

Febrero 2010

Contenidos

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

2. Análisis económico

2.1. Perspectivas económicas de la UE

3. Análisis regulatorio

3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

4. Análisis sectorial

4.1. Sistema bancario europeo: más sombras que luces

5. Indicadores económicos

6. Indicadores financieros

Solchaga Recio & asociados

C/ Serrano, 1
28001 Madrid
Telf: +(34) 91781 06 51
info@solchagarecio.es
www.solchagarecio.es

Fecha de cierre del Informe: 16/02/2010

Sumario

Análisis institucional

El pasado día 9 de febrero el Parlamento Europeo respaldó la composición de la nueva Comisión Europea con un apoyo que alcanzó los 488 eurodiputados. En su composición destaca la vicepresidencia encabezada por el Comisario de Competencia, Joaquín Almunia, que junto a varios comisarios más conforman el equipo económico del Ejecutivo comunitario. En este artículo repasamos la composición de la Comisión en los asuntos económicos.

Análisis económico

Después de la mejora en las tasas de actividad registradas en el tercer trimestre del año, el PIB de la Unión volvió a desacelerarse en el último cuarto del año, generando nuevas incertidumbres sobre el proceso de recuperación. En estos meses, la compleja situación de Grecia ha vuelto a tensionar los mercados financieros ante el temor de contagio. En esta nota se realiza un repaso por los principales agregados económicos de la UE.

Análisis regulatorio

La crisis económica ha elevado sustancialmente los déficit públicos en toda la Unión Europea, incrementado así la carga de la deuda a medio plazo. Debido al aumento de los costes fiscales y a la insostenibilidad de los sistemas de pensiones públicos de reparto, los países de la Unión han acelerado sus programas de reformas. En este artículo revisamos las principales líneas de revisión.

Análisis sectorial

El cierre de los mercados financieros en el otoño de 2008 y en el invierno de 2009 condujo a los Estados Miembros a implementar un amplio programa de respaldo público a las entidades financieras. En estos momentos, toca revisar el éxito de tales medidas y acelerar el proceso de regulación de los mercados financieros. En este sentido, en este capítulo se analiza la situación del sistema financiero europeo.

	PIB ¹			Inflación ²			Saldo presupuestario ³			Bal. Cta. Cte. (2)		
	2008	2009*	2010*	2008	2009	2010*	2008	2009*	2010*	2008	2009*	2010*
Alemania	1,3	-4,9	1,2	2,8	0,8	1,0	-0,1	-4,2	-5,0	6,6	3,1	6,1
España	0,9	-3,6	-0,4	4,1	0,9	1,5	-3,8	-11,4	-10,5	-9,5	-5,0	-3,5
Francia	0,4	-2,2	1,2	3,2	1,0	1,3	-3,4	-7,0	-7,2	-3,8	-4,3	-4,0
Italia	-1,0	-4,7	0,7	3,5	1,1	1,5	-2,7	-5,6	-5,4	-3,0	-2,6	-2,8
Zona Euro	0,8	-4,0	0,7	3,3	0,9	1,3	-1,9	-6,3	-6,9	-0,7	-1,2	-0,5
Suecia	-0,2	-4,0	1,4	3,3	2,8	3,5	2,5	-3,5	-3,3	6,2	7,0	7,4
Polonia	4,8	1,0	1,8	4,2	3,5	3,5	-3,9	-6,6	-6,9	-5,3	-4,7	-5,0
Reino Unido	0,7	-4,3	0,9	3,6	2,9	3,0	-5,5	-11,6	-12,1	-1,5	-2,8	-1,7
UE	0,9	-4,0	0,7	3,7	1,4	3,0	-2,3	-6,9	-7,5	-1,5	-1,9	-1,5

Fuente: Comisión Europea, Bloomberg y Solchaga Recio & asociados. ¹ Media anual (%). ² Fin periodo (%). ³ Porcentaje PIB. * Previsión.

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

El proceso de designación y aprobación de la Comisión Europea

El proceso de designación y aprobación de la Comisión Europea (CE) comienza con la aprobación del Presidente de la misma. A continuación, el Consejo propone los candidatos a comisarios de común acuerdo con el Presidente, quien tiene la competencia de adjudicar las diferentes carteras. Por último, y según dicta el Tratado de la UE, el Parlamento europeo (PE) debe aprobar el Colegio de comisarios en su conjunto.

El PE aprobó el 16 de septiembre el nombramiento de José Manuel Durão Barroso como Presidente de la CE. En noviembre, tras recibir la nómina de candidatos, Barroso propuso la nueva CE compuesta por un nacional de cada Estado Miembro en aplicación del Tratado de Lisboa. El Presidente creó tres nuevas carteras (Asuntos de Interior; Acción por el Clima; y Justicia, Derechos Fundamentales y Ciudadanía) y reorganizó las responsabilidades de otras cinco. Además, decidió que siete de los comisarios serán también vicepresidentes, incluyendo entre ellos, en virtud del Tratado, al Alto Representante de la UE para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad, Catherine Ashton. Aunque Ashton será la vicepresidenta primera, dadas sus funciones específicas, particularmente en el Consejo, la sustitución del Presidente durante su ausencia correrá a cargo del resto con el orden de preferencia que él mismo definió, en el que la primera es Viviane Reding (comisaria de Justicia, Derechos Fundamentales y Ciudadanía) y el segundo Joaquín Almunia (Competencia).

A la hora de distribuir las carteras Barroso soportó enormes presiones de los Estados miembros, que querían asegurarse carteras importantes y, especialmente, las económicas, con la intención de tener un papel protagonista en la redefinición de la economía europea tras la crisis. Con este objetivo, varios de los países grandes se mantuvieron apartados de la carrera por la designación del Presidente permanente y del Alto Representante. Alemania, sin embargo, dejó entrever su interés por la cartera de Energía, que no se considera clave aunque ha ido ganando en importancia en los últimos años. Propuso, además, a Günter Öttinger, un relativamente desconocido político, lo que ha generado especulaciones sobre si su verdadero objetivo es la presidencia del Banco Central Europeo, que quedará libre en 2011 cuando termine el mandato de Jean-Claude Trinchet. El Reino Unido tampoco aspiraba a ninguno de los cargos importantes, en este caso porque se había asegurado el cargo de Alta Representante. La oposición nacional y la City de Londres criticaron esta decisión, ya que consideraban más importante en la situación económica actual y ante la posibilidad de cambiar la regulación del sector financiero (clave para su economía), obtener un cargo en el que pudiera influir en la nueva regulación con más peso. Las críticas por haber fallado en la defensa de los intereses económicos nacionales se acentuaron cuando se conoció que el comisario de Mercado Interior, bajo cuya responsabilidad está dicha regulación, sería Michel Barnier. Preocupa que la visión francesa de los mercados en general y de los financieros en particular no coincida con la británica. Es probable que el gobierno de Gordon Brown compartiera estas dudas ya que parece ser que presionó a Barroso hasta el último momento para que escindiera la regulación financiera de esta cartera y creara una

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

específica, pero no lo consiguió¹. En realidad Barroso considera que en el futuro cuando la coordinación entre los países haya mejorado y haya un mercado interno real de servicios financieros, este área debería pasar al ámbito de responsabilidad del comisario de Asuntos Económicos.

Una vez presentada la distribución de carteras, el PE debe aprobar el Colegio de comisarios en bloque para lo que evalúa a los candidatos individualmente desde el punto de vista de su competencia general, su conocimiento de su cartera, su compromiso europeo y su independencia personal, mediante el estudio de sus currículos, declaraciones de intereses económicos, las respuestas a una serie de preguntas escritas relacionadas con las prioridades en sus respectivos ámbitos de responsabilidad y una audiencia pública en la que comparece ante la comisión o comisiones parlamentarias competentes para la cartera que se les asigna. Para el PE este procedimiento es una oportunidad de reforzar su posición con respecto al resto de las instituciones europeas que no suele desaprovechar. Así, en 2004 se produjo una reorganización del Colegio cuando censuraron a dos comisarios y uno de ellos tuvo que cambiar de cartera. En esta ocasión suscitaban dudas las audiencias de varios candidatos (como la del lituano Algirdas Semeta, candidato a la cartera de Fiscalidad y Unión Aduanera, Auditoría y Lucha contra el Fraude o la del checo Stefan Füle, nominado a comisario de Ampliación y Política Europea de Vecindad), pero la que realmente decepcionó fue la de la búlgara Rumiana Jeleva, que aspiraba a la cartera de Cooperación Internacional, Ayuda Humanitaria y Respuesta a las Crisis, que ni demostró su cualificación para el cargo ni aclaró totalmente supuestas irregularidades financieras suyas y de su marido. Jeleva prefirió retirar su candidatura y el Gobierno búlgaro la sustituyó.

