

Informe Mensual



BIENESTAR SOCIAL, PROGRESO ECONÓMICO Y FELICIDAD

El dinero no da la felicidad... ¿O sí? Pág. 18

La riqueza no garantiza la felicidad pero contribuye a ella

Valores en la cartera de valores: la inversión socialmente responsable Pág. 42

¿Puede un inversor plantearse ser virtuoso y próspero a la vez?

¿Sirve el PIB para medir la felicidad? Pág. 49

Propuestas para medir y comparar los niveles de progreso y bienestar social

Cuando la economía no sonríe, sonreír es más difícil Pág. 56

El coste de las recesiones en términos de bienestar

Previsiones

% de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2010	2009				2010		
				I	II	III	IV	I	II	
ECONOMÍA INTERNACIONAL										
					Previsiones			Previsiones		
Producto interior bruto										
Estados Unidos	0,4	-2,4	3,0	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	2,4	3,3	
Japón	-1,2	-5,3	2,5	-8,6	-6,0	-4,9	-1,4	4,2	2,5	
Reino Unido	0,5	-4,9	1,4	-5,3	-5,9	-5,3	-3,1	-0,2	1,1	
Zona del euro	0,5	-4,1	1,0	-5,2	-4,9	-4,1	-2,1	0,6	1,0	
<i>Alemania</i>	1,0	-4,9	1,3	-6,7	-5,8	-4,8	-2,2	1,5	1,4	
<i>Francia</i>	0,3	-2,2	1,4	-3,9	-3,2	-2,6	-0,4	1,2	1,4	
Precios de consumo										
Estados Unidos	3,8	-0,3	1,8	-0,2	-1,0	-1,6	1,5	2,4	1,9	
Japón	1,4	-1,4	-0,9	-0,1	-1,0	-2,3	-2,0	-1,1	-1,0	
Reino Unido	3,6	2,2	2,8	3,0	2,1	1,5	2,1	3,3	3,4	
Zona del euro	3,3	0,3	1,4	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,5	
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	1,0	0,8	0,3	-0,2	0,4	0,8	1,0	
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,5	0,7	-0,2	-0,4	0,4	1,4	1,6	
ECONOMÍA ESPAÑOLA										
					Previsiones			Previsiones		
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-0,6	-5,0	0,1	-5,5	-6,0	-5,0	-3,5	-0,6	1,3	
Consumo de las AAPP	5,5	3,8	-0,2	6,0	4,7	4,1	0,8	1,5	-0,4	
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,2	-6,7	-14,9	-17,0	-16,0	-12,9	-9,9	-6,9	
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-23,0	0,4	-24,0	-28,3	-23,8	-15,3	-2,5	0,0	
<i>Construcción</i>	-5,5	-11,2	-9,7	-11,3	-11,6	-11,4	-10,2	-10,6	-10,1	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,4	-1,6	-6,3	-7,4	-6,6	-5,3	-2,5	-1,1	
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-11,5	8,1	-16,6	-14,7	-10,8	-2,9	8,0	8,2	
Importación de bienes y servicios	-4,9	-17,9	2,6	-22,3	-21,7	-17,0	-9,6	2,6	4,2	
Producto interior bruto	0,9	-3,6	-0,4	-3,3	-4,2	-4,0	-3,1	-1,3	-0,2	
Otras variables										
Empleo	-0,6	-6,7	-2,1	-6,3	-7,2	-7,2	-6,1	-3,6	-2,2	
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	19,4	17,4	17,9	17,9	18,8	20,0	19,3	
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,6	0,5	-0,7	-1,1	0,1	1,1	1,6	
Costes laborales unitarios	4,6	0,4	-0,5	0,9	0,9	-0,1	-0,1	0,1		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,1	-4,1	-7,9	-4,5	-3,8	-4,2	-6,8		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-4,7	-3,7	-7,6	-4,0	-3,6	-3,7	-6,1		
Saldo público (% PIB)	-4,1	-11,2	-9,5							
MERCADOS FINANCIEROS										
					Previsiones			Previsiones		
Tipos de interés internacionales										
Fed Funds	2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Repo BCE	3,9	1,2	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,6	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,5	
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,1	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	2,8	
Tipos de cambio										
\$/Euro	1,48	1,39	1,30	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27	

Bienestar social, progreso económico y felicidad

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 13 Brasil
 - 15 México
 - 17 Materias primas
 - 18 *El dinero no da la felicidad... ¿O sí?*
- 22 Unión Europea
 - 22 Zona del euro
 - 25 Alemania
 - 27 Francia
 - 29 Italia
 - 30 Reino Unido
 - 31 Europa emergente
- 34 Mercados financieros
 - 34 Mercados monetarios y de capital
 - 42 *Valores en la cartera de valores: la inversión socialmente responsable*
- 45 Coyuntura española
 - 45 Actividad económica
 - 49 *¿Sirve el PIB para medir la felicidad?*
 - 52 Mercado de trabajo
 - 56 *Cuando la economía no sonríe, sonreír es más difícil*
 - 58 Precios
 - 62 Sector exterior
 - 65 Sector público
 - 67 Ahorro y financiación

La búsqueda de la felicidad es una constante en la historia individual y colectiva del ser humano. Un sinfín de refranes y dichos populares lo refrendan. Incluso la declaración de independencia de los Estados Unidos sentaba que entre los derechos de los hombres se encuentra la búsqueda de la felicidad. Hace 25 siglos, Aristóteles también establecía la persecución de la felicidad como el objetivo de su ética filosófica. Pero, ¿en qué consiste la felicidad? Las respuestas pueden ser múltiples: los placeres, las riquezas, la fama o el poder; o una vida intelectual satisfactoria, practicar la virtud o ayudar a los demás. O una combinación. La carta es extensa y muy variada, y por tanto nos encontramos ante un concepto totalmente subjetivo y difícilmente aprehensible.

Por esto podría sorprender que la economía, la ciencia triste o lúgubre que definió Thomas Carlyle, se dedique también a la felicidad. Richard Layard, uno de los grandes referentes del debate, define los principales determinantes de nuestra satisfacción personal o felicidad subjetiva: las relaciones familiares; un trabajo estable y gratificante; la comunidad y los amigos; la salud; la libertad individual; los valores personales, y, cómo no, la situación financiera. El dinero es uno de los componentes de la felicidad, pero no es ni mucho menos determinante. Claro que nos estamos refiriendo a situaciones «normales». La privación y la pobreza son difícilmente compatibles con un estado personal satisfactorio. Pero una vez resueltas las necesidades básicas el dinero pasa a un segundo término; o no, porque se comprueba que la comparación con nuestros semejantes activa unos resortes que modifican nuestra percepción subjetiva de lo que entendemos por «necesidades básicas». Si ganamos más dinero o nuestro automóvil es más caro que el de nuestros vecinos, probablemente nos sentiremos más satisfechos, y viceversa. Si un país tiene una renta per cápita superior al país vecino, también se sentirá más satisfecho. Las comparaciones también inciden en términos temporales. Un aumento o disminución del sueldo, así como la pérdida o la obtención de un empleo, afectan a la felicidad individual, porque comparamos con nuestra situación anterior. Pero también es cierto el principio de las expectativas adaptativas, es decir, que los aumentos de riqueza sólo ejercen un impacto temporal y limitado sobre la felicidad, y los individuos nos adaptamos a casi cualquier situación, sea a mejor o a peor.

En cualquier caso, las comparaciones, con ser odiosas, son trascendentales a la hora de valorar la felicidad o la satisfacción personal o colectiva. Pero, ¿cómo medir los niveles de felicidad? Una forma es preguntar directamente a los ciudadanos su opinión subjetiva personal, digamos en una escala del 0 al 10. Se trata de una información interesante, pero de la cual es difícil extraer conclusiones aplicables, dada la variabilidad de lo que cada uno entiende por felicidad. Otra vía es utilizar indicadores objetivos que definan lo que se entiende por un estado de bienestar social, y que pueden ser la esperanza de vida, el nivel de educación, la tasa de paro, etc. Pero es complicado acertar la combinación de indicadores adecuada para el fin buscado, lo que nos devuelve a la situación de subjetividad inicial. Lo fácil sería que alguna de las medidas macroeconómicas, singularmente el producto interior bruto (PIB) per cápita, nos informara adecuadamente de la marcha del bienestar social. Esta idea es rechazada, a menudo de forma vehemente, porque el PIB no incluye aspectos tales como la salud, la pureza de aire o la alegría de vivir. Sin embargo, también es cierto que en general el PIB mantiene una correlación estrecha con las variables objetivas de bienestar social, y que el progreso económico es determinante en la mejora del mismo. El dinero no lo es todo, pero como dice el refrán, ayuda bastante.

RESUMEN EJECUTIVO

El G20 acuerda reducir el déficit público a la mitad en 2013.

Las principales potencias europeas presentan sus planes de austeridad.

El Consejo Europeo también toma medidas para reducir la incertidumbre...

El ajuste fiscal, protagonista

La incertidumbre generada por la crisis de la deuda soberana de la eurozona ha determinado buena parte de la actualidad económica en los últimos meses. Las iniciativas institucionales europeas han conseguido paliar algo las tensiones. Tanto el Banco Central Europeo (BCE) como el Ecofin (Consejo de ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea) han adoptado medidas eficaces frente a la crisis. En la reunión del G20, celebrada a finales de junio, los líderes de las principales economías han lanzado una señal clara, al adoptar el firme compromiso de reducir el déficit público a la mitad en 2013.

Pero donde la actividad política está siendo más intensa es en el epicentro de la crisis de la deuda: la eurozona. El mes pasado se aprobó el Mecanismo Europeo de Estabilización, que junto con la aportación del Fondo Monetario Internacional, pone a disposición de los países con problemas de liquidez 750.000 millones de euros. Este acuerdo ha sido clave para reducir algo las tensiones en los mercados. Las políticas nacionales de contención del déficit público que se han ido anunciando posteriormente también han sido muy importantes. Después de conocer las de España, Portugal y Grecia, este mes han sido las grandes potencias europeas las que se han sumado a la corriente de contención fiscal.

Uno de los planes más esperados y cuantiosos ha sido el alemán, que ha levantado tanta expectación como controversia. El paquete presentado por la canciller alemana Angela Merkel prevé que las arcas pú-

blicas ahorren cerca de 80.000 millones de euros entre 2011 y 2014. El paquete afecta a la gran mayoría de partidas del gasto público, con la excepción de educación e investigación. Estas medidas permitirán reducir progresivamente el déficit público hasta el 3% del producto interior bruto (PIB), en 2013 y situar el déficit público estructural de la economía alemana por debajo del 0,35% a partir de 2016, una exigencia recientemente incluida en la Constitución. El problema de estas medidas es, según sus detractores, que no estimulan la demanda interna de Alemania, con lo que difícilmente la tradicional locomotora europea podrá a corto plazo tomar el liderazgo económico que tanto se le reclama.

El camino tomado por el resto de potencias europeas es similar. El paquete anunciado por David Cameron era también muy esperado, pues el déficit del Reino Unido ha escalado hasta el 11% del PIB. El nuevo primer ministro espera reducir esta cifra hasta el 1,1% del PIB en los próximos cinco años con el ahorro de unos 50.000 millones de euros anuales mediante reducciones del gasto público, fundamentalmente. Francia, que prevé reducir el déficit en 100.000 millones de euros en tres años, lo hará con una contribución similar del gasto y los ingresos presupuestarios. El plan presentado por Italia es más modesto, 24.000 millones de euros entre 2011 y 2012, a pesar de ostentar uno de los mayores niveles de endeudamiento público de la eurozona.

Otro ejemplo de la intensidad con la que está trabajando la maquinaria política europea son los acuerdos alcanzados por el Consejo Europeo. Los jefes de Estado y de

Gobierno de los distintos países miembros pactaron la introducción de un nuevo impuesto en el sector financiero cuya recaudación será destinada a la creación de un fondo que permita afrontar futuras crisis financieras con más seguridad. Además, también se acordó la publicación de las pruebas de estrés para los principales bancos de la eurozona y la mejora de las normas de disciplina presupuestaria y de vigilancia macroeconómica de la región.

Todo ello ha contribuido a reducir las tensiones en los mercados financieros internacionales, pero la situación todavía está lejos de normalizarse. De hecho, la inestabilidad ha continuado siendo la tónica dominante durante las últimas semanas, con una incipiente, pero esperanzadora, mejoría en la segunda quincena de junio. El principal foco de tensión sigue siendo la crisis de la deuda soberana en la eurozona, pero también contribuyen factores como las sorpresas negativas en algunos indicadores de actividad económica en Estados Unidos, la perspectiva de endurecimiento de la política monetaria en diversos países emergentes y el incesante, en ocasiones confuso, flujo de noticias respecto a la reforma de la regulación financiera.

En Estados Unidos, después de un primer trimestre de fuerte crecimiento, la recuperación se sigue asentando, pero se refuerza la convicción de que la expansión alcanzará tasas de crecimiento modestas. Los indicadores de las últimas semanas apuntan a un escenario de menor crecimiento del que hacían suponer los datos del primer trimestre. Así, aumentan los riesgos deflacionistas y de un mantenimiento de la demanda agregada más débil de lo esperado. Las empresas no financieras siguen constituyendo el punto más fuerte de la expansión, apoyadas en un notable incremento de los beneficios empresariales en el primer trimestre y en un nivel de sentimiento empresarial que se mantiene en cotas propias de etapas de expansión robusta.

El desglose del PIB del primer trimestre de la eurozona también ha contribuido a moderar el tono optimista. La razón es que las dos fuerzas que impulsaron el crecimiento del segundo trimestre fueron la acumulación de existencias y el alza del consumo público. El ritmo de recuperación del consumo privado y la inversión, los pilares sobre los que se debe asentar la recuperación, se mantiene muy débil.

El contrapunto lo siguen poniendo los principales países emergentes. Desde el crecimiento del 11,9% interanual de China en el primer trimestre de 2010 hasta el 8,6% de India, el otro gigante de la región, pasando por los avances de Singapur (15,5%), Taiwán (13,3%), Hong Kong (8,2%) y Corea (8,1%), entre otros, la recuperación se asienta en Asia emergente. Los datos más recientes de China correspondientes al mes de mayo corroboran esta recuperación. Prueba de ello la encontramos en el retomado vigor de las exportaciones y en la firmeza de la inversión. Ante este resurgir comercial y, tal vez, cediendo a las presiones norteamericanas, el pasado 19 de junio el Banco Central de China se pronunció acerca de la esperada flexibilización del tipo de cambio, anunciando una relajación de los controles que mantienen prácticamente fijo el tipo de cambio del renminbi frente al dólar. Sin embargo, deberemos esperar un tiempo antes de valorar las consecuencias de esta medida, que a primera vista no permite anticipar cambios repentinos. Lo más probable es que dé lugar a una apreciación muy gradual de la moneda china frente a la divisa americana.

La situación de la economía española sigue la estela de la recuperación de la eurozona. Después de siete trimestres de recesión, la actividad registró un crecimiento positivo en el primer trimestre de 2010. Los escasos indicadores económicos disponibles del segundo trimestre apuntan en general a la continuación de la tendencia de recupera-

...pero la situación todavía está lejos de normalizarse.

Sin embargo, los principales países emergentes continúan mostrando síntomas de fortaleza.

La economía española mantiene la expansión en el segundo trimestre.

La Comisión Europea invita a que se especifiquen más medidas de contención fiscal en España.

La reforma laboral entra en vigor y a largo plazo deberá contribuir a crear trabajo.

Avanza la reestructuración del sistema financiero y se plantean reformas en la Seguridad Social y en determinados sectores productivos.

ción. No obstante, el índice de sentimiento económico interrumpió la trayectoria de mejora en mayo, probablemente como consecuencia de la desfavorable evolución de los mercados financieros en dicho mes y de las medidas de ajuste presupuestario anunciadas por el Gobierno.

En este sentido, a mediados de junio, la Comisión Europea evaluó los planes del Gobierno español para la corrección del déficit público excesivo, junto con los presentados por otros once países europeos. Si bien consideró que las decisiones de ajuste presupuestario tomadas por el ejecutivo español para 2010 eran suficientes, invitó a que se especificaran medidas adicionales hasta un importe del 1,75% del PIB para 2011 a fin de asegurar el objetivo de alcanzar un déficit público del 6% del PIB en ese ejercicio. El volumen del recorte prescrito por la Comisión es un poco superior al definido por el Gobierno en el paquete de mayo, ya que la previsión del Gobierno español de crecimiento del PIB en 2011 se sitúa por encima de la proyección de la Comisión Europea.

Además, como complemento al paquete de ajuste presupuestario del mes de mayo de 2010, se ha anunciado que el Gobierno y algunas comunidades autónomas preparan subidas de impuestos para contribuir a la reducción del déficit público. Aunque todavía no están definidas la mayor parte de estas alzas, parece que apuntan a gravar más a las rentas altas.

En este contexto, el Fondo Monetario Internacional realizó un diagnóstico de la economía española en el que señalaba sus principales debilidades, como el mercado laboral, el desinflamiento de la burbuja inmobiliaria, el déficit presupuestario, un escaso crecimiento de la productividad y un sector bancario debilitado. Su receta, además de la consolidación fiscal, incluía reformas en el mercado laboral, en el régimen de las pensiones y en el sistema financiero.

En estos últimos meses, la política económica se ha aplicado a implementar una serie de disposiciones que tratan de hacer frente al reto de conseguir una recuperación sostenida. Así, la reforma laboral entró en vigor a finales de junio con la pretensión de reducir la dualidad del mercado laboral –la división entre asalariados con contrato fijo y asalariados con contrato temporal– y facilitar a las empresas su ajuste a las condiciones económicas, estableciendo además subsidios a la contratación de los colectivos más afectados por el desempleo. Se trata de implantar las condiciones necesarias para facilitar la inversión empresarial y, de esta forma, la creación de empleos en el momento en que las perspectivas mejoran, en una economía que ostenta un nivel de paro muy elevado.

También se ha avanzado considerablemente en otro aspecto clave: la reestructuración del sistema financiero. Así, el número de cajas de ahorros quedará reducido a menos de la mitad de las existentes al inicio del proceso, por la vía de las fusiones y también de dos intervenciones directas por parte del Banco de España. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria ha sido un elemento clave en el proceso.

El proceso de reformas no se detiene ahí, ya que se ha planteado la modificación de la normativa que atañe a las cajas de ahorros, entidades que abarcan alrededor de la mitad del sistema bancario nacional, la prolongación de la edad de jubilación, un mayor ajuste entre contribuciones y prestaciones a la Seguridad Social, la reforma del sector energético, etc. Se trata de encarrilar la economía definitivamente en el camino de la recuperación, asegurando una mejora sostenida de la productividad.

30 de junio de 2010

CRONOLOGÍA

2009

- junio** 12 El Gobierno **augmenta los impuestos** que gravan al tabaco, la gasolina y el gasóleo de automoción.
26 El Gobierno crea el **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**.
- septiembre** 26 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2010**, que elimina la deducción de 400 euros en el IRPE, sube el tipo de gravamen sobre las rentas de capital y eleva los tipos general y reducido del IVA a partir de julio de 2010.
- noviembre** 27 El Gobierno presenta el anteproyecto de **Ley de Economía Sostenible**.
- diciembre** 1 Entra en vigor el **Tratado de Lisboa**, que reforma determinados aspectos de la Unión Europea.

2010

- enero** 29 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.
- febrero** 9 Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.
- abril** 7 El Gobierno presenta el **Plan extraordinario de Infraestructuras** que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos dos años.
9 El Gobierno aprueba un **nuevo paquete de medidas para impulsar la actividad económica**.
10 Los ministros de finanzas de la eurozona anuncian las **condiciones de la ayuda a Grecia**.
12 El Gobierno propone un **nuevo plan de reformas del mercado laboral** para su discusión en el marco del diálogo social.
- mayo** 2 Los países de la zona euro aprueban la **ayuda financiera a Grecia**, que ascenderá a 110.000 millones de euros.
10 La Unión Europea adopta un **Mecanismo Europeo de Estabilización** dotado con 750.000 millones de euros, con participación del Fondo Monetario Internacional.
20 El Gobierno aprueba un Decreto-ley por el que se adoptan **medidas extraordinarias para adelantar la reducción prevista del déficit público**.
- junio** 17 El Consejo Europeo decide publicar los **tests de estrés** de los principales bancos europeos, la aplicación de un **nuevo impuesto a los bancos** y la mejora de las **normas de disciplina presupuestaria y macroeconómica**.
22 El Congreso de los Diputados **convalida el Decreto-ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo** propuesto por el Gobierno.
26 Un año después de la creación del FROB, el Banco de España considera prácticamente concluido el proceso de **reestructuración de las cajas de ahorros** en España.
27 El **G20** decide reducir a la mitad los déficits de las economías avanzadas en 2013.

AGENDA

Julio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
Índice de producción industrial de la UE (mayo).
Índice de producción industrial (mayo).
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (junio).
14 Inflación de la UE (junio).
20 Comercio exterior (mayo).
23 Precios industriales (junio).
27 Ingresos y gastos del Estado (junio).
28 Ventas minoristas (junio).
29 Avance del IPCA (julio).
30 Encuesta de la población activa (segundo trimestre).
Balanza de pagos (mayo).
PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

Agosto

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
Índice de producción industrial de la UE (junio).
5 Índice de producción industrial (junio).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
12 IPC (julio).
13 Avance del PIB (segundo trimestre).
Avance del PIB de la UE (segundo trimestre).
16 Inflación de la UE (julio).
17 Comercio exterior (junio).
25 Precios industriales (julio).
26 Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).
27 Ventas minoristas (julio).
30 Avance del IPCA (agosto).
31 Ingresos y gastos del Estado (julio).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,7% y encara una recuperación modesta.

Estados Unidos: una expansión más moderada

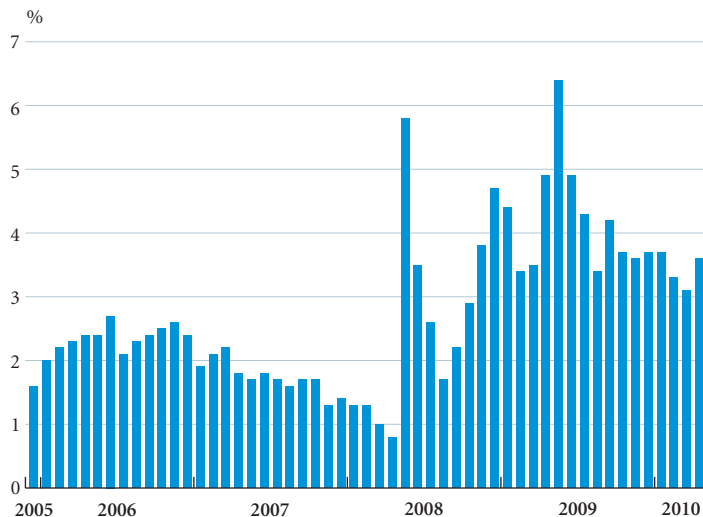
Con un producto interior bruto (PIB) que en el primer trimestre de 2010 creció un 2,7%, en términos intertrimestrales anualizados, la recuperación se sigue asentando pero se refuerza la convicción de que la expansión tendrá tasas de crecimiento modestas. Las decisiones económicas son a menudo una cuestión de aceptar males menores para evitar males mayores. En su retorno a Ítaca, Ulises pasó por un estrecho donde tuvo que escoger entre arriarse al lado de Scila, un monstruo inflacionista de varias cabezas, o al lado de Caribdis, un agujero deflacionista que engullía todo lo que a él se acercaba. El Scila de la economía estadounidense actual es un déficit público que en el primer trimestre de 2010 llegó al 10,9% del

PIB. El Caribdis es el riesgo de un crecimiento demasiado reducido, con una tasa de paro del 9,7% y un mercado inmobiliario que sigue en el pozo.

Los indicadores de las últimas semanas apuntan a un escenario de menor crecimiento del que hacían suponer los datos del primer trimestre. Así, los riesgos inflacionistas de Scila se reducen un poco mientras aumentan los de Caribdis, de debilidad de la demanda agregada. Durante el último trimestre de 2009 y el primero de 2010, el consumo privado tuvo una reacción alcista como compensación a las privaciones impuestas por la mayor aversión al riesgo de las familias de finales de 2008 y principios de 2009. Pero los últimos indicadores apuntan a una vuelta a la normalidad, con un ahorro privado que está compensando la mayor parte del in-

ESTADOS UNIDOS: LA AVERSIÓN AL RIESGO Y EL AHORRO

Ahorro de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

cremento del déficit público y con unos precios que siguen mostrando su cara más moderada.

Las cuentas nacionales de abril muestran esta desaceleración del consumo. En el primer trimestre del año, el aumento del consumo absorbió un 80% de los 89.000 millones de dólares de incremento de la renta disponible de los hogares durante el periodo. Sin embargo, en abril, el decorado cambió por completo, ya que la totalidad de los 64.000 millones de crecimiento de la renta disponible se destinó al ahorro. Refrendando este enfriamiento de las ansias de consumo, las ventas minoristas, sin coches ni gasolina, retrocedieron en mayo respecto al mes de abril, poniendo fin a nueve meses consecutivos de avances. El incremento interanual siguió siendo positivo, un 4,7%, pero mostró una tendencia de desaceleración. También las ventas de automóviles sufrieron retrocesos después de dos meses alcistas.

Por el lado de la oferta, las empresas no financieras siguen constituyendo el punto más fuerte de la expansión. Los beneficios empresariales del primer trimestre aumentaron un 31,0% interanual y superaron el nivel de diciembre de 2007, previo a la crisis. Dentro de una tónica de sostenibilidad, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management tuvo cambios muy pequeños en mayo. Las manufacturas retrocedieron ligeramente hasta el nivel de los 59,7 puntos, mientras que los servicios avanzaron hasta los 61,1 puntos. Si bien los últimos meses no presentan avances notables, en consonancia con la línea de moderación que sigue el conjunto de la economía, los niveles actuales son propios de etapas de expansión robusta. Posiblemente sea la industria el más claro exponente de una recuperación que va asentándose a la vez que confirma su naturaleza modesta. La producción industrial aumentó un 7,2% interanual en mayo, mientras que la utilización de

El consumo se desacelera después de un repunte de nueve meses.

Los empresarios ven aumentar sus beneficios y mantienen su percepción optimista.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	0,4	-2,4	-3,8	-2,6	0,1	2,4	-	...
Ventas al por menor	-1,0	-6,3	-9,9	-7,1	1,9	5,7	9,0	6,9
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	48,3	51,8	51,0	51,7	57,7	63,3
Producción industrial	-2,2	-9,7	-12,9	-9,4	-4,7	2,3	5,2	7,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	43,0	51,4	54,6	58,2	60,4	59,7
Viviendas iniciadas	-32,9	-38,4	-46,9	-32,0	-14,8	16,5	38,2	7,8
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	9,3	9,6	10,0	9,7	9,9	9,7
Precios de consumo	3,8	-0,4	-1,2	-1,6	1,4	2,4	2,2	2,0
Balanza comercial (3)	-698,8	-374,9	-502,8	-414,5	-374,9	-399,7	-411,6	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	74,5	77,7	79,6	75,3	72,8	74,8	75,4	78,4

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

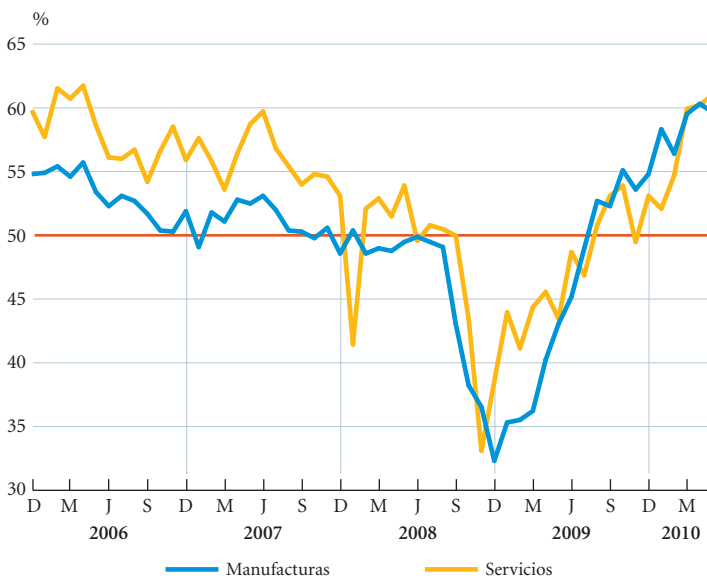
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(4) Índice del tipo de cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS CREEN EN LA RECUPERACIÓN

Nivel de los índices del ISM (*)



NOTA: (*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

La construcción y los precios de la vivienda siguen en el fondo.

la capacidad productiva alcanzó el 74,7%. En ambos casos, los niveles están a medio camino entre los mínimos históricos recientes y la situación anterior a la crisis.

