

Abril 2010

Contenidos

1. Análisis institucional

1.1. Una valoración inicial de la Presidencia Española

2. Análisis económico

2.1. Perspectivas económicas de la UE

3. Análisis regulatorio

3.1. El BCE como prestamista de última instancia

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

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: 27/04/2010

Sumario

Análisis institucional

Ya han pasado casi cuatro meses del inicio de la Presidencia semestral española de la Unión. En este tiempo, el gobierno ha desplegado una intensa actividad vinculada a la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, junto a retos adicional derivados de la compleja situación económica. La valoración inicial está lejos de las previsiones que el gobierno había fijado, al menos, públicamente pero parece razonable destacar la buena gestión en el *back-office* del trabajo comunitario.

Análisis económico

Los datos de actividad económica no reflejan una robusta recuperación. En el primer trimestre, las malas condiciones climáticas contribuyeron a un peor comportamiento del PIB y es seguro que la erupción del volcán Eyjafjalla en Islandia afectará negativamente al dato del segundo trimestre. En todo caso, los mercados financieros aún distan de la normalidad y las políticas fiscales hiper-expansivas son ya insostenibles. El debate en torno a la asistencia financiera a Grecia marcará el futuro de la zona euro.

Análisis regulatorio

La función de prestamista en última instancia es una herramienta común en los distintos países para el tratamiento de las crisis bancarias, si bien su configuración entre los distintos países atiende con diferente intensidad al principio de transparencia. Desde el estallido de la crisis el Banco Central Europeo ha articulado medidas cuantitativas dentro del marco de la función de prestamista en última instancia tendente a garantizar el mantenimiento de la financiación al sector privado, facilitar la gestión de la liquidez por parte de las entidades bancarias y normalizar los mercados monetarios.

Análisis especial

Grecia pasa por una delicada situación después de años de falsificación de sus estadísticas fiscales. Los compromisos de pagos de la deuda griega parecen complicados de afrontar sin el paquete de ayuda de la UE y el FMI. En este artículo repasamos el presente y las perspectivas de la economía helena que amenazan con complicar la viabilidad de la unión monetaria.

	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	-5,0	1,2	2,8	0,8	0,9	0,0	-3,3	-5,7	6,7	4,8	5,4
España	0,9	-3,6	-0,4	4,1	0,9	1,1	-4,1	-11,2	-10,4	-9,6	-5,1	-5,3
Francia	0,4	-2,2	1,5	3,2	0,1	1,2	-3,3	-7,5	-8,2	-2,3	-1,5	-1,9
Italia	-1,3	-5,0	0,8	3,5	1,1	1,5	-2,7	-5,3	-5,2	-3,4	-3,4	-2,8
Zona Euro	0,6	-4,1	1,0	3,3	0,9	1,3	-2,0	-6,3	-6,3	-1,5	-0,6	-0,4
Suecia	-0,2	-4,9	1,2	3,3	2,8	2,2	2,5	-0,5	-3,3	7,8	6,4	5,4
Polonia	5,0	1,7	2,7	4,2	3,8	2,4	-3,7	-7,1	-6,9	-5,1	-1,6	-2,8
Reino Unido	0,5	-4,9	1,3	3,6	2,9	2,0	-4,9	-11,5	-11,4	-1,5	-1,3	-1,7
UE	0,7	-4,2	1,0	3,7	1,5	3,0	-2,3	-6,8	-7,4	-1,5	-1,9	-0,2

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

1. Análisis institucional

1.1. Una valoración inicial de la Presidencia española

Causas exógenas derivadas de la indefinición institucional de la Unión Europea en la segunda mitad de 2009 y fallos del propio Ejecutivo en las primeras semanas de enero han configurado una Presidencia española con un menor relieve público

Durante las primeras semanas de la Presidencia, el Ejecutivo español intentó avanzar en algunas líneas adicionales de reforma que fueron abortadas por otras instituciones comunitarias

1.1. Una valoración inicial de la Presidencia española

La Presidencia española de la Unión ha sobrepasado ya la mitad de mandato y parece adecuado comenzar a valorar este primer tramo del semestre. En términos generales, la Administración española está desarrollando un trabajo poco publicitado pero bien gestionado, si bien la visibilidad política de la Presidencia está muy debajo de las expectativas generadas.

Durante los últimos meses del pasado año, el Ejecutivo español perfiló una estrategia de comunicación en torno a la Presidencia europea dirigida en gran parte a la política nacional, confiando en que una brillante y publicitada gestión de la responsabilidad comunitaria pudiera suavizar la tensión partidista derivada de la crisis económica y del crecimiento del desempleo. Sin embargo, causas exógenas derivadas de la indefinición institucional de la Unión Europea en la segunda mitad de 2009 y fallos del propio Ejecutivo en las primeras semanas de enero han configurado una Presidencia española con un menor relieve público.

En primer lugar, el retraso en la confirmación de Durao Barroso y la propia renovación del conjunto de la Comisión supusieron un cierto retraso en el trabajo administrativo y político previo al inicio de la presidencia española. En este sentido, el largo segundo semestre del pasado año, con renovación incluida del Parlamento, contribuyó a una ralentización del trabajo interno en las instituciones comunitarias. En segundo lugar, la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, tras salvar los últimos obstáculos en el pasado otoño, ha supuesto un reto adicional. La presidencia española tiene la responsabilidad de encontrar un marco de relaciones estables entre las nuevas instituciones comunitarias, especialmente el Presidente Herman Von Rompuy y el Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad, Catherine Ashton y la propia presidencia rotatoria. De este modo, la presidencia española ha tenido que hacer frente a desafíos institucionales, independientes de la gestión ordinaria, que sin duda han venido afectando al desarrollo del mandato. En todo caso, parece razonable argüir que España ha adoptado un perfil marcadamente europeísta y altamente comprometido con el desarrollo institucional del Tratado de Lisboa.