Aunque las dudas sobre la idoneidad de Jeleva para el puesto parecían bastante extendidas, fue el grupo socialista el que encabezó el rechazo a la búlgara. Como resultado, el Partido Popular Europeo (PPE) se planteó responder censurando a alguno de los candidatos socialistas, (como el eslovaco Maros Sefcovic, por unas declaraciones ofensivas contra los gitanos en 2005 o el húngaro Laszlo Andor que fue editor de una revista en los 90 que defendió creencias marxistas), pero finalmente prefirió no hacerlo porque se habría producido un nuevo retraso, lo que estaba en contra de los deseos de Barroso, tras las dilaciones anteriores en la entrada en vigor del Tratado causadas por la lentitud del PE para aprobar el su nombramiento y del presidente checo Vavlav Klaus para firmar el Tratado.

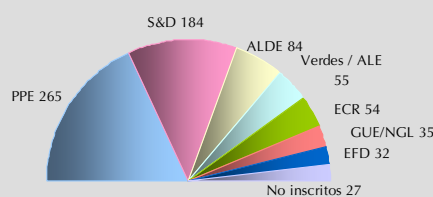
Como consecuencia, sin más cambios en la composición, el 9 de febrero tuvo lugar la sesión plenaria del PE en la que se votó y aprobó la nueva CE con 488 votos a favor provenientes del PPE, de la Alianza Progresista de los Socialistas y Demócratas y de la Alianza de Liberales y Demócratas por Europa, 137 en contra de los verdes, la Izquierda Europea y los

¹Tras confirmarse la nominación de Barnier, Sarkozy afirmó que era una señal del triunfo en Europa de la concepción francesa sobre regulación sobre los excesos del capitalismo financiero anglosajón y que los ingleses eran los grandes perdedores en los nombramientos. Estos comentarios no sólo no contribuyeron a calmar los ánimos en el Reino Unido, sino que además provocaron la suspensión de una visita oficial del primer ministro francés a Londres.

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

Composición del Parlamento Europeo 2009-2014



Miembros del Parlamento Europeo: 736

PPE: Grupo del Partido Popular Europeo
S&D: Grupo de la Alianza progresista de socialistas y demócratas
ALDE: Grupo de la Alianza de los Demócratas y Liberales por Europa
ECR: Conservadores y reformistas europeos
Verdes / ALE: Grupo de los Verdes / Alianza Libre Europea
GUE/NGL: Grupo Confederado de la Izquierda Unitaria Europea / Izquierda Verde Nórdica
EFD: Europa de la Libertad y la Democracia

euroescépticos y 72 abstenciones fundamentalmente de los Conservadores y Reformistas Europeos (al que pertenecen los conservadores británicos y los checos). El nivel de respaldo a la ratificación fue superior que el que obtuvo la primera Comisión de Barroso (488 de 754 europarlamentarios frente a 449 de 785).

Valoración de la nueva Comisión Europea

En general, se considera que el Presidente Barroso hizo un buen reparto de carteras con los candidatos que tenía. A pesar de que se había comprometido a no ceder a las presiones, en la distribución sí influyó el peso de cada país y su interés estratégico por lo que la mayoría de los gobiernos de los Estados Miembros se declararon satisfechos.

Desde una perspectiva política, la nueva Comisión sigue una ideología de centro-derecha, que refleja la tendencia del PE y de la mayoría de los gobiernos europeos². Cuenta con 13 comisarios del PPE, 8 liberales y 6 socialistas, mientras que en la anterior había 4 independientes. Se considera por tanto que la nueva es una comisión más política y más escorada a la derecha. Otra característica que el Presidente pretende es que tenga un carácter más social. Esto se ha reflejado en su insistencia en el reforzamiento de la economía social de mercado inclusiva y sostenible, que considera la base y el rasgo distintivo del modelo europeo y que esté al servicio de los ciudadanos. Este cambio de énfasis es una consecuencia de la crisis y se traduce en una mayor importancia de las consecuencias sociales y económicas de cada política sobre la ciudadanía y un mayor énfasis en explicar los efectos positivos del mercado único, las medidas de defensa de la competencia y la lucha contra el proteccionismo, que podrían haber perdido defensores durante la crisis, pero no tiene por qué suponer un alejamiento de los principios liberales del libre mercado.

La nueva Comisión destaca también por su experiencia, lo que era necesario en las circunstancias actuales. De los 27 miembros del organismo, 14 ya habían sido comisarios, 13 de ellos en la primera Comisión de Barroso, aunque ninguno repetirá cartera. Además, 8 habían sido miembros del PE, lo que puede facilitar las relaciones con dicha institución, que incrementa sus poderes tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa.

Por último, por lo que se refiere al equilibrio de género, un tercio de los miembros de la CE serán mujeres, una más que en la anterior y, además, 3 de ellas serán vicepresidentas, frente a sólo una en la saliente³.

² Sólo en contadas ocasiones los gobiernos proponen a candidatos que no pertenecen a su partido. En esta ocasión lo hizo el ejecutivo conservador holandés, que presentó a Neelie Kroes (hasta ahora comisaria de Competencia y que pasa a serlo de Agenda Digital) a pesar de que es miembro del partido liberal.

³ Durante el proceso de propuesta de candidatos diversas personalidades europeas, como el presidente del PE, europarlamentarias y comisarias, insistieron en la necesidad de aumentar la presencia de mujeres en las instituciones europeas en general y en la CE en particular. Barroso coincide con este diagnóstico y llegó a sugerir que ofrecería carteras más importantes a mujeres cualificadas.

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

La comisión económica

El núcleo del nuevo equipo económico está compuesto por el liberal finlandés Oli Rehn, comisario de Asuntos Económicos y Monetarios, el socialista español Joaquín Almunia, vicepresidente y comisario de Competencia, el popular francés Michel Barnier, comisario de Mercado Interior y Servicios y el liberal belga Karen de Gucht, comisario de Comercio. En general se considera un equipo competente, experimentado (todos ellos han sido ya comisarios) y preparado para afrontar la crisis, aunque el nombramiento de Barnier ha suscitado algunas dudas. Como se ha mencionado en la valoración general, se espera que en la toma de decisiones se dé mayor importancia a las consecuencias de las mismas sobre los ciudadanos y, en particular, sobre el empleo, pero no que dichas decisiones tengan un carácter más proteccionista.

No puede sorprender que la prioridad del nuevo comisario de Asuntos Económicos y Monetarios sea asegurar una recuperación económica sostenible en la UE, para lo que considera esencial, por un lado, adoptar una estrategia coordinada de salida de la crisis y, por otro, restaurar la disciplina presupuestaria. Con respecto a la primera condición, se ha manifestado dispuesto a utilizar el Tratado de Lisboa para mejorar la coordinación de la zona euro y para profundizar la vigilancia preventiva entre países⁴. Y con relación a sanear las finanzas públicas ha reiterado que el Pacto de Estabilidad y por el Crecimiento es el mecanismo correcto y que se asegurará de su cumplimiento riguroso. En este ámbito, durante su audiencia ante el PE, manifestó su preferencia por utilizar incentivos para el cumplimiento en lugar de sanciones.

Rehn también pretende aumentar la presencia y el peso de la UE en los foros internacionales, especialmente el G7 y el G20. Esta es una prioridad también del Presidente Barroso, que ha subrayado la necesidad de que la UE lidere y modele la globalización con arreglo a sus valores e intereses.

El nuevo vicepresidente y comisario de Competencia, Joaquín Almunia, comparte la conveniencia de coordinar las políticas económicas nacionales y considera que la política de competencia debe ser parte de esa estrategia. Necesariamente tendrá un papel importante en la salida de la crisis en lo relacionado con las ayudas a entidades financieras y con restaurar la plena aplicación de las normas sobre ayudas estatales en diferentes sectores incluidos transporte y energía, que por primera vez quedan dentro del ámbito de responsabilidad de esta cartera. Su objetivo último es salvaguardar la correcta aplicación de las normas de competencia sobre

⁴ El artículo 121 del Tratado de Lisboa establece que los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo. Cuando se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales o puede poner en peligro el correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria, la Comisión podrá dirigir una advertencia a dicho Estado. El Consejo, por recomendación de la Comisión, podrá dirigir las recomendaciones necesarias al Estado de que se trate si así se aprueba por mayoría cualificada. Por otra parte, el PE y el Consejo podrán adoptar mediante reglamentos con arreglo al procedimiento legislativo ordinario, normas relativas al procedimiento de supervisión multilateral.