El mercado inmobiliario sigue débil y su contribución al crecimiento de la economía puede tardar más de lo esperado. En el lado de la oferta, las 593.000 viviendas iniciadas de mayo suponen un descenso respecto a abril y siguen siendo una pequeña fracción del 1.600.000 viviendas iniciadas representativas de los años anteriores a la burbuja. Queda interrumpida así la tímida recuperación de los dos meses previos y se constata que, en el sector de la vivienda, la vida es dura sin los estímulos públicos, que terminaron en abril. La sobreoferta y las ejecuciones de hipotecas siguen siendo un lastre que también afecta negativamente a la evolución de los precios. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano ganó en marzo un 0,2% respecto al mes previo, en términos

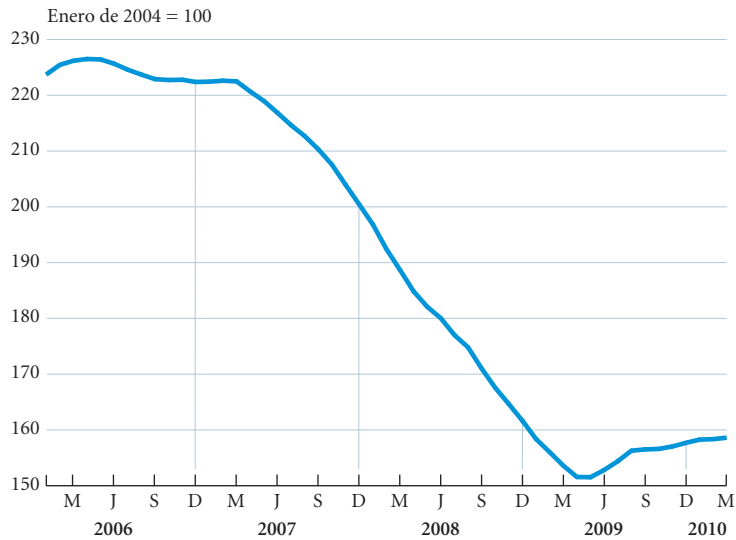
desestacionalizados, con lo que la apreciación acumulada desde agosto de 2009 es de un magro 1,0%, un 0,5% descontando la inflación. Así, mientras que San Francisco y San Diego continúan con su recuperación, áreas tan significativas como Chicago, Nueva York y Detroit continúan sin tocar fondo.

El mercado de trabajo sigue en una situación de debilidad que se alargará a lo largo de 2010, a pesar de los 431.000 empleos netos que se crearon en mayo, en su mayoría pertenecientes al sector público. Así, mientras que en el conjunto de 2008 y 2009 se perdieron más de 8,4 millones de empleos privados, la mitad de los 982.000 empleos netos creados en 2010 es atribuible al sector público. La tasa de desempleo disminuyó ligeramente del 9,9% al 9,7%, pero la alta proporción de parados de larga duración, de más difícil recolocación, y el gran número de trabajadores desanimados y de trabajadores a tiempo parcial de forma involuntaria dificultarán que la

La tasa de paro es del 9,7% y su reducción queda para 2011.

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA, UNA RECUPERACIÓN QUE NO LLEGA

Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda (*)



NOTA: (*) Serie desestacionalizada para el conjunto de las diez áreas más significativas.
FUENTES: Standard & Poor's y elaboración propia.

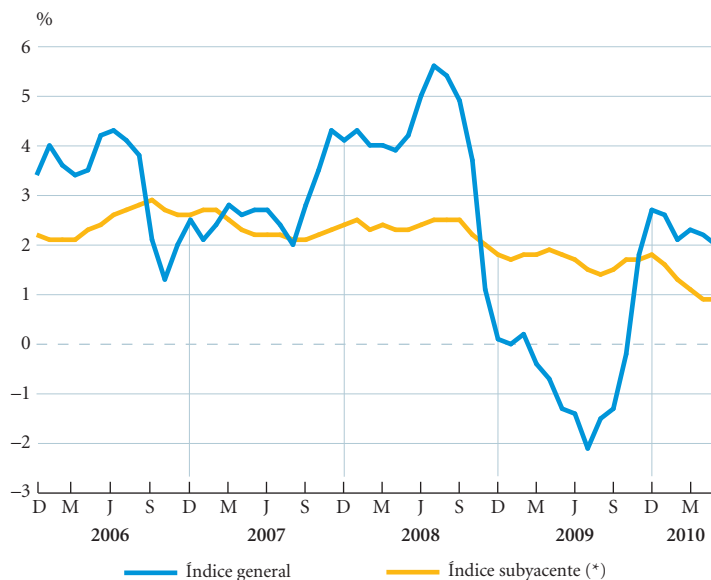
tasa de desempleo descienda significativamente mientras el crecimiento económico no supere los ritmos actuales.

La moderación de la inflación sigue siendo coherente con la baja utilización de la capacidad productiva. Los precios dejan,

El IPC sube un 2,0% y el subyacente mantiene el 1,0%.

ESTADOS UNIDOS: ESTABILIDAD EN LOS PRECIOS

Variación interanual del índice de precios al consumo



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

La fortaleza del dólar debilita las exportaciones.

así, espacio para políticas de apoyo a la demanda al mismo tiempo que corroboran que, en este momento, los riesgos están más en la debilidad de la demanda que en las tensiones inflacionistas. En mayo, el índice general de precios al consumo (IPC) disminuyó respecto al mes previo por segunda vez consecutiva, en términos desestacionalizados. Así, la variación interanual fue del 2,0%, inferior al 2,2% de abril. Sin los efectos del petróleo, los precios no habrían llegado a descender, pero la situación sigue siendo de laxitud, como muestra la evolución del índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, que avanzó un 1,0% interanual.

El sector exterior difícilmente tendrá contribuciones positivas al crecimiento de la economía en los próximos meses, dada la recuperación de la demanda interna y la relativa fortaleza del dólar. El déficit comercial de bienes y servicios de abril fue de 40.285 millones de dólares, un

nivel similar al de marzo. Pero este mantenimiento fue gracias al abaratamiento de las importaciones de crudo. Así, el déficit comercial que excluye el petróleo y sus derivados sufrió un deterioro cercano a los 800 millones de dólares, a causa de unas exportaciones que acusaron el fortalecimiento del dólar, aunque no rompieron la tendencia de corrección a medio plazo que, desde el primer trimestre de 2006, ha llevado el déficit no petrolífero del 3,9% hasta el 1,3% del PIB.

Japón: exportaciones y deuda pública

El PIB de Japón avanzó un 5,0% intertrimestral anualizado y aleja los riesgos de una recaída de la actividad para el conjunto de 2010. Sin embargo, la demanda interna sigue siendo una asignatura pendiente, ya que cuatro de esos cinco puntos porcentuales de crecimiento fueron debidos al tirón exportador. En las perspectivas para 2011 se impone la cautela en una

Japón crece un 5,0% gracias a las exportaciones.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	-1,2	-5,3	-6,0	-4,9	-1,4	4,2	-	...
Ventas al por menor	0,3	-2,3	-2,8	-1,9	-0,7	3,8	4,9	...
Producción industrial	-3,4	-21,8	-26,9	-20,5	-5,1	27,1	25,8	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-48,0	-33,0	-24,0	-14,0	-	...
Viviendas iniciadas	2,5	-27,6	-31,9	-35,9	-20,7	-6,7	0,5	...
Tasa de paro (2)	4,0	5,1	5,1	5,4	5,2	4,9	5,1	...
Precios de consumo	1,4	-1,4	-1,0	-2,2	-2,0	-1,1	-1,2	...
Balanza comercial (3)	4,2	4,0	1,0	1,8	4,0	6,7	7,3	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	86,6	98,6	95,7	97,0	99,6	101,1	99,0	103,7

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.

(4) Porcentaje.

(5) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

economía que sigue en deflación, con una deuda pública que supera el 200% del PIB y con envejecimiento demográfico.

La deuda pública, principalmente en manos de japoneses, ha sido relativamente respetada por los mercados, con un tipo de referencia a 10 años que se mueve en torno a un contenido 1,3%. Una tasa que, empero, si se compara con la evolución bajista de los precios, ya no parece tan favorable. Naoto Kan, el nuevo primer ministro, quiere atajar el problema de la deuda gubernamental subiendo impuestos y reduciendo gastos, pero el camino no será fácil. La proyectada subida del 5% al 10% del impuesto sobre las ventas tendrá que esperar como mínimo un par de años a la espera del final de la deflación y de una mayor fortaleza de la demanda interna ya que, en 1997, dicho impuesto se subió del 3% al 5% y la economía acabó en recesión.

Los últimos indicadores de la oferta muestran la fuerza del sector industrial, más relacionado con las exportaciones.

Así, la producción industrial de abril mantuvo la vitalidad de marzo y culminó la recuperación de dos tercios de lo perdido entre mayo de 2008 y febrero de 2009. Las perspectivas de la inversión empeoraron en abril, con unos pedidos de maquinaria que cedieron parte del repunte de marzo, tanto en las compras destinadas al mercado interior como en la demanda de inversión de las empresas exportadoras.

En el mercado de la vivienda siguen sin haber signos de recuperación. Las viviendas iniciadas de abril no cambiaron respecto a marzo y continúan un 35,8% por debajo del promedio de 2006, año anterior a la crisis de la construcción. Una situación parecida a la de las ventas del área de Tokio. Tampoco mejora el panorama en el mercado laboral, con una tasa de desempleo que, en abril, continuó repuntando hasta el 5,1% y con la pérdida de 300.000 empleos netos.

En el apartado de precios, la debilidad de la demanda exacerbó las tendencias defla-

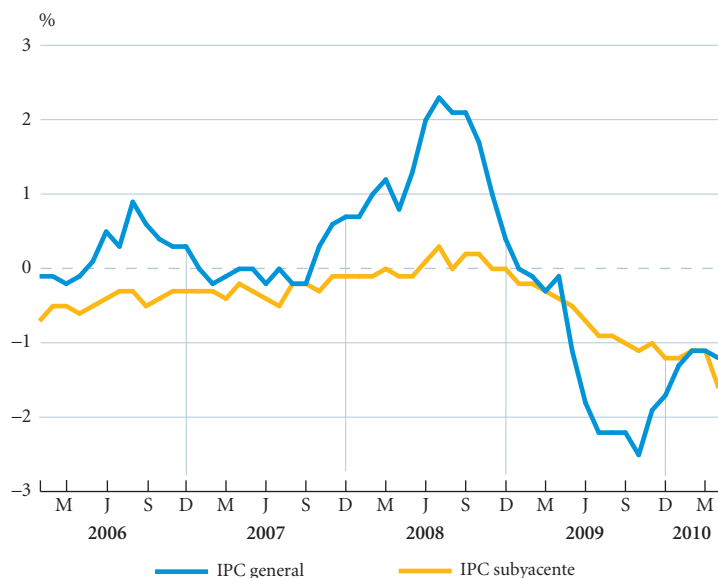
La reducción de la deuda pública tendrá que esperar al final de la deflación.

La industria sigue acercándose lentamente hacia los niveles precrisis.

La vivienda continúa débil y el paro llega al 5,1%.

JAPÓN: LA DEFLACIÓN SUBYACENTE NO ENCUENTRA EL FONDO

Variación interanual del índice de precios al consumo



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

El IPC baja un 1,2%, y el subyacente cede un 1,6%.

Las ventas al resto de Asia, en especial a China, son el motor de las exportaciones japonesas.

La expansión se asienta en Asia emergente.

cionistas que, según el Banco de Japón, deberían prolongarse hasta los inicios de 2012. Así, si el IPC de abril descendió un 1,2% interanual, el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 1,6% interanual, el mayor descenso desde el inicio del indicador, que deja los precios en los niveles del primer trimestre de 1992.

Es en el sector exterior donde la recuperación brilla con más fuerza. El superávit comercial de abril tuvo un ligero retroceso respecto a marzo motivado por el repunte de las importaciones. Pero las exportaciones se recobraron de la debilidad de marzo y se acercaron a la robustez de enero. Las exportaciones de abril se situaron un 57,8% por encima del promedio del primer trimestre de 2009, su periodo de mayor debilidad. El incremento de las ventas a Asia explica dos tercios de la mejora y el de las ventas a China una cuarta parte de la mejora. En contraste, la contribución combinada de las ventas a Europa y a Estados Unidos apenas supone una quinta parte.

China: la expansión se consolida

Desde el crecimiento del 11,9% interanual de China el primer trimestre del 2010 has-

ta el 8,6% de India, el otro gigante de la región, pasando por los avances de Singapur (15,5%), Taiwán (13,3%), Hong Kong (8,2%) y Corea (8,1%), entre otros, la recuperación se asienta en Asia emergente. Aunque en parte consecuencia de los mínimos de hace un año, los países asiáticos continúan sorprendiendo al alza.

Los datos más recientes de China correspondientes al mes de mayo corroboran esta recuperación. Prueba de ello la encontramos en el retomado vigor de las exportaciones y en la firmeza de la inversión. En especial, el superávit comercial mejoró hasta los 19.522 millones de dólares en mayo, después del déficit de 7.200 millones de marzo y del modesto superávit de abril (1.682 millones). La clara mejoría se debe a la espectacular subida de las exportaciones que, con un crecimiento cercano al 50% interanual, están a punto de alcanzar el máximo de julio de 2008. Por su parte, las importaciones siguieron su camino ascendente con un avance interanual del mismo orden que el de las exportaciones.

Ante este resurgir comercial y, tal vez, cediendo a las presiones norteamericanas, el pasado 19 de junio el Banco Central de China se pronunció acerca de la

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	9,6	8,7	7,9	9,1	10,7	11,9	-	-
Producción industrial	12,6	12,5	9,0	12,3	17,9	19,5	17,8	16,5
Producción eléctrica	6,7	6,7	-0,4	8,0	24,3	22,6	22,2	19,9
Precios de consumo (*)	5,9	-0,7	-1,5	-1,3	0,7	2,2	2,8	3,1
Balanza comercial (**)	298	197	296	251	197	150	138	145
Tipo de interés de referencia (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (*) Promedio.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(***) Porcentaje a final de periodo.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

esperada flexibilización del tipo de cambio, anunciando una relajación de los controles que mantienen prácticamente fijo el tipo de cambio del renminbi frente al dólar. Sin embargo, deberemos esperar un tiempo para valorar las consecuencias de esta medida, que a primera vista no prevé cambios repentinos. Lo más probable es que dé lugar a una apreciación muy gradual de la moneda china frente a la divisa americana.

En este entorno de actividad se movieron el resto de indicadores económicos. La demanda interna prosiguió con su vitalidad. Así, las ventas minoristas aumentaron un contundente 15,1% interanual en mayo en términos reales. La inversión en activos fijos subió un 25,8%, prácticamente como en abril, todavía sin exhibir claros signos de desaceleración a pesar de las distintas medidas de enfriamiento del sector inmobiliario y de limitación al crédito. Mientras, el crédito sí que empezó a mostrar indicios de moderación –en mayo la concesión de nuevos créditos ascendió a 637.470 millones de yuanes, por debajo de los 771.000 millones de abril–, por lo que prevemos una ralentización de la inversión en los próximos meses.

Asimismo, los indicadores adelantados de oferta también parecen evidenciar cierta ralentización, dentro de su fortaleza. La producción industrial creció un significativo 16,5% interanual en mayo, aunque por debajo del promedio de los primeros cuatro meses del año (19,3%). El índice de gestores de compras (PMI) todavía se ubicó por encima de los 50 puntos –límite entre recesión y expansión–, pero se deslizó desde los 55,7 puntos en abril a los 53,9 en mayo.

En el apartado de precios, los riesgos de sobrecalentamiento siguen planeando sobre el gigante asiático. En particular, la inflación escaló hasta el 3,1% en mayo y

se situó por encima del objetivo promedio anual del Gobierno del 3%, si bien, a día de hoy, ello todavía es consecuencia de los efectos de base y de los alimentos. Del mismo modo, el precio de la vivienda prolongó su tendencia alcista y subió un 12,4% interanual, exponiendo, de nuevo, una posible burbuja en este sector. No obstante, no podemos olvidar la tenacidad de las autoridades chinas, que se han comprometido a enfriar el mercado inmobiliario y cuyas nuevas disposiciones ya han empezado a afectar las ventas.

En conclusión, aunque China continúa exhibiendo la vigorosidad que tanto nos ha asombrado durante la crisis global, comienzan a percibirse ciertos tintes de moderación. Se trata, sin embargo, de una buena noticia dados los peligros de recalentamiento. En el frente exterior, el anuncio sobre la flexibilización del régimen cambiario también constituye un paso más para la corrección del alto superávit chino.

Brasil: a toda máquina

Con un crecimiento del 8,9% interanual en el primer trimestre de 2010, un 2,7% respecto al trimestre anterior, Brasil ratifica su candidatura a uno de los puestos locomotores de la recuperación. El dato no sólo supera las expectativas del consenso, sino también su tasa de crecimiento potencial, es decir, la que se considera compatible con un entorno no inflacionario y que se estima entre el 4,5% y el 5%. Ello alienta el temor a un posible sobrecalentamiento de la primera potencia latinoamericana, por lo que no sorprende la rápida reacción del Banco Central de Brasil, quien subió la tasa SELIC otros 75 puntos básicos en junio, hasta el 10,25%. Asimismo, las minutas de la última reunión del COPOM anticipan nue-

Los indicadores de actividad continúan avanzando con fuerza, aunque cierta moderación empieza a vislumbrarse.

La inflación alcanza el 3,1% en China. ¿Posible sobrecalentamiento?

La economía de Brasil crece un 9% en el primer trimestre de 2010.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	5,1	-0,2	-1,7	-1,3	4,4	8,9	-	...
Producción industrial	2,9	-7,3	-11,6	-8,7	6,2	17,3	16,7	...
Confianza del consumidor (*)	140,4	138,3	128,4	141,9	154,2	158,1	152,1	152,9
Tasa de paro São Paulo (**)	13,0	12,8	13,9	13,1	11,8	12,3	13,3	13,3
Precios de consumo	5,7	4,9	5,2	4,4	4,2	4,9	5,3	5,2
Balanza comercial (***)	24,8	25,3	27,5	26,4	25,3	23,3	20,8	21,7
Tipo de interés SELIC (%)	11,25	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75	9,50	9,50
Reales por dólar (*)	1,8	2,3	2,0	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

La demanda interna, al mando.

vas subidas este mismo verano... y no sólo de la temperatura.

Lo que a buen seguro sigue subiendo es la demanda interna, sin duda alguna el principal motor del arranque brasileño. Con un avance del 9,3%, el consumo prosigue su imparable ascenso y ratifica su resistencia ante la progresiva retirada de los soportes públicos. Aun así, la inversión le robó el protagonismo en el primer trimestre del año, impulsada por una formación bruta de capital fijo que creció un extraordinario 26% interanual, su mejor registro en quince años. El gasto público también vuelve a sumar, pero menos, un 1,8% interanual (un 5,5% en el trimestre anterior). De este modo, la única partida que sigue restando al crecimiento es la demanda externa, a pesar de que tanto exportaciones como importaciones recuperan su signo interanual positivo: las primeras subieron un 21% y las segundas un 32% respecto al primer trimestre de 2009 (véase gráfico siguiente).

Aumentan los temores a un eventual sobrecalentamiento de la economía brasileña.

Los últimos datos de indicadores adelantados siguen en niveles propios de expansión fuerte, aunque apuntan hacia una

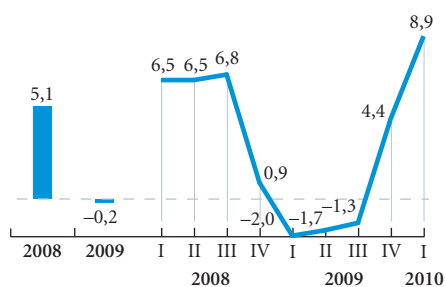
leve moderación. En abril, la utilización de la capacidad productiva instalada se mantuvo estable en torno al 82%; la producción industrial creció un 16,7%, y las ventas al por menor avanzaron un 9% respecto al mismo periodo del año anterior, aun cediendo un 3% respecto a marzo. La inflación también se dio un respiro en mayo (5,2% frente al 5,3% de abril) y se mantiene dentro de la meta establecida para este año y para 2011 (4,5% \pm 2pp).

Ante dicho panorama, y siguiendo la tónica general, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento para Brasil en 2010 y 2011, hasta el 7% y el 5%, respectivamente. Con todo, la actuación de las autoridades económicas brasileñas será determinante tanto a la hora de encauzar la sostenibilidad del crecimiento a medio y a largo plazo, como a la hora de salvaguardar el ciclo actual de excesivas presiones inflacionistas. Unas presiones que, de materializar sus riesgos, podrían atajar lo que va camino de convertirse en el definitivo despegue económico de Brasil. A veces, quitar el pie del acelerador a tiempo puede salir muy rentable... en especial, si corres el riesgo de fundir el motor.

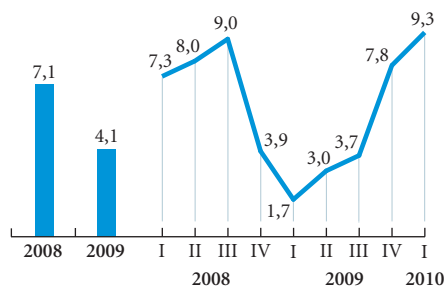
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

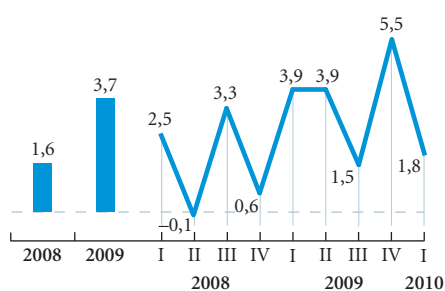
PIB



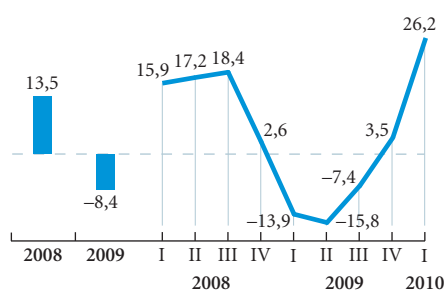
Consumo privado



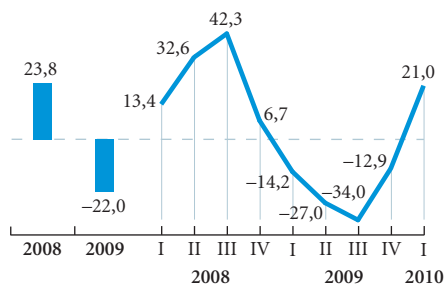
Consumo público



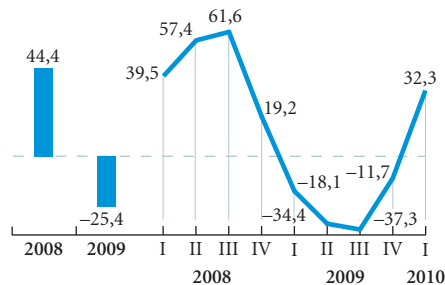
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

México: un lento despertar

En el primer trimestre de 2010, la economía mexicana se reconcilió definitivamente con el crecimiento, anotando su primer avance interanual desde septiembre de 2008. Los últimos datos de contabilidad nacional desagregados por componentes de la demanda confirman lo que ya adelantábamos en el número anterior: una recuperación mexicana que se

nutre del arranque de la demanda externa y un mercado interno que sigue resistiéndose a despertar por completo del aturdimiento en el que la crisis le sumió.

La inversión es la única partida que se mantiene en terreno negativo, con un retroceso del 1,2% respecto al primer trimestre de 2009, aunque también va moderando su repliegue paulatinamente. Asimismo, modera su tendencia, pero en

En México, la demanda interna se resiste a salir de su sopor.

La recuperación se anticipa muy gradual.

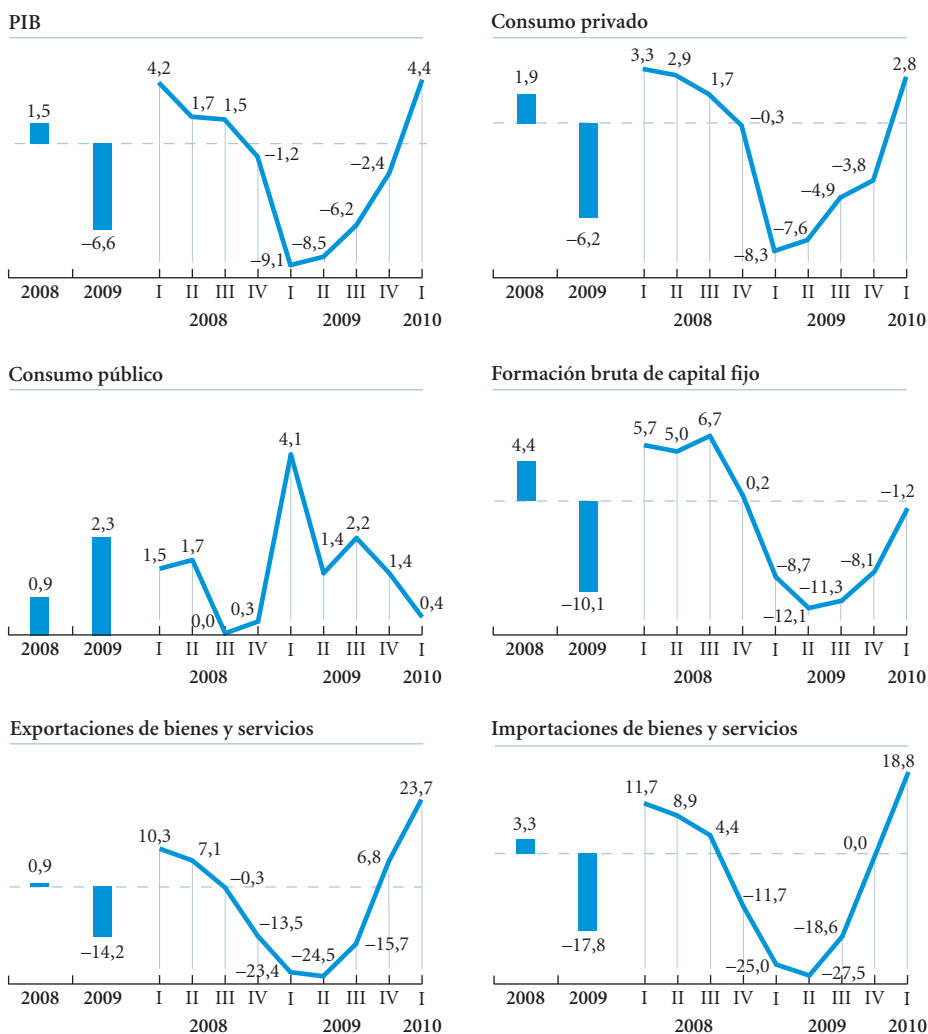
ese caso de avance, el consumo público, que creció un 0,4% interanual ese mismo periodo. El consumo privado, en cambio, dio muestras más certeras de estar recuperando el tono, con un avance interanual del 2,8%. Un tono que en el caso de exportaciones e importaciones ya no es de recuperación sino de pleno despegue, con crecimientos en doble dígito del 23,7% y 18,8% respectivamente.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de actividad siguen apuntando

hacia una recuperación prolongada y gradual. Por lo que a la demanda se refiere, las ventas al por menor retrocedieron de nuevo en abril (un 1,1% respecto a marzo y un 0,1% respecto al mismo mes un año atrás) y siguen sin encauzar una tendencia sostenida de avance. En cuanto a la oferta, la utilización de la capacidad productiva instalada ya alcanza el 80,3%, reflejo del tirón de la industria manufacturera, principal beneficiaria del brío de la exportación. Con todo, tanto la producción industrial como la de manufac-

EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	1,5	-6,6	-8,5	-6,2	-2,4	4,4	-	...
Producción industrial	-0,9	-7,0	-9,5	-6,5	-1,9	5,7	5,4	...
Confianza del consumidor (*)	92,2	80,5	80,5	83,0	78,4	81,5	82,5	84,6
Índice avanzado de actividad	118,0	110,4	108,4	111,0	113,3	113,9	...	...
Tasa de paro general (**)	4,0	5,5	5,2	6,3	5,3	5,4	5,4	...
Precios de consumo	-11,8	0,0	6,0	5,1	4,0	4,8	4,3	3,9
Balanza comercial (***)	-17,3	-4,7	-15,9	-12,6	-4,7	-2,6	-2,6	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	10,6	14,2	13,2	13,5	13,1	12,3	12,2	12,9

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

turas, aun avanzando en abril un 5,4% y un 9,1% interanual respectivamente, sufrieron leves retrocesos respecto al mes anterior, acusando la relativa moderación del crecimiento en Estados Unidos.