Por otra parte, durante las primeras semanas de la Presidencia, el Ejecutivo español intentó avanzar en algunas líneas adicionales de reforma que fueron abortadas por otras instituciones comunitarias, contribuyendo a una percepción de cierta desorientación. El gobierno anunció el intento de la diplomacia española para revocar la "Posición Común" de la Unión frente Cuba. España entendía que la Unión debería abrir canales de comunicación con la dictadura castrista a cuenta de encontrar otros instrumentos de presión sobre el régimen. Finalmente, el gobierno español no encontró apoyo en el resto de instituciones y países europeos de modo que hubo que retirar tal propuesta.

En la misma línea, José Luis Rodríguez Zapatero anunció una propuesta de sanciones en el marco de la definición de la Estrategia 2020. En un principio, el presidente español dejó traslucir un posible sistema de penas para aquellos países que no avanzaran en una agenda cerrada de reformas o en la consecución de objetivos económicos propuestos. Los principales

1. Análisis institucional

1.1. Una valoración inicial de la Presidencia española

El trabajo esencialmente positivo ha estado en el back-office de la maquinaria comunitaria

La Presidencia española está sirviendo con lealtad y europeísmo a una transición pausada y razonable, si bien el semestre va a quedar lejos de las aspiraciones públicas del Ejecutivo español

países de la Unión mostraron su negativa a cualquier sistema de sanciones, ante lo cual la presidencia española afirmó que tal propuesta nunca había sido firme. Así pues, España iniciaba el mandato con sendos fallos de estrategia que harían reducir la trascendencia pública de la presidencia.

Junto a todo ello, la Administración norteamericana anunció en febrero que Barack Obama no podría asistir a la Cumbre UE-EE.UU. que debería realizarse en el próximo mes de mayo. De este modo, una de los principales eventos de la presidencia se caía de la agenda y con él una parte esencial de la visibilidad del mandato semestral. Así pues, razones institucionales, algunos fallos en las primeras semanas y la ausencia de Barack Obama en Europa han acabado por perfilar un mandato con un nivel público muy inferior al planeado.

Con todo, el trabajo esencialmente positivo ha estado en el *back-office* de la maquinaria comunitaria. En este sentido, los funcionarios españoles a cargo de la presidencia han desempeñado un intenso trabajo en tres reformas claves del semestre. Por una parte, la aprobación de la Estrategia 2020 que viene a modernizar la Estrategia de Lisboa que mostró serios problemas de implementación. Además, España ha tenido un importante papel en las negociaciones previas a la propuesta de la baronesa Ashton sobre el Servicio Europeo de Acción Exterior. Y por último, el gobierno español ha apoyado la puesta en marcha de la Iniciativa Legislativa Ciudadana, un nuevo procedimiento contenido en el tratado de Lisboa para viabilizar propuestas de iniciativa legislativa a la Comisión por parte de los ciudadanos. Esta opción contenida en el Tratado de Lisboa está pendiente de regulación y la Presidencia española se ha visto muy activa para su tramitación acelerada.

Adicionalmente, aún restan dos meses para la finalización del mandato semestral. En este periodo, se celebrarán la Cumbre Unión Europea-Latino América a mediados de mayo y en junio se realizará la II Cumbre de la Unión Mediterránea en Barcelona. En términos generales, ambos encuentros se encontrarán mediatizados por la presencia o no de destacados líderes nacionales que utilizan estas plataformas en sus estrategias políticas personales. Además, la difícil situación por la que atraviesan las relaciones entre Israel y Palestina amenaza con bloquear el diálogo intra-mediterráneo. Por último, el Grupo de Reflexión sobre el futuro de la Unión dirigido por Felipe González presentará sus conclusiones en el mes de junio que, sin duda, contribuirán a marcar nuevos horizontes al conjunto de Europa.

Por todo ello, después de estos primeros cuatro meses de presidencia se puede aventurar que el mandato permitirá un nuevo empuje al proceso de construcción europea, especialmente en el primer semestre de vida de las nuevas instituciones que surgen del Tratado de Lisboa. La Presidencia española está sirviendo con lealtad y europeísmo a una transición pausada y razonable, si bien el semestre va a quedar lejos de las aspiraciones públicas del Ejecutivo español.

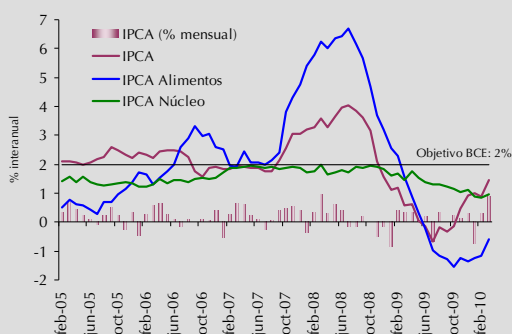
2. Análisis económico

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. Las previsiones para el primer trimestre de 2010 apuntan a un leve crecimiento positivo.
- **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.

Inflación



Fuente: Eurostat

2.1. Perspectivas económicas de la UE

La economía europea continúa en una compleja situación. Por una parte, los signos de recuperación continúan siendo débiles, mientras los datos de Estados Unidos apuntan hacia una más rápida normalización y las economías emergentes están ya en la senda del crecimiento. Por otra, las políticas fiscales y monetarias que ayudaron a contener la caída en el pasado año comienzan a revertirse, ante la imposibilidad e inconveniencia de prolongarlas indefinidamente. Además, condicionantes medioambientales tales como el pasado duro invierno y la erupción del volcán Eyjafjalla en Islandia han ralentizado el ritmo de recuperación en Europa. Con todo, los indicadores adelantados continúan reflejando una mejora de la actividad que esperamos se concrete en los próximos datos.

Finalmente, la economía de la zona euro cerró el pasado ejercicio con una contracción de la actividad del 4,1 interanual y una décima más en el conjunto de Europa, debido al fuerte ajuste del Reino Unido. Sin embargo, la revisión de los datos del último trimestre muestra un crecimiento positivo de la economía británica del 0,4 por ciento trimestral, por encima de lo esperado, de modo que el conjunto de la Unión recoge también un incremento del 0,1 por ciento. Por su parte, la previsión para la zona euro empeoró en una décima de modo que el crecimiento fue del 0,0 por ciento trimestral. Así pues, en la última parte del año la economía europea registró una suavización del ritmo de recuperación iniciado en el tercer trimestre y los indicadores de los primeros meses de 2010 mantienen esta tendencia.

