos de crèdit, a causa de dos factors: primer, els inversors institucionals prefereixen, ara com ara, els emissors de solvència contrastada en el lent retorn cap al risc i, segon, els bancs centrals compren o descompten paper corporatiu d'alta qualitat en les operacions de política monetària.

La caiguda de la prima de risc és clau per a la recuperació dels mercats de crèdit.

Els tipus d'interès dels bons corporatius continuen en nivells molt alts.

Un altre segment en què es va produir també una millora notable va ser en el crèdit hipotecari. La intervenció dels governs i dels bancs centrals ha estat crucial en aquest procés, sota la consideració que un element clau per consolidar la sortida de la crisi és l'estabilització del mercat hipotecari. En aquest terreny, s'han aconseguit objectius importants. Als Estats Units, els tipus d'interès hipotecaris de referència han baixat fins a mínims històrics prop del 4,5% i el volum de refinançament s'ha disparat. Sembla que l'abaratiment del crèdit, les mesures legals i els ajuts governamentals estan estabilitzant el sector.

L'estabilització del sistema financer és clau per normalitzar els mercats de renda fixa privada.

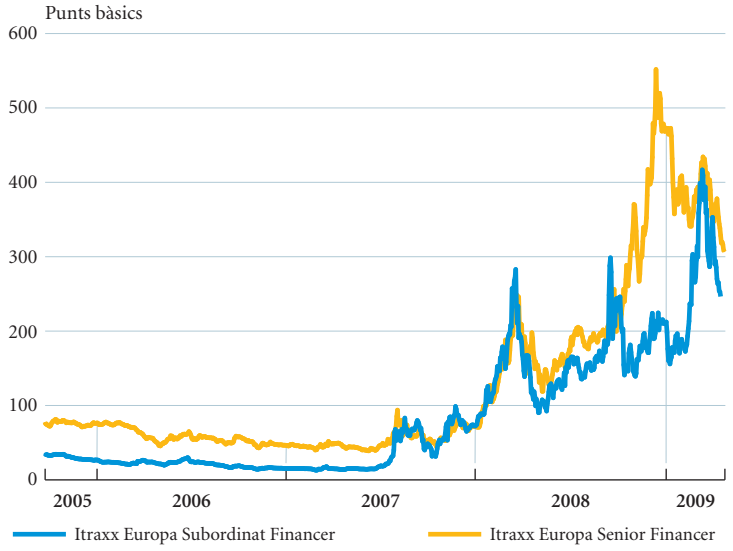
La previsió als mercats de crèdit és que continuï la reducció progressiva dels riscos. En aquest sentit, s'ha detectat una actitud una mica més positiva per part dels inversors, que posseeixen grans sumes de liquiditat susceptibles de ser canalitzades cap als mercats de bons.

Els elevats rendiments que ofereix el segment d'alta qualitat representen una bona oportunitat d'inversió a mesura

La previsió als mercats de crèdit és de reducció dels diferencials.

AJUSTAMENT DE LES PRIMES DE RISC

Itraxx Europa Subordinat i Senior Financer



NOTA: Última dada, 20 d'abril de 2009.
FONT: Bloomberg.

A curt termini, la decisió del BCE sobre la seva política de redescompte serà important per als mercats de crèdit.

que s'albiri la superació de la crisi econòmica. Per això, per als propers mesos, serà determinant l'evolució de les variables macroeconòmiques i la publicació dels beneficis empresarials del primer trimestre. Una cita important a curt termini és la resolució del BCE sobre la seva política de redescompte. El mercat ha començat a anticipar una extensió de terminis i l'ampliació de la llista d'actius acceptables com a garantia per incloure més bons corporatius.

Desequilibris globals, tipus d'interès i crisi financera

El sistema financer juga un paper molt important en la dinàmica de globalització econòmica que ha tingut lloc en els últims anys. D'una banda, la internacionalització dels mercats financers facilita els intercanvis econòmics de tot tipus entre països i regions abans desconnectades. De l'altra, els anomenats desequilibris globals (vegeu el requadre «Ajustaments globals: el paper de la flexibilitat canviària» per a una explicació del concepte) poden haver distorsionat el funcionament dels mercats de capitals. En efecte, segons una interpretació utilitzada freqüentment, els fluxos internacionals de capital que acompanyen aquests desequilibris (compres massives d'actius nordamericans) han constituït una de les causes subjacents de la crisi financera que ara patim, ja que van contribuir a reduir el nivell dels tipus d'interès reals a llarg termini i a apujar el preu dels actius borsaris i immobiliaris, al mateix temps que s'afeblien els balanços de molts intermediaris financers (en termes de liquiditat i palanquejament).

El debat sobre aquesta qüestió és de gran transcendència, ja que se'n deriven implicacions per al disseny de les polítiques econòmiques que han de permetre superar la crisi actual i evitar que es repeteixi en el futur. En

aquest sentit, la discussió sobre els efectes financers dels desequilibris globals interacciona estretament amb dos altres àmbits sota la responsabilitat de les autoritats: la política monetària i la política de regulació i supervisió financera.

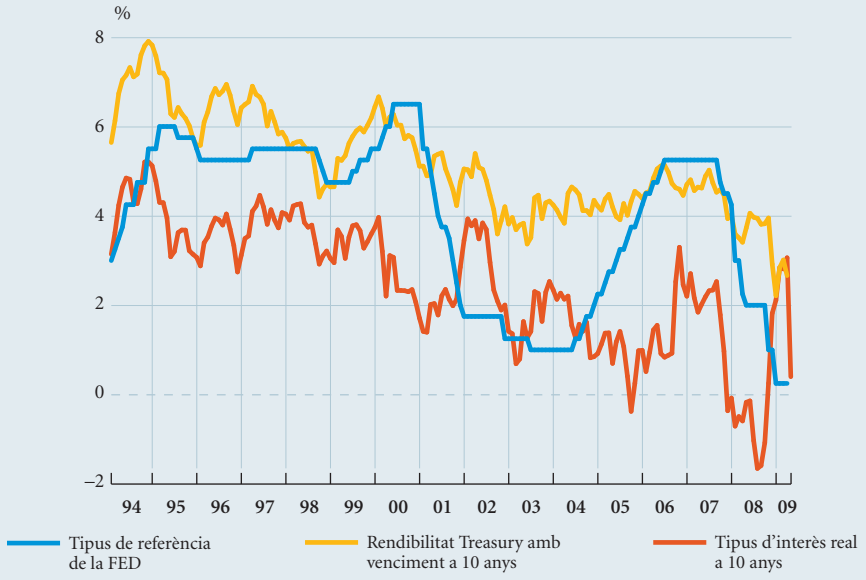
Una de les aportacions més rellevants la va realitzar el 2005 l'actual president de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en proposar l'anomenada «hipòtesi de la sobreabundància de l'estalvi (*savings glut*)», segons la qual l'origen i la persistència dels desequilibris globals són deguts a un augment de l'estalvi als països emergents, en especial a la Xina, i als exportadors de primeres matèries. Aquest estalvi es va canalitzar cap als mercats de deute dels Estats Units, va reduir els tipus d'interès i va apujar els preus dels actius. Això, al seu torn, va propiciar l'augment de la despesa de consum i el dèficit per compte corrent nord-americans. En definitiva, el baix nivell d'estalvi als Estats Units seria degut, per tant, a una reacció passiva davant d'aquesta abundància d'estalvi extern.

Seguint el fil d'aquest argument, s'han elaborat, en els últims anys, diverses visions o teories per fonamentar la hipòtesi del *savings glut* i la seva relació amb els mercats financers.

Un primer enfocament[1] considera que el sistema financer internacional que es configura al voltant dels fluxos globals de capitals és intrínsecament estable, una mena de Bretton Woods II. Segons aquesta visió, Àsia adopta una estratègia mercantilista de desenvolupament basada en l'estalvi i en les exportacions, impulsades artificialment per uns tipus de canvi depreciats. Per mantenir les monedes depreciades, aquests països adquireixen grans quantitats de deute públic i altres actius dels Estats Units. Aquest país està disposat a tolerar el sistema perquè li

EL DEUTE PÚBLIC VA SER INSENSIBLE A LES PUJADES DEL TIPUS D'INTERÈS OFICIAL EL 2004-2006

Tipus d'interès nominal i real del deute públic a 10 anys i tipus de referència als Estats Units



FONT: Bloomberg.

(1) Dooley, Michael; D. Folkerts-Landau; P. Garber (2004): «The Revised Bretton Woods System». International Journal of Finance and Economics, vol. 9, pàgs. 307-313.
Dooley, Michael; P. Garber (2009): «Global imbalances and the crisis: A solution in search of a problem», a www.voxeu.org.

permet finançar còmodament, i a baixos tipus d'interès, elevats volums de despesa. En definitiva, el sistema pot continuar funcionant durant molt de temps sense generar inestabilitats. Segons els defensors d'aquest enfocament, l'actual crisi no es pot atribuir als desequilibris globals ni a una política monetària laxa, sinó que és deguda a un altre motiu: les deficiències en la regulació i en la supervisió financera.

Un altre enfocament[2] considera que la causa dels abundants fluxos de capital cap als Estats Units cal buscar-la en el subdesenvolupament dels sistemes financers als països emergents. És a dir, el factor subjacent als desajustaments globals és l'elevada demanda estructural procedent d'Àsia de deute del Tresor i de les agències hipotecàries (Fannie Mae i Freddie Mac) dels Estats Units, atès que aquella regió no està en condicions d'oferir actius financers segurs i líquids. Mentre que els Estats Units venen el seu deute públic a Àsia, els bancs nord-americans augmenten el palanquejament amb els actius de més risc. Segons aquest enfocament, els desajustaments globals i els tipus d'interès baixos van units, però, a diferència de l'anterior, en aquest cas es crea un sistema financer fràgil, propens a incórrer en bombolles en diferents mercats d'actius.

Aquestes dues teories racionalitzen la hipòtesi del *savings glut* de Bernanke, de manera que els desajustaments dels comptes corrents i els conseqüents fluxos de capital no són, de fet, desequilibris insostenibles, sinó fenòmens perdurables en el temps. Una visió diferent,[3] que podríem qualificar de tradicional o estàndard, sí contempla la situació com un desequilibri orientat forçosament a la correcció, que ja ha influït en la crisi actual i que pot continuar essent una font d'inestabilitat. Aquesta visió considera que la hipòtesi de Bernanke és una explicació parcial i asimètrica dels esdeveniments i la complementa amb altres elements macroeconòmics i financers.

Es reconeix que, efectivament, els països emergents han incrementat l'estalvi net en els últims anys, bàsicament com a reacció defensiva de prudència després de les doloroses crisis de balança de pagaments del 1997-1998 i, en el cas de l'estalvi familiar, per l'absència d'una xarxa pública de cobertura social per a atur i pensions. Però també ha estat crucial que els Estats Units hagin adoptat polítiques monetàries i fiscals massa laxes, que han promogut un excés de demanda interna en les rúbriques de consum i d'inversió residencial. Segons aquest enfocament, no hi ha una relació causal clara entre els dos comportaments, però sí resulta convincent la idea que la combinació d'una sobreabundància d'estalvi als països emergents amb una política monetària laxa als Estats Units ha estat la causa dels baixos tipus d'interès reals dels últims anys. Al seu torn, aquest reduït nivell dels tipus d'interès ha fomentat l'assumpció d'inversions més arriscades, la reducció de les primes de risc i l'augment del preu dels actius, en particular dels immobiliaris als Estats Units. En aquest sentit, es pot dir que els desequilibris globals, que han interactuat amb la laxitud de la política monetària i amb les insuficiències del règim de regulació i supervisió financeres, són a l'origen de la crisi actual.