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

dichas ayudas estatales, sobre fusiones y anti-cárteles para asegurar que el mercado único funciona eficientemente y sin distorsiones contribuyendo de esta manera al bienestar de los ciudadanos y de las empresas y a la competitividad de la economía europea.

En su comparecencia ante el PE Almunia defendió el nivel actual y la conveniencia de aplicar elevadas sanciones como elemento disuasivo para evitar la formación de cárteles y los abusos de posición de dominio, tal como ha hecho su predecesora en el cargo Neelie Kroes, respondiendo así a una pregunta que se repetía en Bruselas. También existe expectativa sobre cómo abordará el establecimiento de un sistema de compensación a las víctimas de las violaciones de la competencia.

El comisario comparte con el resto de los miembros de la CE dos enfoques: en primer lugar, la importancia de defender la postura europea en el mundo, en su caso en los foros internacionales y frente a las autoridades de competencia de otros países y, en segundo lugar, otorgar un papel central de los ciudadanos, cuyos intereses deben ser considerados en la toma de decisiones y a los que se debe explicar los beneficios de las políticas de competencia para ganar su respaldo.

El comisario de Mercado Interior y Servicios, Michel Barnier, también comparte esta orientación. Como consecuencia, uno de sus objetivos es restaurar la confianza en el mercado único y darle un nuevo impulso en varios ámbitos tras el debilitamiento que ha sufrido como consecuencia de algunas de las políticas nacionales anti-crisis. Por una parte, pretende conseguir un progreso real en la libre procuración de servicios, empezando por una implementación completa de la directiva de servicios, avanzar en las áreas de adquisiciones públicas y de derechos de propiedad intelectual y revisar la legislación sobre cualificaciones profesionales.

El segundo eje de su actividad será reforzar el marco regulatorio y las estructuras de supervisión de los servicios financieros. Como se ha comentado, es en este ámbito en el que su nombramiento ha generado más dudas porque se teme que responda a la concepción francesa que se inclina hacia una regulación prolija que podría obstaculizar el buen funcionamiento de estos mercados. En este sentido es preciso recordar que los miembros de la Comisión están obligados a buscar el interés de los ciudadanos de la UE en conjunto y no el de los de su país, del que en ningún caso pueden recibir instrucciones. Además, Barroso ha demostrado sus principios promercado y cuenta con la experiencia y autoridad necesaria para hacer que se tengan en consideración. De hecho, en general se percibe que su posición se ha fortalecido a nivel institucional europeo con el nombramiento de un Presidente Permanente y una Alta Comisionada de relativo bajo perfil y escaso conocimiento fuera de sus países. Por otra parte, en cierta medida ha tranquilizado a la City el nombramiento del británico Jonathan Faull (hasta ahora director general de Justicia, Libertad y Seguridad) como director general de Mercado Interno.

A diferencia de Barnier, no hay dudas sobre la orientación liberal del cuarto comisario clave en el área económica, Karel de Gucht. Como comisario de comercio sus prioridades serán luchar contra el proteccionismo y las actividades comerciales injustas y promover la apertura de mercados,

1. Análisis institucional

1.1. La nueva Comisión Europea: el equipo económico

incluyendo en este ámbito impulsar la finalización de la ronda de Doha, y la conclusión de los Tratados de Libre Comercio. El nuevo Comisario de Comercio también será responsable de coordinar el Consejo Económico Transatlántico, el diálogo de alto nivel con China y la renovación del sistema general de preferencias europeo así como reforzar las relaciones económicas con el resto de socios comerciales estratégicos y lograr un buen acuerdo contra la falsificación comercial.

En su audiencia ante el PE De Gucht dejó claras sus convicciones a favor del libre mercado y se manifestó contrario a la idea francesa de imponer algún tipo de impuesto a la importación de bienes procedentes de países que no cumplan ciertos criterios de lucha contra el cambio climático como respuesta a la falta de acuerdo en Copenhague porque podría desembocar en una guerra comercial.

El equipo económico de la nueva CE se enfrenta al desafío de liderar la recuperación económica de la UE. En el corto plazo la atención seguirá centrada en el desequilibrio fiscal griego y la respuesta a la estrategia que se decida adoptar para corregirlo desde la CE (en términos de recomendaciones o nuevos procedimientos de supervisión) reflejará si hay una intención real por parte de los Estados miembros de coordinar las políticas económicas.

2. Análisis económico

2.1. Perspectivas económicas de la UE

Perspectivas de la UE

- **Corto plazo:** las economías de la zona euro y UE27 registraron en el 4T09 una ralentización del ritmo de crecimiento con una expansión trimestral del 0,1 por ciento. Por otra parte, en las próximas semanas se concretará el posible bailout de la economía griega por parte del conjunto de la eurozona.
- **Largo plazo:** la Unión afronta un año clave en el proceso de recuperación y en el desarrollo del propio proyecto europeísta. Las crisis siempre han supuesto un avance en la construcción institucional de Europa.

Evolución del PIB

	Frente al periodo previo				
	4T08	1T09	2T09	3T09	4T09
Alemania	-2,4	-3,5	0,4	0,7	0,0
Francia	-1,5	-1,4	0,4	0,2	0,6
España	-1,1	-1,6	-1,0	-0,3	-0,1
Italia	-2,1	-2,7	-0,5	0,6	-0,2
Zona Euro	-1,9	-2,3	-0,1	0,4	0,1
Reino Unido	-1,8	-2,5	-0,7	-0,2	0,1
UE27	-1,9	-2,4	-0,2	0,3	0,1

Fuente: Eurostat

Descomposición PIB Eurozona

	Frente al periodo previo				
	3T08	4T08	1T09	2T09	3T09
Consumo	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,0
Inversión	0,1	-3,1	-8,5	-4,4	1,6
Inversión Fija	-1,1	-4,0	-5,2	-1,6	-0,8
Exportaciones	-1,3	-7,2	-8,2	-1,2	3,1
Importaciones	0,0	-4,8	-7,1	-2,8	3,0
PIB	-0,4	-1,9	-2,3	-0,1	0,4

Fuente: Eurostat

2.1. Perspectivas económicas de la UE

La situación de la economía europea continúa plagada de incertidumbres. Frente a la rápida recuperación que se observaba en el pasado verano, los datos del último trimestre de 2009 han reducido sensiblemente las previsiones. Así pues, la vuelta a tasas robustas de crecimiento parece alejarse en el tiempo. Además, junto a la gestión de la política fiscal y monetaria, la eurozona está haciendo frente a un complejo problema adicional: Grecia. El país heleno presenta serias probabilidades de default y el resto de países de la eurozona deberán acordar los pasos a seguir. Sin duda, la Unión encara un ejercicio complicado que, adicionalmente, marcarán un nuevo impulso al proceso de integración económica; o no.

La economía de la eurozona y de la Unión Europea en su conjunto había registrado un crecimiento intertrimestral en el tercer cuarto del año del 0,4 y 0,3 por ciento respectivamente, mejorando sensiblemente la confianza para el resto del año. Sin embargo, los datos del último trimestre no han sido muy positivos. El crecimiento económico se ha desacelerado sensiblemente hasta el 0,1 por ciento en ambas series, mostrando que el proceso de recuperación económica va a ser complejo. Así, la economía alemana registró un crecimiento del 0,0 por ciento trimestral en el último cuarto del año, frente al 0,7 por ciento del periodo previo. Italia retornó a las tasas negativas con una contracción de la actividad del 0,2 por ciento. De este modo, entre las grandes economías de la zona, sólo Francia elevó su crecimiento hasta el 0,6 por ciento trimestral y España suavizó su caída desde el 0,3 por ciento en el tercer trimestre al 0,1 por ciento en el último del año. Además, la economía griega, en el centro del debate ante los insostenibles problemas de sostenibilidad fiscal, aceleró su decrecimiento con una contracción adicional del 0,8 por ciento. Por último, fuera de la zona euro, la economía ha registrado también una desaceleración en el ritmo de recuperación, si bien el Reino Unido ha logrado salir de la recesión en este último cuarto del año con un crecimiento del 0,1 por ciento, dejando atrás seis trimestres consecutivos de ajuste.