En ese contexto, y dado que la inflación retrocedió en mayo hasta el 3,9%, Banxico optó por no mover ficha en junio y dejó el tipo de interés de referencia en el 4,5%. Ello reafirma nuestra previsión de estabilidad de tipos, al menos, hasta finales de año; sin duda, un aliciente adicional para que la demanda interna abandone su letargo.

Amainan los efectos de la inestabilidad financiera

El precio del petróleo vuelve a su tendencia anterior a la crisis de los mercados de deuda. Después de haber oscilado entre los 90 y 70 dólares por barril, el crudo encauzó su senda alcista hasta los 79,50 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Así, entre el 20 de mayo de 2010 y el 21 de junio, el petróleo se apreció un 11,6%, ligeramente por

encima del nivel de principios de año y un 18,2% más caro que a finales de junio de 2009.

Tras las tormentas en la zona del euro y la apreciación del dólar, regresamos al escenario central, caracterizado por una recuperación liderada por las economías emergentes, más intensivas en el uso de materias primas. Esto debería llevar al petróleo por una senda de crecimiento moderado que lo dejaría a finales de año dentro de la franja de los 80-85 dólares por barril.

Las otras materias primas también se recuperaron de las pérdidas de mayo, pero sólo a partir de la segunda semana de junio, lo que deja el balance de los últimos 30 días en tablas. Así, el índice *The Economist* ganó un inapreciable 0,6% entre el 20 de mayo y el 21 de junio. En los metales, la recuperación está siendo desigual. El oro continuó ganando terreno, acumulando una ganancia del 24% en el año corriente, mientras que los metales nobles siguieron su estela tras las pérdidas del mes pasado, especialmente el paladio, que se apreció un 16,0%. Pero

El crudo gana un 11,6% y se acerca a los 80 dólares por barril.

La recuperación liderada por las economías emergentes aúpa al petróleo.

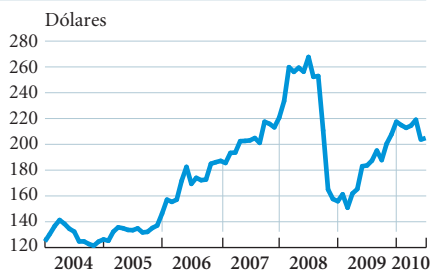
Los metales nobles y el café lideran la recuperación de las materias primas.

los metales básicos llevan cierto retraso, con el níquel y el aluminio lejos de los niveles anteriores a la corrección. Entre los alimentos destaca la subida del café,

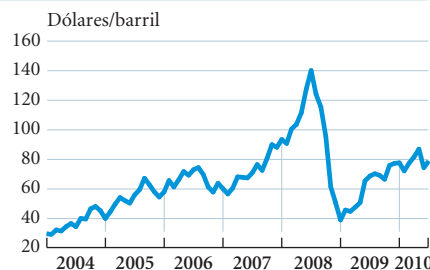
cuya calidad arábica marcó el máximo de los últimos dos años. El té fue el caso opuesto del café, con una depreciación del 19,8%.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

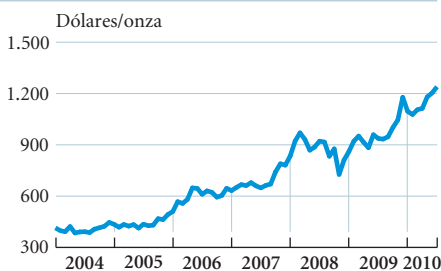
Índice «The Economist»



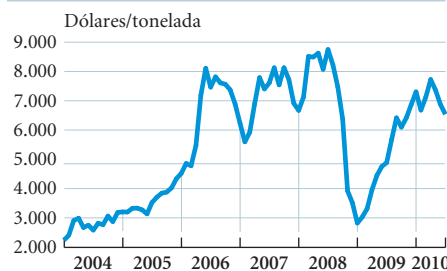
Petróleo Brent



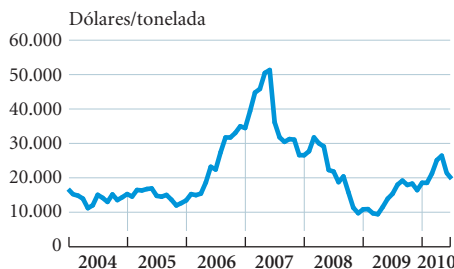
Oro



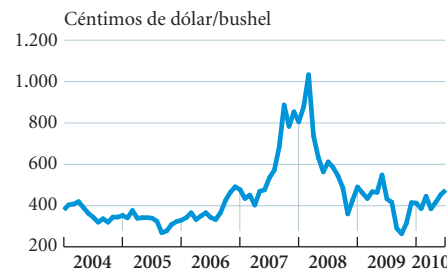
Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de junio).
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El dinero no da la felicidad... ¿O sí?

Según Woody Allen «el dinero no da la felicidad, pero produce una sensación tan parecida que sólo un auténtico especialista podría verificar la diferencia». Hasta la fecha, ni los especialistas más audaces han resuelto la disyuntiva, por lo que el genial cineasta demuestra tener una gran intuición. Eso... o sigue muy de cerca el debate sobre la relación entre riqueza y felicidad. Un debate que, en 1974, Richard Easterlin rescató de los anales de la economía y emplazó en torno a una pregunta: ¿si todos fuéramos más ricos, seríamos más felices?

De entrada, la gran mayoría anticiparíamos una respuesta resueltamente positiva y así lo reflejan las encuestas. Al ser preguntados por las circunstancias que ejercen una mayor influencia sobre nuestra satisfacción personal (o *felicidad subjetiva*), la respuesta incluye, casi siempre, las finanzas. Sir Richard Layard, uno de los grandes referentes del debate en cuestión, acuñó el término «los siete grandes» para referirse a los principales determinantes de la felicidad: las relaciones familiares; un trabajo estable y gratificante; la comunidad y los amigos; la salud; la libertad individual; los valores personales, y, cómo no, la situación financiera.

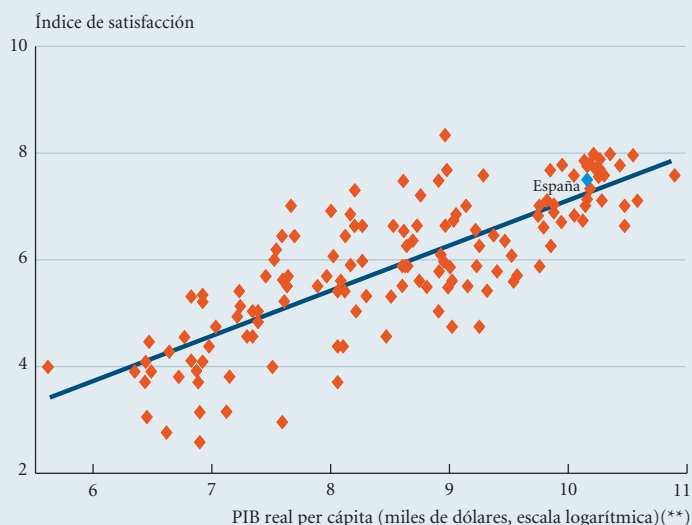
Sin embargo, los mismos sondeos sugieren que el dinero no es, ni mucho menos, la dimensión vital que más nos afecta. En una escala de 10 a 100, una separación matrimonial disminuye nuestro bienestar en 8 puntos y quedarnos sin trabajo o el deterioro físico lo reducen en 6, mientras que la pérdida de una tercera parte de los ingresos familiares sólo resta 2 puntos. Así pues, el impacto directo de cambios en la renta sobre la felicidad se anticipa modesto, sobre todo en relación con el que procuran las circunstancias familiares, el desempleo o la salud.

Un amplio sector de la literatura académica se adhiere a dicha tesis. Entre sus más acérrimos valedores destacan Sir Layard o el propio Easterlin, quien, en su influyente artículo de hace más de un cuarto de siglo, reveló una serie de resultados aparentemente contradictorios, que siguen hoy incitando al debate, y que le llevaron a descartar una influencia permanente de la riqueza sobre la felicidad.⁽¹⁾

Por un lado, cuando se comparan individuos de un mismo país en un determinado momento del tiempo, los datos indican que mayor riqueza reporta mayor satisfacción; en Estados Unidos, por ejemplo, entre aquellos que más dinero ganan (el 25% superior de la distribución), el 45% se considera «muy feliz»; en cambio, sólo el 33% del cuartil

LOS PAÍSES RICOS LOGRAN UN MAYOR GRADO DE SATISFACCIÓN (*)

Relación entre el grado de satisfacción y la renta per cápita



NOTAS: (*) La muestra incluye 141 países en el año 2005.

(**) PIB per cápita en miles de dólares en PPA, o paridad de poder adquisitivo. En el caso de España, por ejemplo, el PIB per cápita en dólares corrientes ascendía a 26.033 en 2005, lo que equivalía a 27.367 dólares en PPA y, en logaritmos, a 10,2.

FUENTES: World Gallup Poll (2006); World Development Indicators (2009) y elaboración propia.

(1) Easterlin, R. (1974), «Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence.», en P. A. David & M. W. Reder (eds.), *Nations and Households in Economic Growth: Essays in Honour of Moses Abramowitz*. Academic Press, NY.

más pobre se considera del mismo modo. Sin embargo, la magnitud del efecto se estima resueltamente modesto: un avance del 10% en la renta per cápita reportaría un aumento de felicidad en torno a 0,1 en una escala de 1 a 10.

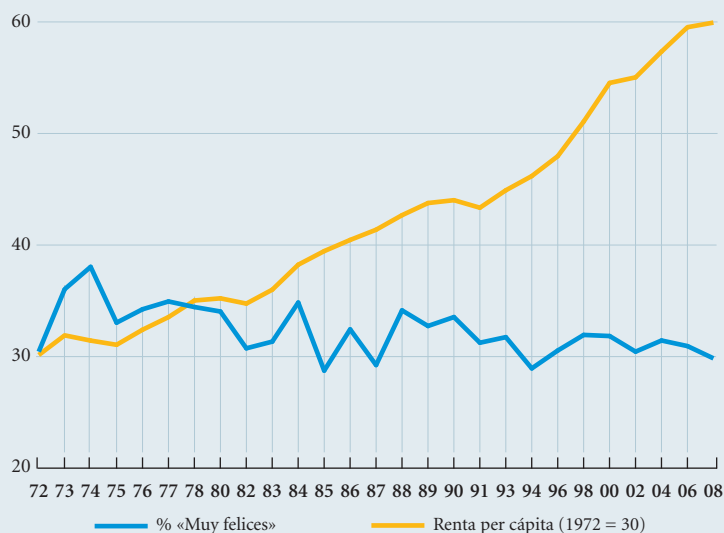
La comparativa entre países también revela una relación positiva entre renta per cápita y nivel reconocido de felicidad. Aunque, en un principio, Easterlin rechazó la hipótesis, la afluencia de nuevos datos corrobora que los habitantes de países ricos viven, en general, más satisfechos que los de países pobres (véase gráfico siguiente). Al mismo tiempo, el contraste internacional descarta la existencia de un umbral de renta a partir del cual mayores ingresos dejen de reportar satisfacción, aunque sí constata que un aumento de los ingresos conlleva menor satisfacción cuanto mayor sea la renta per cápita.⁽²⁾

La contradicción surge cuando dichos resultados se contrastan con la evolución del vínculo riqueza-felicidad a lo largo del tiempo. La mayoría de estudios concluyen que el nivel de felicidad en un país determinado prácticamente no varía a largo plazo, por mucho que sus ciudadanos se enriquezcan. El caso paradigmático es Estados Unidos, donde la satisfacción media se ha mantenido estable desde mediados del siglo XX, mientras la renta per cápita seguía una tendencia marcadamente ascendente (véase gráfico siguiente). ¿Cómo se reconcilia este dato con el hecho de que, año tras año, los estadounidenses más pudientes se proclamaran más felices que sus conciudadanos menos afortunados? He aquí la célebre paradoja de Easterlin: cuando la gente progresa respecto a su vecino es más feliz, pero cuando toda una sociedad se enriquece, no logra serlo.

Según Easterlin, la paradoja se resuelve si leemos los resultados con las lentes apropiadas: la privación y la pobreza resultan muy nocivas para la felicidad, pero una vez las necesidades básicas están cubiertas, lo que nos

ESTADOS UNIDOS: CADA VEZ MÁS RICOS PERO... NO MÁS FELICES

Porcentaje de encuestados «muy felices» en Estados Unidos y renta per cápita



FUENTES: Global Social Survey, BEA y elaboración propia.

(2) Nótese que el gráfico anterior está en escala logarítmica y que, por lo tanto, refleja la naturaleza de esta relación.

reporta satisfacción no es la renta absoluta sino la relativa y, a lo sumo, el efecto de la renta en términos absolutos es meramente transitorio. La lógica de fondo tiene un origen psicológico. La mente humana carece de una métrica interna que asigne valía a todo bien o condición, por lo que recurre a la comparación como método de valoración habitual. En el caso de los ingresos, les atribuimos más valor cuanto mayor sea su cuantía respecto a dos baremos: lo que perciben nuestros allegados (comparación social) y los propios ingresos de ayer. En la comparación retrospectiva, cabe tener en cuenta que el individuo se adapta eventualmente a casi cualquier situación y, en el caso de un aumento de la renta, esa adaptación conlleva una revisión al alza de las exigencias y aspiraciones: cuanto más ganamos, más aspiramos a ganar (expectativas adaptativas). Esa teoría (estabilidad hedónica o *hedonic treadmill*) explica por qué un aumento de la riqueza sólo ejerce un impacto temporal y efímero sobre la felicidad.

Desde esta perspectiva, la comparación social justifica por qué si ganamos más dinero que nuestros conciudadanos o que el país vecino, nos sentimos más satisfechos. Por otra parte, cuando la economía prospera, tanto el «listón» social como el retrospectivo se elevan de modo que un aumento de los ingresos, en un contexto de crecimiento económico, no procura una influencia permanente sobre la felicidad. Como mucho, reporta una mejora transitoria hasta que las aspiraciones se ajusten completamente a las nuevas circunstancias. Ello explica la tendencia humana a permanecer en un nivel relativamente estable de felicidad.

Con todo, se barajan otras hipótesis como la de que la riqueza sí habría contribuido a la felicidad desde la Segunda Guerra Mundial pero su efecto habría sido contrarrestado por un deterioro del resto de determinantes, en especial, la armonía de las relaciones personales. Asimismo, un artículo reciente ha reanimado el debate defendiendo con nuevos hallazgos que la felicidad no sólo depende de la renta relativa sino, sobre todo, de la absoluta.⁽³⁾ Su tesis sostiene que una mayor remuneración permite satisfacer aspiraciones adicionales (intelectuales, etc.) más allá de las necesidades básicas, por lo que, cuando la economía crece, la felicidad también lo hace. El propio Easterlin no ha tardado en refutar estas conclusiones, argumentando que el marco temporal que consideran es demasiado corto y que la relación que identifican captura un impacto transitorio de los ingresos sobre la felicidad.

En definitiva, los expertos siguen divididos entre quienes descartan una influencia permanente de los ingresos sobre la felicidad y quienes disienten. Con todo, nadie niega que a mayor riqueza, mayores y mejores oportunidades. Se trata de elegir aquellas que nos reporten un deleite mayor y más duradero y, al mismo tiempo, gestionar inteligentemente las emociones, evitando, en lo posible, la trampa de la relatividad y las carreras sin sentido. Además, aunque no repercuta directamente sobre la felicidad, la mejoría económica conlleva avances en otros de sus determinantes, como la salud o la libertad personal. Lo dijo también Woody Allen: «el dinero no puede comprar la felicidad, pero sí un mejor tipo de miseria». Sin duda, otra gran intuición.

(3) Wolfers and Stevenson (2008), «Economic Growth and Subjective Well-Being: Reassessing the Easterlin Paradox», *Brooking Papers of Economic Activity*.

*Este recuadro ha sido elaborado por Marta Noguer
Departamento de Economía Internacional, Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

UNIÓN EUROPEA

El Consejo Europeo toma medidas para disipar la incertidumbre.

Aprueba un impuesto a la banca y anuncia la publicación de las pruebas de estrés...

...y la mejora de las normas de disciplina presupuestaria.

Zona del euro: reformas en marcha

Después de un mes de abril trufado de noticias de alto calado económico y político en la eurozona, el mes de mayo ha sido algo más tranquilo. Pero sólo algo más, pues la maquinaria política continúa a toda marcha para intentar encarrilar la recuperación económica y reducir la inestabilidad en los mercados.

Destacan sobre todo los acuerdos alcanzados en la reunión del Consejo Europeo. Los jefes de estado y de gobierno de los distintos países miembros pactaron la introducción de un nuevo impuesto al sector financiero, cuya recaudación será destinada a la creación de un fondo que permita afrontar futuras crisis financieras con más seguridad. Además, la propuesta se llevó a la reunión del G20 que se celebró en Toronto a finales de junio con el fin de convencer al resto de países de que sigan el mismo camino. Ello es de suma importancia, pues de no ser así podría hacer a la banca europea menos competitiva a nivel internacional.

El Consejo Europeo también acordó la publicación de los resultados de las pruebas de estrés que los bancos centrales de cada país están haciendo para los principales bancos. Ello tiene como objetivo atajar la creciente incertidumbre acerca de la solvencia del sistema financiero de algunos países de la Unión Europea (UE). En los tests de estrés se analiza la capacidad de resistencia de cada banco a un empeoramiento de las condiciones económicas. El anuncio de la publicación de los resultados de estos ejercicios ha sido interpretada como una muestra de la

salud del sistema financiero y, por lo tanto, se ha conseguido reducir el tono pesimista de las últimas semanas.

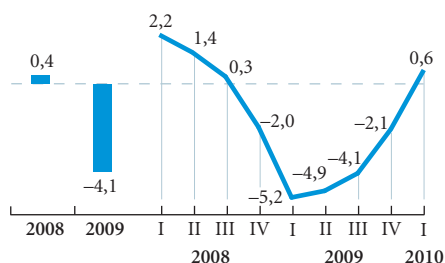
El último gran eje sobre el que se centró la reunión del Consejo Europeo fue la mejora de las normas de disciplina presupuestaria y de vigilancia macroeconómica de la eurozona. Los principales líderes europeos quieren asegurarse de que no se volverá a dudar de la capacidad de pago de la deuda pública de un Estado miembro de la Unión Europea en el futuro. Es por ello que también se está priorizando la introducción de reformas presupuestarias que aseguren la solvencia de las finanzas públicas en el corto plazo, aunque ello debilite la anhelada recuperación económica. Los países que más dudas habían generado –Grecia, Portugal y España– ya han presentado severos planes de ajuste fiscal y, de momento, la prima de riesgo de la deuda soberana se ha alejado del máximo alcanzado en el mes de mayo, si bien se mantiene todavía en niveles muy elevados.

Por lo que respecta a las noticias estrictamente relacionadas con la coyuntura económica, a lo largo del mes de mayo se publicó el desglose del producto interior bruto (PIB) de la eurozona por componentes. La oficina estadística europea, Eurostat, confirmó que el avance de la eurozona se quedó en un 0,2% intertrimestral en el primer trimestre, y aumentó en una décima el crecimiento estimado para el último trimestre de 2009 y lo situó en el 0,1%. De todas formas, aunque estas cifras hagan pensar que la recuperación está bien encarrilada, el desglose por componentes nos obliga a moderar el

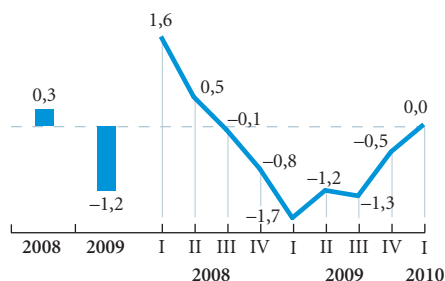
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

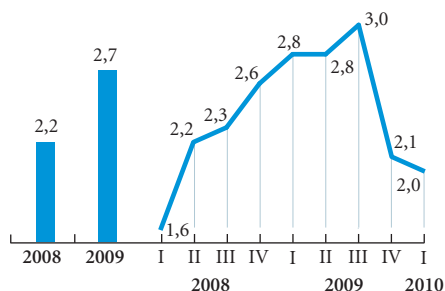
PIB



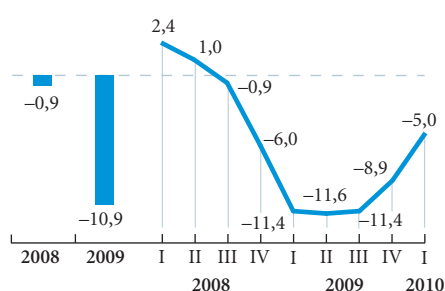
Consumo privado



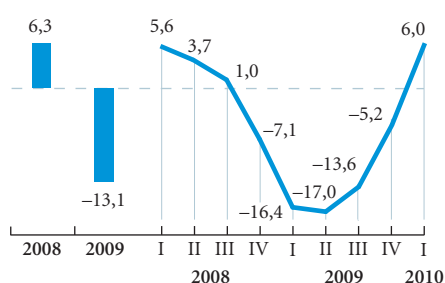
Consumo público



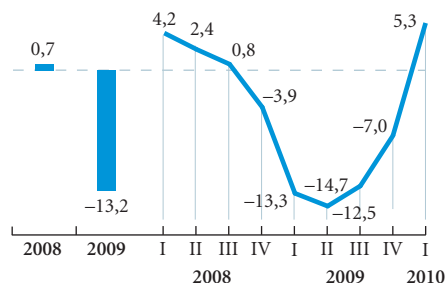
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

tono optimista. La razón es que las dos fuerzas que impulsaron el crecimiento del segundo trimestre fueron la acumulación de existencias y el alza del consumo público. El consumo privado volvió a retroceder una décima respecto al trimestre anterior y la tasa de variación interanual se muestra estancada. El ritmo de recuperación de la inversión tampoco es nada halagüeño. Éste retrocedió un 1,1% con respecto al trimestre anterior, por lo que la tasa de variación interanual se queda en el -5,0%.

Tanto la recuperación del consumo privado como la de la inversión están siendo muy lentas, pero siguen la pauta prevista en nuestro escenario de previsiones. Lo que sí sorprendió fue la evolución del sector exterior, que contribuyó negativamente al crecimiento del PIB.

El ritmo de recuperación de las exportaciones no cesó, pues éstas avanzaron un 2,5% en términos intertrimestrales, ocho décimas más que en el último trimestre de 2009. Pero las importaciones progresaron

Los componentes del PIB del primer trimestre muestran la debilidad de la recuperación.

La mejora del consumo privado sigue siendo muy lenta.

El avance de las exportaciones no cesa...

ron nada más y nada menos que un 4%, cerca de tres puntos porcentuales más que en el trimestre anterior.

El fuerte repunte de las importaciones se debe, en parte, a la recuperación de las existencias, por lo que creemos que el ritmo de avance se moderará ligeramente en los próximos trimestres, siguiendo un patrón de recuperación más similar al del consumo privado y la inversión. Por lo que a estos dos componentes se refiere, los indicadores avanzados siguen apuntando a que el segundo trimestre seguirá marcado por un tono bastante débil. En el mes de abril las ventas minoristas volvieron a anotar un importante retroceso, por lo que el consumo aún no parece haber iniciado un proceso de recuperación sólido. Los datos de confianza del consumidor apuntan en la misma dirección, visto el importante retroceso en el mes de mayo. Lo más preocupante, sin embargo, es que la confianza se está estabilizando en unos niveles muy bajos, lejos de valores compatibles con una expansión.

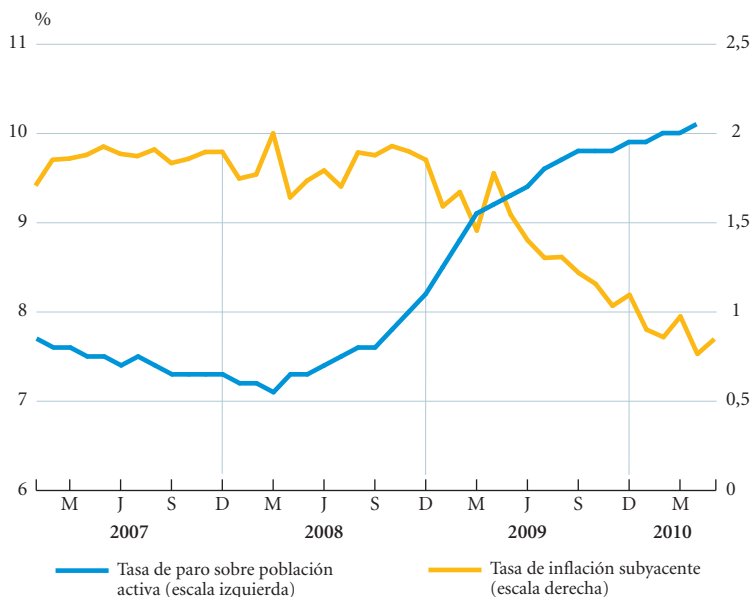
...pero las importaciones sorprenden al alza.