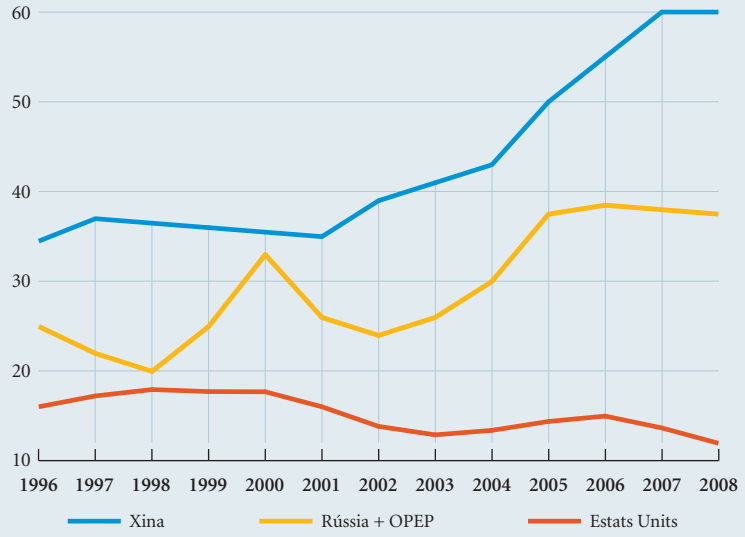
Dos canals més de relació entre els desequilibris globals i els mercats financers reforcen també aquesta afirmació. Primer, els efectes monetaris de l'acumulació de reserves als països amb superàvit, que han ajudat a augmentar la liquiditat global i, de retruc, els agregats crediticis. Segon, la persistència i la constància en els fluxos internacionals de capital cap als Estats Units, que ha comportat un important descens de la volatilitat als mercats financers.

Ara s'obren nous reptes per als gestors de la política econòmica internacional. A causa de la gravetat de la situació, el dèficit públic als Estats Units s'ha disparat i, a diversos països, s'han posat en marxa polítiques monetàries

(2) Caballero, Ricardo; E. Farhi; P-O. Gourinchas (2008): «An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest rates». American Economic Review, vol. 98, pàgs. 358-393.
(3) Portes, Richard (2009): «Global Imbalances». London Business School and CEPR, a www.voxeu.org.

FORT AUGMENT DE L'ESTALVI A LA XINA I ALS EXPORTADORS DE PETROLI

Estalvi com a percentatge del PIB



FONT: Thomson Reuters Datastream.

d'expansió quantitativa que han potenciat la reducció dels tipus d'interès fins a nivells mínims històrics. Quan s'iniciï la recuperació, caldrà reabsorbir amb delicadesa l'excés de liquiditat, per neutralitzar un increment no desitjat de la inflació o l'aparició de noves bombolles i, al mateix temps, per evitar un descarrilament del procés de recuperació de l'economia mundial.

A mitjà termini, l'objectiu de la política econòmica és clar. Ha de limitar els desequilibris globals i la fragilitat financera. Però és necessari que, per aconseguir-ho, no caigui en la temptació de suprimir les forces de la integració, del desenvolupament i de la innovació financera que són a la base de l'increment de la riquesa global. De fet, els organismes financers internacionals ho han advertit: seria un greu perill posar en marxa polítiques proteccionistes –en l'àmbit comercial i financer– que finalment empobrissin tot el món.

Aquest requadre ha estat elaborat per Alejandro Gisbert
Departament de Mercats Financers, Servei d'Estudis de "la Caixa"

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El Banc d'Espanya revisa a la baixa les projeccions de creixement per a l'economia espanyola.

Intensificació de la recessió en el primer trimestre

En un marc de crisi financera internacional i de desacceleració global, els indicadors econòmics disponibles dels primers mesos de l'any apunten a una intensificació de la recessió en què va entrar l'economia espanyola a partir del tercer trimestre del 2008. Aquest panorama ha motivat una notable revisió a la baixa de les previsions de creixement de l'economia espanyola per part del Banc d'Espanya, que l'ha situat en una caiguda del 3% el 2009. Tot i que preveu que els plans de suport públic contribueixin a estabilitzar la situació, pronostica una davallada del producte interior brut (PIB) de l'1% per al conjunt del 2010.

La conjuntura recessiva va motivar que els comptes de les empreses fessin un gir sobtat el 2008. L'avanç de la central de balanços del Banc d'Espanya referit al conjunt de l'exercici passat possibilita una valoració. L'alentiment de l'activitat es va reflectir en una desacceleració del valor de la producció, que va arribar a anotar una variació anual del 3,4%. Atès que els consums intermedis van pujar més, el valor afegit brut va baixar l'1,8% en relació amb el 2007.

El creixement de les despeses de personal es va moderar, tant per la desacceleració de la remuneració mitjana com per la minoració de la creació de llocs de treball. No obstant això, l'excedent d'explotació va passar d'un creixement del 5,6% el 2007 a una caiguda del 5,9% el 2008.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

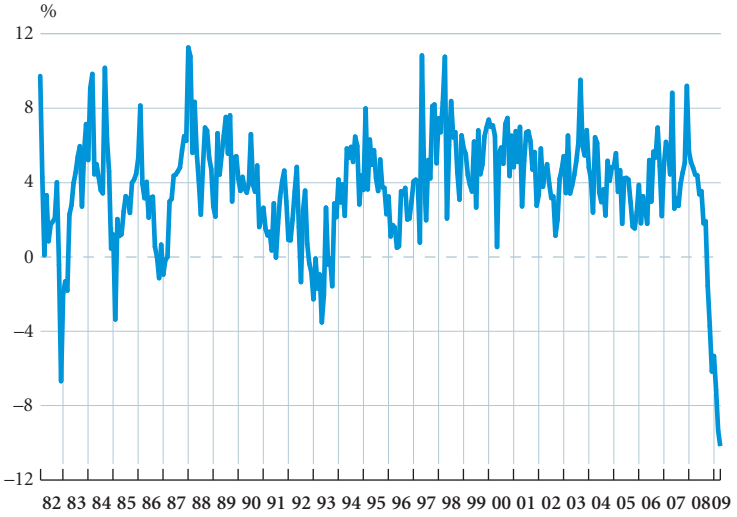
Taxes de variació anual

	2006	2007	2008
Valor de la producció	10,3	5,8	3,4
Consums intermedis	12,2	6,1	5,9
Valor afegit brut (VAB)	**6,8**	**5,2**	**–1,8**
Despeses de personal	5,3	4,7	3,9
Resultat econòmic brut d'explotació	**7,9**	**5,6**	**–5,9**
Ingressos financers	13,4	34,6	2,3
Despeses financeres	39,6	37,5	18,9
Amortitzacions i provisions	2,0	0,1	0,2
Resultat ordinari net	**4,9**	**9,5**	**–15,4**
Ingressos i despeses extraordinaris	–	79,5	–61,9
Provisions i impostos	91,7	60,0	–43,8
Resultat net	**10,2**	**12,0**	**–24,0**

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

EL CONSUM D'ELECTRICITAT ANOTA LA CAIGUDA MÉS IMPORTANT DE LES ÚLTIMES DÈCADES

Variació interanual del consum d'electricitat



NOTA: Corregit dels efectes de laboratori i temperatura.
FONT: Xarxa Elèctrica Espanyola.

Els pagaments financers van créixer molt més que els ingressos financers, afectats per una menor entrada dels dividends provinents de les filials estrangeres. Així, el descens del resultat ordinari net es va accentuar fins al 15,4%. Tampoc no van poder ajudar els ingressos i les despeses extraordinaris ni les provisions, de manera que el resultat net va caure el 24,0% en relació amb l'any anterior, després d'haver augmentat a una taxa del 12,0% el 2007. Malgrat la desfavorable evolució dels resultats empresarials, la rendibilitat ordinària de l'actiu net es va col·locar en un notable 7,9% i el rendiment ordinari dels recursos propis es va situar en el 10,7%, 2,2 punts menys que el 2007.

El resultat net de les empreses el 2008 cau el 24%, però la rendibilitat dels recursos propis se situa en l'11%.

Tornant als indicadors, des de la perspectiva de l'oferta, es constata que la indústria es continua ajustant a la contracció de la demanda, tant la interna com l'exterior. Així, l'índex de producció industrial corregit d'efectes de calendari va caure el 22,0% al febrer en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Els descensos de la producció van ser generalitzats. Les branques més afectades per l'enfonsament de la producció van ser la fabricació de vehicles de motor i remolcs, les indústries extractives no carboníferes i la fabricació de productes minerals no metàl·lics, que van experimentar davallades interanuals superiors al 40%. El menor decrement anual va correspondre a la indústria de l'alimentació, de l'1,7%, ja que atén necessitats bàsiques que no es poden ajornar. L'enfonsament del consum d'electricitat, del 10,2% interanual al març, que representa la davallada més important de les últimes dècades, confirma la forta reculada de l'activitat industrial.

La situació de feblesa probablement es prolongarà a curt termini, atesa la disminució de les entrades de comandes a la indústria, del 31,9% al febrer. La caiguda de l'indicador de confiança de la indústria al març fins a la cota mínima des del 1993 corrobora aquesta impressió.

La producció industrial s'ajusta a la contracció de la demanda i s'enfonsa el 22% al febrer en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

La construcció també està immersa en un fort procés d'ajustament per la crisi immobiliària. Al febrer, es van realitzar

INDICADORS D'OFERTA

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	5,2	1,0	4,8	3,8	0,7	–5,1	–7,1	–9,3	–10,2
Índex de producció industrial (2)	2,0	–7,3	–0,8	–5,4	–6,3	–16,6	–20,9	–22,0	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–0,3	–18,0	–7,0	–13,7	–18,7	–32,7	–33,0	–37,0	–40,0
Utilització capacitat productiva (4)	81,3	79,5	81,3	80,3	79,3	76,9	–	72,8	–
Importació béns interm. no energ. (5)	8,0	–0,7	11,4	6,9	–2,1	–18,2	–35,3	–32,3	...
Construcció									
Consum de ciment	0,2	–23,6	–13,3	–19,6	–25,2	–37,5	–51,1	–46,0	–36,5
Indicador de confiança en la construcció (3)	9,3	–22,6	–14,7	–17,3	–23,7	–34,7	–38,0	–35,0	–37,0
Habitatges (visats obra nova)	–24,7	–59,4	–59,8	–56,0	–62,4	–60,2	–66,6	...	...
Licitació oficial	–15,0	3,3	27,7	–29,9	6,4	13,5	–20,6	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista (6)	2,3	–6,3	–4,0	–6,3	–7,1	–7,7	–4,2	–7,6	...
Turistes estrangers	1,1	–2,4	5,2	1,4	–5,1	–9,0	–9,8	–15,9	–20,8
Ingressos turisme	3,3	–0,4	5,4	1,3	0,2	–8,0	–13,3	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–3,7	–7,7	–2,5	–3,5	–1,7	–23,0	–39,7	–36,1	...
Tràfic aeri passatgers	9,0	–3,1	7,9	–0,7	–4,9	–12,7	–17,1	–18,4	–19,0
Consum de gasoil automoció	4,9	–3,8	–0,9	–2,8	–3,7	–9,6	...	...	...