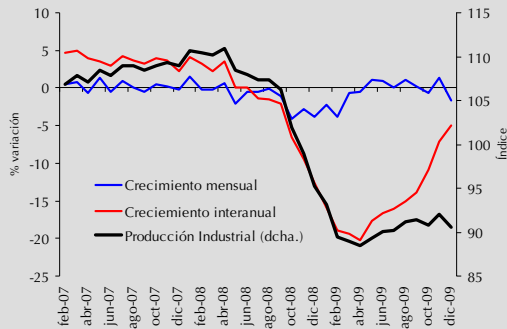
Por todo ello, la zona euro ha cerrado el año con una contracción de la actividad del 4,0 por ciento, una décima por encima del ajuste para el conjunto de la Unión (-4,1 por ciento). Entre las grandes economías, el PIB en Alemania se redujo un 4,9 por ciento, en Italia un 4,8 por ciento, en España un 3,6 por ciento y en Francia un 2,2 por ciento. Además, la contracción en el Reino Unido alcanzó el 4,8 por ciento. Así pues, la economía europea cierra el peor ejercicio de la historia y las perspectivas para el año en curso presentan aún elevadas incertidumbres.

Por su parte, los indicadores de actividad y los índices adelantados y de confianza reflejan también esa ralentización del ritmo de crecimiento. En primer lugar, la producción industrial volvió a tasas negativas en el mes de diciembre, -1,7 por ciento mensual en la eurozona y -1,9 por ciento en la UE-27. Destaca el fuerte ajuste en Alemania (-2,6 por ciento mensual) que ha debilitado sensiblemente la evolución del indicador agregado. Asimismo, el indicador adelantado de actividad elaborado por la OCDE registró un crecimiento mensual del 0,6 por ciento en diciembre, constatando la desaceleración de la actividad en la última parte del año. Además, los datos del mes de enero muestran una ralentización del ritmo de mejora de los

2. Análisis económico

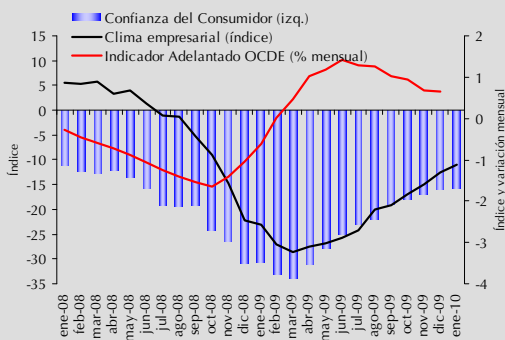
2.1. Perspectivas económicas de la UE

Producción industrial



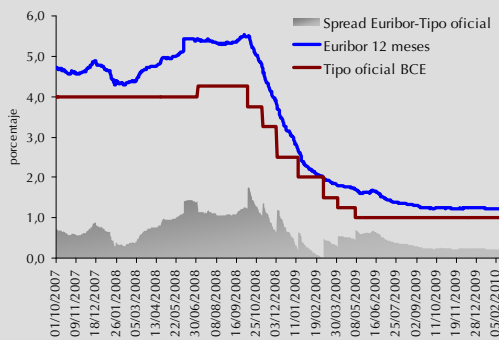
Fuente: Eurostat

Índices de confianza e Indicador adelantado OCDE



Fuente: Comisión Europea

Política monetaria



Fuente: Bloomberg

indicadores de confianza en el mercado.

El Banco Central Europeo continúa manteniendo una extraordinaria política monetaria expansiva con los tipos de interés oficiales en el 1,0 por ciento. Así pues, ante la relativa estabilidad de los mercados financieros internacionales, sólo enturbiados en las últimas semanas a raíz de la situación de Grecia, el euribor se ha mantenido moderadamente estable en el entorno del 1,22 por ciento. Por su parte, la inflación en la eurozona registró una caída mensual en enero del 0,8 por ciento, si bien la tasa interanual repuntó ligeramente (una décima) hasta el 1,0 por ciento. Tras este incremento se encuentra esencialmente la diferencia en el precio del petróleo que se trasmite por toda la economía. En este sentido, las previsiones de inflación para cierre de año se mantienen ancladas por debajo del objetivo del banco central debido a la lenta recuperación de la actividad. Por ello, estimamos que la política monetaria se mantendrá sin cambios, al menos, durante el primer semestre del año.

Los Estados han comenzado a revisar sus políticas fiscales. Después del fuerte activismo fiscal del pasado año, las cuentas públicas han cerrado 2009 con unos abultados déficit públicos. En este sentido, el saldo negativo de las cuentas alemanas se situó en el 4,2 por ciento del PIB, en Francia en el 7,0 por ciento, en Italia un 5,6 por ciento y en España se elevó hasta el 11,4 por ciento del PIB. Además, el déficit del Reino Unido se situó en el 11,6 por ciento de su economía. Así pues, la deuda pública se ha incrementado notablemente añadiendo un nuevo problema a resolver en el marco de la política económica dado que más pronto que tarde la economía europea podría sufrir un efecto *crowding-out*. Por ello, esperamos el inicio de un largo proceso de consolidación fiscal en las cuentas públicas de la Unión que podría complicarse en aquellos países con elevadas deudas y/o reducidos incrementos del PIB durante los próximos años.

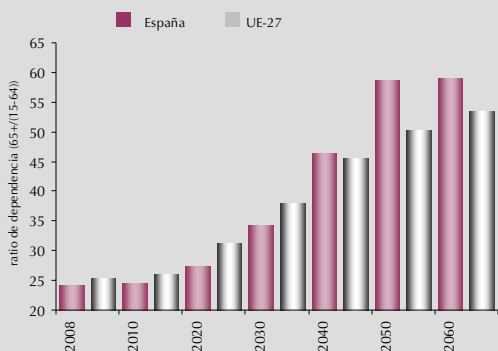
En este marco, se debe evaluar la crítica situación de la economía griega. El país ha registrado un déficit público en 2009 del 12,8 por ciento, elevando sustancialmente la deuda pública. En este sentido, el país necesita para abordar este ejercicio unos 50.000 millones de euros, teniendo que hacer frente a vencimientos por valor de 20.000 millones antes de junio. Además, las previsiones apuntan a una nueva contracción del PIB en 2010, de modo que resulta improbable una evolución razonable de las cuentas públicas. Con este escenario de fondo, el pasado viernes 12 de febrero el Consejo Europeo aprobó una suave declaración de respaldo al país heleno, si bien el compromiso no ha ido acompañado de un fondo de salvamento. Con todo, en las próximas semanas veremos la evolución del primer *bail-out* en la eurozona que, sin duda, marcará el devenir de la coordinación de la política económica de la Unión.

Por todo ello, el año que acaba de comenzar se muestra clave. Por una parte, la Unión Europea deberá hacer frente a un lento de proceso de recuperación económica y observaremos la gestión de la política monetaria con especial atención. Además, a corto plazo la eurozona tendrá que dar una respuesta más concreta a la compleja situación griega y, con ello, perfilar una reforma de medio plazo de la política económica común.

3. Análisis regulatorio

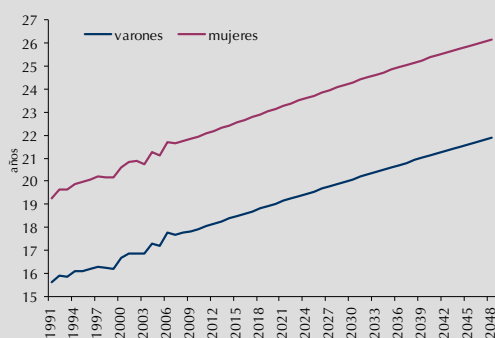
3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

Proyección de tasas de dependencia de mayores



Fuente: Comisión Europea

Evolución esperanza de vida al cumplir 65 años en España.



Fuente: INE. A partir de 2008 comienzan las proyecciones

Ratio Pensiones/PIB

	Incremento del ratio de gasto	
	España	EU-27
2007-2020	1,1	0,4
2020-2030	1,3	0,9
2030-2040	2,4	0,7
2040-2050	2,2	0,2
2050-2060	-0,3	0,2
2007-2060	6,7	2,4

Fuente: Comisión Europea

3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

La inmensa mayoría de los países occidentales están sufriendo un agudo proceso de envejecimiento poblacional, resultado tanto del avance económico, como de una transformación en los hábitos y costumbres sociales. En este sentido, las estimaciones presentadas en el informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico elaborado por la Comisión Europea señalan que para la UE-27 en su conjunto la tasa de dependencia de las personas de edad (población de 65 y más años sobre la población de 15 a 64 años) pasará del 25,4 por ciento en 2008 al 50,4 por ciento en 2050. Así pues, en las próximas décadas el equilibrio demográfico de Europa se va a modificar sustancialmente. Este fenómeno resultará particularmente dramático en España, donde se espera que la tasa de dependencia pase del 24,1 por ciento en 2008 al 58,7 por ciento en 2050. La esperanza de vida en 2050 sería para España una de las más altas: 84,3 años para los varones (seis años y medio más que ahora) y 89,9 años para las mujeres (casi seis años superior a hoy).