Las series de actividad publicadas en las últimas semanas no adelantan una rápida recuperación. Por una parte, la producción industrial registró un notable crecimiento mensual en enero y febrero. En la zona euro el crecimiento fue del 1,6 por ciento y 0,9 por ciento mensual respectivamente, y en la UE-27 del 1,7 y 0,7 por ciento. Sin embargo, los pedidos industriales mostraron una caída del 1,5 por ciento en enero y un repunte del 1,5 por ciento también en febrero para la zona euro. Así pues, la evolución del sector secundario continua mostrando un comportamiento inestable sin asomo de una recuperación robusta. Además, la construcción presentó una caída adicional del 2,2 por ciento mensual en enero en la zona euro y del 2,0 por ciento en la Unión de 27 miembros. Por su parte, las series de ventas minoristas recogen una contracción mensual en enero del 0,2 por ciento y del 0,6 por ciento en febrero para la zona euro (-0,4 y 0,0 por ciento, respectivamente para la UE-27) dando nuevas muestras de la atonía de la demanda interna.

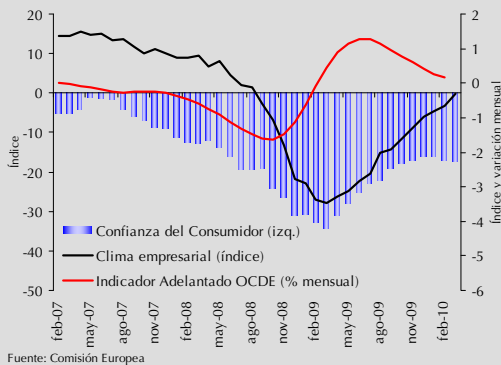
Por último, los datos del mercado laboral continúan sin adelantar un crecimiento firme. La tasa de desempleo de la Unión alcanzaba en febrero el 9,6 por ciento de la población activa y en la zona euro el 10,0 por ciento, en ambos casos más de un punto por encima de las tasas de un año previo. En todo caso, el ritmo de empeoramiento se ha suavizado sensiblemente.

Por todo ello, las series publicadas en los últimos meses no apuntan hacia una recuperación sólida en este primer trimestre del año. Aún así, el Indicador Adelantado elaborado por la OCDE continúa mostrando una mejora en el inicio de 2010, de modo que esperamos una reactivación de la actividad para los próximos trimestres.

2. Análisis económico

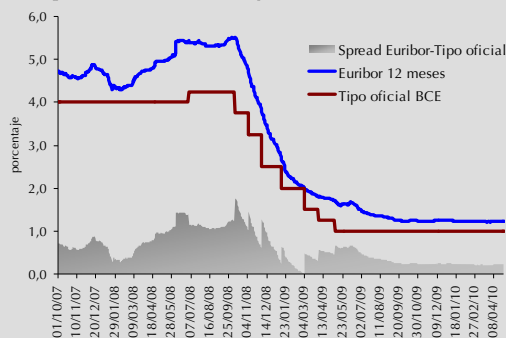
2.1. Perspectivas económicas de la UE

Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea

Tipos de interés y euribor



Fuente: Bloomberg

Saldos fiscales

	Déficit Público		Deuda Pública	
	2008	2009	2008	2009
UE-27	2,3	6,8	51,6	73,6
Eurozona	2,0	6,3	69,4	78,7
Alemania	0,0	-3,3	66,0	73,2
España	-4,1	-11,2	39,7	53,2
Francia	-3,3	-7,5	67,5	77,6
Italia	-2,7	-5,3	106,1	115,8
Reino Unido	-4,9	-11,5	52,0	68,1

Fuente: Eurostat. % del PIB

Aún a pesar de esta atonía en la demanda interna, la inflación ha comenzado a repuntar. El IPC armonizado registró un crecimiento mensual en marzo del 0,9 por ciento, elevando la tasa interanual hasta el 1,4 por ciento, por encima del 0,9 en que cerraba el pasado año. Asimismo, para el conjunto de la Unión el repunte mensual fue del 0,7 por ciento, dejando la tasa interanual en el 1,9 por ciento. Tras este dato se encuentra el fuerte crecimiento del precio del petróleo y otras materias primas fruto del rápido crecimiento de la economía china y otros países emergentes. Además, la depreciación del euro en las últimas semanas debido a las especulaciones sobre el *bail-out* a Grecia también está contribuyendo al incremento de la inflación. Así pues, aún cuando el consumo interno no despunta, los precios aumentan debido a *shocks* externos que de momento no generan dudas sobre las expectativas de inflación.

El Banco Central Europeo ha comenzado a publicitar su estrategia de vuelta a la normalidad en su política monetaria. Como ya ha anunciado, las subastas de liquidez a doce y seis meses expiran en el mes de abril y es razonable esperar para el tercer trimestre el fin de las provisiones ilimitadas de liquidez a tipo fijo. Por otra parte, se mantendrá la relajación de las condiciones de elegibilidad de los activos de garantía y es probable una ligera subida de los tipos de intervención a fin de año. Con todo, las condiciones de los mercados financieros aún distan de la normalidad. La evolución del crédito al sector privado en la zona del euro no está dando síntomas de recuperación en el transcurso del año. Así, por segmentos, el crédito a empresas no financieras sigue registrando tasas interanuales negativas (-3,5 por ciento en febrero) mientras que el crédito a hogares continúa registrando tasas positivas muy débiles (1,5 por ciento en febrero). Sin embargo, parece razonable destacar que el resto del trabajo hacia la normalización del mercado debería venir a través de la consolidación y algunas reformas estructurales. Por ello, resulta clave avanzar en la reversión de algunas medidas necesarias tomadas en el pasado año (nacionalizaciones, etc.).