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 (sense estacions de servei) 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.

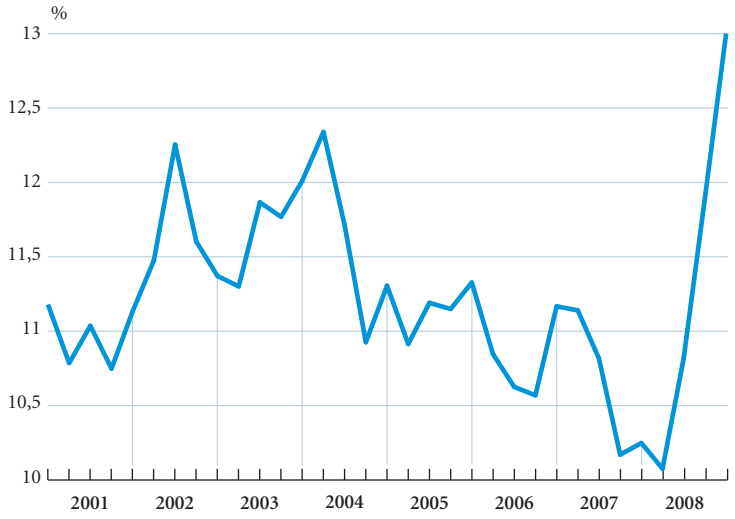
Els serveis no defugen la crisi.

34.669 compravendes d'habitatges, el 37,5% menys que en el mateix mes del 2008, i els preus es van reduir el 6,8% en el primer trimestre en relació amb dotze mesos abans, d'acord amb les dades del Ministeri d'Habitatge. Així, el consum de ciment va baixar el 44,7% en el primer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior. Sembla que aquesta situació prosseguirà un cert temps, atesos la reducció del 66,6% dels visats d'obra nova d'habitatges del gener i el descens interanual de la licitació oficial d'obra pública del 20,6% en el mateix mes.

La crisi afecta també els serveis, que reben l'impacte de l'enfonsament de l'activitat a la construcció i a la indústria a través de múltiples vies, com la caiguda de l'ocupació i de la demanda induïda. Així, la xifra de negocis del sector terciari va baixar el 18,7% al febrer en relació amb el mateix mes del 2008. Tots els subsectors van resultar afectats, en especial el comerç i el transport. Per la seva banda, el turisme va anotar un descens del 12,3%. De totes les branques, només les activitats de seguretat i investigació van aconseguir un creixement positiu.

RECUPERACIÓ DE L'ESTALVI DE LES FAMÍLIES

Estalvi brut sobre la renda disponible de les famílies i institucions sense ànim de lucre al servei de les llars (*)



NOTA: (*) Mitjana dels quatre últims trimestres mòbils.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

Des de l'òptica de la demanda, el consum continua deprimit. La producció de béns de consum va presentar un descens interanual superior al 10% en volum. Les vendes al detall també es van mostrar fluixes al febrer, amb una disminució anual del 7,6%. Per la seva banda, les matriculacions d'automòbils van baixar el 43,1% interanual en el primer trimestre, tot i que una mica menys que en l'anterior. D'altra banda, les unitats venudes d'electrodomèstics de línia blanca van caure el 27,2% en el primer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, segons l'associació de fabricants Anfel. Així mateix, les vendes interiors de serveis a les grans empreses van disminuir el 12,3% interanual al febrer. No obstant això, al març, l'indicador de confiança dels consumidors va registrar una millora, motivada, possiblement, per la caiguda dels tipus d'interès i pels plans d'estímul econòmic.

El revers de la caiguda del consum és l'augment de l'estalvi de les famílies en els últims trimestres. Atesos l'augment de la incertesa econòmica, l'escalada de l'atur i unes condicions financeres menys laxes, les llars limiten les despeses i incrementen l'estalvi. Així, en el conjunt del 2008, la taxa d'estalvi de les llars va augmentar en 2,8 punts i es va col·locar en el 13,0% de la renda disponible.

El consum continua deprimit, però l'indicador de confiança dels consumidors registra una millora al març.

La inversió, arran de la caiguda de la demanda, del descens dels beneficis empresarials i de l'enduriment del finançament, també recula. Així, en els primers mesos de l'exercici, tant la producció com les importacions de béns d'equipament van anotar descensos interanuals superiors al 30% en volum. Així mateix, les vendes de vehicles de càrrega van baixar el 52,4% en el primer trimestre en relació amb el mateix període del 2008, tot i que menys que en el trimestre anterior. Per la seva banda, les vendes d'equipament i de *software* a les grans empreses van disminuir el 25,8% al febrer en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

La inversió recula amb força.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
Consum									
Producció de béns de consum (*)	1,7	–4,7	0,3	–4,4	–4,5	–10,3	–12,9	–11,0	...
Importació de béns de consum (**)	5,1	–7,7	–1,2	–6,9	–4,1	–17,2	–16,4	–3,5	...
Matriculacions d'automòbils	–1,2	–28,1	–15,3	–19,6	–32,5	–46,6	–41,6	–48,8	–38,7
Crèdit al consum de béns duradors	10,0	3,6	8,8	7,1	3,4	–4,2	–	...	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–13,3	–33,6	–20,0	–31,3	–38,3	–44,7	–44,0	–48,0	–43,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	4,6	–8,8	–0,3	–6,1	–8,0	–20,8	–30,6	–30,2	...
Importació de béns d'equipament (**)	9,8	–19,6	–16,0	–16,4	–15,9	–28,8	–32,3	–35,4	...
Matriculació de vehicles industrials	0,3	–43,6	–29,5	–34,1	–50,1	–61,3	–53,5	–58,8	–44,7
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	7,3	–4,9	4,3	0,2	–4,1	–19,0	–29,5	–24,0	...
Exportacions	4,2	1,9	2,2	6,6	7,8	–8,4	–23,6	–20,7	...

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.

El nou equip econòmic del Govern s'enfronta a una conjuntura complicada.

Pel que fa al sector exterior, sembla que les primeres dades conegudes del gener i del febrer indiquen que continua la seva aportació positiva al creixement del PIB. En efecte, malgrat que tant les exportacions com les importacions es van alentir, les importacions ho van fer amb més intensitat.

En aquest entorn, el Govern va aprovar, cap al final de març, un nou paquet de mesures per afrontar l'actual situació econòmica. Així, va flexibilitzar la llei concursal, va reactivar les assegurances de crèdit, va rebaixar el tipus d'interès legal fins al 4% i va engegar la transposició de la Directiva de Serveis comunitària. Així mateix, va avançar l'aprovació d'una nova línia de l'Institut de Crèdit Oficial per avalar les empreses i els autònoms amb deutes pendents de pagament per part de les entitats locals per un import que pot arribar als 3.000 milions d'euros.

D'altra banda, a l'abril, va tenir lloc una remodelació ministerial que va comportar que el ministre d'Economia i Hisenda, Pedro Solbes, fos substituït per Elena Salgado.

Set comunitats autònomes registren un PIB *per capita* superior a la mitjana comunitària

La conjuntura de forta desacceleració econòmica registrada el 2008 es va traduir en una major dispersió de les taxes de creixement a les diferents comunitats autònomes. La comunitat que va experimentar l'augment més intens del producte interior brut (PIB) va ser el País Basc, amb un increment anual del 2,1%. A l'extrem oposat de la classificació, la Comunitat Valenciana només va créixer el 0,5%, afectada pel pes de la construcció en la seva economia.

PRODUCTE INTERIOR BRUT PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Any 2008

	Producte interior brut (*)		% variació real		PIB per habitant
	Milions d'euros corrents	% sobre total	2008	2000-2008	Euros corrents
Andalusia	149.910	13,7	0,8	3,3	18.507
Aragó	34.372	3,1	1,1	3,2	26.323
Astúries	23.877	2,2	1,2	2,8	22.559
Balears	27.473	2,5	1,8	2,4	25.967
Canàries	43.480	4,0	1,3	3,1	21.105
Cantàbria	14.052	1,3	1,3	3,2	24.508
Castella-la Manxa	36.949	3,4	0,7	3,2	18.471
Castella i Lleó	58.515	5,3	0,9	2,9	23.361
Catalunya	204.128	18,6	0,7	2,9	28.095
Comunitat Valenciana	106.209	9,7	0,5	3,0	21.468
Extremadura	18.158	1,7	1,8	3,4	16.828
Galícia	56.419	5,2	1,8	3,1	20.619
Madrid	194.180	17,7	1,6	3,4	31.110
Múrcia	28.160	2,6	1,5	3,6	19.692
Navarra	18.674	1,7	1,9	3,1	30.614
País Basc	68.669	6,3	2,1	3,0	32.133
La Rioja	8.120	0,7	1,5	3,0	25.895
Ceuta	1.614	0,1	1,8	3,0	22.320
Melilla	1.489	0,1	1,2	3,2	21.493
Total	**1.095.163**	**100,0**	**1,2**	**3,1**	**24.020**

NOTA: (*) El total no coincideix amb la suma de comunitats autònomes perquè inclou PIB no regionalitzable.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Si considerem l'expansió econòmica mitjana des de l'inici de la dècada actual, la classificació varia. L'encapçala Múrcia, amb un augment mitjà anual del 3,6%, i la tanquen les Balears, amb un increment del 2,4%.

El 2008 set comunitats autònomes van registrar un PIB per habitant superior a la mitjana de la Unió Europea de 27 països, xifrat en 25.100 euros. Aquestes comunitats van ser: el País Basc, Madrid, Navarra, Catalunya, Aragó, les Balears i La Rioja.

La crisi comporta una major dispersió de les taxes de creixement a les diferents comunitats autònomes.

Mercat de treball

El nombre d'afiliats a la Seguretat Social cau el 6,5% al març del 2009 en relació amb dotze mesos abans.

La intensitat de l'ajustament del mercat de treball persisteix

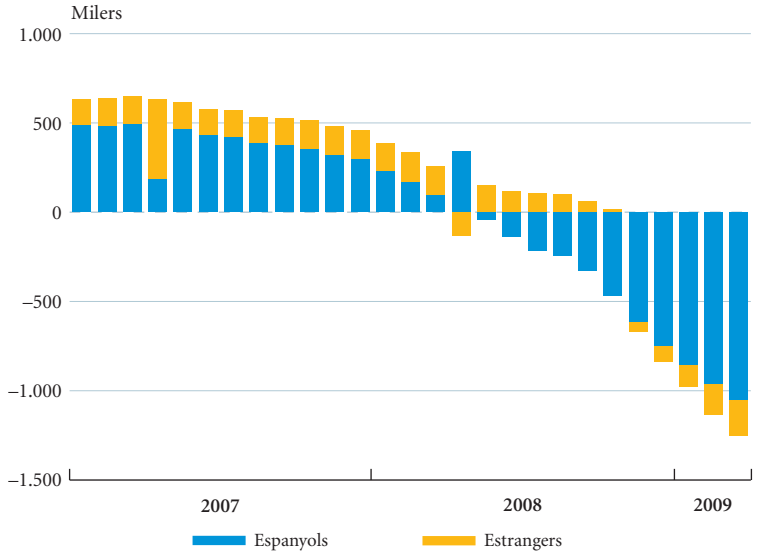
Per desè mes consecutiu, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social, en variació interanual, va disminuir al març, amb una caiguda del 6,5%. D'aquesta manera, en mitjana mensual, el nombre d'afiliats es va situar en 18.058.122 al març. En aquest mes, es van destruir 54.489 llocs de treball i, en els dotze últims mesos, 1.256.282, dels quals 1.051.539 eren espanyols i 204.743, estrangers, xifres que representen uns descensos interanuals del 6,1% i del 9,8%, respectivament.