Tal rapidez e intensidad de los cambios demográficos y sociales lleva a reflexionar sobre la estabilidad financiera de los sistemas de pensiones basados en el reparto. Por un lado, según diversos estudios, el envejecimiento incide sobre la sostenibilidad por varias vías, ya que no sólo incrementa la tasa de dependencia, sino que tiende a reducir la tasa de empleo al incrementar el peso de la población con edades cercanas al momento de la jubilación (en España pasará del actual 15 por ciento al 21 por ciento en 2050), cuyas tasas de inactividad y desempleo son mayores que en las edades medianas del ciclo laboral. Además, también tiende a disminuir la productividad media del trabajo, aunque el último efecto no es inequívoco al incidir también en las decisiones de formación de capital humano de los individuos. Por otro lado, a una esperanza de vida mayor, que aumenta los años de percepción de prestaciones, hay que sumar el hecho de que actualmente se empieza a trabajar más tarde, reduciéndose el número de años de cotización. Por si fuera poco, la mayor cualificación de los trabajadores también incrementa la pensión futura a percibir.

Como consecuencia, si se mantiene la normativa actual, la evolución del gasto en pensiones en relación con el PIB cifrará un fuerte aumento en el largo plazo. Así, las proyecciones recogidas por la Comisión Europea muestran cómo para el conjunto de los 27 países de la Unión el gasto en pensiones se incrementaría para 2060 en 2,4 puntos porcentuales del PIB, llegando al 13,8 por ciento. En el caso de España, este incremento en el gasto en pensiones será moderado en los próximos 15 años, pero a partir de ese momento se acelerará fuertemente al iniciarse la jubilación de la generación del "baby-boom", pasando de un 8,4 por ciento del PIB en la actualidad, casi dos puntos por debajo de la media de la UE-27, a un 15,1 por ciento, lo que representa un aumento de 6,7 puntos porcentuales. Esto se traduciría en que más allá de 2020 el sistema español de pensiones tendrá un déficit estructural, que será creciente y que agotará el fondo de reserva (actualmente de 60.000 millones de euros) antes de 2030. En 2050 el déficit alcanzaría un peso equivalente al 6,5 por ciento del PIB y la deuda un 120 por ciento del PIB en 2060. Por tanto, parece evidente que en muchos países los sistemas de pensiones públicas no son sostenibles a largo

3. Análisis regulatorio

3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

Edad de jubilación

	edad de jubilación			
	edad efectiva		edad legal en 2008	
	2007	incremento 2001-2007	hombres	mujeres
Alemania	62,0	1,4	65	65
Austria	60,9	1,7	65	60
Bélgica	61,6	4,8	65	64
Dinamarca	60,6	-1,0	65	65
España	62,1	1,8	65	65
Francia	59,4	1,3	60	60
Holanda	63,9	3,0	65	65
Italia	60,4	0,6	65	60
Reino Unido	62,6	0,6	65	60
Suecia	63,9	1,8	61-67	61-67
EU-27	61,2	1,3	-	-

Fuente: Eurostat y Comisión Europea

Tasas de reemplazo

	ingresos netos como % ingresos netos antes del retiro		
	educ. baja	educ. media	educ. alta
Alemania	53,4	58,0	44,4
Austria	90,4	90,9	66,4
Bélgica	77,3	63,0	40,7
Dinamarca	132,7	86,7	72,2
España	82,0	84,5	72,4
Francia	78,4	63,1	55,4
Holanda	97,0	96,8	94,8
Italia	81,8	77,9	79,3
Reino Unido	66,1	41,1	24,0
Suecia	81,4	64,0	73,9

Fuente: OCDE, 2007

Tasas de Participación para trabajadores de 55 a 64 años

	Tasa de participación histórica			
	1990	1995	2000	2006
Alemania	42,4	42,8	43,0	46,5
Austria	-	30,2	30,5	36,8
Bélgica	22,2	24,2	27,1	33,6
Dinamarca	57,0	53,6	58,2	63,2
España	40,1	36,6	40,9	46,8
Francia	32,9	31,4	31,7	40,5
Holanda	30,9	29,9	39,0	49,6
Italia	32,5	29,0	29,0	33,4
Reino Unido	53,1	51,5	52,9	59,1
Suecia	-	67,2	68,4	72,8
UE-27	-	-	39,7	46,4

Fuente: Comisión Europea

plazo con sus características actuales. Así pues, las reformas son inevitables y han de hacerse con antelación por varios motivos. El principal es que los agentes económicos deben disponer de la mayor información sobre su jubilación para poder tomar correctamente sus decisiones tanto en el mercado de trabajo como de ahorro. Además, es aconsejable que los cambios se introduzcan poco a poco para no penalizar en exceso a determinadas cohortes de población. Finalmente, debe considerarse que los problemas de sostenibilidad económica, si se abordan una vez ya se han agotado los recursos, son ya irresolubles. Por todo ello, varios países europeos ya han comenzado profundas reformas, y en aquellos que aún no se han planteado, el debate debe comenzar ahora y la implementación tiene que iniciarse pronto.

Las reformas tendrán que encontrar un equilibrio entre proporcionar recursos adecuados a los pensionistas y garantizar la viabilidad del sistema para poder prestar las pensiones prometidas durante la fase contributiva. Para el caso de España, si se quisiera mantener el nivel de prestaciones, el tipo de cotización debería pasar de aproximadamente el 28 por ciento actual a un 48 por ciento en 2050, algo inviable por sus distorsiones sobre el empleo. Por su parte, si se confiase todo el ajuste sobre la cuantía de la pensión media, ésta debería ir reduciéndose hasta representar el 59 por ciento de la actual en términos reales en 2050. Por tanto, la receta no puede basarse en un único ingrediente, sino que debe ser amplia, combinando medidas en distintos frentes.

Así pues, un primer objetivo debería ser prolongar la vida laboral, al ser la medida más potente en términos de conseguir la viabilidad financiera del sistema (tiene efectos positivos en dos direcciones, ya que aumenta la población activa y con ella las cotizaciones, al tiempo que reduce el gasto en pensiones por pagarlas durante menos años) y no reducir la cuantía de la prestación. Puede justificarse por el incremento de la esperanza de vida, las menores necesidades físicas requeridas por la mayoría de los trabajos en la actualidad y la mejora de las condiciones físicas en edades más avanzadas. Para tal fin, la mera prolongación de la edad legal de jubilación no es suficiente, al ser un hecho que los trabajadores se jubilan antes de la edad legal para ello. Por tanto, es aún más necesario modificar el sistema actual de incentivos en una doble dirección. Por un lado, se deben eliminar tanto los elementos que impulsan las prejubilaciones, como ampliar el periodo exigido para acceder a la máxima pensión. Por otro lado, se debe fomentar la continuidad en el trabajo, permitiendo elegir al trabajador, tras la edad mínima a la que puede jubilarse con el máximo de derechos, la mejor opción del momento de jubilación para su vida, reduciendo las cotizaciones para la empresa durante esos años adicionales, e incrementando las prestaciones futuras del trabajador. Varios países han retrasado en los últimos años la edad legal de jubilación y modificado el sistema de incentivos. Así, Noruega tiene una edad de jubilación de entre 67 y 70 años, y en Alemania, Holanda, Islandia e Irlanda se ha acordado que la edad de jubilación se amplíe en un futuro hasta los 67 años. En Dinamarca, no sólo pasará la edad legal de jubilación a los 67 años en 2027, sino que a partir de entonces la edad de retiro podrá modificarse de acuerdo con la esperanza de vida. Además, en Reino Unido hay planes para posponerla hasta los 68 años y en España hasta los 67 años, mientras que en Grecia se