Por último, la política fiscal expansiva comienza también a revertirse en un entorno de presión creciente sobre las cuentas públicas. Las últimas estimaciones de Eurostat para el conjunto de la Unión cifran el déficit fiscal en el 6,8 por ciento del PIB y del 6,3 por ciento para la zona euro. La Comisión Europea hará públicas sus estimaciones para el año en curso el próximo 5 de mayo, pero en todo caso, el mercado ya descuenta una sensible reducción sobre los saldos negativos del pasado año.

En fin, los datos correspondientes a los primeros meses del año no apuntan hacia una rápida recuperación de la economía europea. Muy al contrario, todos los indicadores parecen explicar una lenta mejoría durante la primera mitad del año, explicada por el "efecto base" y la mejora de las economías emergentes, que junto a la depreciación del euro, animan las exportaciones. Asimismo, la erupción del volcán islandés en las últimas semanas tendrá un efecto negativo adicional sobre los datos del segundo trimestre. Además, la Unión sigue teniendo problemas estructurales profundos empeorados por la situación del sector financiero que dista aún de la normalidad, lo que lastra adicionalmente el crecimiento potencial. Así pues, las perspectivas de recuperación no pueden ser optimistas.

3. Análisis regulatorio

3.1. El BCE como prestamista de última instancia

La función de prestamista en última instancia es un elemento importante de la red de seguridad financiera presente en la mayoría de los países de nuestro entorno

El Banco Central Europeo articuló con prontitud medidas cuantitativas para la provisión de liquidez al sistema bancario

3.1. El Banco Central Europeo como prestamista de última instancia

Fue Bagehot en su obra “Lombard Street: a description of the money market” (1873) quién definió la función de un banco central como prestamista en última instancia (en adelante, PUI) y los requisitos que se debían cumplir para poder ejercerla. El objetivo de dicha función consiste en evitar la materialización del riesgo sistémico mediante la concesión de financiación de último recurso a entidades financieras con problemas de liquidez por parte del banco central siempre que se cumpliesen las siguientes condiciones: i) las entidades bancarias deben ser solventes; ii) los tipos de interés aplicados deben ser superiores a los de mercado; iii) cualquier entidad puede acceder a dicha financiación siempre que cuente con activos de garantía suficientes; y iv) el prestamista en última instancia debe hacer pública su política. La función del PUI ejercida por los bancos centrales como proveedores últimos de liquidez puede descomponerse a su vez en tres tipos de actuaciones tendentes a garantizar la estabilidad del sistema de pagos: aquellas operaciones que tienen como objetivo facilitar la liquidación de las operaciones diarias en los sistemas de pagos al final de día y que se deben a desfases puntuales de liquidez. En segundo lugar, la actuación clásica del PUI como proveedor de liquidez a un tipo penalizado y con garantías adecuadas de entidades bancarias solventes que atraviesan por problemas transitorios de liquidez. Finalmente, la adopción de medidas cuantitativas ante situaciones de excepcional gravedad y de las que puede beneficiarse el sistema bancario en general¹.

En la actualidad los sistemas financieros de los distintos países cuentan con la figura de prestamista en última instancia como uno de los elementos integrantes de la red pública de seguridad financiera junto con la regulación y supervisión bancaria y el esquema de seguro de depósitos. No obstante, se puede observar que en unos casos dicha función está recogida de forma explícita entre las funciones del banco central de modo que prime el principio de transparencia, como es el caso del Banco de Canadá, entre otros, frente a aquellos bancos centrales en los que prima el principio de “ambigüedad constructiva” de modo que se favorece la discrecionalidad en la concesión de los préstamos en última instancia. La justificación para esta falta de transparencia reside en la mitigación del riesgo moral implícito en la figura del PUI. Esta es la opción del Banco Central Europeo (en adelante, BCE), al menos en lo referente a la actuación más tradicional del PUI.

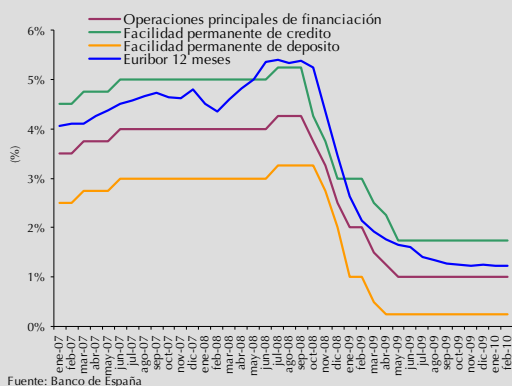
Tras la quiebra de Lehman Brothers la dramática reducción de la liquidez en los mercados financieros, especialmente en el mercado interbancario, provocó la rápida reacción de las autoridades monetarias reduciendo primero los tipos de interés para posteriormente aplicar medidas cuantitativas, o dicho de otro modo, actuar como PUI ante una crisis fundamentalmente sistémica. En el caso del Banco Central Europeo se adoptaron cinco medidas para mantener el flujo de crédito al sector privado y facilitar su capacidad de financiación así como para facilitar la gestión de la liquidez del sistema bancario.

¹ En el caso de Canadá, el Banco Central puede ampliar la provisión de liquidez a todo tipo de entidades financieras y no financieras.

3. Análisis regulatorio

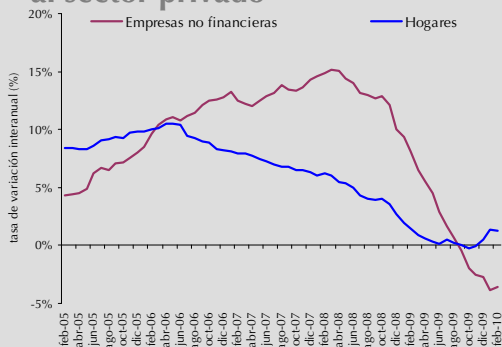
3.1. El BCE como prestamista de última instancia