Per bé que el descens en el nombre d'ocupats al març va ser una mica inferior a l'anotat en els mesos anteriors, les dades mostren que, probablement, la destrucció d'ocupació no hagi tocat fons. Per regla general, es considera que el març és un bon mes per a l'ocupació. Per tant, és possible que la xifra d'afiliats de l'abril reculi una mica més, llevat que el període de vacances de la Setmana Santa hagi empès l'ocupació a l'hoteleria.

Malgrat que tots els sectors productius van anotar descensos al març, la caiguda va ser relativament més intensa a la indústria, situació coherent amb l'intens ajustament experimentat per aquest sector des de mitjan 2008. Així, durant el mes de març, la reculada més intensa, en termes absoluts, es va registrar a la indústria. Així i tot, en taxa anual, la construcció continua liderant la pèrdua d'ocupa-

LA DESTRUCCIÓ D'OCUPACIÓ ENCARA NO HA TOCAT FONS

Variació interanual del nombre d'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

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
Afiliats a la Seguretat Social (1)									
Sectors d'activitat									
Indústria	*2,4*	*–2,1*	*0,8*	*–1,1*	*–2,6*	*–5,6*	*–8,2*	*–9,3*	*–10,4*
Construcció	*3,6*	*–10,3*	*–2,2*	*–7,0*	*–12,4*	*–19,6*	*–24,3*	*–25,7*	*–26,0*
Serveis	*3,4*	*1,5*	*2,9*	*2,2*	*1,4*	*–0,4*	*–1,7*	*–2,3*	*–3,0*
Situació professional									
Assalariats	*3,1*	*–0,7*	*1,6*	*0,3*	*–1,1*	*–3,7*	*–5,5*	*–6,3*	*–6,9*
No assalariats	*2,8*	*0,4*	*2,5*	*1,3*	*–0,1*	*–1,9*	*–3,2*	*–4,0*	*–4,5*
Total	**3,0**	**–0,5**	**1,7**	**0,5**	**–0,9**	**–3,4**	**–5,1**	**–5,9**	**–6,5**
Població ocupada (2)	**3,1**	**–0,5**	**1,7**	**0,3**	**–0,8**	**–3,0**	**–**	**–**	**–**
Llocs de treball (3)	**2,9**	**–0,6**	**1,7**	**0,1**	**–0,9**	**–3,1**	**–**	**–**	**–**
Contractes registrats (4)									
Indefinits	2,0	–14,3	–11,8	–5,6	–13,8	–26,0	–39,4	–37,8	–27,9
Temporals	0,3	–10,4	–6,5	–7,4	–9,4	–17,9	–27,3	–27,4	–15,9
Total	**0,5**	**–10,9**	**–7,2**	**–7,2**	**–9,9**	**–18,9**	**–28,8**	**–28,8**	**–17,5**

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.

ció, amb una caiguda del 26,0%. A la indústria, la contracció va ser del 10,4%, mentre que, als serveis, es va registrar una taxa negativa del 3,0%.

Per sexes, la contracció de l'ocupació en els dotze últims mesos continua afectant de forma més intensa el col·lectiu masculí, amb un descens interanual del 9,1%. No obstant això, la pèrdua d'ocupació, amb una caiguda interanual del 3,0%, augmenta entre les dones per cinquè mes consecutiu.

En canvi, en el mes de març, el declivi del mercat laboral no s'ha reflectit en la dinàmica dels contractes de treball, ja que el total d'aquests contractes realitzat mitjançant el servei públic d'ocupació va experimentar un augment de 44.344 i es va situar en 1.061.112. Així i tot, el nombre de contractes va recular el 17,5% 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 27,9%, mentre que els temporals van baixar el 15,9%.

Al març, la indústria lidera la pèrdua d'ocupació.

Continua el fort augment de l'atur registrat en els dotze últims mesos

El nombre d'aturats inscrits a les oficines dels serveis públics d'ocupació va arribar a les 3.605.402 persones al final del mes de març, 123.543 més que al febrer. Així, la taxa de variació interanual es va incrementar fins al 56,7%, la més alta de les tres últimes dècades. Per sectors, la construcció continua encapçalant la pèrdua

L'atur registrat augmenta el 57% en un any.

Les despeses per prestacions d'atur augmenten el 71% en un any.

d'ocupació, amb un creixement interanual del 128,2%. La segueixen la indústria, els serveis i l'agricultura, amb taxes del 67,2%, del 49,9% i del 23,8%, respectivament. D'altra banda, en els dotze últims mesos, els efectius del col·lectiu a la recerca d'una primera feina han disminuït el 3,3%.

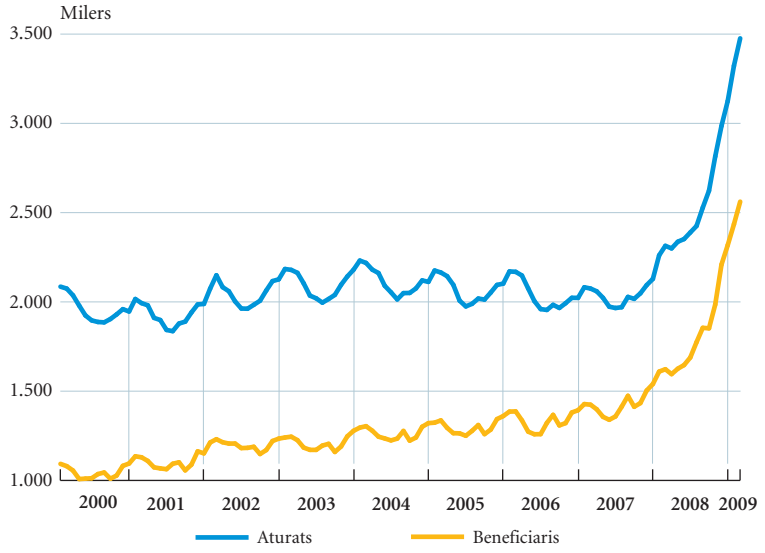
Per sexes, des del març de l'any anterior, el nombre d'aturats ha crescut més entre els homes, amb un augment del 88,0%, que entre les dones, amb el 33,9% d'increment de la taxa interanual. Per edats, l'atur registrat va continuar creixent més entre els més joves de 25 anys que entre la resta, amb una taxa interanual del 71,4% i del 54,7%, respectivament.

Destaca, sobretot, l'ascens del nombre d'estrangers inscrits a les oficines públiques d'ocupació. Així, l'atur estranger registrat va augmentar el 106,9% en els dotze últims mesos fins al març. D'aquesta manera, el nombre d'aturats estrangers representa ja el 13,8% del total. Així mateix, en el mes de març, la pujada de l'atur registrat va ser generalitzada a totes les comunitats autònomes, i es van registrar increments superiors a la mitjana a les següents comunitats: Aragó, Canàries, Castella-la Manxa, Catalunya, la Comunitat Valenciana, Madrid, Múrcia, el País Basc i La Rioja.

Finalment, cal destacar que l'escalada de l'atur registrat ha estat equiparable a l'ascens del nombre de beneficiaris de prestacions i, per tant, la taxa de cobertura no ha experimentat, ara com ara, cap reculada. Així, cap a la meitat del 2007, just abans que l'atur comencés a pujar, la taxa de cobertura era del 71,6%. Al febrer del 2009, aquesta taxa es va situar en el 73,6%. Naturalment, mantenir la taxa de cobertura en un nivell relativament estable ha comportat que les despeses per aquesta partida s'hagin incrementat el 71,1% en els dotze últims mesos i hagin arribat, al febrer, als 2.610 milions d'euros.

LA TAXA DE COBERTURA ES MANTÉ MALGRAT L'ESCALADA DE L'ATUR REGISTRAT

Aturats registrats i beneficiaris de prestacions



FONTS: Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

Preus

L'IPC anota una taxa anual negativa per primer cop en les últimes dècades

Al març va continuar la tendència desinflacionista dels últims mesos, i la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va caure el 0,1%. D'aquesta manera, va marcar una taxa anual negativa per primer cop des de l'inici de l'elaboració de l'IPC. Cal recular fins al setembre de 1961 i enllaçar amb l'anterior Índex Nacional Urbà per trobar un registre negatiu. En el mes de març, la inflació anual va baixar 7 dècimes i, en els vuit últims mesos, 5,3 punts. Aquest intens gir a la baixa s'explica per l'enfonsament dels preus de les primeres matèries en l'últim període i per la contracció de la demanda de consum.

De les 7 dècimes que va baixar la taxa interanual d'inflació al març, 4 van ser aportades pels carburants i combustibles, que van registrar una taxa de variació anual del 18,4%. Més intensa va ser, fins i tot, la caiguda anual dels carburants i lubricants, del 22,4%. Un altre element molt volàtil de l'IPC, els aliments no elaborats, va contribuir en una dècima al descens anual de l'índex general, a causa, sobretot, del peix fresc, de la fruita fresca, del pollastre i de la carn d'oví.

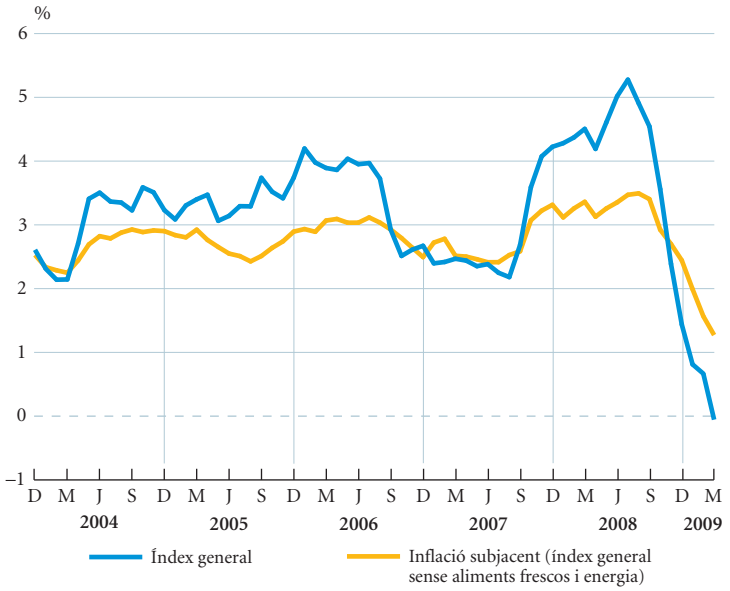
La taxa de variació interanual de l'IPC es redueix en 7 dècimes al març fins al 0,1%...