3. Análisis regulatorio

3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

Reformas desde 2004 en el Sistema de Pensiones

Principales medidas adoptadas en las reformas de las pensiones desde 2004

Alemania	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento gradual entre 2012 y 2029 de la edad de jubilación de 65 a 67 años 2) Penalización de la jubilación anticipada
Austria	<ol style="list-style-type: none"> 1) Aumento del periodo cotización para el cálculo de la pensión de últimos 15 a últimos 40 años
Bélgica	<ol style="list-style-type: none"> 1) Medidas para desincentivar las prejubilaciones
Dinamarca	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento gradual entre 2024 y 2027 de la edad de jubilación de 65 a 67 años 2) A partir del 2027 se vincula la edad de jubilación con la esperanza de vida 3) Retraso jubilación anticipada de 60 a 62 años
Finlandia	<ol style="list-style-type: none"> 1) Aumento del periodo cotización para el cálculo de la pensión de últimos 10 años a toda la vida laboral 2) Víncula prestación con esperanza de vida 3) Retraso de la edad jubilación anticipada de 63 a 65 años entre 2011 y 2022
Francia	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incidencia del crecimiento pensiones con el IPC en vez de con los salarios 2) Desincentivo de prejubilaciones y fomento de la permanencia en el trabajo 3) Aumento del periodo cotización para el cálculo de la pensión de últimos 10 a últimos 25 años 4) Privilegios fiscales para planes privados
Grecia	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento de la edad de jubilación de las mujeres hasta los 65 años, igualándola con hombres 2) Acceso a prejubilaciones a partir de los 55 años y con al menos 15 años de contribuciones
Holanda	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento edad de jubilación de 65 a 67 años 2) Desincentivos para jubilaciones anticipadas
Hungría	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento gradual desde 2012 de la edad de jubilación de 62 a 65 años 2) Desincentivos de las prejubilaciones 3) Incentivos para planes de ahorro privados
Italia	<ol style="list-style-type: none"> 1) Propuesta de retrasar la edad de jubilación de las mujeres hasta los 65 años 2) Aumento de años cotizados y edad de jubilación para acceder a máxima pensión 3) Se vincula cuantía pensión con esperanza de vida
Polonia	<ol style="list-style-type: none"> 1) Desincentivos a la jubilación anticipada 2) Se vincula cuantía pensión con esperanza de vida
Portugal	<ol style="list-style-type: none"> 1) Se vincula cuantía pensión con esperanza de vida 2) Plan voluntario gestionado por Estado
Reino Unido	<ol style="list-style-type: none"> 1) Propuesta de retrasar la jubilación hasta los 68 años 2) Beneficios por últimos años en edad de trabajar
Rep. Checa	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento gradual hasta 2030 de la edad de jubilación a 65 años 2) Aumento del periodo de cotización para el cálculo de la pensión de los últimos 25 a 35 años
Suiza	<ol style="list-style-type: none"> 1) Incremento de la edad de jubilación de las mujeres desde los 63 hasta 64 años

Fuente: Elaboración propia

retrasará la edad de jubilación de las mujeres hasta los 65 hasta igualarla con la de los hombres. Estas medidas se implementarán de forma progresiva, con un aumento gradual de 2 o 3 meses cada año. Por otro lado, Bélgica y Reino Unido recientemente han aumentado la “recompensa” por aplazar la jubilación, mientras que Austria, Francia, Alemania, Italia y Portugal además han aumentado (o introducido) la penalización por jubilación anticipada, mientras que Dinamarca y Finlandia han optado por retrasar la edad a la que se puede acceder a la jubilación anticipada.

El segundo ingrediente para garantizar la sostenibilidad de los sistemas de pensiones sería el aumento del período de cotización considerado para el cálculo de la pensión. La efectividad de esta medida se basa en que suele reducir la cuantía de la pensión debido al perfil cóncavo de los salarios en relación con la edad. Como aspecto positivo, señalar que supone el reforzamiento de la proporcionalidad del sistema, ya que estrecha la relación entre la pensión a percibir y la cotización efectuadas por cada trabajador. Nos debemos preguntar si la aplicación de esta medida supondría una gran reducción en la cuantía de las pensiones, lo que no es deseable, más aún en España, donde la pensión media es de 862 euros, por debajo del promedio europeo. Atendiendo no a un análisis intergeneracional, sino analizando si existe o no déficit entre las aportaciones y las prestaciones de un individuo, diversos estudios concluyen que, debido a que cada vez vivimos más años tras la jubilación, los individuos reciben más de lo que aportan al sistema público de pensiones. Además, la rentabilidad es más positiva cuando aumenta el nivel de estudios de los individuos. Por tanto, la pensión media del sistema tenderá a crecer por ser las próximas cohortes a jubilarse de mayor educación y, en consecuencia, cualquier modificación que afecte a la pensión media difícilmente hará que su poder adquisitivo caiga por debajo del actual. En las reformas ya aprobadas vemos como Francia tomará en consideración los 25 años mejores en términos de salarios recibidos, frente a los 10 mejores hasta ahora. Austria, pasará de 15 a 40 años, mientras que Finlandia, Polonia, Portugal, Eslovaquia y Suecia pasarán a tomar en cuenta toda la vida laboral. Además, en Alemania, Finlandia, Portugal y Suecia el valor de la pensión en el momento de la jubilación se ajustará a la expectativa de vida.

En tercer lugar, deben reforzarse las pensiones privadas, mejorando tanto su flexibilidad como su tratamiento fiscal, de forma que complementen parte del esquema de reparto vigente y se consiga que las rentas de los jubilados dependan en menor medida de las prestaciones estatales. Tal es el caso de Dinamarca y Holanda, dónde tras diez años de reformas, más del 95 por ciento de los trabajadores tienen aportaciones a planes privados de pensiones, y que encabezan el ranking elaborado por la consultora Aon, que ha evaluado la salud de los sistemas públicos de pensiones en la UE, usando cuatro parámetros: la estructura demográfica, la cuantía de las pensiones públicas, la viabilidad financiera del sistema y el peso de las pensiones privadas. En España, el ahorro acumulado en planes de pensiones es de un 7,1 por ciento del PIB, muy lejos del patrimonio acumulado en otros países de nuestro entorno, por lo que existe gran margen de mejora en este aspecto. También, se puede optar por la constitución de un sistema de cuentas nocionales, donde el aseguramiento privado se realiza en

3. Análisis regulatorio

3.1. Apuntes sobre la reforma del sistema de pensiones

combinación con el propio sistema público, tal y como sucede en Suecia y algunos países de Europa del Este, donde una porción de las cotizaciones de cada trabajador colabora en el pago de las pensiones de los jubilados, mientras que otra porción se dirige a algún instrumento de capitalización que engrosa la pensión del propio cotizante.

Por último, dado que para la sostenibilidad de los sistemas de pensiones no sólo importa la evolución demográfica y social, sino también la evolución del mercado de trabajo, estos ingredientes básicos mencionados sobre los parámetros o estructura de los sistemas de pensiones deben ser complementados con reformas laborales en aquellos países que lo necesiten, así como cambios en la educación y la formación de los trabajadores. Así, además de ser prioritaria la reducción del paro y la inclusión en el mercado laboral de los más jóvenes, una adecuada implementación de los sistemas de trabajo a tiempo parcial puede ser una buena solución para permitir a los trabajadores de más edad mantenerse en activo sin un desgaste físico elevado y al mismo tiempo obtener ingresos suficientes.

4. Análisis sectorial

4.1. Sistema bancario europeo: más sombras que luces

La génesis de la crisis se encuentra en un excesivo endeudamiento del sector privado y una política de asunción de riesgos imprudente

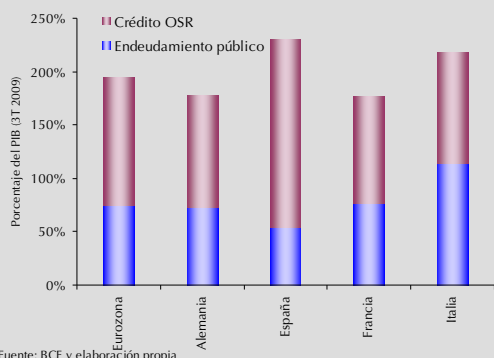
4.1. Sistema bancario europeo: más sombras que luces

Tras más de un año del inicio de la crisis financiera y su contagio a la economía real, los distintos países de la Unión Europea han comenzado a dejar atrás la recesión económica si bien con algunas excepciones, incluso dentro de la Zona del Euro. No obstante, los recientes datos de crecimiento en Alemania parecen dar la razón a quienes sostienen que la recuperación será débil, lenta y no exenta de riesgos. En este sentido, no debe pasarse por alto que dicha reactivación se ha venido basando en una agresiva política de gasto público que ha disparado el déficit fiscal en todos los países del viejo continente.