Eurozona. Evolución de tipos de interés a corto plazo



Fuente: Banco de España

Eurozona. Evolución del crédito al sector privado



Fuente: Banco Central Europeo

La primera de las medidas se concretó en la provisión ilimitada de liquidez (condicionada a la aportación del colateral exigible) mediante subastas a un tipo fijo con el doble objetivo de mantener el crédito a las economías domésticas y a las empresas y de garantizar la efectividad de la política monetaria dadas las distorsiones que se producían en la formación de precios en el mercado interbancario. En segundo lugar, desde el 13 de octubre de 2008 se alargaron los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación desde tres meses a seis meses y, en mayo de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ampliarlo hasta doce meses. El principal efecto perseguido ha consistido en la reducción del desajuste tradicional entre el vencimiento del activo y del pasivo del sistema bancario al tiempo que se reducía la incertidumbre acerca de la capacidad de las entidades para gestionar la liquidez. La inyección de liquidez en divisas es el tercer mecanismo de apoyo a la liquidez y se ha venido realizando mediante operaciones *swap* en dólares, francos suizos y yenes. Finalmente, en mayo de 2009 el BCE acordó el programa de compra directa de bonos garantizados¹ por parte de los bancos centrales nacionales del Eurosistema por un importe máximo de 60.000 millones de euros. Los bonos incluidos en el programa deberían ser emitidos por entidades constituidas en el área del euro y deberán contar con una calificación crediticia mínima de "AA". La justificación para la adopción de esta medida se ha basado en el hecho de que las emisiones de dichos instrumentos financieros permiten a los bancos europeos la financiación a plazos superiores que los que cubren con las operaciones principales de financiación y de financiación a más largo plazo. En consecuencia, la finalidad del BCE consistía en la reactivación de este mercado mediante una mejora de su liquidez y profundidad.

Como ya se ha comentado, en el marco de la política monetaria desplegada por el BCE todas las operaciones deben estar respaldadas por activos de garantía que cumplan los requisitos establecidos por aquél para su admisibilidad como colateral. Dichos requisitos van encaminados a minimizar los riesgos de mercado, crédito y liquidez asociados a los instrumentos financieros aceptados en garantía de las operaciones de política monetaria. La relajación de los requisitos asociados al riesgo de crédito ha sido una medida adicional para facilitar la gestión de la liquidez de las entidades bancarias. Esto ha permitido una notable ampliación de los activos que pueden servir de garantía en las operaciones de política monetaria mediante la admisión de instrumentos denominados en dólares, yenes y libras esterlinas y reduciendo el *rating* mínimo para la aceptación de los activos como garantía desde "A-" hasta "BBB-", con la excepción de los *Asset-Back Securities* (ABS) para los que se mantiene el *rating* mínimo inicial.

El logro de los objetivos perseguidos con la implantación de las medidas cuantitativas ha sido parcial. En lo que respecta a la normalización del mercado interbancario se ha conseguido una reconducción de los tipos de interés de los mercados monetarios dentro de la banda de fluctuación marcada por las facilidades de crédito y de depósito. En cambio, el

¹ Se incluyen como bonos garantizados, entre otros instrumentos financieros, el *Pfandbriefe* alemán y las cédulas hipotecarias españolas.

3. Análisis regulatorio

3.1. El BCE como prestamista de última instancia

mantenimiento del crédito tanto a empresas como a economías domésticas no se está cumpliendo de forma satisfactoria. Si bien la financiación a las economías domésticas en la zona del euro ha recuperado ligeramente el tono de crecimiento con un avance interanual del 1,49 por ciento en febrero frente a la atonía mostrada durante los meses precedentes, el crédito a empresas experimentó un retroceso interanual de un 3,54 por ciento en febrero de este año. Ello puede explicarse porque gran parte de la liquidez adicional puesta a disposición del sistema bancario ha vuelto al BCE a través de la facilidad marginal de depósito. Este comportamiento revela tanto la falta de confianza imperante en los mercados monetarios como el proceso de “desapalancamiento” en el que el sistema bancario se haya inmerso.

Finalmente, con independencia de si la situación de los mercados monetarios y las entidades bancarias se ha normalizado o no el tono expansivo de la política monetaria toca a su fin, siendo prueba de ello que la estrategia de retirada de las medidas cuantitativas ya ha comenzado por parte del BCE. Efectivamente, las últimas subastas de provisión de liquidez a doce y seis meses habrán expirado a principios de abril y es previsible que en el tercer trimestre de 2010 se vuelva a un mecanismo de subasta basado en una cantidad fija y puja por precio, con lo que la provisión ilimitada de liquidez habrá concluido. Por lo que respecta a la relajación de las condiciones de elegibilidad de los activos de garantía se mantendrán en vigor durante todo el año 2010. Finalmente, no está claro que los tipos de interés de referencia vayan a ser modificados durante el año debido a la lentitud de la recuperación económica, si bien no debiera descartarse un incremento de 25 puntos básicos a finales del año debido tanto al incremento de los precios del crudo como a la depreciación del euro, que podrían incrementar la presión sobre los precios en el área del euro. Por tanto, la plena retirada de las medidas de apoyo a la liquidez por parte del BCE será un test para comprobar si el sistema bancario ha resuelto sus problemas y puede ejercer con normalidad su función de canalizar el ahorro hacia la inversión o si por el contrario los problemas de confianza y apalancamiento excesivo persisten.

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

Revisión de datos fiscales

revisión de datos entre marzo y septiembre de 2004

	2000	2001	2002	2003
Déficit (%PIB)				
marzo 2004	-2,0	-1,4	-1,4	-1,7
septiembre 2004	-4,1	-3,7	-3,7	-4,6
Deuda (%PIB)				
marzo 2004	106,1	106,6	104,6	102,6
septiembre 2004	114,0	114,7	112,5	109,9

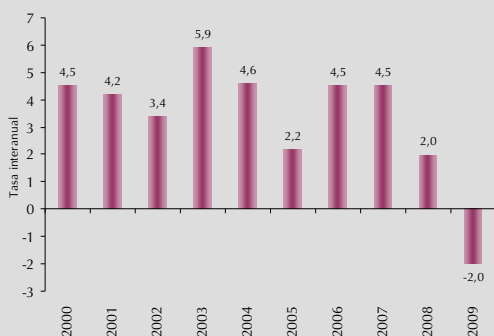
Fuente: Eurostat

revisión de datos a partir de 2005 y 2009

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Déficit (%PIB)								
2005 y posterior	-3,6	-4,1	-5,2	-6,1	-4,5	-2,6	-2,8	-5,0
2009	-6,1	-5,2	-5,6	-7,5	-5,2	-2,9	-3,7	-7,7

Fuente: Eurostat

Crecimiento de Grecia



Fuente: Eurostat

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

1. Introducción

El deterioro de las finanzas públicas griegas es un problema estructural. Así, aunque la crisis actual se da un contexto internacional negativo y ante unas perspectivas de crecimiento reducido para el país, los desequilibrios fiscales han sido elevados y persistentes incluso cuando la economía griega crecía a un robusto 4,2 por ciento de media entre los años 2000 y 2007.