Però també el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els productes energètics i els aliments frescos, va continuar baixant al març i va contribuir en 2 dècimes a la reducció de la taxa d'inflació interanual de l'índex ge-

...a causa, sobretot, de l'impuls a la baixa dels carburants i combustibles...

S'AMPLIA LA DIFERÈNCIA ENTRE LA INFLACIÓ GENERAL I LA SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2008			2009		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2008	% variació anual
Gener	–0,6	–0,6	4,3	–1,2	–1,2	0,8
Febrer	0,2	–0,5	4,4	0,0	–1,2	0,7
Març	0,9	0,4	4,5	0,2	–1,1	–0,1
Abril	1,1	1,5	4,2			
Maig	0,7	2,2	4,6			
Juny	0,6	2,8	5,0			
Juliol	–0,5	2,3	5,3			
Agost	–0,2	2,1	4,9			
Setembre	0,0	2,0	4,5			
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Novembre	–0,4	2,0	2,4			
Desembre	–0,5	1,4	1,4			

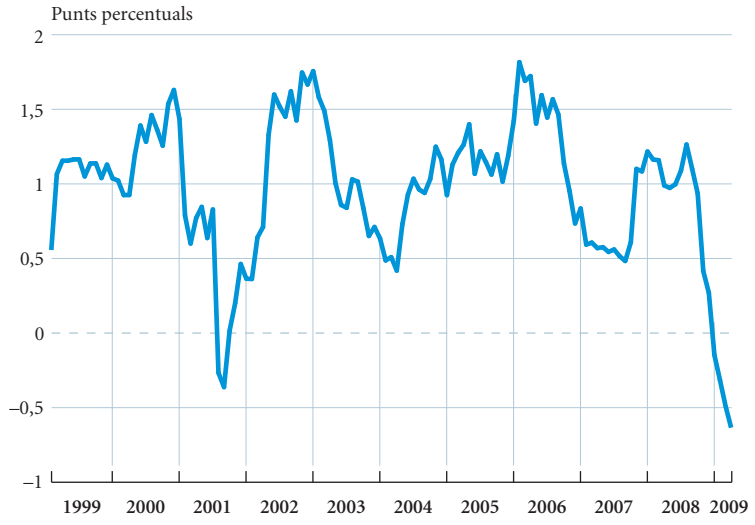
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

neral. La inflació subjacent va baixar 3 dècimes fins a l'1,3%. D'aquesta manera, es va situar 2,2 punts per sota de set mesos abans i va marcar també la cota mínima de les últimes dècades.

Els aliments elaborats van aportar gairebé una dècima al decrement de la inflació interanual al març. La seva variació interanual va baixar 0,6 punts fins a l'1,2%. El preu dels olis ha baixat el 10,3% en els

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO MARCA UN RÈCORD NEGATIU

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



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

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Març

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	109,5	0,3	–0,7	0,6	–1,1	6,9	0,6
Begudes alcohòliques i tabac	115,6	0,2	0,1	3,3	3,5	4,0	4,1
Vestit i calçat	95,6	3,4	3,4	–10,0	–12,2	0,8	–1,8
Habitatge	112,7	0,7	0,0	2,8	0,9	5,4	4,0
Parament	106,4	0,5	0,3	0,4	–0,2	2,5	2,0
Medicina	99,0	–1,2	–0,1	–0,4	0,2	0,9	0,9
Transport	98,8	1,7	–0,5	2,1	–0,7	7,5	–8,2
Comunicacions	99,7	0,1	0,0	0,3	0,1	–0,5	–0,5
Oci i cultura	98,7	1,2	0,2	0,0	–1,0	0,2	–0,8
Ensenyament	111,7	0,0	0,1	0,2	0,2	3,8	4,0
Hotels, cafès i restaurants	111,2	1,0	0,2	2,3	0,6	5,2	2,4
Altres	109,2	0,4	0,3	2,1	1,5	3,1	3,0
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	111,1	0,3	–0,3	1,8	0,0	7,4	1,2
Aliments sense elaboració	108,3	0,1	–1,3	–0,9	–1,7	4,7	0,8
Conjunt no alimentari	104,4	1,1	0,4	0,3	–1,2	3,8	–0,4
Béns industrials	99,3	1,4	0,5	–1,2	–3,1	3,7	–3,4
Productes energètics	*99,2*	*2,8*	*–1,1*	*4,3*	*–0,6*	*14,1*	*–11,6*
Carburants i combustibles	*93,0*	*3,7*	*–1,4*	*4,7*	*–2,0*	*17,8*	*–18,4*
Béns industrials sense productes energètics	*99,0*	*0,9*	*1,0*	*–3,1*	*–4,0*	*0,3*	*–0,6*
Serveis	109,9	0,8	0,3	1,8	0,8	4,0	2,7
Inflació subjacent (**)	106,2	0,7	0,4	0,1	–1,1	3,4	1,3
ÍNDEX GENERAL	**105,8**	**0,9**	**0,2**	**0,4**	**–1,1**	**4,5**	**–0,1**

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

dotze últims mesos. La variació interanual del preu del pa va disminuir 4 dècimes fins al 0,5%.

En canvi, es va frenar la tendència a la baixa dels productes industrials no energètics. De tota manera, la seva taxa de variació continuava essent negativa, del 0,6%, gràcies a la pressió de la competència internacional.

Els preus dels serveis van registrar una taxa de variació interanual del 2,7% al març, mig punt menys que en el mes anterior, i van anotar el nivell més baix de les últimes dècades. Una part d'aquesta disminució és deguda al fet que els preus d'alguns serveis, com els hotels, solen registrar augments estacionals durant la Setmana Santa, que, enguany, a diferència del 2008, ha tingut lloc a l'abril. Així i tot, en l'últim període, la pressió de la disminució de la demanda també s'ha notat en els preus dels serveis, la taxa de variació dels quals s'ha reduït en 1,4 punts en els 6 últims mesos.

...però la inflació subjacent també disminueix 3 dècimes fins a l'1,3%, cota mínima de les últimes dècades, i reflecteix la contracció del consum.

Perspectives de taxes d'inflació negativa en els propers mesos, però de repunt al final de l'exercici.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea també va anotar un descens interanual del 0,1%. D'aquesta manera, el diferencial negatiu amb la zona de l'euro es va ampliar fins a 0,6 punts percentuals, un nou rècord. Tot plegat és atribuïble, en part, a una major participació dels carburants i lubricants i dels aliments en l'índex espanyol, però, de fet, en termes d'inflació subjacent, el diferencial també va ser negatiu.

Pel que fa a les perspectives de la inflació, a l'abril possiblement romandrà al voltant del nivell del març, però, en els mesos següents, s'intensificarà la caiguda, a causa, sobretot, dels alts preus del petroli durant la primera meitat de l'any passat. No obstant això, principalment per aquest mateix efecte, probablement repuntarà al final de l'exercici.

Els preus industrials cauen l'1,1% en els dotze últims mesos fins al febrer.

Els preus a l'engròs continuen baixant

Al febrer, els preus a l'engròs van continuar registrant taxes de variació interanuals negatives, de manera que van reflectir l'enfonsament dels preus de les primeres matèries i també la disminució de la demanda. Així, l'índex general de preus industrials s'ha reduït l'1,1% en els dotze últims mesos. Tant els béns intermedis com l'energia mostraven taxes de variació interanuals negatives. Els béns de consum i els d'equipament presentaven taxes anuals positives, però amb una tendència descendent. Per la seva banda, els preus d'importació van baixar el 5,6% en relació amb el febrer del 2008, 0,7 punts més que en el mes precedent.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis (**)	
2007											
Desembre	17,6	5,7	4,8	3,2	5,0	10,2	5,2	1,0	0,1	0,8	–
2008											
Gener	11,1	6,3	5,4	2,9	5,5	11,1	7,0	1,1	0,4	1,9	–
Febrer	7,3	6,3	5,6	2,6	5,9	11,0	7,0	1,4	0,2	1,9	3,2
Març	10,5	6,6	5,4	2,5	5,9	12,4	6,9	0,7	–0,3	2,3	–
Abril	8,5	6,6	5,1	2,5	5,8	13,3	6,9	0,6	–0,4	2,3	–
Maig	15,2	7,4	5,1	2,3	5,9	17,4	9,2	0,7	–0,1	2,5	3,1
Juny	8,6	8,4	5,2	2,3	6,2	21,1	10,4	1,1	–0,2	2,6	–
Juliol	14,1	10,2	5,1	2,5	7,3	27,4	10,4	0,5	–0,2	3,7	–
Agost	6,9	9,2	4,8	2,5	7,6	23,2	9,6	1,3	0,3	5,0	3,4
Setembre	–2,3	8,3	4,1	2,4	7,1	19,9	8,5	1,9	0,6	5,9	–
Octubre	–8,2	6,1	2,8	2,4	5,3	14,9	5,2	3,2	1,3	5,1	–
Novembre	–11,4	2,9	2,1	2,3	2,9	4,3	0,9	4,3	1,9	5,0	2,5
Desembre	–9,7	0,4	1,6	2,3	0,9	–3,7	–3,9	2,6	1,6	2,0	–
2009											
Gener	...	–0,5	0,9	1,9	–1,6	–2,2	–4,9	2,9	1,9	0,5	–
Febrer	...	–1,1	0,4	1,5	–3,2	–1,9	–5,6	3,1	2,4	–1,1	...

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

Sector exterior

Comerç exterior: important reducció del dèficit

Al mes de gener del 2009, el dèficit comercial va caure el 50,8% en relació amb el mateix mes de l'any anterior i va registrar el valor més baix des del març del 2004, 4.498 milions d'euros. Aquesta reducció va ser provocada, en gran part, per la contracció del dèficit del component energètic, que es va reduir el 56,2% en aquest mes, a causa de l'evolució del preu del petroli. Arran d'això, el valor del dèficit acumulat durant els dotze últims mesos s'ha contret l'11,0% i ha mantingut la tendència iniciada durant el 2008.

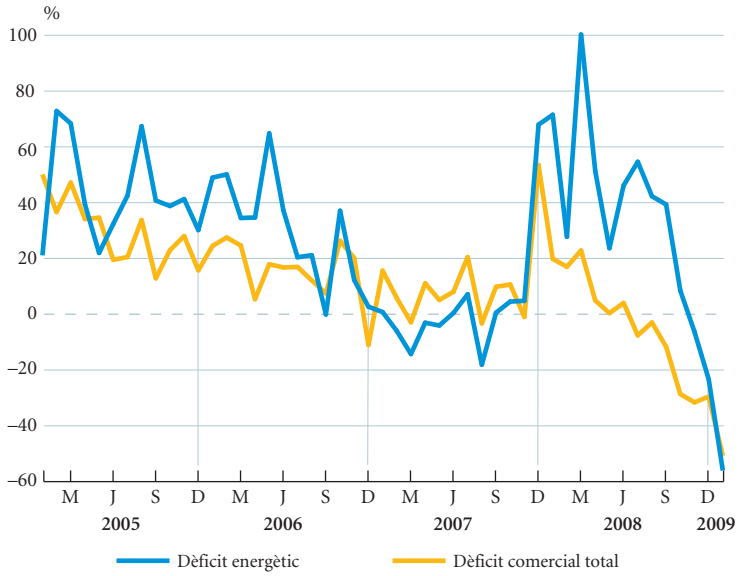
En el context actual d'enfonsament del comerç mundial, la millora d'aquest desequilibri és motivada per una major contracció de la demanda nacional. Així, les importacions van registrar una caiguda del 35,3%, gairebé deu punts percentuals superior a la reducció del 25,7% de les exportacions, i van empènyer la taxa de cobertura fins a nivells similars als del 2004, del 71,1%. No obstant això, si es té en compte la variació real de les importacions i de les exportacions, aquesta diferència es va reduir fins als 6,5 punts percentuals, a conseqüència de la caiguda més intensa del preu de les importacions, en particular de les energètiques.