La evolución de los precios también refleja muy bien la debilidad de la demanda. El índice de precios de consumo (IPC) armonizado presenta una tendencia claramente positiva. En el mes de mayo la tasa de inflación se situó en el 1,6%, pero ello se debe, fundamentalmente, al repunte del componente energético. La evolución del índice subyacente, que representa mejor el estado de ánimo de la demanda, sigue dibujando una tendencia claramente bajista a pesar de que en el mes de mayo recuperó una décima y se situó en el 0,9%. El deterioro del mercado laboral, que sigue sin ofrecer buenas noticias, es sin duda alguna uno de los principales responsables. En el mes de abril la tasa de paro subió una décima y se situó en el 10,1%. Aunque es cierto que en los últimos meses el ritmo de deterioro se ha ralentizado notablemente, ésta aún no parece haber alcanzado el máximo.

Por lo que a la inversión se refiere, el ritmo de recuperación de la producción industrial sigue siendo excelente. En el mes de abril

LA DEBILIDAD DE LA DEMANDA SIGUE LASTRANDO LA RECUPERACIÓN

Indicadores de inflación y paro



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,4	-4,1	-4,9	-4,1	-2,1	0,6	-	...
Ventas al por menor	-0,7	-2,2	-2,6	-2,2	-0,9	0,3	-1,7	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-27,9	-21,4	-17,0	-16,8	-15,0	-17,8
Producción industrial	-1,7	...	-18,8	-14,6	-7,7	4,6	9,6	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	75,6	84,1	91,9	96,6	100,6	98,4
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	9,3	9,7	9,8	10,0	10,1	...
Precios de consumo	3,3	0,3	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,6
Balanza comercial (3)	-1,2	-14,1	-30,5	-5,0	15,1	27,0	29,2	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	1,3	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	111,0	112,1	113,8	108,8	106,1	102,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

la variación interanual alcanzó el 9,6%, un máximo histórico. De todas formas, la baja utilización de la capacidad productiva, que para el segundo trimestre se estima en el 75,5%, hará que ello no se traduzca inmediatamente en un aumento de la inversión. De hecho, no esperamos que ésta avance hasta el segundo semestre del año.

En definitiva, la trayectoria de fondo de la economía europea es buena. Además, es de esperar que la incertidumbre que la acechaba se vaya disipando en los próximos meses ya que, finalmente, los líderes europeos parece que han puesto en marcha la maquinaria para llevar a cabo las reformas necesarias.

Alemania presenta las directrices del ajuste presupuestario

Tras varios meses aconsejando una mayor austeridad fiscal a aquellos gobiernos con una elevada deuda pública, la canciller alemana Angela Merkel decidió dar ejemplo anunciando, a principios de junio, un

plan de ajuste presupuestario. Según las estimaciones del Gobierno germano, éste supondrá un ahorro para las arcas públicas cercano a 80.000 millones de euros entre 2011 y 2014, equivalente a poco más del 3% del PIB.

Este paquete afecta a la gran mayoría de partidas del gasto público, con la excepción de la educación y la investigación. Destacan los recortes del gasto social, con reducciones del subsidio de desempleo de larga duración y la desaparición de las ayudas por hijo a los que cobren el seguro de desempleo. Otras carteras afectadas son las de Infraestructuras y Defensa; en esta última se prevé una contracción del número de efectivos en 40.000 personas. En esta misma dirección se sitúan la reducción del salario de los funcionarios en un 2,5% en 2010 y la disminución, en 10.000, del número de empleados públicos durante los próximos cuatro años. Además, por el lado de los ingresos, figura la creación de nuevos impuestos sobre el tráfico aéreo, las centrales nucleares y las transacciones fiscales.

La mejora del índice de producción industrial sigue a buen ritmo.

El Gobierno alemán aprueba un plan de ahorro de 80.000 millones de euros...

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	1,0	-4,9	-5,8	-4,8	-2,2	1,5	-	...
Ventas al por menor	0,0	-2,3	-1,9	-2,5	-1,8	-0,1	...	...
Producción industrial	-0,1	-15,9	-19,2	-15,6	-8,5	5,3	13,2	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	84,7	89,9	93,5	96,5	101,6	101,5
Tasa de paro (**)	7,8	8,2	8,3	8,3	8,2	8,1	7,8	7,7
Precios de consumo	2,6	0,4	0,3	-0,3	0,4	0,7	1,0	1,2
Balanza comercial (***)	195,0	140,2	140,4	131,0	129,5	140,6	148,3	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

...que permitirá reducir el déficit público estructural hasta el 0,35% en 2016.

Estas medidas permitirán, según los cálculos del Gobierno, reducir progresivamente el déficit público hasta alcanzar el 3% en 2013 (más de dos puntos porcentuales inferior al previsto para 2010) y situar el déficit estructural alemán por debajo del 0,35% a partir de 2016, una exigencia recientemente incluida en la Constitución. Con ello, el Gobierno alemán ha querido marcar el rumbo que deben seguir sus homólogos europeos para sanear las deterioradas cuentas públicas de sus países, con el objetivo de reforzar la estabilidad de la economía europea.

Sin embargo, la aprobación de este paquete ha despertado muchos recelos fuera de las fronteras alemanas. Desde el país germano se critica el hecho de que la mayor parte de la carga recaiga sobre los más desfavorecidos, sin gravar específicamente las rentas más altas. Más duras han sido las opiniones surgidas en el resto de países europeos. Según éstas, el plan de austeridad desoye las peticiones de estimular la demanda interna germana, al mismo tiempo que dificultará la financiación de la deuda del resto de países europeos, poniendo en peligro el crecimiento de la economía europea.

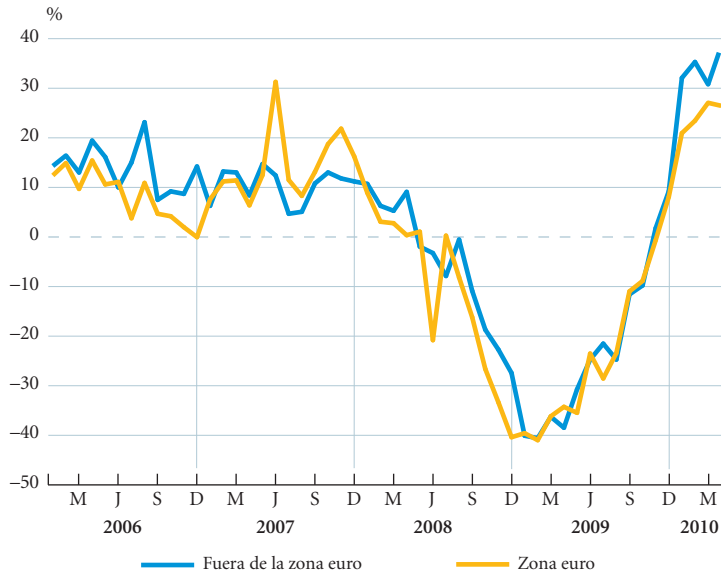
Por lo que respecta a la economía alemana, esta reducción del gasto público mantendrá la debilidad de la demanda interna. Según el desglose del PIB, ésta contribuyó negativamente, por tercera vez consecutiva, al crecimiento del primer trimestre de 2010. Además, el fuerte incremento de las importaciones en este mismo periodo provocó que las existencias se convirtieran en el principal factor de crecimiento. No obstante, se espera una importante recuperación de la economía en lo que queda de año, impulsada por la inversión y el sector exterior. Como consecuencia, el Bundesbank revisó medio punto al alza el crecimiento de 2010, elevándolo hasta el 1,9%.

El análisis de los indicadores de mayor frecuencia muestra una clara mejora de la actividad industrial en el mes de abril, con crecimientos intermensuales de la producción y los pedidos industriales del 0,9% y el 3,3% respectivamente. En este último caso destaca, como se aprecia en el gráfico siguiente, la fuerte recuperación de los pedidos de fuera de la zona del euro, fruto del crecimiento de los países emergentes y de la depreciación de la divisa comunitaria. Como consecuencia, el índice IFO de sentimiento económico y la

El Bundesbank revisa las previsiones de crecimiento de 2010 hasta el 1,9%.

LOS PEDIDOS INDUSTRIALES DE FUERA DE LA ZONA DEL EURO IMPULSAN LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL

Variación interanual del índice de pedidos industriales según origen



FUENTE: Instituto de Estadística alemán.

utilización de la capacidad productiva alcanzaron, en el segundo trimestre del año, niveles que permiten prever el repunte de la inversión en este periodo.

Al mismo tiempo, la debilidad mostrada por el euro en los últimos meses facilitó un nuevo crecimiento de las exportaciones alemanas que, en abril, aumentaron un 19,3% respecto al mismo mes del año anterior. Fue el comercio con los países de fuera la zona del euro el que impulsó las exportaciones, con un crecimiento del 31,6% en este periodo. Como consecuencia, el saldo comercial de abril aumentó en un 40,1% respecto al del mismo mes de 2009.

Esta fortaleza de la demanda exterior contrasta con la debilidad del consumo privado alemán. Así, a pesar de la mejora paulatina de la tasa de paro, que en mayo se situó sólo una décima por encima del mínimo alcanzado en el último periodo de expansión (7,7%), las ventas minoristas se redujeron un 0,5% intermensual en abril. Un dato que, junto con el deterioro

de la confianza del consumidor en mayo, no permite atisbar la recuperación del consumo a corto plazo.

Ante este escenario, será necesario esperar a conocer los resultados del segundo trimestre para determinar si el crecimiento previsto por el Bundesbank podrá ser alcanzado por la economía alemana. Hecho que, en caso de producirse, aliviaría el desgaste político sufrido por el Gobierno de coalición alemán desde su formación, en octubre de 2009.

Francia anuncia un plan de saneamiento de las finanzas públicas

Siguiendo la tónica de ahorro de los gobiernos europeos, el primer ministro francés, François Fillon, anunció el pasado día 12 de junio la reducción del déficit de 100.000 millones de euros en tres años. El Gobierno galo pretende con esta medida que el déficit pase del 8% del PIB al 3% en el año 2013. Así pues, el saneamiento

El consumo privado se mantiene débil.

Francia reducirá 45.000 millones de gasto público en tres años.

El Gobierno propone elevar de 60 a 62 años la edad de jubilación.

de las finanzas públicas toma más protagonismo en el proceso de reactivación de la economía francesa.

El plan busca que ambas partidas, la del gasto y la de los ingresos, contribuyan a la par. De este modo, se planea la reducción de 45.000 millones del gasto público además de la anulación de exenciones fiscales por una cuantía de 5.000 millones.

En cuanto a los gastos en Seguridad Social, destaca el proyecto de ley de la reforma del sistema de pensiones, que será presentada el próximo 13 de julio al Consejo de Ministros. Su principal punto es la elevación progresiva de la edad de jubilación de 60 a 62 años en 2018. La propuesta también aumenta en dos años la edad de jubilación en otros grupos que cuentan con una edad legal menor y acerca las condiciones entre asalariados y funcionarios. Asimismo, el Gobierno propone incrementar un 1% el tipo impositivo de las rentas altas para financiar el sistema de pensiones. Para controlar la partida en Seguridad Social también se fija que el aumento del gasto en sanidad no supere el 3% en 2010 y disminuya progresivamente hasta el 2,7% en 2013.

Por otro lado, el Estado estima ingresar 35.000 millones más provenientes de la

mejora económica y 15.000 de la retirada de las medidas de reactivación. No obstante, estos cálculos incorporan una tasa de crecimiento optimista del PIB, del 2,5% anual en el periodo 2011-2013, por lo que es posible que el monto ingresado acabe siendo menor. Ello, junto con el hecho de que las estimaciones utilizan un tipo de interés relativamente bajo, pone en duda que el déficit se sitúe finalmente en el 3% en 2013. Por tanto, los planes de ajuste del Gobierno francés requieren que la recuperación se consolide y, si bien la mayoría de los datos apuntan en esa dirección, existen algunos factores que pueden ralentizar el proceso.

Desde la perspectiva de la oferta, el conjunto de indicadores adelantados indica que la reactivación económica continúa, aunque a ritmo moderado. Tras tres meses de subidas, la producción industrial retrocedió un 0,3% en abril, situando la tasa de incremento interanual en el 7,9%. No obstante, los resultados de las encuestas empresariales en mayo son por lo general optimistas y, por tanto, se estima que la producción retome la senda de crecimiento. Así, el indicador del sentimiento económico de la industria manufacturera del INSEE avanzó un punto, acercándose a su promedio de largo plazo. Por su parte, el índice del clima de negocio del sector de

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,1	-2,5	-3,2	-2,6	-0,4	1,2	-	...
Consumo de los hogares	-0,3	0,8	-0,1	0,2	4,1	1,8	1,1	1,9
Producción industrial	-2,4	-12,0	-15,5	-11,5	-4,7	4,5	7,9	...
Tasa de paro (*)	7,8	9,5	9,4	9,7	9,9	10,0	10,1	...
Precios de consumo	2,8	0,1	-0,2	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,6
Balanza comercial (**)	-50,2	-48,7	-52,8	-45,0	-41,3	-42,0	-42,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

servicios del Banco de Francia aumentó dos puntos, aunque el equivalente para el negocio industrial se redujo un punto.

A pesar de la moderación en el consumo, tanto el privado como el público, las ventas al exterior pueden dar algo de respiro a la demanda. En este sentido, las exportaciones aumentaron un 1% en el mes de abril y se situaron en el 17,6% interanual, una tasa dos puntos superior a la de las importaciones.

Finalmente, se espera que la demanda reciba un impulso por parte de la inversión, ya que los empresarios entrevistados en mayo así lo manifiestan. A este proceso puede que contribuya la reforma del impuesto sobre la actividad local (*taxe professionnelle*), efectiva a partir de enero de 2010. De hecho, el primer ministro remarcó también en el citado discurso que el otro objetivo principal del Gobierno a fin de garantizar una recuperación sólida era el estímulo de las inversiones.

Italia se suma a los planes de austeridad

Italia volvió, en el primer trimestre de 2010, a la senda del crecimiento, con un incremento del PIB del 0,4% intertrimes-

tral generado por el sector exterior y la inversión. Esta recuperación puso punto y final a un año 2009 en el que la economía italiana registró un fuerte deterioro, del 5,1%. A pesar de ello y del hecho de poseer uno de los mayores endeudamientos públicos, el país transalpino se vio menos afectado que otros del sur de Europa por la crisis de la deuda soberana. Ello, sin embargo, no pudo evitar que Italia tuviera que añadirse a los principales países europeos y presentar, en la última semana de mayo, un paquete de ajuste presupuestario estimado en 24.000 millones de euros entre 2011 y 2012.

La mayoría de iniciativas recogidas en este plan se basan en la reducción del gasto público. Entre ellas destacan la contratación de menos funcionarios en el sector público y la congelación del sueldo de los funcionarios durante tres años, la disminución de los fondos para los gobiernos locales, la reducción del gasto farmacéutico, el retraso de la edad de jubilación y la lucha contra la evasión fiscal. Su aplicación significaría, según los cálculos del Gobierno, situar el déficit público en el 2,7% del PIB en 2012, más de dos puntos porcentuales por debajo del esperado para 2010.

Sin embargo, existe el riesgo de que una implementación demasiado temprana de

Las exportaciones crecen un 1% en abril.

Italia anuncia recortes de gasto por valor de 24.000 millones de euros.

Una implementación demasiado temprana puede debilitar la economía

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	-1,3	-5,1	-6,1	-4,7	-2,8	0,5	-	...
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-1,8	-1,8	-0,6	-0,4	...	...
Producción industrial	-3,8	-18,2	-23,1	-17,4	-9,2	3,1	7,8	...
Tasa de paro (*)	6,7	7,7	7,6	7,9	8,2	...	-	...
Precios de consumo	3,3	0,8	0,8	0,1	0,7	1,3	1,5	1,4
Balanza comercial (**)	-10,0	-9,9	-11,7	-8,7	-6,0	-6,9	-9,2	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

(**) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

La actividad industrial se recupera en Italia.

las medidas de ajuste presupuestario pudiera debilitar la incipiente recuperación de la economía italiana, situándola de nuevo en tasas de crecimiento cercanas a cero.

El análisis de los datos disponibles en el segundo trimestre del año muestra distintas tendencias entre los indicadores de demanda y los de oferta. De los primeros se desprende la debilidad del consumo privado. Así, la tasa de paro volvió a crecer en abril igualando, según las estimaciones del Instituto de Estadística italiano, los niveles alcanzados en 2001. Este dato podría haber influido en la recaída a niveles de 2009 de la confianza del consumidor en mayo debido, principalmente, al pesimismo de las expectativas futuras. Solamente la demanda externa mostró signos de crecimiento, con un aumento interanual de las exportaciones en abril del 15,2%. Ello, sin embargo, no bastó para generar superávit de la balanza comercial, debido al mayor aumento de las importaciones, del 18,3% en el mismo periodo.

Por lo tanto, parece que será la actividad industrial la que tomará las riendas del crecimiento económico durante este

periodo. En esta línea se sitúa el crecimiento interanual de la producción industrial de abril, del 7,8%. Asimismo, la confianza industrial de mayo volvió a mejorar por noveno mes consecutivo, lo que permite pronosticar un nuevo crecimiento de la inversión en el segundo trimestre.

El Reino Unido presenta su plan de austeridad

El Gobierno británico anunció el pasado 22 de junio su nuevo proyecto de presupuestos generales, que contempla el ajuste del déficit público en los próximos cinco años. Este plan busca aumentar la credibilidad en el cumplimiento de las finanzas públicas, y por ello incorpora como objetivo que la ratio de la deuda sobre el PIB disminuya antes del ejercicio fiscal de 2015-2016. También entró en funcionamiento el Office for Budget Responsibility, un organismo independiente encargado de realizar las previsiones de la economía sobre las cuales se basan los presupuestos.

En su proyecto, el Gobierno se compromete a reducir el déficit del 11% del PIB

El IVA subirá del 17,5 al 20% en 2011 en el Reino Unido.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB	0,5	-4,9	-5,9	-5,3	-3,1	-0,2	-	...
Ventas al por menor	2,2	1,4	0,2	2,5	3,0	0,5	1,3	2,2
Producción industrial	-3,1	-10,5	-12,0	-10,9	-6,1	0,5	2,1	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,7	4,9	5,0	4,9	4,7	4,6
Precios de consumo	3,6	2,1	2,1	1,5	2,1	3,2	3,7	3,4
Balanza comercial (2)	-93,7	-86,7	-88,7	-84,0	-82,2	-82,4	-82,8	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	1,4	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	77,0	83,7	79,0	80,4	78,2	79,1

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

(2) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

(3) Promedio del periodo.

(4) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

actual al 1,1% en cinco años, lo que situaría la deuda en porcentaje del PIB en el 67,4% al final de este periodo. Se piensa lograr este objetivo mediante un ajuste presupuestario anual de 40.000 millones de libras anuales. Siguiendo la regla 80:20 defendida por los *tories*, un 77% de esta cantidad se conseguirá mediante reducciones de gasto público, y el resto con subidas de impuestos.

Entre las medidas para reducir el gasto destacan la congelación de los salarios durante dos años de los funcionarios que ganan más de 21.000 libras y el recorte de 11.000 millones en subsidios a las familias con niños, la adquisición de vivienda o los pagos por invalidez. En cuanto a los ingresos, se incrementará el IVA del 17,5% al 20% en enero de 2011. En esta misma fecha, también entrará en vigor una tasa bancaria aplicable a entidades financieras que operen en el Reino Unido, ya sean nacionales o extranjeras, y cuyo pasivo supere los 20.000 millones de libras sin incluir los depósitos minoristas y el capital TIER 1. La tasa propuesta será del 0,04% en 2011 y del 0,07% en 2012. Por otro lado, con el fin de incentivar la iniciativa empresarial, otros gravámenes bajarán, como el Impuesto sobre Sociedades, que pasará del 28% al 24% en cuatro años.

Estas cuentas se han elaborado bajo el supuesto de que la actividad económica del Reino Unido crecerá menos que lo establecido en los presupuestos del anterior Gobierno. En particular, el Office for Budget Responsibility estima que el PIB aumentará un 1,2% este año, un 2,3% el próximo, y un 2,8%, 2,9% y 2,7% en los próximos tres años.

Por lo que respecta a la economía británica, las variables de oferta mostraron por lo general cierta mejoría. Si bien la producción industrial bajó un 0,3% en el mes de abril, moderando su incremento interanual hasta el 2,1%, las encuestas de

confianza industrial experimentaron un fuerte repunte en mayo.

Por otro lado, la demanda avanza, aunque paulatinamente, en gran parte gracias a un consumo de las familias que mantiene el buen tono. A pesar de que la confianza del consumidor descendió en mayo, las ventas minoristas aumentaron un 0,6% ese mes, situando la tasa de crecimiento interanual en el 2,2%. El hecho de que el mercado laboral muestre también señales de recuperación crea buenas expectativas para la evolución del consumo privado. Así, el paro registrado del mes de mayo se redujo en más de 30.000 personas y acumula así cuatro meses de descensos.

Por último, la inflación cede cuatro décimas, hasta el 3,3%. También se corrige dos décimas la inflación subyacente, situándose en el 3,0%. Si bien el aumento de los precios se mantiene a un nivel bastante superior al objetivo del Banco de Inglaterra de estabilidad de precios, se espera que haya alcanzado su valor más elevado y que disminuya de forma gradual a un nivel ligeramente inferior al de principios de 2010.

Europa emergente: Hungría, ¿el eslabón débil de la región?

«Está claro que la economía está en una situación muy grave». Esta declaración, realizada el pasado 4 de junio por Péter Szijjártó, portavoz del Gobierno húngaro, junto con otras afirmaciones sobre la posibilidad de impago de la deuda soberana y las dudas sobre la veracidad de las cifras del sector público, sepultaron al florín en sus mínimos en un año, dispararon el riesgo-país en grado extremo, afectaron a la bolsa (de Budapest y de muchas plazas europeas) y debilitaron a la moneda única. En determinados circuitos financieros se empezó a percibir a Hungría como «la nueva Grecia». Se venía de unos días con

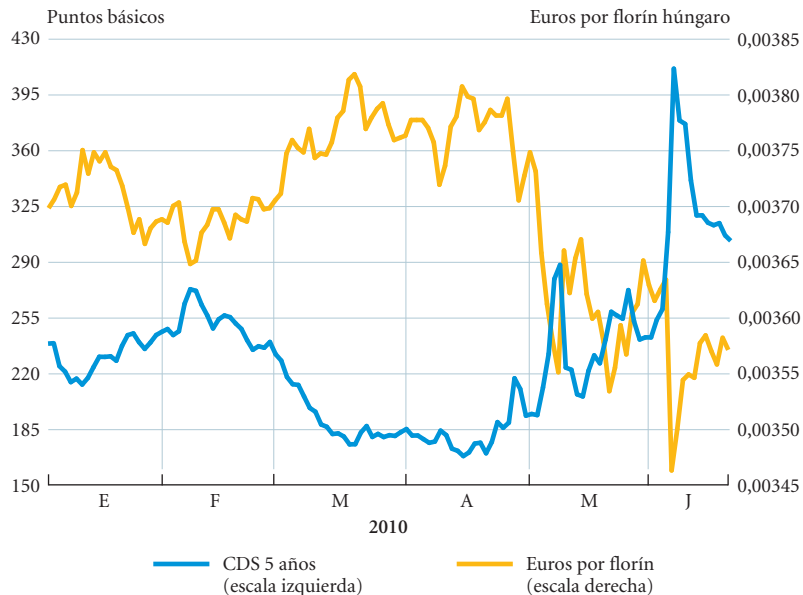
El Office for Budget Responsibility estima que el PIB aumentará un 1,2% en 2010.

Finalmente la inflación retrocede cuatro décimas, hasta el 3,3%.

El Gobierno húngaro dispara las alarmas al comparar su situación presupuestaria con la de Grecia...

EN HUNGRÍA, CAMINO DE IDA Y (CASI DE) VUELTA EN MATERIA DE INCERTIDUMBRE

Valor



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

...aunque el desmentido posterior y la adopción de un programa de ajuste adicional tranquilizan a los inversores.

los mercados financieros exhibiendo una confianza en el Gobierno un tanto mermada, ya que el primer ministro, Viktor Orbán, claro vencedor de las elecciones del pasado mes de abril, había sondeado infructuosamente a la Comisión Europea sobre la posibilidad de relajar el objetivo de déficit público para 2010 aprobado en el Programa de Estabilidad y Crecimiento, equivalente al 3,8% del PIB.

Tras el castigo financiero, y con los mercados cerrados, Mihály Varga, jefe de gabinete de Orbán y antiguo ministro de finanzas, afirmó el 5 de junio que los comentarios de días anteriores habían sido desafortunados y que el Gobierno mantendría su objetivo presupuestario. A lo largo de la semana, el Gobierno concretaría este compromiso fiscal. Las medidas finalmente anunciadas incluían la reducción del gasto público (fundamentalmente mediante una rebaja del sueldo de los funcionarios) y un aumento global de la fiscalidad (resultado de combinar un futuro tipo único del 16% sobre la renta

de las personas físicas y la aplicación de una tasa temporal sobre la actividad bancaria). Desde entonces, la tendencia de fondo ha sido a revertir el fuerte deterioro de los primeros días de junio, si bien sin llegar a compensar plenamente el daño.

Al final, ¿todo fue una tormenta (financiera) en un vaso (político)? La respuesta es que no totalmente. Los datos de liquidación presupuestaria hasta abril indican que las previsiones de déficit público para 2010 (el anteriormente mencionado 3,8%) son a todas luces optimistas. El Gobierno, tras contabilizar una serie de gastos vinculados a empresas públicas y entidades locales, ha reconocido un déficit adicional del orden del 1% del PIB. Se trata de una cifra coherente, que en parte se daba por descontada. Así, por ejemplo, la propia Comisión Europea, en sus previsiones de primavera, manejaba una cifra del déficit público del 4,1%. Con todo, las medidas de ajuste adicional anunciadas por Viktor Orbán equivalen, según estimaciones del propio ejecutivo, a un

La situación presupuestaria no es alarmante, aunque el déficit público en 2010 superará el objetivo oficial del 3,8% del PIB.

1%-1,5% del PIB. Ello permitiría absorber el déficit adicional ahora conocido.

Las cifras presupuestarias ofrecen, de hecho, más información relevante. De entrada, confirman que tras tres años (de 2007 a 2009) de estabilización de los gastos en el 50% del PIB, la presunción contenida en el Programa de Estabilidad de que podrán rebajarse en un punto adicional en 2010 y dos más en 2011 es poco verosímil. Pero, en sentido contrario, la evolución de los ingresos puede ser mejor de la prevista. Las cifras de actividad muestran una economía que se recupera dinámicamente de la fuerte recesión de 2009. En el primer trimestre, el PIB avanzó un 0,9% intertrimestral, en claro reflejo de una notable expansión. Los distintos indicadores del segundo trimestre tienden a ratificar que la actividad va a más, especialmente de la mano del buen comportamiento exportador. Ello va a permitir que, con toda probabilidad, el crecimiento en 2010 sea mejor de lo previsto y, con él, la recaudación fiscal. Todo esto en un contexto de deuda pública no excesiva, del orden del 80% del PIB, si se cumplen las previsiones para 2010 y 2011.

Vista esta situación, ¿existe un riesgo de financiación extremo? En nuestra opinión, no. Según las cifras disponibles, los vencimientos de deuda soberana en 2010 ascienden al equivalente de un 10,3% del PIB, lo que sumado a un déficit público que se podría situar en la zona del 5% del PIB arroja una necesidad de financiación pública en torno al 15% del PIB. Las previsiones gubernamentales manejan unas emisiones equivalentes al 12% del PIB, lo que implicaría que el desfase financiero sería del orden del 3% del PIB. Dado que

Hungría tiene comprometida asistencia financiera internacional (Fondo Monetario Internacional y Unión Europea, fundamentalmente) por un montante equivalente al 6% del PIB en 2010, el margen de seguridad, de un 3% del PIB, debería ser suficiente para retener la confianza de los inversores.