A pesar de que Grecia se incorporó al euro en 2001 y aparentó déficits fiscales por debajo del 3 por ciento, esos datos no se correspondían con la realidad. Cuando Eurostat revisó los datos el año 2004 se comprobó que Grecia había ocultado la violación de la regla de Maastrich durante años.

En este sentido, entre 2003 y 2008, mientras los gastos primarios del gobierno central crecieron un 87 por ciento, los ingresos fiscales se expandieron sólo un 31 por ciento. Gracias al fuerte crecimiento nominal del PIB, que fue sistemáticamente superior a la tasa promedio de los intereses pagados por la deuda soberana, la ratio de deuda sobre el PIB no aumentó, aunque se mantuvo muy elevada. Pero la prolongada etapa de expansión terminó repentinamente en 2008, cuando el PIB real creció un 2,0 por ciento frente al 4,5 por ciento de los dos años previos, cifra que se agudizó en 2009 experimentando una contracción real del 2,0 por ciento. Como resultado, Grecia cerró 2009 con un déficit público del 13,6¹ por ciento al mismo tiempo que su deuda pública escalaba al 115,1 por ciento del PIB. Y según las proyecciones de la UE, la deuda pública podría sobrepasar el 135 por ciento en 2011, 40 puntos por encima del nivel de 2007.

Las consecuencias son que Grecia se enfrenta en la actualidad tanto a un problema de liquidez como a uno de solvencia. La crisis de liquidez deriva de que Grecia tiene una enorme cantidad de deuda que vence en el corto plazo (53.000 millones de euros en el 2010, incluyendo 11.000 millones en mayo), a lo que hay que añadir otros 2.000 millones al mes por las necesidades de financiación del déficit presupuestario. Pero el problema no acaba en mayo, ya que las amortizaciones de la deuda a largo plazo son del 7 por ciento del PIB este año y superiores los siguientes. El problema de solvencia fiscal significa que para detener la dinámica explosiva de la deuda el gobierno deberá aplicar fuertes medidas de austeridad durante los próximos años, así como llevar a cabo reformas estructurales que devuelvan al país a la senda de crecimiento.

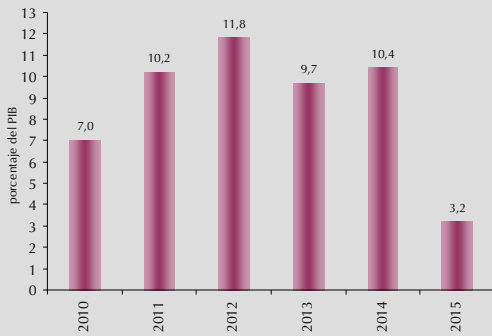
Se podría decir que Grecia se enfrenta en la situación actual a un doble reto: por un lado debe consolidar la posición fiscal del país a través de efectivas políticas fiscales y estructurales, y por otro garantizar las condiciones para el desarrollo económico futuro. La primera premisa constituye una condición necesaria para el segundo objetivo.

¹ El déficit en 2009 fue recientemente revisado por Eurostat hasta el 13,6 desde el 12,7 por ciento del PIB previo, señalando además que nuevas revisiones son posibles ante la mala calidad de las estadísticas helenas.

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

Amortizaciones de deuda



Fuente: Oficina de Deuda Pública de Grecia

Programa de Estabilidad y Crecimiento

	2009	2010	2011	2012	2013
Déficit presupuestario	13,6	8,7	5,6	2,8	2,0
Deuda	115,1	120,4	120,6	117,7	113,4
PIB	-1,2	-0,3	1,5	1,9	2,5
Gasto	52,0	50,6	49,1	47,8	47,3
Ingresos	39,3	41,9	43,5	45,0	45,3

Fuente: Comisión Europea. Valores como % PIB salvo el PIB que es tasa de crecimiento anual.

Pero para asegurar un modelo de crecimiento sostenible, dado que Grecia también viene adoleciendo de abultados déficits por cuenta corriente, que pasaron de representar un 6,3 por ciento del PIB en 2004 al 14,7 por ciento en 2008¹, el país deberá mejorar su competitividad ajustando salarios y precios. Y tal política no está exenta de efectos colaterales para la situación fiscal. Grecia podría ver aumentada la carga de su deuda ante una deflación. Y eso no es todo. Si el ajuste en precios se quiere conseguir sin hacer más severa y prolongada la recesión, resultará imprescindible una reforma laboral y un programa de privatizaciones. De otro modo Grecia tampoco podrá librarse de la deuda mediante sólo el crecimiento.

2. El plan de ajuste fiscal griego.

El Gobierno socialista de Yorgos Papandreu ha adoptado un ambicioso paquete de medidas destinado a reducir su déficit fiscal y recuperar la confianza de los mercados. El primer paso fue reconocer el problema e intentar adecuar sus estadísticas, para lo que la Oficina Nacional de Estadísticas pasó a ser un organismo independiente del gobierno. Posteriormente, y respondiendo a las exigencias de la UE para poner en marcha un eventual plan de rescate, aprobó a principios de año un plan de austeridad, que se amplió en febrero y marzo con medidas adicionales ante la presión de los socios europeos, los mercados financieros y las agencias de calificación. Como consecuencia, se pretende reducir el déficit en 4 puntos porcentuales en 2010, 3 puntos adicionales en 2011 y nuevamente en 2012 y finalmente 0,8 puntos en 2013.