Una anàlisi més detallada dels fluxos comercials mostra que el valor de les exportacions als països de la Unió Europea, que al gener representaven el 71,9% del total,

El dèficit comercial del gener registra una caiguda del 50%.

EL DÈFICIT COMERCIAL, LIDERAT PEL COMPONENT ENERGÈTIC, ES REDUEIX

Variació del dèficit en relació amb el mateix mes de l'any anterior



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

COMERÇ EXTERIOR

Any 2009

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	2.486	–51,7	15,9	564	–25,6	5,1	–1.922	22,7
Béns de consum	4.961	–13,5	31,8	4.557	–16,3	41,1	–404	91,9
Alimentaris	*1.123*	*–6,8*	*7,2*	*1.881*	*0,6*	*17,0*	*758*	*167,4*
No alimentaris	*3.838*	*–15,3*	*24,6*	*2.676*	*–25,1*	*24,1*	*–1.162*	*69,7*
Béns de capital	1.313	–37,5	8,4	788	–36,2	7,1	–525	60,0
Béns intermedis no energètics	6.831	–38,5	43,8	5.183	–30,8	46,7	–1.648	75,9
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	8.487	–32,5	54,4	7.976	–25,5	71,9	–511	94,0
Zona de l'euro	*7.202*	*–31,1*	*46,2*	*6.671*	*–22,6*	*60,1*	*–531*	*92,6*
Altres països	7.104	–38,3	45,6	3.116	–26,1	28,1	–3.987	43,9
Rússia	*370*	*–56,4*	*2,4*	*89*	*–52,5*	*0,8*	*–281*	*24,0*
EUA	*732*	*–28,9*	*4,7*	*467*	*–21,1*	*4,2*	*–265*	*63,8*
Japó	*253*	*–51,4*	*1,6*	*87*	*–24,2*	*0,8*	*–166*	*34,5*
Amèrica Llatina	*743*	*–45,2*	*4,8*	*487*	*–25,0*	*4,4*	*–257*	*65,5*
OPEP	*1.194*	*–50,4*	*7,7*	*381*	*–1,9*	*3,4*	*–813*	*31,9*
Resta	*3.811*	*–28,7*	*24,4*	*1.606*	*–29,8*	*14,5*	*–2.206*	*42,1*
TOTAL	**15.591**	**–35,3**	**100,0**	**11.092**	**–25,7**	**100,0**	**–4.498**	**71,1**

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

Les exportacions cap a la Unió Europea continuen perdent força.

es va reduir el 25,5% interanual, la caiguda més intensa des de la seva creació. Les exportacions cap al Regne Unit i Itàlia van ser les que van patir la caiguda interanual més important, del 44,1% i del 32,3%, respectivament. Per la seva banda, França, que continua essent el principal soci comercial, va registrar una caiguda de la demanda de productes espanyols del 16,9%, per sota de la caiguda europea. El sector automobilístic va ser el que va patir més la contracció de les exportacions, amb una reducció, en relació amb el gener del 2008, del 45,3%, acompanyat per les exportacions de béns duradors, que van caure el 38,2%.

El dèficit per compte corrent es continua reduint...

Atesa la conjuntura actual, s'espera que les tendències a curt termini dels fluxos comercials es mantinguin, arrossegades per la caiguda generalitzada de la demanda. A més a més, la reducció interanual del preu del petroli en els propers mesos continuarà provocant la disminució del dèficit energètic espanyol, intensificarà la contracció de les importacions i afavorirà el descens del dèficit comercial durant aquest període.

Balança de pagaments: ajustament progressiu de la necessitat de finançament

La balança per compte corrent va registrar al gener del 2009 un dèficit de 6.584 milions d'euros, el 45,3% inferior a l'assolit en el mateix mes de l'any anterior. La important millora del saldo de la balança

BALANÇA DE PAGAMENTS

Gener 2009

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–4.116	–52,2	–83.154	9.341	–10,1
Serveis					
Turisme	*1.451*	*–11,7*	*27.874*	*101*	*0,4*
Altres serveis	*–152*	*–38,9*	*–1.466*	*2.921*	*–66,6*
Total	1.299	–6,9	26.407	3.022	12,9
Rendes	–3.259	–7,5	–33.790	–2.574	8,2
Transferències	–508	–60,5	–8.472	–701	9,0
Total	**–6.584**	**–45,3**	**–99.008**	**9.088**	**–8,4**
Compte de capital	**53**	**–95,7**	**4.370**	**–177**	**–3,9**
Balança financera					
Inversions directes	–3.673	–	–22.083	15.505	–41,3
Inversions de cartera	10.629	–	15.972	–72.454	–81,9
Altres inversions	3.622	–	76.825	42.496	123,8
Total	**10.578**	**128,1**	**70.714**	**–14.453**	**–17,0**
Errors i omissions	–1.025	–	2.310	2.712	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	–3.021	–	21.613	2.830	15,1

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.

comercial durant aquest mes va ser la principal raó d'aquesta reducció del desequilibri. En un context temporal més ampli, el dèficit acumulat en els dotze últims mesos s'ha reduït en 5.447 milions d'euros i s'ha situat en 99.008 milions, amb millores en tots els seus components, llevat de la balança de serveis, que es manté a la vora del nivell del mes anterior.

A conseqüència d'aquesta millora del dèficit per compte corrent, la necessitat de finançament de l'economia espanyola acumulada en els dotze últims mesos s'ha reduït en 8.910 milions d'euros i ha ajustat lentament l'elevat desequilibri, que va assolir el seu màxim en els primers mesos del 2008. S'espera que aquesta tendència continuï a causa de la important contracció de la inversió, molt superior a la de l'estalvi, i redueixi, així, la necessitat de finançament el 2009.

La menor necessitat de finançament de l'economia espanyola es reflecteix en una reducció dels passius financers acumulats durant l'últim any. Així, la inversió en cartera neta estrangera es va reduir en 72.454 milions d'euros, compensada parcialment per la menor inversió directa neta cap a l'exterior i per l'augment del finançament a través d'instruments financers a curt termini (préstecs, dipòsits i repos). Aquesta última partida, que ha adquirit més importància en els últims mesos, mostra el canvi de la cobertura de les necessitats de liquiditat de les institucions financeres espanyoles.

...i alleuja lleugerament la necessitat de finançament espanyola.

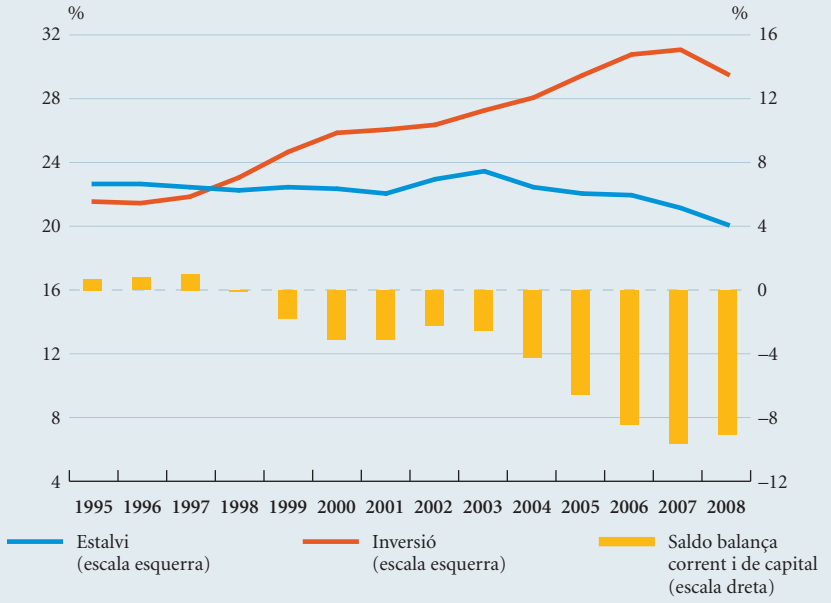
L'ajustament del dèficit espanyol: On vam amagar la guardiola?

A la novel·la *David Copperfield*, Charles Dickens va escriure que la diferència entre la felicitat i la misèria d'una persona depèn de no gastar sistemàticament més del que ingressava. Si ho traslladem al nivell nacional, això equivaldria a dir que l'economia espanyola ha reduït la seva felicitat en els deu últims anys. Durant aquest període, Espanya ha presentat creixents dèficits per compte corrent i ha registrat, en el segon trimestre del 2008, el seu màxim històric, del 10,5% del PIB, que l'ha situat entre les economies desenvolupades amb més dèficit, molt per damunt del 5,0% de la nord-americana. Aquest desequilibri ha incrementat l'endeutament net extern espanyol fins al 80% del PIB el 2008.

El saldo de la balança per compte corrent i de capital equival al flux financer net amb l'exterior, és a dir, la diferència entre l'estalvi i la inversió nacionals. Com s'aprecia al gràfic, la bretxa entre les dues partides ha augmentat de manera considerable durant els deu últims anys, a causa del fort impuls de la inversió, i ha generat una important necessitat de finançament exterior de l'economia espanyola. Per la seva banda, l'estalvi agregat s'ha mantingut força estable, malgrat la reducció de l'estalvi de les llars, que ha estat parcialment compensat per l'increment de l'estalvi de les administracions públiques. Aquest comportament difereix de manera considerable del viscut als Estats Units, on la necessitat de finançament ha estat provocada pel deteriorament de l'estalvi tant de les llars com de les administracions públiques.

L'INCREMENT DE LA INVERSIÓ HA AUGMENTAT EL DÈFICIT

Fluxos en relació amb el PIB



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

Així, el cicle expansiu espanyol dels últims anys, impulsat per la inversió en construcció i béns duradors, s'ha sustentat en l'endeutament dels agents econòmics, en particular empreses i llars, que han pogut gaudir d'una facilitat de finançament gairebé sense límits.

És sostenible aquest elevat dèficit de l'economia espanyola? Un dèficit per compte corrent pot tenir efectes positius per al desenvolupament d'una economia si els recursos obtinguts són utilitzats per generar rendes futures que permetin la devolució dels deutes i de les obligacions adquirides o, el que és el mateix, si és sostenible a llarg termini.

Atès que el dèficit per compte corrent tendeix a incrementar el deute en relació amb la resta del món, una manera de jutjar la sostenibilitat del dèficit és avaluar l'endeutament que s'hi associa. D'una manera simplificada, la sostenibilitat del deute depèn del dèficit anual, de la taxa de creixement nominal de l'economia i del tipus d'interès que s'aplica al deute acumulat.[1] L'ingrés d'Espanya a la Unió Econòmica i Monetària (UEM) i l'augment de l'estalvi mundial en els últims anys van generar una revisió a l'alça de les expectatives de creixement espanyoles i una reducció dels tipus d'interès i del risc associat a la inversió al país, que han alleujat la càrrega del deute.