Con estas cifras en la mano se puede argumentar convincentemente que Hungría no es Grecia. Más bien, Grecia puede ser Hungría si la economía helénica supera los escollos de los próximos años. No en vano, Hungría empezó a ajustar fuertemente su situación presupuestaria en 2006, ejercicio en el cual el déficit público ascendió al 9,3% del PIB. En un año dicho desequilibrio se situó en el 4,9%, para después caer en 2008 al 3,8%. Incluso en presencia de la peor recesión en prácticamente dos décadas, el déficit público sólo alcanzó el 4,0% en 2009.

En definitiva, el episodio húngaro es un recordatorio de lo difícil que es gestionar la comunicación política cuando los dos destinatarios principales de la misma, ciudadanía y mercados, se encuentran en estado de fuerte incertidumbre y elevada sensibilidad. Nunca es sencillo combinar la mentalización de la ciudadanía (objetivo que a veces requiere de elevar el tono a fin de resaltar los peligros de la inacción política) con la confianza de los inversores, siempre renuentes a cambios imprevistos de trayectoria y a anuncios estridentes que rompan esquemas anteriores. Los políticos húngaros tuvieron dificultades para lidiar con la comunicación, pero hay que reconocer que, tras errores de forma y de fondo, la situación se ha reconducido.

Existe suficiente margen de seguridad para garantizar la financiación del déficit público y de los vencimientos de deuda del presente año.

La situación magiar es radicalmente distinta a la de Grecia...

El problema húngaro ha sido, en todo caso, de gestión de la comunicación con ciudadanía e inversores.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La inestabilidad marca la tónica de los mercados financieros internacionales

Inestabilidad continuó siendo la tónica dominante en los mercados financieros internacionales durante las últimas semanas, con una incipiente, pero esperanzadora, mejoría en la segunda quincena de junio. Claramente, el principal foco de tensión se ha situado en la crisis de deuda soberana en la eurozona, pero también han contribuido factores como las sorpresas negativas en algunos indicadores de actividad económica en Estados Unidos, la perspectiva de endurecimiento de la política monetaria en diversos países emergentes, y el incesante, en ocasiones confuso, flujo de noticias respecto a la reforma de la regulación financiera.

El Banco Central Europeo (BCE) ha asumido un rol importante en la tarea de atajar la crisis de la deuda, modificando la secuencia de su «estrategia de salida» y poniendo en marcha un emblemático programa de compra de bonos públicos y privados. La Reserva Federal (Fed) ha contribuido a la labor del BCE con la reinstauración de las líneas *swap* para proporcionar liquidez en dólares a los bancos europeos, a la vez que ha moderado las declaraciones relacionadas con la política monetaria. Estas actuaciones han permitido evitar una crisis de alcance sistémico en el mercado interbancario, si bien son remarcables las disfunciones existentes en algunos segmentos de dicho mercado. Así mismo, las medidas adoptadas tanto por las instancias europeas (entre las que destaca la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización) como por los estados miembros (en especial los ambiciosos

programas de consolidación presupuestaria) parecen estar contribuyendo a contener el alcance de la crisis.

Pero los riesgos son todavía considerables, y será clave a partir de ahora la determinación y firmeza que las autoridades muestren en la aplicación de las múltiples medidas de política económica anunciadas y, en buena parte dependiente de ello, la recuperación de un clima de suficiente confianza por parte de los agentes privados e inversores internacionales. Una satisfactoria evolución en estos frentes tendría a los mercados de bonos corporativos y de acciones como grandes beneficiados, de manera que podrían reanudar la tendencia alcista sobre la base de unos fundamentos que siguen siendo favorables. Sin embargo, las perspectivas del euro, duramente castigado durante los últimos meses, no parecen ofrecer un excesivo potencial más allá de una eventual recuperación técnica si desaparece el temor al escenario extremo de desintegración de la eurozona, por cuanto la combinación de políticas fiscal y monetaria en la región apunta a un nivel reducido de los tipos de interés por largo tiempo, al menos en relación con los de Estados Unidos.

El BCE y la Fed se muestran flexibles ante la incertidumbre

En la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del BCE —donde se decidió mantener el tipo oficial en el 1,0%—, Trichet mantuvo un tono neutral respecto a la política monetaria para conservar plena flexibilidad en un contexto de «incertidumbre inusualmen-

El Banco Central Europeo y la Unión Europea evitan una crisis sistémica.

A pesar de las importantes medidas adoptadas a nivel europeo, los riesgos continúan siendo considerables.

El BCE mantiene el tipo de interés oficial en el 1%.

te elevada». Además, y como se esperaba, Trichet no proporcionó detalles acerca de la nacionalidad de la deuda ni de la cuantía total final del programa de adquisición de bonos de gobiernos. De todas formas, la institución publicó que, hasta el día 11 de junio, había acumulado 47.000 millones de euros en bonos soberanos. La importancia de este programa se puede observar en el comunicado del BCE, ya que el párrafo referido a la política monetaria se abre con una mención explícita a la «estabilidad financiera», para luego justificar que el programa es totalmente consistente con el mandato de la institución. Sin duda, las medidas tomadas están siendo cruciales para que la crisis de deuda no alcance una dimensión sistémica.

En el apartado de provisión de liquidez a los mercados bancarios, Trichet resaltó tres puntos. En primer lugar, hizo referencia explícita a la «ausencia de perfecto funcionamiento» en los mercados monetarios, situación que observaban en la elevada demanda de liquidez y, por otro lado, en el incremento del uso de la facilidad de depósito. En segundo lugar, consideró que el hecho de que la línea de liquidez en dólares no se esté usando es un síntoma de que la situación no es tan aguda como en 2008. Por último, confirmó que se tomó por unanimidad la decisión de mantener las condiciones de adjudicación total y tipo fijo del 1,0% para las subastas a tres meses que se realizarán el 28 de julio, el 25 de agosto y el 29 de septiembre.

En el apartado macroeconómico, se presentaron las previsiones del *staff* del BCE. El rango de crecimiento esperado para 2010 fue revisado al alza hasta el 0,7%-1,3%, reflejando principalmente las perspectivas de mejoría en la demanda interna. En referencia a la previsión de inflación, la institución también incrementó su rango hasta el 1,4%-2,2%, para

incorporar el alza de los precios de las materias primas, amplificada por la depreciación del euro. Además, el BCE no descarta que en la segunda mitad del año se produzcan incrementos adicionales en la inflación.

En Estados Unidos, la Fed mantiene el rumbo de su política monetaria convencional y no convencional, aunque, como afirmó el gobernador Ben Bernanke, se mantiene muy atenta a la evolución de los acontecimientos que se desarrollan en Europa.

En el apartado de política monetaria convencional no hay cambios ni en el nivel del tipo director –que se mantiene en el 0,25%– ni en el lenguaje del comunicado. Respecto a la política no convencional, la Fed comenzó con la primera de las tres operaciones que realizará para comprobar el funcionamiento de los depósitos a plazo, una de las herramientas que empleará cuando decida drenar las reservas excedentarias del sistema financiero. Así, el 14 de junio el Banco Central subastó 1.152 millones de dólares en depósitos a 14 días de plazo y a un tipo de interés del 0,27%. La segunda subasta de depósitos se realizará el día 1 de julio y el vencimiento será de 28 días. Finalmente, el 12 de julio tendrá lugar la última subasta de depósitos y contará con un plazo de 84 días.

El contrapunto a la laxitud monetaria adoptada por el BCE y la Fed lo ponen las autoridades monetarias de algunas economías emergentes y de países estrechamente dependientes de éstas. Así, a lo largo del mes de junio, observamos como el Banco Central do Brasil, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el Banco de la República de Perú y el Banco Central de Canadá han incrementado sus tipos oficiales hasta el 10,25% (+75pb), el 2,75% (+25pb), 1,75% (+25pb) y el 0,5% (+25pb), respectivamente. (Cien puntos básicos, bp,

El BCE mantiene la flexibilidad para poder actuar con soltura en un entorno de elevada incertidumbre.

Trichet confirma que el banco emisor concederá toda la liquidez necesaria.

La Fed modera su tono en tipos, pero sigue ajustando las herramientas que usará cuando llegue el momento de drenar las reservas excedentarias.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euribor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2009									
Junio	1,00	1,10	1,50	0,25	0,60	0,46	0,50	1,19	0,33
Julio	1,00	0,89	1,36	0,25	0,48	0,41	0,50	0,89	0,41
Agosto	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30
Septiembre	1,00	0,75	1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31
Octubre	1,00	0,72	1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34
Noviembre	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32
Diciembre	1,00	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
2010									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrero	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Marzo	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio (1)	1,00	0,73	1,29	0,25	0,54	0,24	0,50	0,73	0,19

NOTAS: (1) Día 18.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%).

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El BCE seguirá apoyando el sistema financiero para impedir tensiones en la financiación del sector bancario.

es un 1%). Estos países comparten la necesidad de acomodar la política monetaria a la buena marcha de las economías y evitar así que se produzcan tensiones inflacionistas.

A ambos lados del Atlántico, el volumen de la operativa interbancaria sigue siendo muy bajo, razón por la cual los niveles de los tipos interbancarios no reflejan adecuadamente las tensiones que aún subyacen en el sistema financiero global. La curva interbancaria estadounidense ha subido en torno a 7 puntos básicos en promedio y su pendiente (diferencia entre el tipo a 12 meses y el a 1 mes) se ha incrementado en 5 puntos básicos. Por el contrario, la curva interbancaria de la eurozona continúa registrando subidas muy

modestas en torno a los 2 puntos básicos en promedio.

Mercados de deuda pública: se evita el riesgo sistémico

El mes de junio se inició con una fuerte aversión al riesgo, reflejada en un aumento de la volatilidad que afectó de forma intensa a los mercados de deuda pública europeos. La desconfianza de los inversores se tradujo en una notable presión sobre las rentabilidades exigidas a la deuda pública de varios países del sur de la eurozona. Ante este panorama, la Unión Europea tomó una serie de medidas urgentes, entre las que destaca la concreción de los detalles de la Facilidad Europea

Las medidas implementadas en Europa evitan el colapso en el mercado de deuda pública.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, final del periodo, en porcentaje anual

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2009								
Junio	3,39	3,73	4,13	4,43	3,53	1,36	3,69	2,32
Julio	3,30	3,57	3,85	4,16	3,48	1,42	3,80	1,97
Agosto	3,26	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Septiembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Noviembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
2010								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	3,40	3,86	4,00	3,61	1,31	4,03	1,90
Marzo	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio (*)	2,71	3,14	4,76	4,01	3,29	1,23	3,53	1,56

NOTA: (*) Día 17.

FUENTE: Bloomberg.

para la Estabilización Financiera, que es la piedra angular del programa bautizado como «Mecanismo Europeo de Estabilización», aprobado en mayo por un total de 750.000 millones de euros.

Adicionalmente, el ECOFIN aprobó reforzar la oficina estadística, Eurostat, para que pueda auditar las estadísticas oficiales de los Estados miembros. Por otra parte, a partir de ahora la Unión Europea revisará los presupuestos de los diferentes países que forman parte de la Unión Europea, examinando las principales hipótesis que sostienen las cuentas públicas, como las previsiones de crecimiento, inflación y los principales agregados de los mismos. Todas las medidas anteriores, conjuntamente con las puestas en marcha por el BCE, han reconducido la situación y han evitado el riesgo de ruptura en la eurozona, reduciendo la aversión al riesgo de los inversores.

Como puede observarse en la tabla anterior, durante los meses de mayo y junio

los inversores se refugiaron en la deuda pública de máxima calidad crediticia, en concreto de Alemania y de Estados Unidos. La fuerte demanda elevó los precios e hizo caer las rentabilidades de estos activos. En la eurozona, los diferenciales de la deuda pública del bono español con vencimiento a 10 años y el bono alemán alcanzaron los 220 puntos básicos. Pero a mediados de junio parece haber empezado un tentativo destensionamiento gracias a las medidas anteriormente comentadas. Éstas han sido fundamentales para que los países periféricos de la eurozona hayan podido emitir deuda pública en el mercado primario, que ha sido acogida razonablemente bien por parte de los inversores, aunque han tenido que ofrecer rentabilidades más altas, acordes con las cotizadas en los mercados secundarios de deuda pública. Pero lo importante es que los Estados han podido colocar a través de los mercados primarios las cantidades que necesitan para renovar los vencimientos de la deu-

Los inversores se refugian en la deuda pública de Alemania y Estados Unidos.

Los Tesoros de los países periféricos han tenido que ofrecer rentabilidades más altas en las colocaciones de deuda pública.

A medida que las actuaciones económicas vayan mostrando su eficacia deberían reducirse los diferenciales entre Alemania y la periferia.

da pública y financiar los elevados déficits públicos.

En Estados Unidos, los datos de reducción del déficit público han sido un balón de oxígeno para el comportamiento de su deuda soberana, que también se ha visto beneficiada por el efecto refugio durante estos meses de aumento de la aversión al riesgo. De momento, la deuda pública de Estados Unidos sigue contando con la confianza de los inversores internacionales, pero el riesgo de crisis todavía no puede darse totalmente por eliminado y sería aconsejable que el Gobierno realice los deberes para reconducir progresivamente el ingente déficit fiscal.

A medio plazo, la implementación de las medidas de política económica aprobadas por las diferentes instituciones gubernamentales debería reconducir la situación y corregir la ampliación de los diferenciales

de tipos de interés que han experimentado aquellos países que han sido percibidos como más vulnerables al riesgo de impago.

El dólar se toma un descanso

La cotización del euro contra el dólar aceleró su tendencia de depreciación durante el mes de mayo y principios de junio, perforando incluso el nivel psicológico de 1,20, pues el 7 de junio un euro se cambiaba por sólo 1,19 dólares. Este movimiento reflejó la crisis de la deuda soberana en la eurozona. Pero a partir de la segunda semana de junio el euro consiguió recuperar la cota de 1,24 dólares por euro gracias a dos factores. El primer motivo fue la oferta de dólares a disposición de los bancos comerciales europeos, a través del mecanismo de préstamos por parte del BCE en función de la línea *swap* con la Fed. El segundo factor ha sido la elimina-

El euro se recupera tras la fuerte depreciación contra el dólar.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

17-06-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	91,3	-1,4	-1,9	-4,9
Libra esterlina	0,675	2,3	-9,1	-10,7
Franco suizo	1,113	-1,6	7,0	3,0
Dólar canadiense	1,023	-0,9	-3,0	-10,6
Peso mexicano	12,551	-0,4	-4,3	-6,9
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,239	0,0	13,5	11,1
Yen japonés	113,1	-1,4	-17,7	-18,0
Franco suizo	1,379	-1,7	-7,6	-9,2
Libra esterlina	0,836	-2,4	-6,0	-1,7
Corona sueca	9,588	0,3	-7,0	-14,1
Corona danesa	7,439	0,0	0,0	-0,1
Zloty polaco	4,070	1,2	-0,7	-11,3
Corona checa	25,74	0,8	-2,7	-3,8
Forint húngaro	279,1	0,5	3,1	-1,1

NOTA: (*) Un signo positivo indica una apreciación del dólar (primer grupo) o del euro (segundo grupo).
FUENTE: Bloomberg.

ción en el debate económico de un escenario que implique la desaparición del euro. Escenario que, tras las medidas implementadas por parte de la Unión Europea, parece descartable.

Este movimiento de corrección de la fuerte depreciación experimentada por el euro contra el dólar desde diciembre del año pasado puede mantenerse en las próximas semanas. Pero, a medio plazo, el diferencial de tipos de interés entre los Estados Unidos y la eurozona debería favorecer al dólar.

Por otra parte, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Timothy Geithner, en un discurso preparado para una audiencia ante la Comisión de Finanzas del Senado de los Estados Unidos, afirmó que un yuan más flexible es extremadamente importante para la economía mundial. El 19 de junio, China contestó anunciando una mayor flexibilidad en el cambio oficial de su moneda. La decisión fue muy bien acogida por Washington y por el FMI.

Signos de mejora en la deuda corporativa

Tras dos meses de intenso deterioro en los mercados de renta fija privada, con caídas de precios en los índices, salidas de flujos de los fondos y drástica reducción de las emisiones, en la segunda mitad de junio se ha observado una prometedora recuperación de la actividad, sobre todo en los países del centro de la eurozona, mientras que en los países periféricos del sur de Europa el mercado espera la estabilización de los riesgos soberanos para reanudar las emisiones. Esto es, los países de la periferia siguen al margen de la mejora en la actividad, incluso en el sector de *covered bonds*, donde fueron los más activos en los últimos años.

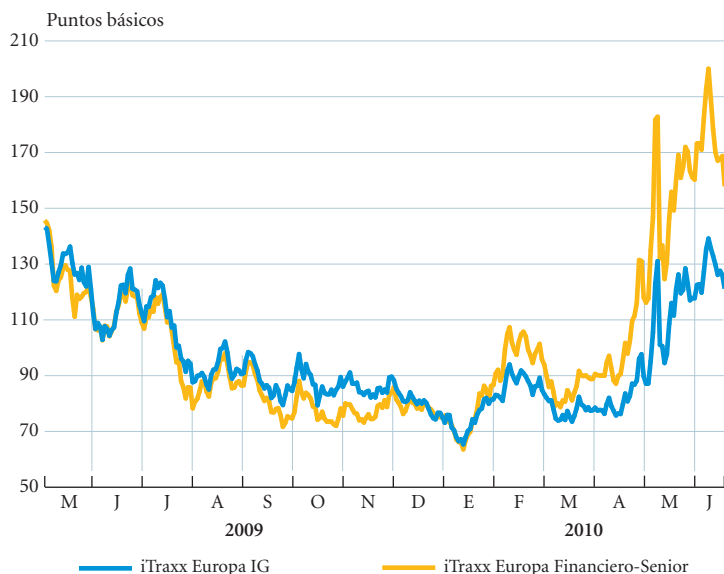
Una vez más, la actuación de los bancos centrales ha sido determinante para la recuperación de los mercados de renta fija privada y, en especial, la gestión del BCE, que con el anuncio de medidas extraordinarias de provisión de liquidez, ha propi-

Estados Unidos sigue presionando a China para que aprecie el renminbi.

Notable recuperación de la actividad en los países del centro de Europa.

EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO EN EUROPA

Indicadores de riesgo



FUENTE: Bloomberg.

El sector financiero ha sido el gran beneficiado por la expansión de la liquidez del BCE.

ciado un rápido incremento de las emisiones en la eurozona.

También, una vez más, el sector financiero ha sido el más beneficiado por la expansión de la liquidez de los bancos centrales. Esto se refleja en la fuerte reactivación de las emisiones de bonos por parte de entidades financieras de alta solvencia, y en la incipiente reducción de las primas de riesgo. Así mismo, el compromiso de los bancos centrales de mantener abiertas las facilidades para el descuento de papel ofrece la oportunidad de emitir bonos a otras instituciones de menor calidad crediticia.

Por su parte, el sector corporativo no financiero, y en concreto las empresas de servicios públicos con *ratings* de alta calidad (electricidad, gas, aguas, concesionarias, etc.) están aprovechando la mejora del mercado para aumentar el número y el volumen de nuevas emisiones. Geográficamente, las empresas que lideran la recuperación también pertenecen esencialmente al grupo de países del centro y del norte de Europa, donde los riesgos de crédito soberano permanecen en niveles muy moderados.

El resto de sectores de mayor riesgo, y sobre todo los emisores catalogados como *high yield*, permanecen a la espera de que el mercado consolide la mejora y les ofrezca la oportunidad de obtener financiación a medio y a largo plazo. En este sentido, el sentimiento de los gestores de fondos de inversión europeos está cambiando de nuevo hacia una visión más positiva a medio plazo. Las encuestas más recientes recogen la intención de estos agentes de incrementar las carteras con la compra de bonos de alto riesgo.

En definitiva, parece que la estabilización de los riesgos financieros esté inclinando a los inversores privados e institucionales a orientar sus carteras hacia bonos de renta

fija privada, aumentando la ponderación de los bonos de mayor riesgo. La eficacia de las medidas adoptadas por los bancos centrales y por los gobiernos para reducir los riesgos de la deuda soberana ha sido fundamental para la restauración de la actividad en el mercado de renta fija privada.

Las bolsas cotizan positivamente los esfuerzos

Durante el mes de junio los principales índices bursátiles han presentado un comportamiento mixto, finalizando con un balance mensual positivo en la mayoría de los casos. Aunque el foco de tensión sigue siendo la crisis de deuda soberana europea, la incidencia de otros factores –como el ritmo de crecimiento económico y las actuaciones de política monetaria– generan aspectos diferenciadores en los mercados de renta variable tanto en un nivel regional como sectorial. De una parte, las bolsas de Estados Unidos y de países emergentes han logrado recuperar las ganancias medias del año, gracias a la continuidad de la mejoría del ciclo económico. Por el contrario, los índices de la eurozona, a pesar de haber mejorado desde los mínimos anuales apoyados en las actuaciones de los gobiernos y del BCE, se encuentran todavía lejos de los máximos del ejercicio.

Desde el punto de vista sectorial, también se aprecian disparidades. Destaca el sector financiero, que si bien en trimestres anteriores fue la locomotora de los mercados, se ha desmarcado con respecto al resto de sectores al verse más afectado por las tensiones de estos últimos meses. Tres son los motivos responsables de este comportamiento: (i) la exposición directa a la deuda pública de los países con dificultades, (ii) el futuro endurecimiento de la regulación financiera y (iii) las dificultades de financiación en los mercados de capitales de las entidades de países con

Las empresas con *ratings* de alta calidad aprovechan para emitir deuda.

Las bolsas recuperan lentamente el pulso, sujetas a diferencias regionales y sectoriales.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

18-06-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.434,2	-0,7	0,1	22,0
<i>Standard & Poor's</i>	1.116,0	-0,4	0,1	21,5
<i>Nasdaq</i>	2.307,2	-0,4	1,7	27,6
Tokio	9.995,0	-2,4	-5,2	3,0
Londres	5.276,1	-0,6	-2,5	23,2
Zona del euro	2.738,8	1,5	-7,6	13,4
<i>Francfort</i>	6.230,6	1,2	4,6	28,8
<i>París</i>	3.687,7	1,9	-6,3	15,5
<i>Amsterdam</i>	336,3	1,6	0,3	32,6
<i>Milán</i>	20.643,9	1,6	-11,2	7,3
<i>Madrid</i>	9.909,2	2,9	-17,0	5,6
Zurich	6.474,9	0,1	-1,1	20,4
Hong Kong	20.286,7	1,7	-7,3	14,1
Buenos Aires	2.314,5	6,0	-0,3	51,3
São Paulo	64.540,9	6,1	-5,9	26,8

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milán: MIBTEL; Madrid: Ibex 35 de las bolsas españolas; Zurich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FUENTE: Bloomberg.

El sector financiero se desmarca del resto ante la incertidumbre.

elevados déficits, como es el caso de las españolas.

Cabe señalar el caso puntual del vertido de petróleo de la compañía británica BP

en el golfo de México, que ha provocado pérdidas en el precio de la acción cercanas al 50%; aunque no ha afectado con la misma intensidad al resto de empresas del sector energético.

Valores en la cartera de valores: la inversión socialmente responsable

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es una estrategia mediante la cual los inversores incorporan en sus decisiones de selección de cartera, además de los tradicionales parámetros financieros de rentabilidad y riesgo, otros criterios relacionados con los valores morales, éticos, sociales, medioambientales o de gobierno corporativo de las empresas. La ISR surge por el convencimiento de una parte del colectivo inversor de que se puede obtener «algo más» que un rendimiento económico-monetario para uno mismo al financiar determinados proyectos empresariales. En este sentido, se presenta como un comportamiento solidario y filantrópico, que puede tener su origen en distintas motivaciones, según veremos.

En términos prácticos, a través de la ISR los inversores pretenden influir, directa o indirectamente, en las empresas para que éstas adopten prácticas que cuiden y promuevan la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Obviamente, la preocupación individual y empresarial por invertir en proyectos que contribuyan al desarrollo de buenas causas no es nueva; sin embargo, ha sido en los últimos 10 o 15 años cuando el movimiento de la responsabilidad social se ha asentando de forma sólida. Tanto los volúmenes movilizados como el entramado institucional alrededor de la ISR han experimentado un notable desarrollo, en Estados Unidos y en Europa. Así por ejemplo, las empresas que quieren incorporar voluntariamente en sus decisiones de negocio criterios que promuevan la RSC cuentan ahora con marcos institucionales de referencia, como los Principios de Ecuador, el Pacto Mundial de Naciones Unidas y los recientes Principios de Inversión Responsable creados bajo la tutela de Naciones Unidas.⁽¹⁾ Sobre la base de estos principios y criterios han surgido entidades especializadas que valoran el grado de responsabilidad social de las distintas empresas, otorgándoles calificaciones y elaborando *rankings*. A partir de estas calificaciones se han confeccionado diversos índices bursátiles de empresas cotizadas con elevado respeto hacia la responsabilidad social. Finalmente, estos índices sirven de *benchmark* para numerosos fondos de inversión, fondos de pensiones y cualquier inversor que se decante por la ISR.

El remarcable desarrollo de la ISR en la práctica contrasta con el escaso tratamiento recibido por la teoría financiera. Tanto los análisis de las decisiones de selección de cartera como los de valoración de activos suelen omitir los factores éticos y morales que resalta la ISR. Ha habido algunas aportaciones que han intentado extender o complementar el modelo clásico de selección de cartera, inicialmente propuesto por Markowitz, pero no han conseguido crear un cuerpo teórico lo suficientemente sólido y contrastado. De acuerdo con Bénabou y Tirole (2010),⁽²⁾ el creciente interés de los individuos por la ISR obedece a complejas motivaciones interdependientes. En primer lugar, las personas se guían por un «altruismo genuino»: todos queremos hacer el bien. En segundo lugar, existen motivaciones que en realidad son económicas; por ejemplo, la mayor probabilidad de colaborar con obras de caridad si la aportación es deducible fiscalmente, o si la comisión de gestión de un fondo de ISR es menor. Por último, dado que nuestros actos definen qué clase de persona somos, existe una preocupación por la

(1) www.unpri.org.

(2) R. Bénabou y J. Tirole, «Individual and Corporate Social Responsibility», Nota di Lavoro 23.2010, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2010.

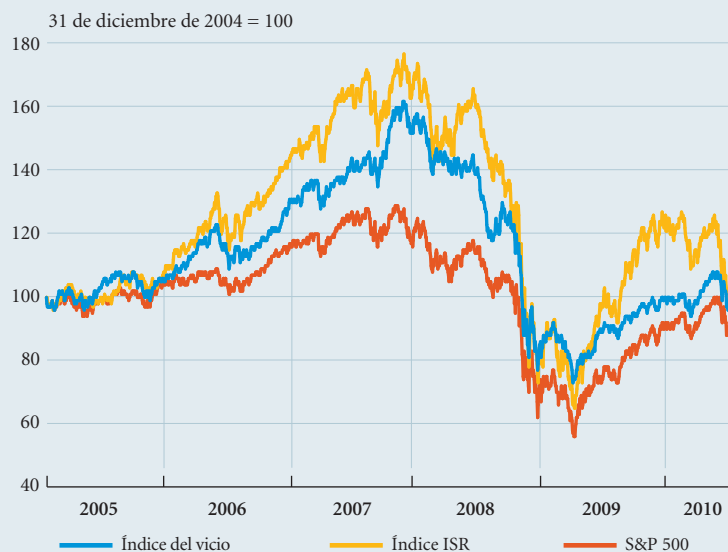
imagen social y, no lo olvidemos, la autoestima. Por su parte, a nivel empresarial la RSC puede responder básicamente a dos visiones. La primera es aquella donde las empresas adoptan una perspectiva de largo plazo para maximizar sus ganancias, de manera que los accionistas se posicionan para evitar que los administradores caigan en la tentación de tomar decisiones excesivamente enfocadas en el corto plazo, que podrían generar costes sociales que a la larga perjudicaran a la empresa. La segunda visión se denomina «filantropía delegada»; en pocas palabras, cuando los costes de información o transacción son altos, los inversores pueden usar las empresas como un instrumento efectivo para que éstas canalicen las demandas individuales de responsabilidad social.