El plan de ajuste espera incrementar la ratio de ingresos sobre PIB en 2010 en 2,6 puntos porcentuales (hasta el 41,9 por ciento, aún por debajo del 44 por ciento de media de la zona euro), llegando en 2013 a una subida de 6,4 puntos porcentuales. Para conseguirlo, se han incluido diversos incrementos impositivos. Así, el IVA subió ya el 15 de marzo, pasando el tipo general del 19 al 21 por ciento. También, se incrementaron un 20 por ciento los impuestos especiales al alcohol, tabaco y gasolina. Asimismo se eliminaron varias exenciones fiscales y subsidios, y se aumentaron transitoriamente las contribuciones sobre la propiedad inmobiliaria y las rentas superiores a 100.000 euros, que tributarán ahora al 45 por ciento. Además, el aumento de la presión fiscal irá acompañado de un plan de lucha contra el fraude y de una reforma fiscal que buscará mayor simplicidad.

Por el lado de los gastos, el objetivo es reducir la ratio de gasto sobre el PIB en 1,4 puntos porcentuales en 2010 y en 4,3 puntos porcentuales en 2013. Para ello, las medidas tomadas son las siguientes:

- congelación de las prestaciones para los pensionistas, finalmente incluso para los de rentas más bajas. También se ha planteado una reforma del sistema de pensiones con importantes implicaciones a más largo plazo.

¹ Se ha comenzado a ajustar el déficit de la cuenta corriente, pasando de un máximo del 15,2 por ciento en el tercer trimestre de 2008 al 11,9 por ciento un año después, merced a la moderación de la demanda interna. Pero para proseguir la tendencia hacen falta medidas estructurales que mejoren la competitividad.

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

Plan de ajuste: Principales medidas y sus efectos esperados

Por el lado de la recaudación:

Se espera aumentar la ratio ingresos/PIB en 2,6 p.p. en 2010

Se espera aumentar la ratio ingresos/PIB en 6,4 p.p. en 2013

Dos tercios del plan de ajuste sería por incremento de recaudación

Para ello:

- a) Incrementos impositivos permanentes (2600 millones de euros, 1,1% PIB)
- b) Incrementos impositivos transitorios sobre empresas rentables y ahorro en plan de rescate del sistema bancario (1.300 millones de euros, 0,5% PIB)
- c) Privatizaciones (22.000 millones en tres años)
- d) Lucha contra evasión fiscal (1.200 millones de euros, 0,5% PIB)
- e) Transferencias de UE del plan 2007-2013. (25.000 millones, 10% PIB)

Por el lado del gasto:

Se espera disminuir la ratio gastos/PIB en 1,4 p.p. en 2010

Se espera aumentar la ratio ingresos/PIB en 4,3 p.p. en 2013

- a) Reducción del empleo público
- b) 10% de recorte salarial en 2010 para funcionarios con sueldo mayor 2.000 €
- c) Reducción de un 10% de los costes operacionales de todos los ministerios

Otras medidas:

- a) Recuperar la confianza en las estadísticas
- b) Reforma sistema pensiones
- c) Reforma fiscal simplificando su funcionamiento

Fuente: Elaboración propia

- la reducción de un 10 por ciento del gasto público en prestaciones salariales, congelando sueldos y recortando complementos salariales.

- paralización de las contrataciones de empleo públicas en 2010 y a partir de entonces establecer una tasa de reemplazo del 20 por ciento.

- la reducción de las inversiones públicas.

- recortes en los gastos de defensa, una reducción global de los costes operativos en el sector público e ingresos adicionales por la venta de activos públicos constituyen el resto.

En principio, los objetivos de déficit no están supeditados a un escenario de crecimiento o tipos de interés, por lo que si persiste el deterioro fiscal el gobierno debería adoptar medidas adicionales. Sin embargo, la principal cuestión es saber si Grecia podrá cumplir su plan de austeridad.

En primer lugar, cabe señalar que se trata de un plan ambicioso, aunque no tanto como puede parecer a primera vista. Casi la mitad de la reducción del déficit se deriva de la expiración de varias medidas anticrisis adoptadas en el pasado y sobretodo de la mejora de la gestión impositiva y la lucha contra el fraude fiscal. Sin embargo parece una tarea difícil conseguir tal objetivo dada la debilidad de las instituciones griegas.

Para implementar el resto del ajuste fiscal, el que se tiene que llevar a cabo con medidas dolorosas e impopulares, el clima de crispación social podría suponer una traba. Afortunadamente, el gobierno socialista cuenta con una amplia mayoría en el Parlamento griego, y los problemas fueron causados por el gobierno predecesor, con lo que la oposición no parece ser particularmente obstructiva. En consecuencia, pese a que ya ha habido numerosas protestas, la oposición de los sindicatos es suave.

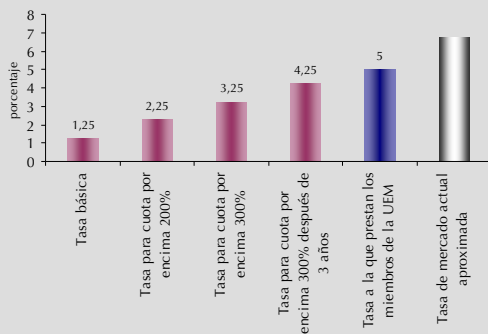
Sin embargo, la situación económica dificultará la corrección fiscal. El plan fiscal sólo prevé una contracción del PIB del 0,3 por ciento en 2010 y un retorno a un crecimiento positivo en 2012, mientras que asume un tipo de interés medio del 4,6 por ciento para el periodo 2010-2013. Si bien tales cifras de tipos de interés podrían finalmente conseguirse gracias al plan de recate, las estimaciones de crecimiento parecen demasiado optimistas bajo cualquier supuesto, poniendo en tela de juicio la viabilidad del plan. Basta señalar que la previsión de la Comisión Europea en 2010 es de una contracción del 2 por ciento, caída superada por la mayoría de estimaciones privadas. No sólo la reducción del gasto previsto desacelerará la actividad, sino que además, al hacerse más profunda la recesión, el gasto contracíclico, como las prestaciones de desempleo, aumentará. Por otra parte, la ratio deuda sobre PIB subirá debido al denominador en declive.