No obstant això, un exercici hipotètic mostra que, atès el dèficit corrent actual, perquè el deute net acumulat espanyol s'estabilitzi al voltant del 80%, caldria, en termes nominals, un creixement del PIB superior al 10% i un tipus d'interès del deute de l'1,5%, supòsits poc probables. El mateix exercici, sota hipòtesis més plausibles (creixement nominal del 5,5% i tipus d'interès del 4,5%), donaria un endeutament d'equilibri molt elevat (sis cops superior al PIB del país). En els dos casos, adquireix una gran importància la càrrega dels interessos associats al deute net, que puja, amb el nivell d'endeutament net actual, al 3,6% del PIB, fet que dificulta encara més la compensació del desequilibri.

Aquest elevat endeutament significa un factor de risc molt important per a l'economia espanyola, ja que fa que sigui vulnerable a un increment del tipus d'interès, a una desacceleració econòmica o a un estancament dels fluxos de capital internacional, situacions que tenen lloc en l'actualitat i que eren impensables fa dos anys. Conseqüentment, l'elevat desequilibri que presenta l'economia espanyola en relació amb la resta del món s'ha de corregir durant els propers exercicis.

L'esclat de la crisi financera en el tercer trimestre del 2007 va provocar un augment de la incertesa i va repercutir en una major aversió al risc, acompanyada per l'enduriment de l'accés al crèdit i per la necessitat de liquiditat. Aquest context ha provocat una congelació del mercat de capitals, que, juntament amb l'esgotament del model de creixement espanyol, ha reduït l'atractiu de la inversió a Espanya i ha contret dràsticament les entrades de capitals estrangers. Així, la partida que ha patit una reducció més intensa ha estat la inversió estrangera en cartera, que s'ha vist parcialment compensada pel creixement de la partida d'altres inversions, reflex de la nova cobertura de les necessitats de liquiditat de les institucions financeres, amb un elevat augment del finançament a curt termini.

Atesa aquesta situació de restricció del finançament extern, l'economia espanyola s'enfronta a un ajustament sever del dèficit per compte corrent i, conseqüentment, a un intens ajustament de la despesa interior. Les dades del dèficit acumulat durant dotze mesos mostren ja la reducció del dèficit d'un punt percentual durant els dos últims trimestres. Aquesta caiguda hauria pogut ser més intensa sense la possibilitat del recurs a les subhastes de liquiditat del Banc Central Europeu (BCE), que han permès satisfer una part de la necessitat de finançament extern, tot i que a costa de l'augment del pes del finançament a curt termini.

La correcció del desequilibri exterior es produeix a través de la menor necessitat de finançament del sector privat, que compensa el major endeutament de l'Estat propiciat per la davallada de la recaptació impositiva i per

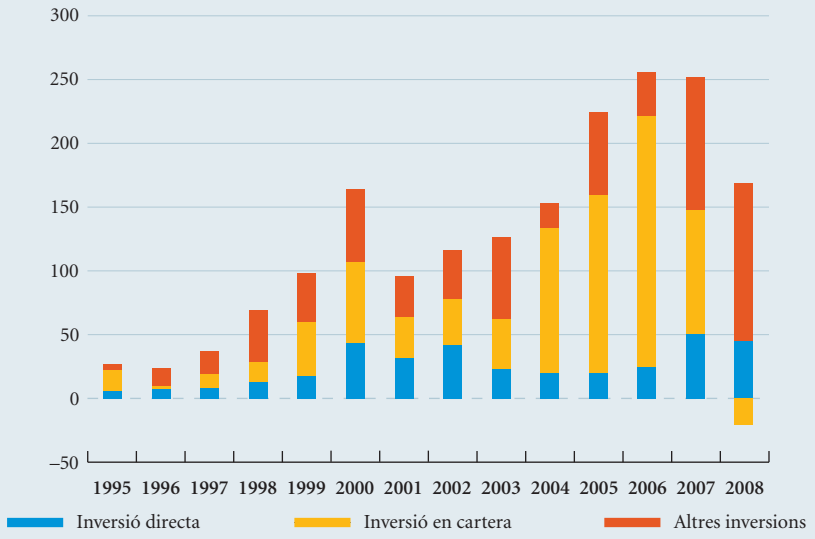
(1) Fernández, E. «La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units», Documents d'Economia (2007).

l'augment de la despesa, motivats pels plans d'estímul fiscal. Tot plegat fa pensar que, durant els propers exercicis, es mantindrà aquesta tendència, amb una reducció del dèficit que, segons les nostres previsions, es podria situar al voltant del 5% en els dos propers exercicis.

No obstant això, en el nou marc, en què el capital privat serà més reticent a l'adquisició d'actius estrangers, aquests nivells continuaran essent molt elevats, de manera que, després d'aquest últim cicle d'endeutament excessiu, l'economia espanyola, en especial la de les famílies i les empreses, haurà de fer cabal de les paraules de Dickens... Ha arribat el moment de recuperar les guardioles.

LES ENTRADES DE CAPITAL ESTRANGER S'HAN REDUÏT

Milers de milions d'euros



FONT: Banc d'Espanya.

Aquest requadre ha estat elaborat per Joan Daniel Pina
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Sector públic

La crisi impacta desfavorablement en els comptes de l'Estat

La situació recessiva en què es troba l'economia espanyola continua incidint negativament en els comptes públics. En el primer bimestre del 2009, els ingressos de l'Estat en termes de caixa, és a dir, d'acord amb els fluxos monetaris anotats, es van situar en 38.176 milions d'euros abans de les cessions a les administracions autonòmiques i locals segons el sistema de finançament vigent. Aquest import representa un descens del 6,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquesta disminució és superior a la del producte interior brut (PIB) nominal.

La recaptació dels impostos directes durant el període gener-febrer va registrar una caiguda interanual del 6,9%. Del conjunt, la partida més gran, la de l'impost sobre la renda de les persones físiques, ha baixat el 10,0% en els dotze últims mesos, arran, sobretot, de l'evolució de les retencions del treball, en reduir-se l'ocupació, i de la deducció anticipada fins a 400 euros, que no es va aplicar en els primers mesos del 2008. Les entrades per l'impost de societats van augmentar el 7,3% en relació amb el primer bimestre del 2008, a causa, fonamentalment, de la variació en el calendari de retencions sobre els interessos del deute públic. Corregint per aquest efecte i pel calendari de les devolucions, resulta que, en termes homogenis, la recaptació d'aquest impost ha baixat el 17,1% interanual.

Per la seva banda, els impostos indirectes, afectats per la contracció del consum i de

Els ingressos de l'Estat registren una caiguda interanual del 6% en el primer bimestre...

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Febrer 2009

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/ mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/ mateix mes any anterior
Ingressos no financers	**18.279**	**–2,8**	**28.656**	**–9,4**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	4.424	–11,0	14.848	–10,0
Impost de societats	791	–	1.343	7,3
IVA	13.321	–15,5	14.094	–16,7
Impostos especials	1.465	–18,1	3.222	–3,3
Resta	3.038	292,5	4.669	77,1
Total	**23.039**	**–1,1**	**38.176**	**–6,1**
Pagaments no financers	**15.991**	**65,2**	**28.726**	**3,3**
Saldo de caixa	**2.288**	**–74,9**	**–70**	**–**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***4.606***	***–42,7***	***5.325***	***–43,7***

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.
(**) En termes de comptabilitat nacional.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

...a causa del descens de la recaptació dels impostos directes i indirectes.

la inversió, es van reduir el 14,4%. La figura més important d'aquest apartat, l'impost sobre el valor afegit (IVA), va patir un decrement del 16,7%, amb la incidència de més ajornaments del deute tributari.

Els impostos especials van disminuir el 3,3%, a causa, sobretot, de la davallada del 5,5% de la partida més gran d'aquest grup, els impostos sobre els hidrocarburs, afectats per un menor consum de carburants i combustibles. Una altra partida important, l'impost sobre el tabac, es va reduir l'1,0%, mentre que l'impost sobre l'alcohol i begudes derivades va baixar el 20,6%.

Les despeses de l'Estat augmenten el 3% amb relació al primer bimestre del 2008.

La resta d'ingressos van registrar una extraordinària alça interanual del 77,1%, a causa, bàsicament, de l'increment dels ingressos per diferències entre els valors de reemborsament i emissió de deute públic, del reintegrament per cancel·lació de l'avançament al pressupost de la Unió Europea basat en la renda nacional bruta i de les noves comissions per avals d'emissions d'entitats financeres dins el Pla d'Acció Concertada dels Països de la Zona de l'Euro.

La Comissió Europea adverteix que caldrà reconduir el dèficit públic per situar-lo per sota del 3% del PIB el 2012.

D'altra banda, els pagaments no financers de l'Estat en els dos primers mesos de l'exercici van sumar 28.726 milions d'euros, amb una pujada del 3,3% en relació amb el mateix període de l'any passat. Les despeses corrents van baixar el 3,8%. Les despeses de personal es van incrementar el 4,0%, mentre que els pagaments corrents en béns i serveis es van reduir el 12,8% i les despeses financeres van baixar el 18,0%.

Les despeses de capital van arribar als 5.249 milions d'euros, amb un augment interanual del 54,7%. Les inversions reals van augmentar el 2,3% i les transferències de capital, el 138,2%.

A conseqüència de l'evolució dels ingressos i dels pagaments, els comptes de l'Estat van registrar un dèficit públic de 70 milions d'euros en el primer bimestre del 2009, que es contraposa al superàvit de 3.831 milions d'euros comptabilitzat en el mateix període de l'any passat. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats, es va anotar una capacitat de finançament de 5.325 milions d'euros, el 43,7% inferior, però, a la corresponent al mateix període del 2008.

Ateses les tendències dels ingressos i de les despeses públics i les mesures d'estímul econòmic posades en marxa per l'Estat i per les administracions territorials, preveiem que el 2009 el dèficit públic serà de l'ordre del 8% del PIB. D'altra banda, la Comissió Europea ha advertit que les autoritats econòmiques espanyoles han de preparar un escenari de correcció del dèficit públic fins a situar-lo de nou per sota del límit del 3% del PIB a l'any 2012. D'altra banda, el governador del Banc d'Espanya també ha alertat recentment sobre una expansió excessiva de la despesa pública.

Estalvi i finançament

El finançament a les empreses i a les famílies es continua alentint

La recessió econòmica provoca, d'una banda, el despalanquejament del sector privat, en disminuir la demanda de finançament de les empreses i de les famílies i en endurir-se les condicions de finançament. De l'altra, però, el deteriorament de la conjuntura econòmica motiva un fort repunt de l'endeutament públic en disminuir els ingressos tributaris i en augmentar la despesa pública a conseqüència de l'increment dels pagaments pel subsidi d'atur i de les mesures d'estímul econòmic posades en marxa. D'aquesta manera, la taxa de variació interanual del finançament total va repuntar al febrer per primer cop des del gener del 2008 i es va col·locar en el 6,7%.

Així, el finançament al sector privat es va incrementar el 5,2% al febrer en relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa inferior en 4 dècimes a la d'un mes abans i gairebé un punt menys que al desembre. La desacceleració del finançament va afectar tant les empreses com les famílies, però va ser més intensa en aquest últim cas.