Bajo el enfoque práctico de la ISR es posible amalgamar lo puramente financiero con el compromiso social que emana de los agentes. Para esto, los inversores realizan una preselección de inversiones basada en un análisis excluyente o negativo (*negative screening*), en un criterio positivo (*best in class*), o una combinación de los dos. El análisis excluyente, en general, involucra criterios éticos, es decir, se excluirán aquellos sectores o empresas vinculados a actividades que vayan en contra de las convicciones o valores del inversor (armamento nuclear, pornografía, explotación infantil, o violación de los derechos humanos, etc.). Usando el criterio de discriminación positiva, se preseleccionan las empresas que, en cada sector, mejor se desenvuelven en el marco de lo socialmente responsable, el medioambiente, la transparencia, el compromiso con su misión y la sociedad, pero sin dejar de valorar a continuación el aspecto financiero.

La pregunta que surge en la mente de un inversor común es: en términos de rendimiento monetario, ¿tiene un coste o precio elevado ser socialmente responsable? En un principio, la respuesta no tiene por qué ser un claro y contundente «sí», como con frecuencia proclaman algunos estudios o inversores de manera dogmática. Obviamente la respuesta dependerá de la definición que cada inversor haga de «hacer el bien» y, por lo tanto, de los activos o empresas seleccionados bajo la estrategia de ISR y, en su caso, de la estrategia anti-ISR (que algunos denominan «pecadora» o «de vicio»). El gráfico presenta la evolución de tres activos representativos de distintas

S&P 500 VERSUS ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN

Índice de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

estrategias de responsabilidad social en los últimos años para Estados Unidos. De la simple inspección visual no resulta evidente la superioridad de ninguna de ellas. Por desgracia, los estudios empíricos rigurosos tampoco alcanzan resultados concluyentes, mostrándose muy dependientes del periodo muestral, del ámbito geográfico o de las técnicas estadísticas utilizadas. No es de extrañar, por lo tanto, que la cuestión esté rodeada de polémica.

En un lado del debate, algunos controvertidos estudios sostienen que un inversor no puede plantearse la doble meta de ser virtuoso y próspero, ya que éstos son objetivos contrapuestos.⁽³⁾ En esta misma línea, se deriva el argumento de que los tópicos medioambientales y sociales corren el riesgo de ser marginados de las decisiones si los inversores no logran percibir que estos factores pueden ser materializados financieramente. Un estudio realizado por Dupre, Girerd-Potin y Kassoua (2003)⁽⁴⁾ –para compañías europeas– presenta una visión poco optimista acerca del futuro de la ISR, ya que los autores sostienen que los inversores no deben tener ilusiones de ganar en el largo plazo si deciden incluir criterios relacionados con la ISR, ya que el sacrificio financiero se incrementará a medida que el «apetito ético» de los inversores crezca. En línea con esta postura, Fabozzi, Ma y Oliphant (2008)⁽⁵⁾ presentan unos resultados muy llamativos. Los autores documentan que haber invertido un dólar en 1970 en una cartera conformada por «empresas pecadoras» hubiera rentado hasta 2007 un 19% anual, mientras que con una cartera convencional se habría obtenido un 7,9% anual.

En el otro lado, aquellos que apoyan una visión socio-económica de largo plazo sostienen que la ISR ya no se puede considerar como una estrategia exótica, sino que es una alternativa rentable y válida. Así, Meir Statman (2007)⁽⁶⁾ ofrece un punto de vista más positivo sobre la ISR. En su estudio, Statman compara el índice DS 400⁽⁷⁾ y el índice S&P 500 para el periodo 1990-2006, concluyendo que la ISR registra retornos marginalmente superiores (0,04%) –aunque no estadísticamente diferentes– a los que se pueden obtener al conformar una cartera convencional. Si bien esta evidencia no inclina la balanza hacia la ISR, sí es cierto que induce a los inversores a plantearla como una alternativa que les permita preservar el rendimiento a la vez que se apoya a las empresas que fomentan la sostenibilidad en diferentes aspectos sociales o áreas económicas (*doing well while doing good*).

(3) Wesley Cragg y Benjamin J. Richardson, «Being Virtuous and Prosperous: SRI's Conflicting Goals», SSRN 1463936, 2009.

(4) Denis Dupre, Isabelle Gierd-Potin y Raghid Kassoua, «Adding an Ethical Dimension to Portfolio Management», SSRN 394101, 2003.

(5) Frank J., Fabozzi, K. C., Ma y Becky J. Oliphant, «Sin Stock Returns», *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 35, N.º 1, Otoño 2008.

(6) Meir Statman, «Social Responsible Investments», Working Paper, Santa Clara University, 2007.

(7) Índice compuesto por empresas socialmente responsables que construye KLD Research and Analysis.

*Este recuadro ha sido elaborado por Eduardo Pedreira Collazo
Departamento de Mercados Financieros, Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Actividad económica

Modesto avance de la actividad económica

Después de siete trimestres de recesión, la economía registró un crecimiento positivo en el primer trimestre de 2010. Los escasos indicadores económicos disponibles del segundo trimestre apuntan en general a la continuación de la tendencia a la recuperación. No obstante, el índice de sentimiento económico interrumpió la tendencia a la mejora en mayo, probablemente a consecuencia de la desfavorable evolución de los mercados financieros en este mes y de las medidas de ajuste presupuestario anunciadas por el Gobierno español.

El consumo ha seguido creciendo en los últimos meses, pero de forma desigual. La

producción de bienes de consumo se elevó el 3,4% en abril en relación con el mismo mes del año anterior, por encima del 0,6% anotado en el primer trimestre. No obstante, las ventas minoristas bajaron el 1,1% en abril respecto a doce meses antes. Con todo, el equipo personal mostraba un ascenso interanual del 1,9% y el equipo del hogar, del 1,6%.

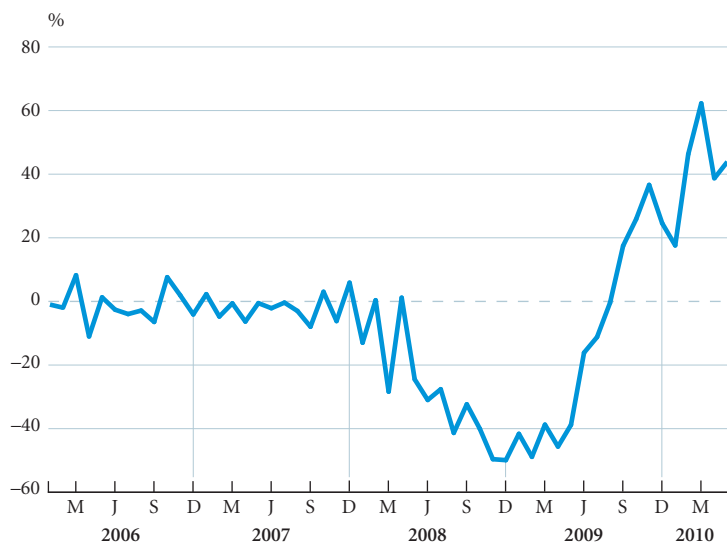
Por otro lado, las ventas de automóviles continuaron pulsando con vigor en mayo y anotaron un alza interanual del 44,6%. Sin embargo, este fuerte aumento estuvo influido por un adelanto de la demanda ante el final de los fondos disponibles de las ayudas directas del plan 2000E y el previsto incremento del tipo de gravamen del impuesto sobre el valor añadido en el mes de julio.

El índice de sentimiento económico interrumpe la tendencia a la mejora en mayo.

En abril aumenta la producción de bienes de consumo, pero caen las ventas minoristas en relación con doce meses antes.

LAS VENTAS DE COCHES SUBEN GRACIAS AL PLAN 2000E

Variación interanual de las matriculaciones de automóviles



FUENTES: ANFAC y elaboración propia.

Buen tono de la matriculación de vehículos de carga.

Las ventas interiores en las grandes empresas de bienes y servicios de consumo ascendieron el 0,6% en abril respecto al mismo mes de 2009, desacelerándose con relación a los meses anteriores. Tanto los bienes como los servicios anotaron tasas interanuales menores que en el mes precedente. Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores, tras haberse recuperado en abril, recayó en mayo hasta un nivel no registrado desde mayo de 2009 debido al enrarecimiento del clima económico.

Por lo referente a la inversión en bienes de equipo, en general persiste una cierta debilidad. Así, la producción de bienes de equipo se redujo el 5,5% en abril con relación al mismo mes del año previo, caída mayor que la anotada en el primer trimestre. Las ventas interiores de equipo y *software* en las grandes empresas disminuyeron el 5,2% en abril respecto al mismo mes del año anterior, interrumpiendo

tres meses consecutivos de ascensos interanuales. Por el contrario, la matriculación de vehículos de carga continuó mostrando un buen tono, con un alza interanual del 30,3% en el mes de mayo.

Respecto a la inversión en construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento bajó el 11,0% en abril-mayo en relación con un año antes. No obstante, esta tasa es la mitad de la anotada en el primer trimestre, lo que refleja una deceleración de la caída. Sin embargo, en mayo el indicador de confianza en la construcción volvió a flexionar a la baja, colocándose en el nivel del final de 2009.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial creció moderadamente en abril, el 2,4%, con relación al mismo mes del año anterior. La mayor alza interanual correspondía a los bienes intermedios, del 8,0%. Este impulso provenía en gran medida del tirón de la demanda exterior.

El tirón de la demanda exterior apoya el crecimiento industrial.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-9,4	-8,6	-1,7	0,6	3,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	-7,7	-6,1	-14,9	-3,4	3,7	-10,8	-0,2	...
Matriculaciones de automóviles	-28,1	-17,9	-33,7	-0,6	29,3	44,5	39,3	44,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	3,6	-11,5	-14,1	-10,8	-9,1	-5,6	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-33,8	-28,3	-28,0	-20,7	-20,0	-18,2	-19,6	-24,0
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-24,7	-20,2	-10,3	-2,3	-5,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	-19,6	-27,0	-35,1	-23,4	-16,9	-1,2	11,1	...
Matriculación de vehículos industriales	-43,6	-40,0	-51,9	-30,8	-7,8	8,5	17,9	30,3
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	-4,9	-17,5	-26,8	-13,4	-0,7	10,4	16,7	...
Exportaciones	1,9	-9,8	-14,7	-9,6	4,3	17,4	10,5	...

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(**) En volumen.

(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

No obstante, el indicador de confianza en la industria cedió ligeramente en mayo después de haber mejorado en los meses precedentes. En el mismo sentido, la entrada de bienes de pedidos ralentizó su crecimiento en abril.

En cuanto a la construcción, el segmento residencial proseguía el ajuste debido al exceso de oferta, que continuaba presionando los precios a la baja. Con todo, se apreciaban signos de cierta animación, debido en parte al adelanto de la demanda ante la subida del tipo de gravamen del impuesto sobre el valor añadido en julio y a la supresión parcial de la deducción fiscal por la compra de vivienda en enero de 2011. Así, en el mes de abril el número de compraventas de viviendas registró un alza interanual por cuarta vez consecutiva, según datos del Instituto Nacional de Estadística.

En abril, la cifra de negocios del sector servicios aumentó el 1,9% con relación al mismo mes de 2009. Esta tasa supone una

atenuación del ritmo de crecimiento. El comercio y el transporte eran las ramas que presentaban una mejor evolución en los últimos doce meses. Por el contrario, información y comunicaciones y las actividades administrativas y los servicios auxiliares mostraban descensos superiores al 5,0%. Por su parte, la hostelería bajó el 1,5% con relación a doce meses antes. El tráfico aéreo de pasajeros en mayo reemprendió la senda alcista y se incrementó el 3,0% con relación al mismo mes del año anterior, después de haber sufrido un descenso del 8,6% en abril, afectado por los problemas derivados de la clausura temporal de bastantes aeropuertos por las cenizas de un volcán islandés.

Otro signo de mejora de la coyuntura lo constituye el aumento del número de sociedades mercantiles creadas en abril en relación con el mismo mes del año anterior, del 4,1%. Sin embargo, el capital suscrito en el mes era inferior en un 9,7% al registrado en abril de 2009 y el número de sociedades que ampliaron capital dis-

Recuperación del tráfico aéreo de pasajeros en mayo.

MODERADO CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual del índice general de producción industrial (*)



NOTA: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El director gerente del Fondo Monetario Internacional expresa su confianza en las perspectivas de la economía española, después de las medidas tomadas por el Gobierno.

minuyó el 4,4% con relación a doce meses antes. Asimismo, el número de sociedades mercantiles disueltas se elevó el 7,0%. Por otro lado, el número de efectos de comercio impagados se redujo el 34,4% en abril respecto al mismo mes del año precedente, a lo que contribuyó un riguroso control del riesgo. De esta manera, el porcentaje de efectos de comercio impagados sobre vencidos continuó descendiendo hasta situarse en el 4,0%.

Hacia el final de mayo, el Fondo Monetario Internacional realizó un diagnóstico de la economía española en el que señalaba como principales problemas el funcio-

namiento inadecuado del mercado laboral, el desinflamiento de la burbuja inmobiliaria, un gran déficit presupuestario, el excesivo endeudamiento del sector privado y con el exterior, un escaso crecimiento de la productividad y un sector bancario debilitado. Su receta, además de la consolidación fiscal, incluía reformas en el mercado laboral, en el régimen de las pensiones y en el sistema financiero.

Desde entonces, además de avanzar en la consolidación presupuestaria, el Gobierno aprobó a mediados de junio una reforma laboral y también ha progresado la reestructuración del sistema financiero.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
Industria								
Consumo de electricidad (1)	0,5	-4,3	-6,4	-2,1	-1,4	3,0	5,8	3,2
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-18,6	-14,6	-5,6	0,4	2,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-35,0	-29,0	-24,1	-20,1	-14,3	-15,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,5	69,2	69,5	68,5	69,9	69,0	-	70,9
Importación bienes interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	-31,1	-17,1	0,1	26,9	28,4	...
Construcción								
Consumo de cemento	-23,8	-32,6	-36,0	-26,4	-16,7	-20,8	-10,5	-11,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-35,0	-26,3	-24,5	-24,9	-17,0	-24,0
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-62,8	-52,4	-45,5	-24,4	...	...
Licitación oficial	3,0	-8,1	-8,4	-1,4	-16,7	-50,2	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-6,4	-4,5	-2,7	0,7	-1,1	...
Turistas extranjeros	-2,5	-8,8	-8,2	-7,8	-3,5	0,3	-13,3	1,1
Ingresos turismo	-0,4	-9,0	-8,0	-9,2	-5,5	0,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-34,9	-32,4	-7,7	4,5	15,5	...
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-8,0	-8,6	-5,2	-0,8	3,5	-8,6	3,0
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-5,1	-3,0	-2,0	-0,6	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

En este contexto, al final de la tercera semana de junio, el director gerente del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Khan, se reunió con el presidente del Gobierno español, José Luis Rodríguez Zapatero, y el primero mani-

festó que las medidas tomadas por el Gobierno español son «decisivas y cruciales», «están sentando las bases para el crecimiento en el futuro» y expresó su confianza en las perspectivas de la economía española.

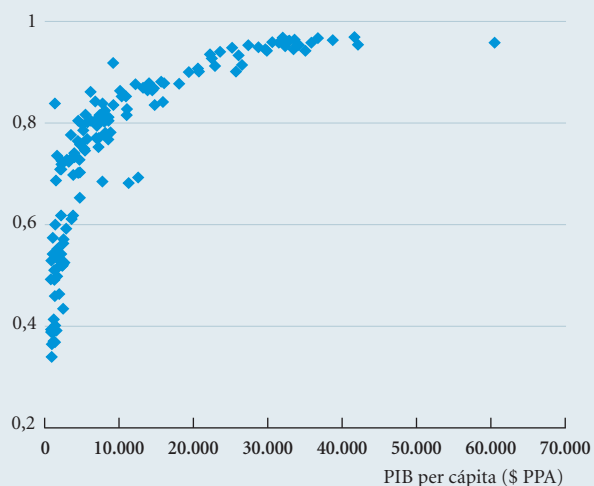
¿Sirve el PIB para medir la felicidad?

El producto interior bruto (PIB) es la forma más habitual de medir la actividad económica y su ritmo de crecimiento sirve para valorar la situación o evolución económica de un país. Si lo dividimos por el número de habitantes, obtenemos un indicador, el PIB per cápita, frecuentemente utilizado para valorar el nivel económico relativo de un país o región. No obstante, ¿mide el PIB de forma adecuada el progreso y el bienestar de la sociedad? Tal como está concebido, los esfuerzos dirigidos a resolver el devastador vertido de petróleo en el golfo de México suponen un aumento del PIB. Lo mismo sucede con los trabajos de reconstrucción después de un terremoto o con el aumento de los efectivos de policía destinados a prevenir el terrorismo. El propio Simon Kuznets, el economista ruso-americano que concibió el sistema estadounidense de cuentas nacionales, previno en una ocasión al Congreso de su país sobre la inadecuación de utilizar el PIB para medir el bienestar de una nación.

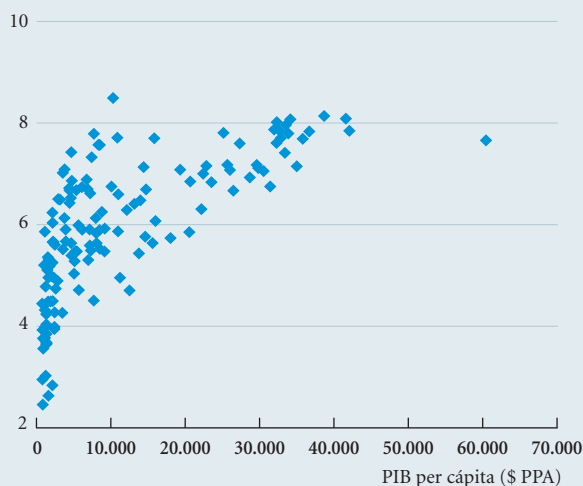
Existen muchas iniciativas para conseguir formas alternativas de medición del progreso y del bienestar social. Estas propuestas apuntan en tres direcciones: corregir el PIB existente, ampliando su enfoque hacia la dimensión social o medioambiental (por ejemplo, el índice de desarrollo humano de las Naciones Unidas o el Genuine Progress Indicator de la organización Redefining Progress); elaborar otros indicadores a partir de variables

EL NIVEL DE RENTA COMO INDICADOR DEL BIENESTAR ES MENOS ADECUADO EN PAÍSES RICOS

Índice de desarrollo humano de las Naciones Unidas



Índice de satisfacción personal



FUENTES: Naciones Unidas (2009) «Informe de desarrollo humano»; Abdallah S., Thompson S., Michaelson J., Marks N. y Steuer N. (2009), «The (un)Happy Planet Index 2.0. Why good lives don't have to cost the Earth»; y elaboración propia.

objetivas no vinculadas directamente con el crecimiento económico, como los índices de calidad de vida Calvert-Henderson, y utilizar medidas subjetivas sobre el bienestar que incluyen conceptos como la satisfacción o la felicidad.

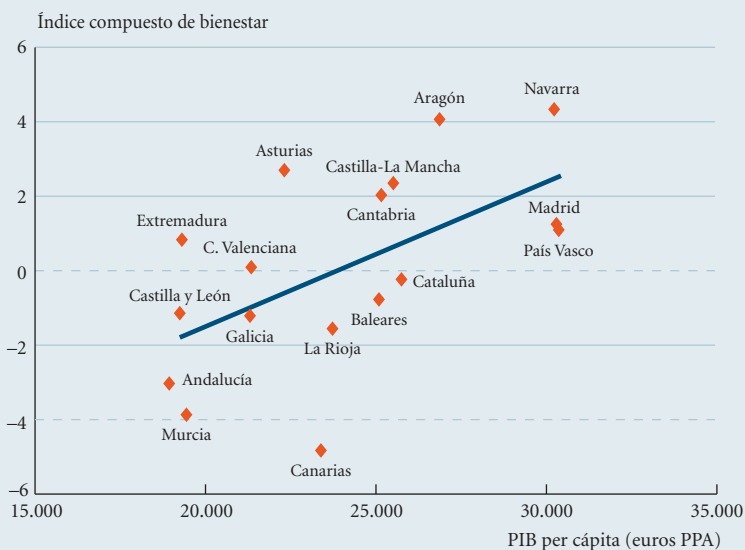
Este recuadro evalúa hasta qué punto en la práctica los resultados del PIB difieren sustancialmente de los que se pueden obtener a partir de indicadores como los señalados. Para ello, se realizan tres ejercicios. En el primero, se contrasta la renta per cápita de cada país con el citado índice de desarrollo humano (IDH), que engloba la esperanza de vida, la educación y el nivel de renta. Para calcular el IDH es necesario crear antes subíndices para cada uno de sus componentes y para ello se escogen valores mínimos y máximos. Éstos son de 85 y 25 años para la esperanza de vida al nacer, del 100% y 0% para los dos componentes de educación (tasa de alfabetización adulta y tasa bruta de matriculación) y de 40.000 y 100 dólares para el PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo (PPA). El IDH se calcula promediando sus tres componentes principales.

El segundo ejercicio compara el PIB per cápita con una medida más subjetiva del bienestar, a saber, un índice de satisfacción personal, construido por la New Economics Foundation. Esta variable proviene de cuestionarios en los que los entrevistados valoran en una escala de 0 a 10 el grado de complacencia con su situación de vida.

De los dos primeros ejercicios se desprende que el PIB aproxima de forma razonablemente adecuada el progreso de una sociedad cuando la comparativa es de carácter muy global e incluye zonas de riqueza muy diversas. En efecto, tal y como se desprende de los gráficos anteriores, los países ricos se localizan en los tramos más

PIB Y NIVEL DE BIENESTAR: UNA RELACIÓN RAZONABLE

Bienestar y PIB per cápita por comunidades autónomas



NOTA: El Índice compuesto de bienestar se construye a partir de los siguientes indicadores: i) número medio de alumnos por profesor (Ministerio de Educación); ii) porcentaje de adultos que considera que su salud es buena o muy buena (Encuesta de Condiciones de Vida); iii) porcentaje de hogares que llegan a final de mes sin dificultad (Encuesta de Condiciones de Vida); iv) satisfacción en el lugar de trabajo (ECVT, Ministerio de Trabajo); v) número de delitos por 1.000 habitantes (INE); vi) emisiones totales de GEI por km² (Ministerio de Medio Ambiente). Se estandariza cada indicador restando la media y dividiendo por la desviación estándar. El índice es la suma de los individuales. Datos correspondientes a 2008.

FUENTES: INE, Ministerio de Educación, Ministerio de Trabajo, Ministerio de Medio Ambiente y elaboración propia.

elevados de bienestar, ya sea en términos puramente de renta como en variables de vertiente menos económica. No obstante, esta asociación positiva entre el PIB y el resto de los indicadores pierde consistencia cuanto mayor es el nivel de renta. Ello sugiere que, entre las regiones más ricas, una combinación de índices de bienestar o una valoración de satisfacción personal probablemente expresen mejor el grado de bienestar de la población.

Esto es lo que persigue el tercer ejercicio. En el mismo, realizamos una comparación entre el PIB per cápita de las comunidades autónomas en España, todas ellas con niveles de riqueza relativamente elevados en una perspectiva mundial, y un indicador sintético de bienestar construido a partir de los criterios de Stiglitz, Sen y Fitoussi.⁽¹⁾ En el indicador incluimos seis dimensiones: salud, educación, trabajo, capital social, medioambiente y seguridad. Para que sean comparables, los PIB per cápita regionales se han normalizado con los índices relativos de poder de compra.

El gráfico anterior muestra que la correlación entre ambas medidas sigue siendo positiva pero relativamente débil. Hay que tener en cuenta especialmente el grado de subjetividad que implica este tipo de elaboraciones, ya que la elección de indicadores puede influir notablemente en el resultado final. Así, por ejemplo, Navarra encabezaría el *ranking* de bienestar social superando incluso el que le correspondería por su elevado PIB per cápita gracias a la buena salud de su población, al escaso número de hogares con dificultades y a su buena situación medioambiental. Por otra parte, el bienestar de Madrid se sitúa algo por debajo del que le correspondería por su elevado PIB per cápita debido al indicador de satisfacción laboral, mientras que en el País Vasco resta mucho el componente medioambiental. Entre las autonomías con menor capacidad adquisitiva cabe citar a Extremadura, cuyo bienestar superaría el que corresponde a su renta per cápita, debido al bajo número de delitos por habitante y a la poca contaminación.

Hay que insistir en que la construcción de índices de bienestar puede llevar a resultados que no reflejen adecuadamente la realidad debido a múltiples factores: disponibilidad de los datos, adecuación de las variables, número de variables utilizadas, metodología, etc. Por tanto, el ejercicio efectuado en este recuadro es puramente ilustrativo. Pero, en general, los resultados no se apartan significativamente de los que nos proporciona el PIB per cápita. Es por este motivo que, a la espera de instrumentos estadísticos mejores, el PIB per cápita, utilizando las debidas prevenciones, sigue siendo una forma razonable de medir el bienestar de las naciones.

(1) Stiglitz, J. E., Sen, A. I., Fitoussi, J. P. (2009), «Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress», <http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/en/index.htm>.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias y Maria Gutiérrez-Domènech
Departamento de Economía Europea, Estudios y Análisis Económico "la Caixa"*

Mercado de trabajo

Reducción de la dualidad y facilidades para desvincularse del convenio colectivo, ejes de la reforma laboral.

Entra en vigor la reforma del mercado de trabajo

El Congreso de los Diputados convalidó, el 22 de junio, el Real Decreto Ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo. Se trata de un conjunto de modificaciones que si bien no tendrán efectos en el corto plazo, a medio y a largo plazo deberán contribuir a crear puestos de trabajo una vez se den las condiciones necesarias para que la economía se recupere y crezca. En líneas generales, la reforma incluye medidas para facilitar el ajuste de las plantillas empresariales,

incrementar la flexibilidad de la jornada y facilitar la desvinculación salarial de los convenios. Asimismo, introduce cambios tanto en los grupos sujetos a bonificaciones como en las medidas de orientación laboral.

El éxito de esta reforma dependerá del grado de implementación que acabe teniendo y ello está sujeto en gran parte a la rapidez y a la confianza de las empresas en los diferentes procesos, especialmente en lo que respecta a los despidos, cambios de jornada o salariales por razones económicas.

PRINCIPALES MEDIDAS DE LA REFORMA LABORAL

Contratación fija

- Mayor concreción en las causas de despido objetivo de 20 días.
- Se favorece el contrato de fomento con indemnización por despido improcedente de 33 días.
- El Fogasa pagará 8 días de la indemnización por despido.
- Creación a partir de 2012 de un Fondo de Capitalización para financiar parte del despido.