Precisamente, el foco de atención de los inversores, agencias de *rating*, prensa especializada y demás actores de los mercados financieros ha virado hacia las crecientes necesidades de financiación de los gobiernos para financiar sus elevados déficits públicos. En el epicentro del problema se ha situado Grecia sobre la que se han generado dudas sobre su capacidad para afrontar el servicio de su deuda y el temor a un contagio a otros países, especialmente del arco mediterráneo. No siendo discutible la necesidad de mantener unas cuentas públicas saneadas, se está perdiendo la perspectiva de cuál ha sido la génesis de la crisis, que se encuentra en un excesivo endeudamiento del sector privado y una política de asunción de riesgos imprudente, si no temeraria, por parte de las entidades de crédito, circunstancias apoyadas por una política monetaria excesivamente laxa. En este contexto, los déficits fiscales y el elevado endeudamiento público han sido imprescindibles para apuntalar la actividad y que una situación recesiva no se tornase en depresiva. Es más, una parte significativa del endeudamiento público de los distintos gobiernos se explica por los distintos planes de rescate en apoyo de entidades bancarias ante el temor de que el riesgo sistémico se materializase, colapsando el sistema de pagos. Por tanto, el giro copernicano dado por los mercados e instituciones ha situado en un segundo plano problemas de mayor prioridad como son la debilidad de los flujos de crédito en Europa, la situación de las entidades bancarias, especialmente de las que han recibido ayudas públicas, y la ralentización en el proceso de reforma de la supervisión financiera.

La acción de todos los gobiernos europeos así como las medidas cuantitativas adoptadas por el Banco Central Europeo han sido cruciales para el mantenimiento tanto de la liquidez como de la confianza en el sistema. Sin embargo, dichas medidas no han sido suficientes para relanzar el flujo de crédito en Europa. Efectivamente, el crédito bancario en la Zona del Euro se contrajo un 1,9 por ciento anual en 2009, si bien con grandes diferencias entre los distintos países; así, se registró una fuerte contracción en Irlanda (-8,6 por ciento) Bélgica (-8 por ciento), Alemania (-4,4 por ciento) y España (-2,5 por ciento), cierto estancamiento en Francia (0,3 por ciento) e Italia (0,6 por ciento) y un moderado crecimiento en Holanda (3 por ciento) y Portugal (1,3 por ciento). Este comportamiento negativo del crédito concedido por el sistema bancario se explica por la situación de excesivo apalancamiento del sector privado residente y el efecto negativo del incremento de la tasa de desempleo, que ha reducido la demanda de crédito. Igualmente, por el lado de la oferta, las entidades bancarias están inmersas en un proceso de depuración de sus balances por lo que los

Eurozona. Distribución del endeudamiento Total.

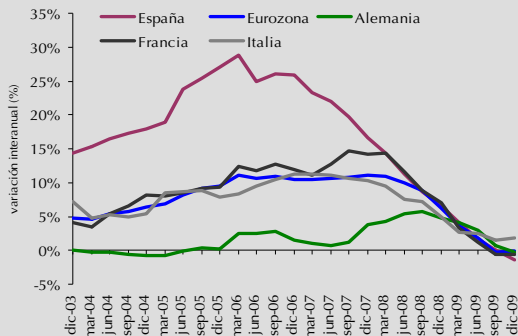


Fuente: BCE y elaboración propia

4. Análisis sectorial

4.1. Sistema bancario europeo: más sombras que luces

Eurozona. Crédito al sector privado residente.



estándares crediticios aplicados son mucho más restrictivos, concentrándose la inversión crediticia en activos de menor riesgo: valores y préstamos al sector público. Prueba de ello es el fuerte incremento de los préstamos a las administraciones públicas en España Francia e Italia, con un crecimiento en 2009 del 21,7; 12,6 y 5,6 por ciento, respectivamente. Por tanto, parece que, en principio, las dos condiciones necesarias para que el crédito comience a fluir de nuevo con normalidad son un “desapalancamiento” del sector privado, proceso que será lento y doloroso dado el bajo nivel de inflación, y un saneamiento completo del balance de las entidades financieras que, en el *ínterin*, podrán sobrevivir gracias tanto a la generosa liquidez concedida por el Banco Central Europeo como a la recomposición de su activo con un aumento del peso de la cartera de deuda pública, no exenta de riesgo mercado, por otra parte.

No puede afirmarse que la situación financiera de las entidades bancarias sea plenamente sólida debido tanto a la falta de certeza sobre si sus balances contienen todavía activos deteriorados como a los magros resultados obtenidos en 2009. Un ejemplo de ello es la ayuda adicional de 7.000 millones de euros otorgada por el estado holandés a ABN Amro recientemente aprobada por Bruselas.

El tercero de los problemas en los que no se ha avanzado todo lo que cabría esperar es en la reforma de la supervisión financiera. El informe *Larosière*, encargado por la Comisión a un grupo de expertos, contiene un diagnóstico certero de las causas de la crisis financiera así como un conjunto de recomendaciones que se han desarrollado con una profundidad desigual. Entre las causas de la crisis apuntadas por dicho informe destacan la falta de solidez de la supervisión “macroprudencial”, los fallos de gobierno corporativo especialmente en el sistema de retribuciones, la inadecuada supervisión de intermediarios financieros no bancarios y la negociación de derivados crediticios en mercados OTC. A partir de ellas el informe realiza una serie de recomendaciones en tres ámbitos: regulación financiera, mecanismos de gestión de crisis y estructura de la supervisión.

En materia de regulación financiera, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó en diciembre del pasado año una propuesta de modificación al Acuerdo de Capital, cuyo objetivo principal es el reforzamiento de la calidad tanto de los recursos propios como de la liquidez de las entidades bancarias. Para ello, se propone una reducción de los instrumentos híbridos computables como recursos propios básicos, devolviendo al capital y las reservas un protagonismo que nunca deberían haber perdido; igualmente, se propone la introducción de una ratio de apalancamiento basado en información contable y la introducción de provisiones anticíclicas. Con respecto a las operaciones de titulización y derivados, se propone un endurecimiento de los requisitos de capital como mecanismo para reconducir dichas operaciones desde mercados OTC a mercados organizados. En este sentido, se echa de menos la utilización de límites cuantitativos como herramienta de regulación para este tipo de operaciones.

Hasta el momento el principal avance se ha producido en el fortalecimiento de la supervisión “macroprudencial” mediante la aprobación de una reforma de su estructura institucional que crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico, encargada de vigilar y evaluar los riesgos para la estabilidad del

Se echa de menos la utilización de límites cuantitativos como herramienta de regulación para este tipo de operaciones de titulización y derivados

4. Análisis sectorial

4.1. Sistema bancario europeo: más sombras que luces

sistema financiero en su conjunto. Este organismo alertará en una fase temprana sobre los riesgos que se puedan estar perfilando y, en caso necesario, formulará recomendaciones de actuación para hacer frente a tales riesgos. Simultáneamente, se configura un Sistema Europeo de Supervisores Financieros consistente en una red de supervisores financieros nacionales que trabajarán con las nuevas autoridades europeas de supervisión, resultantes de la transformación de los actuales comités europeos, los cuales solo tienen competencias de orden consultivo (Comité de Supervisores Bancarios Europeos, el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación y el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores).

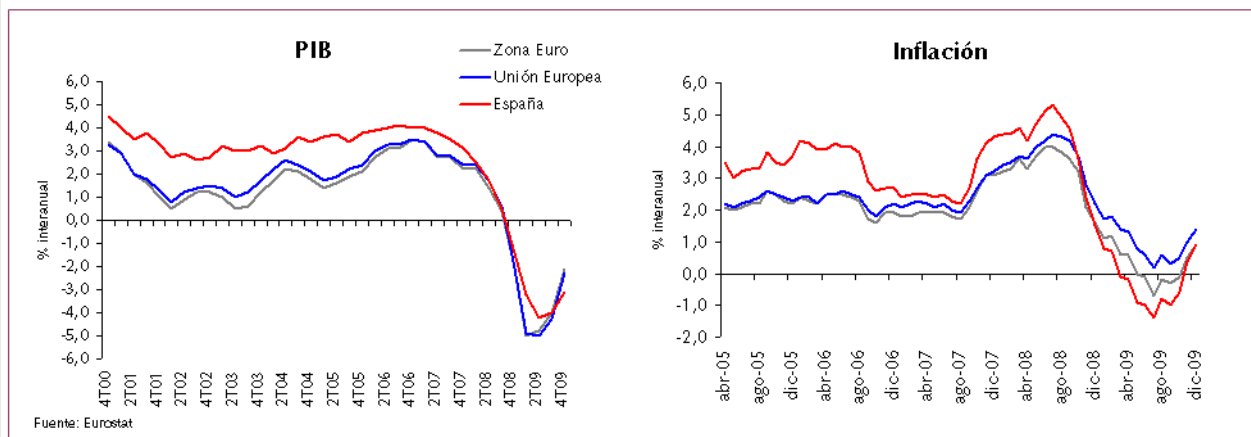
Por lo que respecta a los sistemas de remuneración en el sistema financiero existe un consenso en que una mala definición de aquéllos puede generar incentivos perversos que desemboquen en una asunción de riesgos excesiva. En este sentido, el Consejo Europeo acordó en noviembre de 2009 un marco general para las políticas de retribución de las entidades financieras en el que destaca la obligatoriedad de que cualquier remuneración sea aprobada por la junta general de accionistas y, en todo caso, estén sujetas a la vigilancia del supervisor financiero competente. En el ámbito nacional, existen iniciativas legislativas, como es el caso de Francia, que apuntan en dicha dirección.