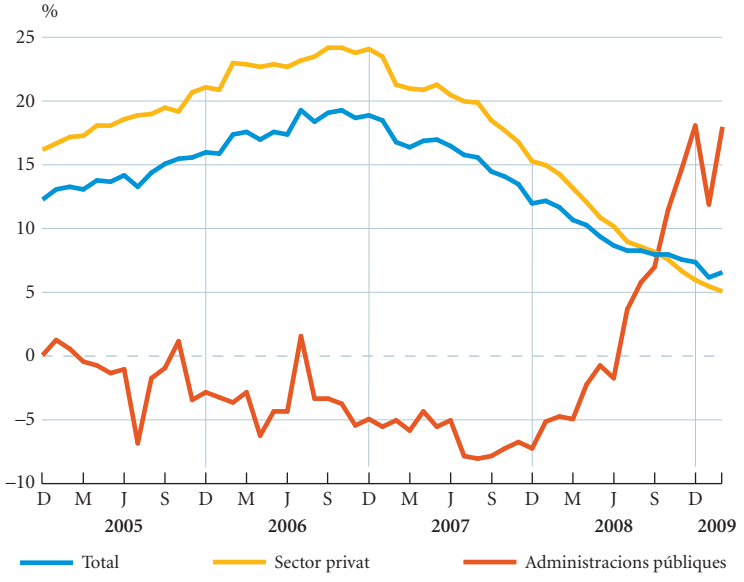
El finançament rebut per les empreses no financeres va augmentar el 6,7% en els dotze últims mesos fins al febrer, per bé que aquesta taxa va ser inferior en gairebé 10 punts a la corresponent a un any abans.

Despalanquejament del sector privat en disminuir la demanda de finançament i en endurir-se les condicions de finançament.

La moderació del finançament a les famílies és més intensa que a les empreses.

EL DESPALANQUEJAMENT DEL SECTOR PRIVAT ÉS COMPENSAT PEL PALANQUEJAMENT DEL SECTOR PÚBLIC

Variació interanual del finançament



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Febrer 2009

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	64.631	–9.583	–12,9	–24.110	–27,2	3,5
Deutors amb garantia real (*)	1.102.625	–6.171	–0,6	24.586	2,3	59,3
Altres deutors a termini	521.220	–8.237	–1,6	16.463	3,3	28,0
Deutors a la vista	49.688	560	1,1	9.443	23,5	2,7
Arrendaments financers	43.369	–1.859	–4,1	–2.619	–5,7	2,3
Crèdits dubtosos	77.653	14.596	23,1	57.536	286,0	4,2
TOTAL	**1.859.187**	**–10.695**	**–0,6**	**81.300**	**4,6**	**100,0**

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

El finançament a les famílies baixa per tercer mes consecutiu.

Les emissions de renda fixa de les empreses van repuntar notablement i van registrar una taxa de variació interanual del 21,9%, per bé que és una part reduïda del total i accessible només a les grans empreses. Més important va ser la contribució dels préstecs de l'exterior, de 2,1 punts, la taxa de variació interanual dels quals va pujar fins al 9,2%, 8 dècimes més que en el mes anterior.

En canvi, els préstecs d'entitats de crèdit residents es van continuar reduint. El crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant, va continuar caient i va mostrar una taxa de variació interanual del 27,2%. Però també la demanda de finançament per a la inversió era fluixa, segons es desprèn del descens interanual del 5,7% dels arrendaments financers.

Al seu torn, el crèdit concedit a les llars es va continuar moderant fins a presentar un creixement interanual del 3,0% al final de febrer, enfront de l'11,8% de dotze mesos abans. Aquesta ràpida desacceleració és atribuïble tant als préstecs per a l'habitatge com a la resta de finançament. De fet, el saldo del finançament a les famílies es va reduir al febrer en termes absoluts per tercer mes consecutiu. La taxa d'expansió interanual dels préstecs per a l'habitatge ha caigut 9 punts en els dotze últims mesos, fins al 3,2%, malgrat el descens del tipus d'interès euríbor a un any, àmpliament utilitzat com a referència, en 2,2 punts durant aquest període. Al març, aquest tipus d'interès va continuar baixant, en mitjana mensual, fins a l'1,909% i va reflectir la perspectiva de noves retallades del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu i un alleujament de les tensions al mercat interbancari.

La intensificació de la recessió econòmica i l'escalada de l'atur van continuar propiciant el repunt de la morositat. D'aquesta manera, la taxa de dubtositat del conjunt d'entitats creditícies es va situar en el 4,2% al febrer, més de 3 punts per damunt del nivell del febrer del 2008. L'alça de la morositat ha comportat un augment del nombre d'execucions hipotecàries, que el 2008 van doblar amb escreix les registrades l'any anterior, segons les dades del Consell General del Poder Judicial.

Les necessitats financeres de les administracions públiques pugen el 18% en els dotze últims mesos.

Pel que fa a les administracions públiques, les necessitats de finançament s'han incrementat el 18,1% en els dotze últims mesos, enfront d'una taxa negativa del 4,6% al febrer del 2008. L'augment més important del finançament va correspondre als instruments a curt termini, com

les lletres del Tresor, amb una pujada interanual del 67,6% del saldo. Per la seva banda, els valors a mitjà i a llarg termini van augmentar el 13,2%.

Els dipòsits bancaris augmenten més que els crèdits

En els últims mesos ha millorat notablement la situació de liquiditat de les institucions financeres, gràcies a la progressiva normalització dels mercats interbancaris, a les subhastes del Fons d'Adquisició d'Actius Financers promogut pel Govern i als avals de l'Estat per a noves emissions. Així i tot, les entitats van mantenir la pressió de les campanyes comercials per captar dipòsits de la clientela, per bé que, lògicament, van abaixar les remuneracions al compàs de les rebaixes del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. De tota manera, la retribució mitjana dels dipòsits continuava superant sensiblement la inflació.

D'aquesta manera, en els dotze últims mesos fins al febrer, els dipòsits del sector privat a les entitats de crèdit van augmentar en 132.849 milions d'euros i van superar la corresponent variació dels crèdits. Així, es va tancar una mica la bretxa entre el saldo de crèdits i el de dipòsits.

En els dotze últims mesos, l'increment més intens ha correspost a les imposicions a termini, que van pujar el 21,7%, per bé que aquesta taxa era una mica inferior a l'anotada en els mesos precedents. En canvi, els comptes a la vista i d'estalvi es van revifar, i l'increment interanual del saldo dels comptes a la vista va passar a ser positiu.

En aquest context, un altre producte generalitzat d'estalvi, les participacions en els fons d'inversió mobiliària, va continuar patint la competència dels dipòsits. Així, al març, van anotar reemborsaments nets per un import de 1.837 milions d'euros. Gairebé totes les modalitats van experimentar retirades netes, llevat dels garantits de renda fixa, de la renda fixa internacional i de la renda variable dels Estats Units.

La millora de la situació dels mercats financers internacionals al març, en especial de la renda variable i als mercats emergents, va donar un respir i va permetre que la rendibilitat mitjana mensual fos del 0,29%. No obstant això, el rendiment

Millora notablement la liquiditat de les entitats financeres.

Es tanca una mica la bretxa entre el saldo de crèdits i el de dipòsits.

PASSIUS DE LES ENTITATS DE CRÈDIT ENFRONT D'EMPRESES I FAMÍLIES

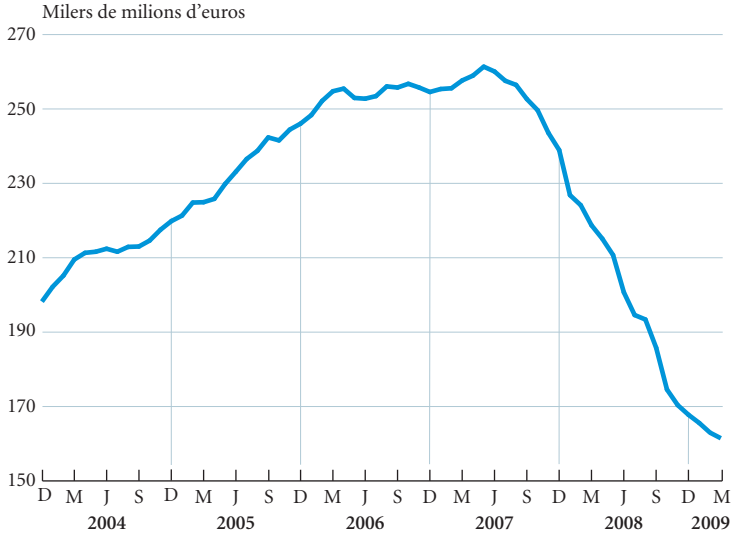
Febrer 2009

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	244.491	–321	–0,1	1.130	0,5	17,3
D'estalvi	180.565	788	0,4	5.747	3,3	12,7
A termini	729.091	–181	0,0	130.162	21,7	51,5
En moneda estrangera	29.741	423	1,4	–4.192	–12,4	2,1
Total dipòsits	**1.183.889**	**710**	**0,1**	**132.849**	**12,6**	**83,6**
Resta del passiu (*)	**232.857**	**–15.772**	**–6,3**	**–40.956**	**–15,0**	**16,4**
TOTAL	**1.416.745**	**–15.063**	**–1,1**	**91.892**	**6,9**	**100,0**

NOTA: (*) Balanç agregat segons els estats de supervisió. Inclou transferències d'actius, passius financers híbrids, cessió temporal d'actius i dipòsits subordinats.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

ES FRENA LA CAIGUDA DEL PATRIMONI DELS FONS D'INVERSIÓ MOBILIÀRIA

Patrimoni total del fons d'inversió mobiliària



FONT: Inverco.

Millora la rendibilitat dels fons d'inversió mobiliària al març.

mitjà anual continuava essent negatiu, del 3,6%, però amb una gran dispersió. Així, la rendibilitat oscil·lava entre el 3,7% de la renda fixa internacional i les minusvàlues del 42,1% de la renda variable emergent. D'aquesta manera, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va registrar un decrement mensual de 1.493 milions d'euros, sensiblement inferior al dels mesos previs, i es va col·locar en 161.325 milions d'euros, amb una caiguda interanual del 26,2%.

El patrimoni dels fons d'inversió lliure, els anomenats *hedge funds*, va continuar disminuint fins a situar-se en 1.092 milions d'euros. Per la seva banda, els fons d'inversió immobiliària tampoc no van poder esquivar la crisi, i el seu patrimoni va baixar en 300 milions d'euros en el mes, fins als 6.770 milions d'euros. En l'últim any, la rendibilitat mitjana ponderada d'aquests fons ha estat negativa del 5,6%.

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

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD
1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

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

12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons

13. Ajuts públics en el sector bancari: rescat d'uns en perjudici d'altres? Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

"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 and 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

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

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia Adsera

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

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
  Director d'Economia Europea
- Enric Fernández
  Director d'Economia Internacional
- Avelino Hernández
  Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL
Maig 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 2008

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	238.407
Crèdits sobre clients	176.100
Resultat atribuït al Grup	1.802

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	27.818
Oficines	5.530
Terminals d'autoservei	8.113
Targetes (milers)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2009	Milions €
Socials	310
Ciència i medi ambient	81
Culturals	79
Educatives i investigació	30
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, maquetació i impressió: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955