Contratación temporal

- Se limita la duración del contrato de obra o servicios a 3 años, ampliable 12 meses.
- Se dificulta el encadenamiento de contratos temporales.
- La indemnización por despido pasa de 8 a 12 días.

Desvinculación del convenio

- Mayor facilidad para desvincularse si pelagra la estabilidad económica de la empresa.
- Se limita el periodo de negociación a 15 días antes de ir a un procedimiento arbitral.

Reducción de jornada para ajustar la ocupación

- Se puede recortar entre un 10% y un 70% la jornada por razones económicas.
- Se amplía la bonificación de las cotizaciones del 50% al 80% si hay formación.
- Se limita el periodo de negociación a 15 días antes de ir a un procedimiento arbitral.

Bonificaciones para jóvenes (16-30) y mayores de 45 años

- Mayor cuantía para las mujeres.
- Validez hasta finales de 2011.

Medidas de orientación laboral

- Las agencias de colocación amplían su rol como colaboradoras de los Servicios Públicos de Ocupación.

La reforma laboral se aborda en una situación aún precaria del mercado de trabajo como confirman las cifras de los afiliados a la Seguridad Social y del paro registrado del mes de mayo. Los datos del total de afiliados apuntan a que el final del proceso de destrucción de empleo está más cercano. Así, en dicho mes se registró un descenso de la ocupación de 11.400 en términos desestacionalizados (un aumento de 113.237 personas en datos brutos). Esta reducción del empleo fue menor que en meses precedentes y permitió que la tasa interanual se moderara al 1,9%. Por sectores de actividad, aunque todos incrementaron su número de efectivos en datos brutos, la mejora se concentró en los servicios, ya que fue el único sector donde creció la ocupación una vez corregida la estacionalidad. De esta forma, el sector servicios lleva siete meses generando empleo.

Por género, en el mes de mayo se ralentizó la caída de la tasa interanual de la ocupación tanto en mujeres como en hombres, situándose en el 0,3% y el 3,2%, respectivamente. Por otro lado, el empleo por cuenta propia aumentó por tercer mes consecutivo y ello moderó su descenso interanual hasta el 3,0%. El total de asalariados también creció en el mes, por lo que su tasa de caída se redujo dos décimas, situándose en el 1,7%.

Por otra parte, según la encuesta de coyuntura laboral del primer trimestre de 2010, la destrucción de empleo en los últimos doce meses fue relativamente más intensa en la pequeña empresa (centros con menos de 50 trabajadores), con una caída del número de efectivos laborales del 6%. El descenso de la ocupación en la empresa mediana (de 50 a 250 tra-

La tasa de caída interanual del empleo se modera, situándose en el 1,9%.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009			2010		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	2,1	-10,6	-11,5	-11,5	-10,0	-7,2	-5,4	-4,9
<i>Construcción</i>	-10,3	-23,1	-25,4	-22,0	-18,9	-16,4	-13,6	-13,0
<i>Servicios</i>	1,7	-2,6	-3,1	-3,0	-2,1	-0,8	-0,1	0,2
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-0,7	-6,0	-7,0	-6,2	-4,6	-2,8	-1,9	-1,7
<i>No asalariados</i>	0,4	-4,8	-5,0	-5,3	-4,9	-4,0	-3,3	-3,0
Total	-0,5	-5,8	-6,7	-6,0	-4,6	-3,0	-2,1	-1,9
Población ocupada (2)	-0,5	-6,8	-7,2	-7,3	-6,1	-3,6	-	-
Puestos de trabajo (3)	-0,6	-6,7	-7,2	-7,2	-6,1	-3,6	-	-
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	-14,3	-31,0	-35,3	-28,6	-22,5	-11,9	-7,6	-0,8
Temporales	-10,4	-13,5	-17,8	-9,4	-2,1	3,7	6,0	7,3
Total	-10,9	-15,5	-19,9	-11,4	-4,3	2,0	4,6	6,5

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

(3) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(4) En el INEM.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Instituto de Empleo y elaboración propia.

La pequeña empresa pierde más empleo.

bajadores) fue del 1% y en la gran empresa, del 2,3%.

En mayo, el número de contratos registrados aumentó un 6,5% interanual y ello contrasta con la caída del 19,8% en el total de contratos anotada el mismo mes del año anterior. Los datos también muestran que el ajuste de la ocupación se concentra en los temporales, cuyos contratos crecieron un 7,3% en los últimos doce meses. Por el contrario, los contratos indefinidos registraron una tasa interanual aún negativa, del 0,8%.

En cuanto al paro registrado, aunque la cifra bajó en 76.223 personas hasta un total de 4.066.202, el dato se convierte en una subida de 52.200 una vez desestacionalizado, tal y como ocurrió el mes anterior. Con todo, la tasa de incremento interanual se situó en el 12,3%, bastante inferior al 53,8% anotado el mismo mes del año anterior.

El paro registrado aumenta un 12%.

El descenso del paro registrado en datos brutos fue generalizado en todos los sec-

tores económicos, siendo mayor la caída en los servicios. Asimismo, el paro bajó en el mes en ambos sexos, y en todas las comunidades autónomas, especialmente en Baleares, Asturias y Cataluña.

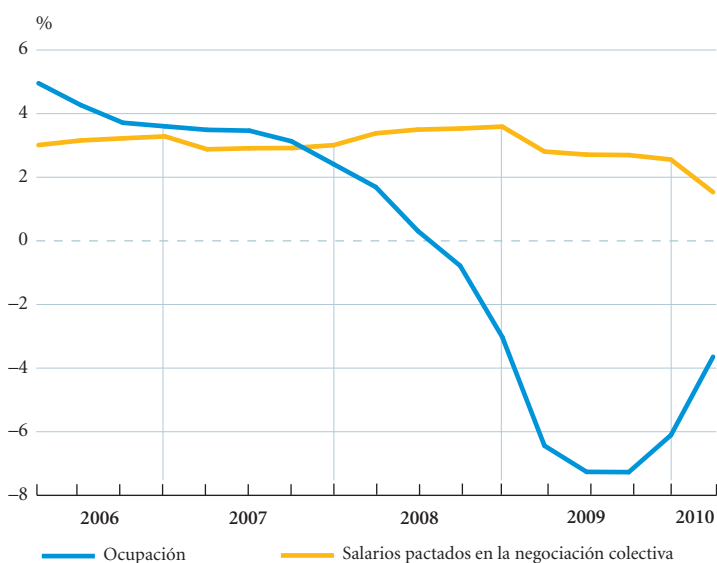
Los costes laborales reflejan el ajuste laboral

El coste laboral por trabajador y mes de las empresas aumentó el 1% en el primer trimestre de 2010 respecto al mismo periodo del año anterior. Esta tasa es la más baja desde que se realiza esta estadística y contrasta con el incremento del 4,1% registrado en el primer trimestre de 2009. Por tanto, el ajuste en los costes laborales llega finalmente tras dos años de recesión económica.

La desaceleración en los costes laborales se debe al freno en el incremento salarial, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 1,9%, por debajo del 4,6% de hace un año. También contribuyó el componente no salarial, que cayó un 1,1%,

LOS SALARIOS TARDAN EN RESPONDER A LAS CONDICIONES DEL MERCADO LABORAL

Variación interanual de indicadores de empleo y salarios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

principalmente gracias al descenso de los costes de las indemnizaciones por despido.

Por el contrario, en el año 2009, el incremento de los costes laborales superiores al salario pactado en convenio se explicaba por el pago de indemnizaciones. Ello manifiesta la importancia que pueden tener las condiciones de despido, especialmente en lo que concierne a las indemnizaciones, sobre el coste laboral de las empresas. En este contexto, la clarificación acerca de lo que se entiende por causas objetivas de despido es una pieza fundamental de la reforma laboral ya que en este caso el coste de indemnización es menor.

En cuanto al coste laboral por hora, éste creció un 2,1% en el primer trimestre de 2010, superior al coste por trabajador, debido al descenso en el número de horas efectivas de trabajo, del 1%.

Por último, destaca el hecho de que, por primera vez, los costes laborales por hora crecieron menos en España que en el promedio de la Unión Europea. Según Eurostat, el aumento de los costes laborales por hora trabajada en España en el primer trimestre de 2010 fue del 2,0% interanual, inferior al 2,2% de la media europea.

Los costes laborales por trabajador crecen un 1% interanual en el primer trimestre de 2010.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009			2010
			II	III	IV	I
Incremento pactado en convenios (*)	3,6	2,5	2,7	2,6	2,5	1,4
Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)	6,1	3,8	4,2	3,3	3,1	2,0
Encuesta trimestral de coste laboral						
Costes salariales						
Total	5,1	3,2	4,1	3,1	2,7	1,9
<i>Industria</i>	4,8	2,1	2,4	2,0	2,5	2,8
<i>Construcción</i>	6,3	5,2	5,8	4,9	5,3	1,9
<i>Servicios</i>	5,0	3,2	4,3	3,2	2,5	1,6
Ganancia media por hora trabajada	4,9	5,3	9,8	3,9	5,3	2,9
Otros costes laborales	4,1	4,3	3,5	3,9	1,9	-1,1
Jornada laboral (***)	0,2	-2,1	-5,1	-0,9	-2,4	-1,0
Jornales agrarios	5,1	2,6	4,0	0,3	2,8	-
Coste laboral en la construcción	5,7	4,7	4,3	3,7	3,6	3,1

NOTAS: (*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.

(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(***) Horas efectivas por trabajador y mes.

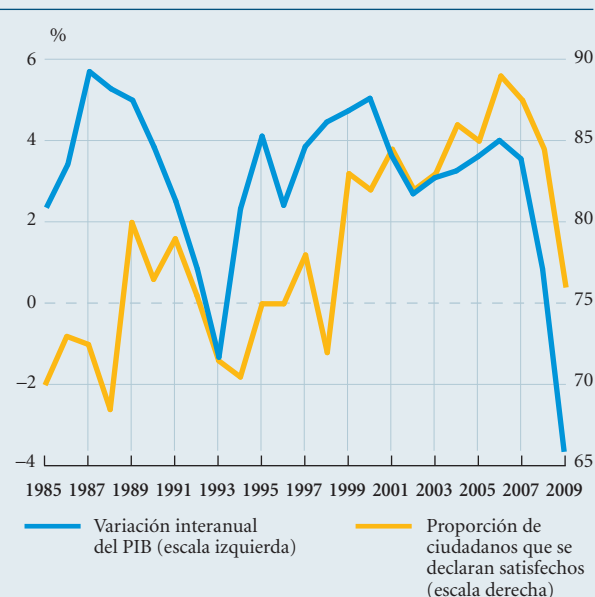
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Cuando la economía no sonríe, sonríe es m as difícil

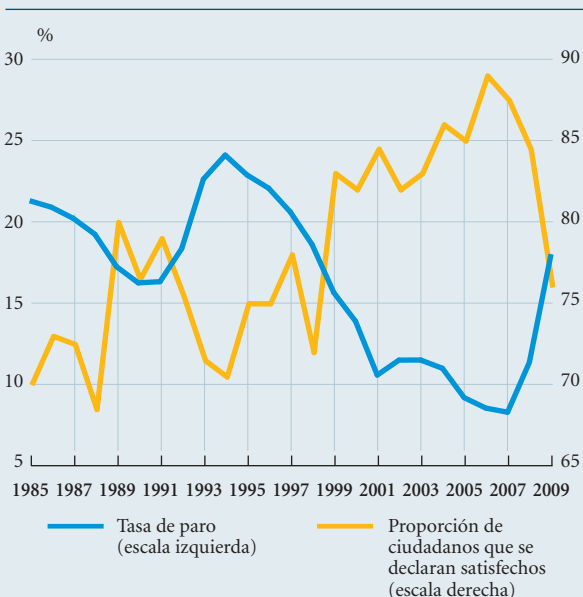
La gran recesión que afectó a la economía mundial en 2008 y 2009 ha dejado una larga lista de damnificados. Su impacto sobre el PIB y el empleo es relativamente conocido. Lo que no est  tan claro, sin embargo, es cu al ha sido su efecto sobre el bienestar o la felicidad, un concepto mucho m as difícil de medir. Aunque no hay duda de que los ciclos económicos alteran nuestra felicidad, los esfuerzos por determinar la magnitud de su influencia han sido m as bien escasos.

LA FELICIDAD DE LOS ESPAÑOLES, A MERCED DEL CICLO ECONÓMICO

Crecimiento económico e índice de felicidad en España



Paro e índice de felicidad en España



FUENTES: Comisión Europea e INE.

Un estudio de hace unos años de Di Tella *et al.* (2003)⁽¹⁾ analiza la relación entre las principales variables macroeconómicas y el nivel de satisfacción personal de los ciudadanos europeos medido a través de las encuestas del Eurobarómetro. Concluyen que el deterioro del PIB influye, ciertamente, sobre la felicidad pero no explica, por sí sólo, la pérdida reconocida de bienestar que acarrea una crisis económica (véase el gráfico anterior izquierdo). Los efectos no pecuniarios de los ciclos económicos parecen ser muy significativos. En particular, un retroceso de la actividad económica conlleva pérdida de empleos y aumento de la incertidumbre, lo que reporta un coste psicológico que puede mermar la felicidad de las personas incluso m as que la pérdida del salario. Según las estimaciones del estudio mencionado, estaríamos dispuestos a renunciar al 3% de nuestra renta anual a cambio de evitar la inseguridad que acarrea una recesión t pica en la que la tasa de desempleo aumenta 1,5 puntos porcentuales.

El desempleo se anticipa, ciertamente, muy costoso para la felicidad: el trabajo no sólo nos reporta ingresos sino que, al mismo tiempo, añade sentido a nuestras vidas, pues nos permite desarrollar nuestro impulso creativo y

(1) Entre las referencias utilizadas en la elaboración de este recuadro destacan Di Tella, R., MacCulloch, R. y A. Oswald (2003), «*The Macroeconomics of Happiness*», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85 (4), p ags. 809-827 y Clark, A. (2003), «*Unemployment as a Social Norm: Psychological Evidence from Panel Data*», *Journal of Labor Economics*, vol. 21 (2), p ags. 323-351.

sentir que contribuimos a la sociedad. Por ello, la pérdida del empleo no sólo acarrea un coste pecuniario inmediato, por el salario que uno deja de percibir, sino también una pérdida de autoestima y de vínculos sociales, factores que influyen notablemente sobre nuestro estado de ánimo. Además, perder el trabajo puede suponer una pérdida irrecuperable de parte del potencial productivo si el trabajador había desarrollado capacidades y aptitudes específicas que no son transferibles a otro empleo.

Sea cual sea el mecanismo de influencia, los estudios constatan un notable impacto de la propensión de una economía a crear o destruir ocupación sobre la felicidad (véase el gráfico anterior derecho). Se estima que perder el trabajo reduce la probabilidad de reportar niveles positivos de satisfacción en un 20% y que el desgaste adicional de bienestar que comporta el desempleo, más allá de la pérdida de ingresos, equivale a la mitad de la renta anual que uno deja de percibir. Además, no sólo sufren quienes se quedan sin trabajo sino también aquellos que siguen trabajando pero afrontan un mayor riesgo de desempleo y viven, por tanto, en circunstancias más inciertas e inestables. Con todo, algunos resultados sugieren que cuanto más elevada es la tasa de desempleo, menos infelices se consideran aquellos que están sin trabajo. Parece que el estigma que conlleva estar desempleado en un contexto de altas tasas de desempleo es mucho menor que en un contexto de bajo desempleo y ello más que compensa las mayores dificultades de encontrar un nuevo empleo.

La importancia del desempleo sobre el bienestar sugiere que las expansiones y las recesiones de la actividad económica tienen un impacto asimétrico sobre la felicidad. Ello se debe, en gran medida, a que, típicamente, una expansión del PIB provoca una disminución gradual de la tasa de desempleo, o su estabilización, mientras que una recesión tiende a asociarse con una destrucción intensa de empleo y un repunte más abrupto de la tasa de paro.

El caso de España ilustra este fenómeno: entre 2000 y 2008, el PIB real creció un 27,6% en términos acumulados, mientras el paro se reducía en 2,5 puntos porcentuales, hasta el 11,3%. En 2009, en cambio, un descenso del PIB del 3,6% ha supuesto un incremento de 6,7 puntos porcentuales en la tasa de paro. Ello nos puede ayudar a entender por qué la proporción de ciudadanos que se declaran satisfechos con su vida retrocedió en 2009 hasta niveles de 1998. Aunque estos rasgos se advierten en otros países desarrollados, lo hacen con menor intensidad. El año pasado, el PIB de las principales economías industrializadas disminuyó de media un 4,2%, mientras que el paro aumentó 2,1 puntos porcentuales.

Por otra parte, se ha demostrado que, a nivel individual, atribuimos mucho más valor a una pérdida, ya sea pecuniaria o personal, que a una ganancia de igual magnitud. Así pues, por ejemplo, la pérdida de satisfacción que reporta una disminución de la renta de 2.000 euros es, en general, mayor que la mejoría que conlleva una subida equivalente del salario. Dicho fenómeno, conocido como «aversión a la pérdida», también explica, en parte, la asimetría observada en el impacto del ciclo económico sobre el bienestar, según dicho ciclo se halle en fase expansiva o recesiva.

En definitiva, una crisis económica impone costes sobre el bienestar que van más allá de la pérdida de la caída del PIB y la pérdida de ingresos. El desempleo nos hace especialmente infelices; no sólo a quienes pierden el trabajo sino también a quienes temen perderlo. Por ello, emprender medidas que minimicen la pérdida de empleo puede surtir un impacto nada desdeñable sobre el bienestar de la sociedad. Desde que empezó la recesión, España ha cedido seis puestos en el *ranking* de la felicidad de la Unión Europea. Para recuperar los niveles pre crisis, la tasa de paro debería reducirse en torno al 10%-11% en los próximos cinco años. Hasta entonces, no podremos sentenciar el fin de la recesión; no, al menos, en términos de felicidad.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Economía Internacional
Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Precios

La inflación de los precios de consumo se sitúa en el 1,8% en mayo y el impulso alcista no proviene de los productos energéticos...

...sino de la inflación subyacente, que sube 3 décimas hasta el 0,2%, dejando atrás la cota mínima de las últimas décadas.

La inflación sigue subiendo, pero se mantiene en un nivel moderado

En línea con lo que se esperaba, el índice de precios de consumo (IPC) continuó ascendiendo en el mes de mayo. El incremento mensual fue de 2 décimas, con lo que la tasa de variación interanual resultó del 1,8%, 3 décimas más que en el mes anterior. De esta forma, se situó 2,6 puntos más que doce meses antes, cuando la tasa de inflación era negativa. A diferencia de los meses anteriores, el impulso alcista de la inflación no provino del componente energético.

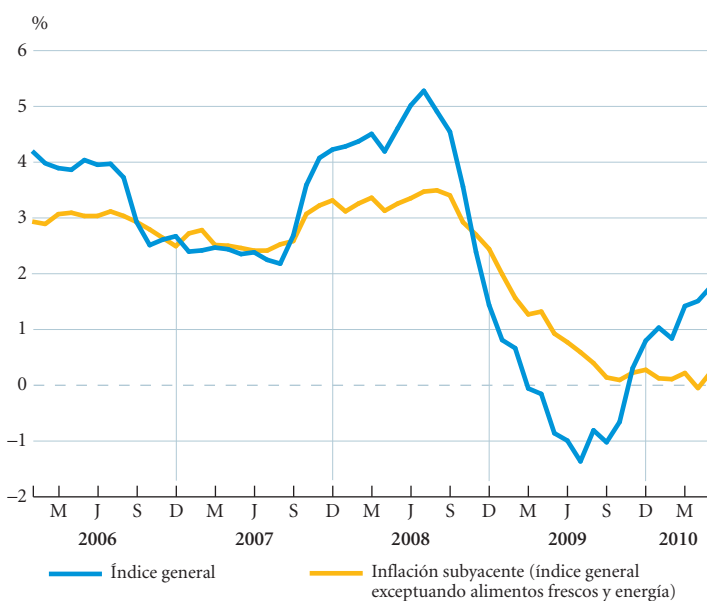
Casi la totalidad de la contribución al incremento de la inflación en mayo se

derivó del núcleo más estable de los precios, del denominado índice subyacente, que excluye los elementos más volátiles, los alimentos no elaborados y los productos energéticos. La inflación subyacente se elevó 3 décimas en mayo y se colocó en el 0,2%, dejando atrás la cota mínima de las últimas décadas en abril. En parte, este incremento se debió al final del efecto del adelanto de la Semana Santa este año respecto al precedente. Los tres grupos que componen la inflación subyacente experimentaron subidas en mayo, pese a lo cual sus tasas de variación permanecen en niveles bajos.

El repunte de los bienes industriales no energéticos aportó una décima al ascenso

LA INFLACIÓN SUBYACENTE VUELVE A SER POSITIVA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

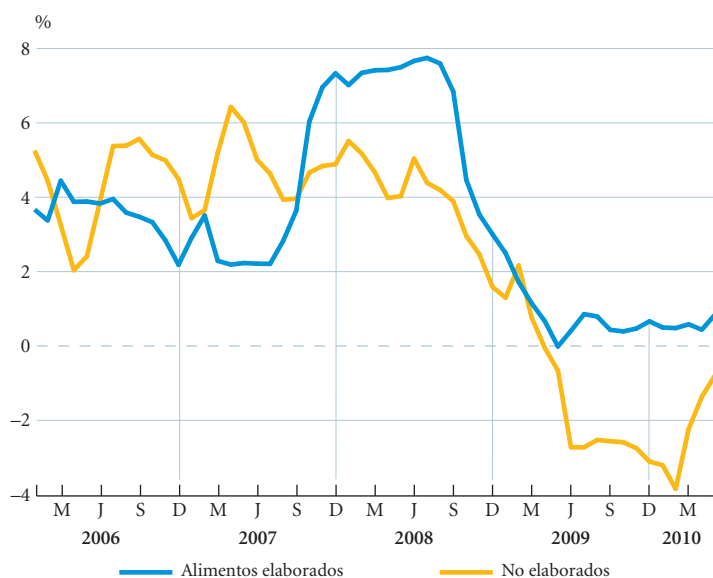
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2009			2010		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2008	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual
Enero	-1,2	-1,2	0,8	-1,0	-1,0	1,0
Febrero	0,0	-1,2	0,7	-0,2	-1,2	0,8
Marzo	0,2	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	1,4
Abril	1,0	-0,1	-0,2	1,1	0,6	1,5
Mayo	0,0	-0,1	-0,9	0,2	0,8	1,8
Junio	0,4	0,3	-1,0			
Julio	-0,9	-0,5	-1,4			
Agosto	0,3	-0,2	-0,8			
Septiembre	-0,2	-0,4	-1,0			
Octubre	0,7	0,3	-0,7			
Noviembre	0,5	0,8	0,3			
Diciembre	0,0	0,8	0,8			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LEVE REPUNTE DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS

Variación interanual del índice de precios de los alimentos



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

de la inflación interanual en mayo. Con todo, la tasa de variación del índice de precios de este grupo era del -1,1%, gracias a la presión de la fuerte competencia en los mercados internacionales.

El conjunto de los servicios también aportó en torno a una décima al ascenso de la inflación interanual en mayo. La tasa de variación de sus precios en el último año resultó del 1,0%, 2 décimas más que el

Los alimentos contribuyen al aumento de la inflación en mayo.

menor nivel de las últimas décadas en el mes previo. El mayor impacto procedió del viaje organizado y en mucha menor medida, de los hoteles.

También fue notable la contribución al alza de la inflación por parte de los alimentos elaborados, cuyos precios ascendieron el 0,9% en los doce últimos meses, 4 décimas más que en abril.

Los alimentos frescos también contribuyeron al incremento de la inflación, pero

en menor grado. Sus precios en mayo cayeron el 0,8% con relación al mismo mes del año anterior, pero 6 décimas menos que en abril. El impacto de las patatas, las legumbres y hortalizas frescas, las frutas y el pollo fue remarcable. Por el contrario, el otro componente errático del IPC, los productos energéticos, tuvieron una repercusión ligeramente negativa en la inflación general al disminuir su tasa interanual en 0,3 puntos porcentuales, hasta el 16,4%.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Mayo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,0	-0,5	0,0	-2,0	-0,9	-0,8	-1,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	129,7	0,0	0,0	3,5	3,0	3,9	12,1
Vestido y calzado	105,7	1,6	2,0	-2,4	-2,1	-1,5	-0,5
Vivienda	115,2	-0,1	0,3	-0,6	2,3	0,8	3,8
Menaje	107,4	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,2
Medicina	96,9	-2,1	-0,7	-1,5	-0,6	-0,9	-0,4
Transporte	108,9	0,8	0,5	1,4	5,4	-9,1	7,9
Comunicaciones	98,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,9	-0,7	-1,2
Ocio y cultura	96,9	-1,5	-0,6	-1,2	-1,7	0,0	-1,7
Enseñanza	114,6	0,0	0,0	0,2	0,1	3,9	2,6
Hoteles, cafés y restaurantes	112,8	-0,1	0,0	1,1	0,9	2,1	1,0
Otros	111,7	0,0	0,2	1,7	1,7	2,7	2,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	111,3	-0,4	0,0	-0,7	-0,5	0,0	0,9
Alimentos sin elaboración	106,5	-0,5	0,0	-2,6	-0,2	-0,6	-0,8
Conjunto no alimentario	108,1	0,1	0,3	0,2	1,2	-1,1	2,1
Bienes industriales	105,1	0,4	0,7	-0,7	1,9	-4,6	3,3
<i>Productos energéticos</i>	<i>116,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>8,9</i>	<i>-15,3</i>	<i>16,4</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>114,2</i>	<i>1,2</i>	<i>0,9</i>	<i>-0,4</i>	<i>11,6</i>	<i>-22,8</i>	<i>20,9</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>100,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,1</i>
Servicios	111,4	-0,3	-0,1	1,1	0,5	2,6	1,0
Inflación subyacente (**)	107,6	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,9	0,2
ÍNDICE GENERAL	108,7	0,0	0,2	-0,1	0,8	-0,9	1,8

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

(**) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El índice de precios de consumo armonizado con la Unión Europea también anotó una variación interanual del 1,8% en mayo. De esta forma, el diferencial de inflación con la eurozona se amplió hasta 0,2 puntos, al situarse la inflación del área del euro en el 1,6%. Sin embargo, el diferencial de la inflación subyacente seguía siendo favorable a España.

En junio, probablemente la inflación bajará algunas décimas. No obstante, posteriormente volverá a elevarse a raíz del incremento de los tipos de gravamen del impuesto sobre el valor añadido a partir de julio, si bien parece que parte del impacto será absorbido por los márgenes empresariales dada la debilidad de la demanda. Así, al final del ejercicio la inflación podría mantenerse en un nivel moderado.

Alza de los precios mayoristas

En abril, la inflación interanual de los precios mayoristas continuó ascendiendo, reflejando la subida de los precios de las materias primas en el último año, si bien ésta se ha frenado en los últimos meses. Así, los precios industriales se elevaron el 3,7% con relación a abril de 2009, 1,3 puntos más que en el mes precedente. El principal impulso provino del gas y de los productos metalúrgicos. Por otra parte, los precios agrarios en origen registraron por primera vez desde agosto de 2008 un incremento anual positivo al anotar en febrero un alza del 1,0% respecto a doce meses antes.

En junio, probablemente la inflación bajará algunas décimas, si bien a partir de julio la subida del IVA presionará al alza.