Sin embargo, otras recomendaciones contenidas en el Informe *Larosière* se han abordado de una forma muy tímida. En primer lugar, los derivados crediticios negociados en mercados OTC permitieron que entidades financieras no bancarias mantuviesen exposiciones al riesgo de crédito poco prudentes. La negociación de estos instrumentos en mercados regulados con un organismo rector que actuase como contrapartida central con liquidaciones diarias de las posiciones evitaría la asunción excesiva de riesgos. Igualmente, la necesidad de incrementar la vigilancia de intermediarios financieros no bancarios en los mercados financieros cuya actuación puede tener implicaciones sistémicas no se está plasmando en una regulación más estricta de dichas entidades, como es el caso de los *hedge funds*. En definitiva, junto con una mejora de la estructura supervisora y un mayor control de las políticas retributivas, sería deseable la adopción de medidas legislativas que atacasen el origen del problema: la existencia de instrumentos y operaciones financieras complejas y con un elevado nivel de riesgo, las cuales deberían restringirse con la imposición de límites cuantitativos ya que el incremento de los requisitos de capital no parece haber desincentivado dichas prácticas en el pasado.

5. Indicadores económicos

	PIB ¹				Inflación ²				Saldo Fiscal ³ dic-09	Deuda Pública ⁴ dic-08	PIBnom ⁵ dic-09
	1T09	2T09	3T09	4T09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09			
Alemania	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	-0,5	-0,1	0,3	0,8	-4,2	65,9	2.404,4
Austria	-3,8	-4,5	-3,4	-1,8	0,0	0,1	0,6	1,1	-4,2	62,6	275,5
Bélgica	-3,7	-4,2	-3,2	n.d.	-1,0	-0,9	0,0	0,3	-5,9	89,8	339,1
Chipre	0,4	-1,4	-2,3	-2,7	-1,2	-1,0	1,0	1,6	n.d.	48,4	17,6
Eslovenia	-8,8	-9	-8,5	n.d.	0,0	0,2	1,8	2,1	-5,9	22,5	35,5
España	-3,2	-4,2	-4	-3,1	-1,0	-0,6	0,4	0,9	-11,4	39,7	1.049,1
Finlandia	-7,8	-8,9	-8,8	n.d.	1,1	0,6	1,3	1,8	-2,9	34,1	175,2
Francia	-3,5	-2,8	-2,3	-0,2	-0,4	-0,2	0,5	1,0	-7,0	67,4	1.943,4
Grecia	-0,5	-1,2	-1,7	-2,6	0,7	1,2	2,1	2,6	-12,8	99,2	240,4
Irlanda	-9	-7,8	-7,6	n.d.	-3,0	-2,8	-2,8	-2,6	-12,1	44,1	164,2
Italia	-6	-5,9	-4,6	-2,8	0,4	0,3	0,8	1,1	-5,6	105,8	1.533,8
Luxemburgo	-6,3	-7,3	-2,6	n.d.	-0,4	-0,2	1,7	2,5	-3,4	13,5	37,5
Malta	-1,2	-2,9	-2,1	n.d.	0,8	-0,5	-0,1	-0,4	-4,5	63,8	5,7
Países Bajos	-4,1	-5,2	-4	-2,6	0,0	0,4	0,7	0,7	-3,8	58,2	574,8
Portugal	-4	-3,7	-2,5	-0,8	-1,8	-1,6	-0,8	-0,1	-6,9	66,3	162,3
Zona Euro	-5	-4,8	-4	-2,1	-0,3	-0,1	0,5	0,9	-6,3	69,3	9.010,5
Bulgaria	-3,5	-4,9	-5,4	-6,2	0,2	-0,3	-0,1	0,6	n.d.	14,1	33,4
Dinamarca	-3,9	-7	-5,4	n.d.	0,5	0,6	0,9	1,2	-1,3	33,5	224,9
Eslovaquia	-4,9	-5,3	-4,9	-3,6	0,6	0,4	0,4	0,5	-5,3	27,7	66,2
Estonia	-14,2	-15,8	-15,9	n.d.	-1,6	-2,2	-2,1	-1,7	n.d.	4,6	13,8
Hungría	-5,6	-6,8	-7,1	-5,3	4,9	4,7	5,2	5,6	n.d.	72,9	91,9
Letonia	-18,7	-17,3	-19,3	n.d.	0,5	-0,9	-1,2	-1,2	n.d.	19,5	18,5
Lituania	-13,1	-19,7	-14,2	-13	2,7	1,3	1,5	1,3	n.d.	15,6	26,0
Polonia	1,5	1,3	1,0	n.d.	3,4	3,1	3,3	3,5	n.d.	47,2	308,6
Reino Unido	-5,2	-5,8	-5,1	-3,2	1,1	1,5	1,9	2,9	-11,6	52,0	1.568,2
República Checa	-4,2	-4,7	-4,1	n.d.	0,0	-0,2	0,5	1,0	-6,0	30,0	134,5
Rumania	-7,4	0	n.d.	n.d.	4,9	4,3	4,7	4,7	n.d.	13,6	119,7
Suecia	-6,3	-5,8	-5,2	n.d.	1,4	1,8	2,4	2,8	-3,5	38,0	293,0
Unión Europea	-4,9	-5	-4,3	-2,3	0,3	0,5	1,0	1,4	-6,9	61,5	12.168,5

Fuente: Eurostat. ¹ Interanual (%). ² (%) Inflación último trimestre publicado. ³ Porcentaje del PIB. Estimación FMI. ⁴ No hay datos para 2009. ⁵ Millardos de euros.



6. Indicadores financieros

Tipos de cambio

	unidades	Último 15-feb-10	Cierre 2008	Variación			
				1 mes	2 meses	3 meses	1 año
Bulgaria	lev / euro	1,96	1,96	-0,01%	0,00%	-0,01%	-0,01%
Dinamarca	corona / euro	7,44	7,45	0,01%	0,02%	0,03%	-0,12%
Estonia	corona / euro	15,65	15,64	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%
Hungria	florín / euro	272,42	265,60	1,43%	-1,91%	2,77%	-8,71%
Letonia	lat / euro	0,71	0,71	0,08%	0,33%	0,13%	0,23%
Lituania	litas / euro	3,45	3,45	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Polonia	zloty / euro	4,03	4,15	-0,48%	-3,94%	-1,44%	-13,26%
Reino Unido	libra / euro	0,87	0,95	-1,84%	-2,19%	-1,86%	-3,14%
República Checa	corona / euro	26,11	26,85	0,57%	-0,44%	2,35%	-8,83%
Rumania	leu / euro	4,12	4,03	0,35%	-2,15%	-3,99%	-4,01%
Suecia	corona / euro	9,85	10,94	-3,10%	-5,78%	-3,63%	-8,79%
Zona Euro	dólar / euro	1,36	1,40	-5,48%	-5,16%	-8,60%	5,71%

Mercados bursátiles

	índice	Último 15-feb-10	Cierre 2008	Variación			
				15 días	1 mes	3 meses	1 año
Alemania	Dax	5.511	4.810	-1,7%	-6,2%	-4,6%	24,9%
España	Ibex 35	10.294	9.196	-6,0%	-13,1%	-13,9%	24,5%
Francia	Cac 40	3.609	3.218	-3,5%	-8,7%	-5,7%	20,4%
Italia	Mib 30	23.478	19.460	1,9%	4,5%	24,7%	-9,0%
Reino Unido	FTSE 100	5.167	4.434	-0,4%	-5,3%	-3,3%	23,3%
Suecia	AEX	316	246	-3,7%	-6,5%	-1,6%	25,8%
Polonia	WIG	38.539	27.229	-3,8%	-6,0%	-5,4%	63,6%
Rep. Checa	PX	1.130	858	-4,0%	-4,7%	-2,0%	56,1%
Promemoria	S&P 500	1.076	903	0,2%	-5,3%	-3,1%	30,1%

Fuente: Bloomberg