Los precios agrarios en origen registran un aumento anual positivo en febrero por primera vez desde agosto de 2008.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios (**)
2009											
Febrero	-5,4	-1,1	0,4	1,6	-3,2	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,5
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,7	-
Mayo	-15,1	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,5	0,2
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,5	2,0	2,2	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,9	0,6	2,0	-7,4	-0,6
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,3	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Noviembre	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,2	-3,1	0,5	-5,4	-0,2
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,0	0,7	-1,9	-
2010											
Enero	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,1	0,2	-
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,7	-0,4	-0,2	1,5	0,4
Marzo	...	2,4	-0,1	0,0	0,5	10,3	7,2	1,2	0,0	4,4	-
Abril	...	3,7	0,1	-0,2	2,4	13,5	7,8	2,0	0,5	6,6	-

NOTAS: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(**) Excepto energía.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

Sector exterior

El déficit comercial aumenta un 38% interanual en abril.

El déficit comercial deja de contraerse

El déficit comercial del mes de abril fue de 5.004 millones de euros, un 37,6% superior al registrado el mismo mes de 2009. El crecimiento interanual de las exportaciones, inferior al de las importaciones, del 10,8% y del 16,6% respectivamente, provocó este desequilibrio, el tercero en lo que va de año. Como consecuencia, el déficit acumulado durante los cuatro primeros meses de 2010 se mantuvo prácticamente

invariable respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, con una reducción del 1,6% interanual, lejos de las importantes contracciones que se registraron a lo largo de 2009.

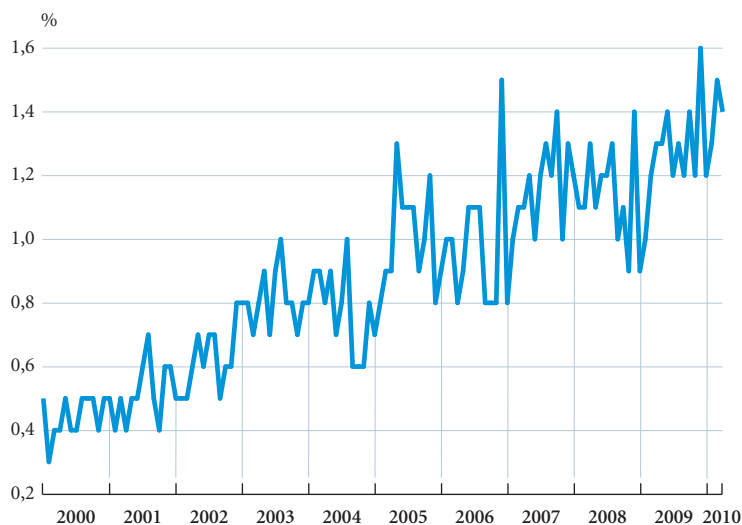
Ante este escenario, cabe preguntarse cuáles han sido los motivos que han frenado la corrección del desequilibrio comercial, así como la evolución que puede presentar el saldo comercial en lo que queda de año.

COMERCIO EXTERIOR								
Enero-abril 2010								
	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	13.690	24,9	18,3	2.156	4,5	3,8	-11.533	15,8
Bienes de consumo	18.792	-14,8	25,1	20.563	-1,4	35,9	1.771	109,4
<i>Alimenticios</i>	4.566	-0,9	6,1	7.956	5,3	13,9	3.390	174,2
<i>No alimenticios</i>	14.226	-18,5	19,0	12.608	-5,3	22,0	-1.619	88,6
Bienes de capital	5.598	-3,2	7,5	4.590	14,0	8,0	-1.009	82,0
Bienes intermedios no energéticos	36.642	25,3	49,0	30.045	28,1	52,4	-6.597	82,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	41.839	5,8	56,0	39.675	11,9	69,2	-2.165	94,8
<i>Zona del euro</i>	33.796	1,2	45,2	32.697	11,8	57,0	-1.100	96,7
Otros países	32.882	15,3	44,0	17.679	18,4	30,8	-15.203	53,8
<i>Rusia</i>	1.504	14,2	2,0	510	15,8	0,9	-994	33,9
<i>EEUU</i>	2.861	-10,9	3,8	1.876	-1,5	3,3	-985	65,6
<i>Japón</i>	1.220	26,1	1,6	471	25,4	0,8	-749	38,6
<i>América Latina</i>	4.204	24,1	5,6	2.881	17,8	5,0	-1.323	68,5
<i>OPEP</i>	7.226	33,1	9,7	2.060	-1,5	3,6	-5.166	28,5
<i>Resto</i>	15.867	11,7	21,2	9.882	28,7	17,2	-5.986	62,3
TOTAL	74.722	9,8	100,0	57.354	13,8	100,0	-17.368	76,8

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

LAS EXPORTACIONES A CHINA GANAN CUOTA

Porcentaje de las exportaciones a China sobre el total



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Entre los principales factores explicativos de este cambio de tendencia destaca la ampliación del déficit energético, que en abril aumentó un 38,8% interanual debido, principalmente, al incremento del precio de los bienes energéticos. Además, al contrario de lo ocurrido durante los últimos dos años, el componente no energético del déficit comercial también aumentó su desequilibrio, un 35,9%, en el mismo periodo. Ello fue debido, por un lado, al incremento gradual de las importaciones, en especial de bienes de consumo duradero, y por el otro, a la caída de las exportaciones del sector del automóvil, del 12,2% interanual, fruto de la finalización de los planes de estímulo para la compra de vehículos en los principales países europeos.

Este último hecho refleja el efecto que pueden tener, sobre las exportaciones, las nuevas medidas de ajuste fiscal aprobadas por los principales gobiernos europeos. Así, es posible que la demanda de bienes proveniente de Alemania, Francia, Reino Unido, Portugal e Italia, que representaron el 54% de las exportacio-

nes españolas en 2009, se reduzca a medida que se implementen dichos planes de austeridad. Ante este escenario, y con la depreciación del euro, España debería aprovechar para incrementar su cuota exportadora hacia países de fuera de la zona euro. Algo que, como se observa en el gráfico anterior, ya está ocurriendo con China.

La balanza de rentas mantiene la reducción del déficit corriente

Los últimos datos disponibles de la balanza por cuenta corriente del mes de marzo sitúan el déficit en 4.334 millones de euros, un 34,6% inferior al registrado en el mismo mes del año anterior. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría los meses anteriores, este ajuste fue fundamentalmente generado por una reducción del déficit de la balanza de rentas del 54,7% interanual. Esta fuerte contracción del déficit de rentas se explica por la reducción de los pagos de las rentas de inversión. Además, en este mismo periodo, tanto la balanza de transferencias corrientes como

El déficit no energético se amplía tras más de dos años de contracción.

El déficit corriente se reduce un 35% en marzo.

La inversión en cartera sigue cayendo y aumenta la financiación a corto plazo.

la de servicios mejoraron su saldo, neutralizando el deterioro del déficit comercial.

El análisis de los datos acumulados los últimos doce meses muestra, en marzo, una reducción del déficit corriente del 45,5% respecto al mismo periodo del año anterior, situándolo en 52.541 millones de euros. Esta cifra equivale al 5,0% del PIB y se aleja de los máximos alcanzados en junio de 2008, del 10,6%. El aumento del superávit de la cuenta de capital situó la necesidad de financiación en los 47.770 millones de euros, equivalente al 4,6% del PIB, un nivel similar al alcanzado en 2004.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, en el mes de marzo se registró una nueva reducción de la inversión en cartera neta, de 1.757 millones de euros. Esta cifra, aunque inferior a las salidas netas de 18.036 millones de euros del mes anterior, fue el resultado de la retirada de capital por parte de los inversores extranjeros, debido a una mayor desconfianza respecto a la evolución del mercado bursátil y de la deuda soberana española. Por otro lado, la financiación a corto plazo, que se había reducido drásticamente en los últimos meses, volvió a aumentar en marzo, con una entrada neta de 5.844 millones de euros.

BALANZA DE PAGOS

Marzo 2010

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variación anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-10.842	-14,0	-43.275	32.113	-42,6
Servicios					
<i>Turismo</i>	4.412	-0,3	26.186	-1.478	-5,3
<i>Otros servicios</i>	79	-	37	1.434	-
Total	4.491	13,3	26.223	-44	-0,2
Rentas	-6.338	-37,6	-26.026	13.055	-33,4
Transferencias	-4.750	45,8	-9.463	-1.238	15,1
Total	-17.439	-20,9	-52.541	43.885	-45,5
Cuenta de capital	1.678	72,2	4.771	537	12,7
Balanza financiera					
Inversiones directas	11.513	-	19.939	37.117	-
Inversiones de cartera	-10.923	-	26.716	-7.233	-21,3
Otras inversiones	16.561	-27,2	-2.614	-38.501	-
Total	17.150	-15,3	44.041	-8.618	-16,4
Errores y omisiones	-4.535	-	-9.621	-7.008	268,2
Variación de activos del Banco de España	3.146	-	14.004	-26.540	-65,5

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Reducción del déficit público acumulado hasta mayo

A mediados de junio, la Comisión Europea evaluó los planes del Gobierno español para la corrección del déficit público excesivo, junto con los presentados por otros once países europeos. Si bien consideró que las decisiones de ajuste presupuestario tomadas por el ejecutivo español para 2010 eran suficientes, invitó a que se especificaran medidas por un importe del 1,75% del producto interior bruto (PIB) para 2011 a fin de alcanzar realmente el objetivo de un déficit público del 6,0% del PIB en este ejercicio. El volumen del recorte prescrito por la Comisión es un poco superior al definido por el Gobierno en el paquete de mayo, del 1,5%

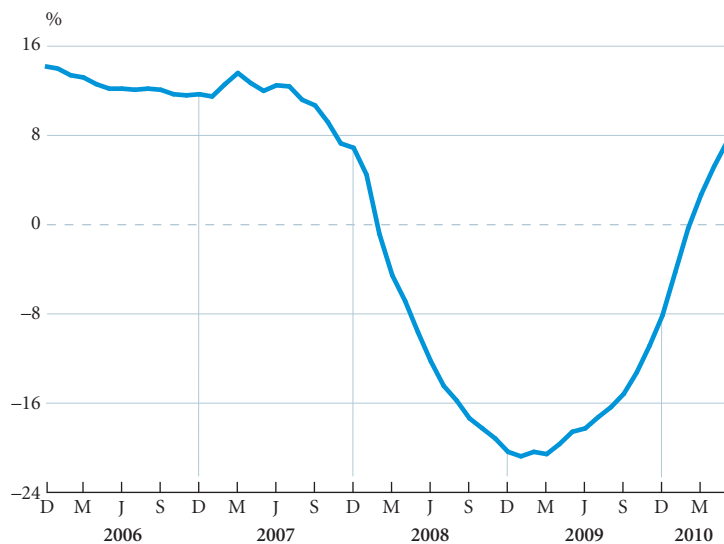
del PIB, ya que la previsión del Gobierno español del crecimiento del PIB en 2011, del 1,3%, que ya fue revisada a la baja a finales de mayo, se sitúa por encima de la proyección de la Comisión Europea.

A finales de mayo, el Gobierno ya redujo el límite de gasto no financiero del Estado en términos de contabilidad nacional hasta 150.056 millones de euros para 2011, que supone un descenso del 7,7% con relación a 2010, en términos homogéneos. Además, como complemento al paquete de ajuste presupuestario del mes de mayo de 2010, se ha anunciado que el Gobierno y algunas comunidades autónomas preparan subidas de impuestos para contribuir a la reducción del déficit público. Aunque todavía no está definida

El Gobierno recorta el límite de gasto del Estado para 2011 el 7,7% y se preparan subidas de impuestos para la reducción del déficit público.

LOS INGRESOS TRIBUTARIOS SE RECUPERAN

Tasa de variación interanual homogénea de los ingresos tributarios (*)



NOTA: (*) De la media móvil de doce meses centrada.
FUENTE: Agencia Tributaria.

La gradual recuperación de la coyuntura económica y las medidas fiscales restrictivas contribuyen a la disminución del déficit público.

La mejora del consumo y el alza de tipos de gravamen de los impuestos especiales impulsan la subida de los impuestos indirectos.

El déficit público baja el 6% en los cinco primeros meses del ejercicio y se coloca en el 1,8% del PIB.

la mayor parte de estas alzas, parece que apuntan a gravar más a las rentas altas.

Respecto a la evolución de las cuentas del Estado, la gradual recuperación de la actividad económica y el efecto de las primeras medidas fiscales para reducir el déficit público tienen una repercusión favorable. Así, en los cinco primeros meses del ejercicio 2010 destacó el repunte de los ingresos. En términos de caja, es decir, de acuerdo con los flujos monetarios efectivamente registrados, los ingresos impositivos totales del Estado ascendieron el 2,4% en el periodo enero-mayo en relación con el mismo periodo del año anterior, frente a un descenso anual del 13,9% en 2009.

La recaudación por impuestos directos se incrementó el 0,2% respecto al periodo enero-mayo de 2009. El impuesto sobre la renta de las personas físicas, la principal figura impositiva, se elevó el 3,6% gracias al aumento de las retenciones del trabajo, que subieron el 4,4% interanual, sobre todo por el efecto de la eliminación parcial de la deducción anticipada de hasta 400 euros a partir de enero de 2010. Las retenciones del capital mobiliario descendieron el 15,7% y las de los arrendamientos y los fondos de inversión, el 1,8% y el 25,9%, respectivamente. El impuesto de sociedades cayó el 18,1%. Este decremento refleja mayormente el retroceso de los beneficios empresariales.

Por su parte, los impuestos indirectos ascendieron con vigor, el 16,4%, con relación a los primeros cinco meses de 2009. El impuesto sobre el valor añadido recaudó un 21,9% más, debido tanto a la mejora de las ventas interiores como de las importaciones, influido por el adelanto de la demanda ante la subida del tipo de gravamen en julio de 2010 y del final de

las ayudas directas para la compra de automóviles. Asimismo, los impuestos especiales alcanzaron un incremento interanual del 4,8%.

En cuanto a los pagos no financieros del Estado, se elevaron el 14,5% en el periodo enero-mayo con relación a los mismos meses del año precedente. Dentro de los gastos corrientes, el mayor aumento relativo correspondió a las transferencias, que se incrementaron el 28,2% a causa sobre todo de mayores pagos al Servicio Público de Empleo Estatal para afrontar las prestaciones por desempleo y a los anticipos a las comunidades autónomas por el nuevo sistema de financiación de éstas. Los pagos por intereses subieron el 26,5%. Los gastos de personal ascendieron el 5,6%, mientras que los gastos corrientes en bienes y servicios retrocedieron el 0,1%.

Por lo referente a los gastos de capital, las inversiones reales bajaron el 3,2% interanual debido a la caída de las militares, mientras que la civil aumentó el 6,6%. Por su parte, las transferencias de capital se contrajeron el 29,8%.

Dada la evolución de los ingresos y de los pagos, se anotó un déficit no financiero acumulado del Estado de 22.878 millones de euros, cifra superior en un 19,8% a la correspondiente al mismo periodo de 2009. No obstante, en términos de contabilidad nacional, de acuerdo con los derechos y las obligaciones reconocidos, que permite una visión más fidedigna de la evolución de las cuentas, los recursos no financieros del Estado se elevaron el 15,6%, mientras que los gastos subieron el 9,0%. De este modo, la necesidad de financiación del Estado se redujo el 5,7% respecto al periodo enero-mayo de 2009 y se colocó en el 1,79% del producto interior bruto.

Ahorro y financiación

Prosigue el desapalancamiento del sector privado

Los tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios a las empresas y familias siguieron deslizándose a la baja en general en el mes de abril. Este descenso refleja en parte la debilidad de la demanda. Este hecho, junto con condiciones financieras más rigurosas por el lado de la oferta, determinaron que prosiguiese el ajuste de la financiación al sector privado, que había alcanzado niveles muy elevados en la última fase expansiva del ciclo económico. Así, la financiación a las empresas y familias registró un descenso interanual del 1,4% en abril, 3 décimas más que el anotado en marzo.

Esta ligera aceleración del ajuste se debió a las sociedades no financieras, cuya finan-

ciación bajó el 2,5% en relación con abril de 2009, medio punto más que en el mes precedente. Esta contracción es atribuible a los préstamos, tanto los interiores, que cayeron el 4,7% interanual, como los exteriores, que retrocedieron el 2,0% en los últimos doce meses.

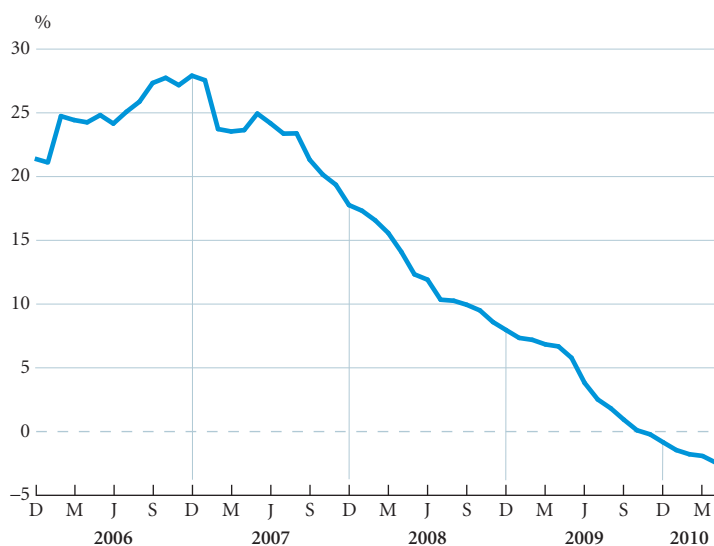
Por sectores, con datos que alcanzan hasta el final del primer trimestre de 2010, se aprecia que el saldo del crédito se situaba en todas las grandes agrupaciones por debajo del nivel de un año antes, si bien con apreciables diferencias. La construcción seguía mostrando la mayor contracción, del 11,9% interanual, pero era inferior a tres meses antes. El crédito destinado al sector primario caía el 6,9% en relación con el primer trimestre de 2009, pero esta tasa era superior en cinco pun-

Continúa el ajuste de la financiación del sector privado, que había alcanzado niveles muy elevados en la última fase del ciclo expansivo.

La construcción sufre la mayor contracción del crédito.

RETROCESO DE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

Variación interanual de la financiación a las sociedades no financieras



FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Abril 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.204.982	-9.983	-1,4	79,3
Empresas no financieras	1.304.619	-7.313	-2,5	46,9
Préstamos de entidades residentes (3)	904.637	-11.721	-4,7	32,5
Valores distintos de acciones	63.851	7.597	39,5	2,3
Préstamos del exterior	336.131	-3.188	-2,0	12,1
Hogares (4)	900.364	-2.670	0,2	32,4
Préstamos para la vivienda (3)	678.987	416	0,4	24,4
Otros (3)	218.654	-3.173	-0,5	7,9
Préstamos del exterior	2.723	87	6,0	0,1
Administraciones públicas (5)	577.103	17.454	20,3	20,7
TOTAL	2.782.086	7.471	2,4	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

(2) Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo/saldo al principio de periodo.

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

(4) Incluyen las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(5) Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre administraciones públicas.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Leve repunte de los préstamos a los hogares.

tos al trimestre anterior. En cambio, el crédito a la industria acentuó su retroceso interanual hasta el 6,0%. También se redujo el crédito a los servicios, pero en menor medida, hasta un decremento interanual del 0,8%. Dentro de ellos, el crédito a los promotores inmobiliarios bajó el 0,4% en los últimos doce meses.

El saldo de préstamos a los hogares parece que tocó fondo y repuntó levemente en abril. Así, después de haber anotado un decremento anual del 0,3% el año pasado, subió el 0,2% en abril respecto al mismo mes del año anterior.

Este rebote fue debido a la vivienda, cuyos préstamos se elevaron el 0,4% en relación con doce meses antes. A ello contribuyó el menor esfuerzo para la compra de una casa, al haberse situado los tipos de interés en niveles muy bajos y al haber caído los precios. De hecho, el euríbor a un año, al cual están referenciadas la mayoría de las hipotecas, marcó un

mínimo histórico en marzo, en el 1,22%, y subió muy livianamente hasta el 1,23% en abril y el 1,25% en mayo en promedio mensual y continuó ascendiendo suavemente hasta el 1,29% en la cuarta semana de junio. También influyó una anticipación de la demanda de hipotecas ante la subida del tipo del gravamen del impuesto sobre el valor añadido a partir de julio y la supresión parcial de la desgravación fiscal en enero de 2011.

Después de haberse tomado un respiro en el mes de marzo, la tasa de morosidad del conjunto de las entidades de crédito reemprendió la senda alcista en abril y se colocó en el 5,5%, un punto más que un año antes y volvió al nivel de 1996. No obstante, la morosidad varía sustancialmente según la clase de activo. Así, la tasa de morosidad de las hipotecas para la compra de vivienda se situaba en el 2,7% al final del primer trimestre, una décima menos que un año antes. Por el contrario, la tasa de morosidad de la financiación de

Disminución de la morosidad de la compra de vivienda con hipoteca.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Primer trimestre de 2010

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Financiación de actividades productivas						
Agricultura, ganadería y pesca	22.791	-332	-1,4	-1.681	-6,9	
Industria	149.302	-2.897	-1,9	-9.604	-6,0	
Construcción	126.374	-4.064	-3,1	-17.140	-11,9	
Servicios	686.630	1.029	0,2	-5.380	-0,8	
Total	985.097	-6.264	-0,6	-33.805	-3,3	
Financiación a personas físicas						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	655.570	1.004	0,2	4.075	0,6	
Adquisición de bienes de consumo duradero	47.716	-1.557	-3,2	-2.845	-5,6	
Otras financiaciones	107.956	-2.145	-1,9	1.296	1,2	
Total	811.242	-2.697	-0,3	2.527	0,3	
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.372	-151	-2,7	247	4,8	
Resto sin clasificar	25.278	-926	-3,5	-3.713	-12,8	
TOTAL	1.826.989	-10.039	-0,5	-34.745	-1,9	

NOTA: (*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

los bienes de consumo duradero se colocaba en el 7,7%, 3 décimas más que doce meses antes. Por otro lado, la tasa de morosidad de las actividades inmobiliarias era del 10,9%, 3 puntos más que al final del primer trimestre de 2009.

Por otra parte, en los últimos meses se ha acelerado el proceso de reestructuración del sistema financiero español, que ha afectado sobre todo a las cajas y también a algunos bancos. Así, de 45 cajas de ahorro que existían al final de 2009 se pasará a 19 una vez que culminen próximamente los procesos de integración en curso a través de Sistemas Institucionales de Protección o bien de fusiones.

Aunque, en palabras del gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, se imponía un redimensionamiento para «adecuarse a la nueva realidad en la que ha de operar el sector financiero en el futuro próximo», «el sector en su con-

junto está en una posición sana» y el Banco de España se propone publicar el resultado de las pruebas de estrés de las entidades bancarias españolas para que los mercados lo reconozcan.

En cuanto a la financiación de las administraciones públicas, siguió aminorando su ritmo de crecimiento en abril. Así, el saldo de la deuda aumentó el 20,3% en los últimos doce meses hasta abril, pero esta tasa es netamente inferior al 35,2% anotado en octubre de 2009.

No obstante, el aumento de la desconfianza de los mercados internacionales se manifestó en una elevación de la prima de riesgo de la deuda soberana española. Así, el diferencial de rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años con respecto a las alemanas al mismo plazo subió a 221 puntos básicos a mediados de junio, récord desde el lanzamiento del euro en 1999.

Las pruebas de estrés muestran que el sector financiero español está en una posición sana.

Sube la prima de riesgo de la deuda pública española.

El saldo de los depósitos bancarios del sector privado anota una caída interanual por primera vez desde 1997.

Todas las modalidades de fondos de inversión mobiliaria logran rentabilidades anuales positivas a pesar de la negativa evolución de los mercados en mayo.

Los depósitos bancarios también se contraen

La remuneración de los depósitos bancarios, a diferencia de los créditos, siguió elevándose en el mes de abril, con la consiguiente compresión de los márgenes bancarios. En efecto, el tipo medio de los depósitos ascendió hasta el 1,36%, 6 puntos básicos más que en el mes previo, si bien se situaba 22 puntos básicos por debajo de doce meses antes. El repunte de las retribuciones de los depósitos bancarios en los últimos meses se debe mayormente a la intensificación de la competencia.

Sin embargo, el saldo de los depósitos de las empresas y familias en las entidades de crédito continuó decelerándose en abril, hasta una bajada interanual, por primera vez desde 1997, del 0,7%. Cabe señalar que también en la eurozona se produjo un descenso del saldo de los depósitos bancarios del sector privado. No obstante, el decremento en España fue inferior al de los créditos, de manera que siguió reduciéndose la brecha entre los créditos y los depósitos, lo que forma parte del proceso de ajuste general de la economía española. Por otro lado, así disminuye la dependencia de la financiación del exterior, la cual ha tomado relevancia en mayo y junio a raíz de dificultades de las entidades bancarias

españolas para tomar prestado en el exterior a causa del contagio de la crisis de la deuda en diversos países europeos.

La agresiva competencia de los depósitos bancarios, la desfavorable evolución de los mercados financieros y la incertidumbre sobre posibles cambios en la fiscalidad influyeron negativamente en los fondos de inversión mobiliaria en mayo. Así, se registraron reembolsos netos en este mes por valor de 3.729 millones de euros. Las retiradas afectaron sobre todo a los fondos más conservadores, como la renta fija euro a corto plazo y los monetarios, pero hubo entradas netas en algunas modalidades, como los garantizados de rendimiento fijo, la renta variable estadounidense y la renta fija internacional. De esta forma, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria sufrió un descenso mensual del 3,5% y se situó en 152.667 millones de euros, con una bajada del 5,7% respecto a mayo de 2009.

Con todo, todas las categorías de fondos de inversión mobiliarios mostraban rentabilidades anuales positivas al final de mayo y el rendimiento medio fue del 2,5%, si bien había una gran dispersión. La renta variable de los mercados emergentes encabezaba la clasificación con el 35,3%, mientras que los fondos monetarios presentaban una rentabilidad media del 0,5%.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Abril 2010

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	252.597	-10.138	-3,9	9.197	3,8	18,3	
De ahorro	203.870	-3.921	-1,9	19.234	10,4	14,8	
A plazo	706.052	-13.959	-1,9	-31.274	-4,2	51,1	
En moneda extranjera	21.975	-40	-0,2	-4.927	-18,3	1,6	
Total depósitos	1.184.494	-28.059	-2,3	-7.770	-0,7	85,8	
Resto del pasivo (*)	196.009	-17.120	-8,0	-23.514	-10,7	14,2	
TOTAL	1.380.503	-45.179	-3,2	-31.284	-2,2	100,0	

NOTA: (*) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros híbridos, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2009

Selección de indicadores
Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico
4. La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres María Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Clàudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Clàudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech
12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons
13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual
15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech

16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Alex Ruiz

■ "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 Clàudia 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 sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Clàudia 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 Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Jaume Ventura
CREI-Universitat Pompeu Fabra

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
Director de Economía Europea
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros
- Matthias Bulach
Director de Análisis Económico

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2010

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:
Para consultas relativas
al Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):
publicacionesestudios@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

Recursos totales de clientes	237.799
Créditos sobre clientes	178.026
Resultado atribuido al Grupo	1.510

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	27.505
Oficinas	5.326
Terminales de autoservicio	7.951
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2010

Millones €

Sociales	356
Ciencia y medio ambiente	62
Culturales	55
Educativas e investigación	27
TOTAL PRESUPUESTO	500



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

El Informe Mensual edición iPad se ha generado en un formato que se puede leer desde el iPad de Apple y desde la mayoría de lectores de libros electrónicos (e-Book readers). Se incluye el formato específico de los lectores Kindle de Amazon.

Más información en www.laCaixa.es/estudios

Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.