Así, aunque el plan del Gobierno griego aspira a un máximo en la relación deuda-PIB del 120,6 por ciento en 2011, alcanzando 113 por ciento en 2013, la realidad muestra que dicha ratio seguramente se situará por encima del 130 por ciento en 2012. Sólo a partir de ese momento, si la economía retorna a una senda de sólido crecimiento, y el ajuste fiscal es tan drástico como para pasar del actual déficit primario (por encima del 8 por ciento) a un abultado superávit primario, la ratio de deuda comenzará a corregirse lentamente.

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

Tasas de interés de los préstamos



Fuente: FMI y elaboración propia

Últimos rescates del FMI y supuestos para Grecia

	% del FMI en paquete total	Cantidad aportada por FMI (€)	% cuota del país en FMI
Islandia (2008)	40	2.100 millones	1190
Hungría (2008)	63	12.500 millones	1015
Letonia (2008)	23	1.700 millones	1200
Rumania (2009)	65	13.000 millones	1000
Grecia (supuesto menor)	25	10.000 millones	1075
Grecia (supuesto mayor)	33	15.000 millones	1600

Fuente: FMI

3. El plan de rescate.

Una vez el Gobierno heleno puso sobre la mesa el plan de ajuste, los miembros de la eurozona dieron un paso en su apoyo en febrero, mostrando su compromiso político a "no dejar caer" a ninguno de sus socios. Sin embargo, la concreción de un plan de ajuste se hizo esperar hasta el 25 de marzo en medio de fuertes debates políticos sobre la estrategia a seguir, poniendo en relieve los problemas de carecer de una política económica común. Por un lado, se debatía la gestión de la crisis a corto plazo y por otro, incorporar medidas preventivas frente a los desequilibrios futuros de cualquier país miembro, tanto fiscales como de balanza de pagos, y definir un mecanismo de resolución de la crisis cuando ocurra. Finalmente, en la búsqueda de un equilibrio entre rescate y disciplina, prevaleció una postura dura, liderada por Alemania. Así, las principales características del plan de rescate a Grecia que se conocieron en ese momento fueron las siguientes:

- la ayuda combinaría préstamos bilaterales de los Estados miembros (según su capital en el BCE) y dinero del FMI. La propuesta de préstamos bilaterales resulta la más coherente con el marco de los tratados europeos.
- no se especificaban importes concretos, tan sólo que la proporción de dos tercios serán aportados por los Estados miembros y el tercio restante por el FMI. Así el FMI tomaría parte en un eventual rescate a Grecia, aprovechándose su experiencia y reputación, pero jugando un papel poco importante en el establecimiento de normas y condiciones.
- tampoco se especificó el tipo de interés que se aplicaría a los créditos, aunque se señaló que no estaría subvencionado.
- el plan sólo se activaría como último recurso. De esta forma el pago de intereses elevados en el mercado sirve de castigo por los años de excesos. Al no activarse, se presentó sólo con la intención de calmar a los mercados.
- la concesión de asistencia financiera exigiría aprobación unánime por parte de todos los Estados miembros, lo que otorga derecho de veto.
- este procedimiento se aplicaría a cualquier país en problemas. Además, se debatirán instrumentos adicionales para reforzar la disciplina presupuestaria.

De esta forma quedaron sin concretarse aspectos clave del plan de ayuda. Por un lado, faltaba por cuantificar el tamaño de la asistencia financiera. A este respecto, al fijar la proporción de financiación del FMI en un tercio del total, el límite superior de la ayuda parecía estar determinada por la capacidad de Grecia de acceder a los Acuerdos de Derecho de Giro (Stand-By) del FMI. Dado que Grecia tiene una cuota de 823 millones de DEG (valorados en unos 925 millones de euros) y usando de referencia los recientes paquetes de ayuda, la cuantía total del apoyo se estimó entre 9.000 y 11.000 millones de euros. Por lo tanto, el dispositivo de emergencia total (FMI + UE) parecía estar en torno a los 30.000 millones de euros. Por otro lado, en cuanto a la tasa de interés para la financiación, la incertidumbre giró en torno a dos dimensiones. La primera duda era saber a partir de que tasa de interés de mercado se permitiría a Grecia utilizar el plan de ayuda. La otra era cuantificar la tasa de interés de los préstamos bilaterales dada la cláusula de no financiación.

4. Análisis especial

4.1. Situación y perspectivas de la economía griega

También el BCE tuvo su aportación en la ayuda a Grecia anunciando una extensión del rango de colaterales aceptados para sus operaciones de política monetaria, más allá de finales de 2010, lo que permite que los bancos griegos tengan financiación barata.

Nada más conocerse el acuerdo de la UE para darle soporte y la decisión del BCE, Grecia lanzó una nueva emisión de bonos a siete años para obtener 5.000 millones de euros, pero su demanda, aunque logró cubrir toda la emisión, fue pobre y continuó pagando más de un 6 por ciento, 3 puntos porcentuales por encima de la alemana. Posteriormente, el diferencial de la deuda griega sobre la alemana subió aún más, alcanzando los 4,5 puntos porcentuales, y haciendo obvio que una financiación del mercado a tasas tan elevadas obstaculiza los esfuerzos del país en su saneamiento presupuestario. Además, la preocupación por los bancos griegos añadió una nueva dimensión a la dinámica de crisis y tuvieron que recibir la autorización del Gobierno para recapitalizarse con 17.000 millones de fondos remanentes del plan estatal aprobado en 2008.

En este contexto, los gobiernos de la zona euro se pusieron de acuerdo el 11 de abril sobre las condiciones para la concesión de un primer préstamo europeo por valor de 30.000 millones de euros. Por tanto, el tamaño de la ayuda total ascendería este año al menos a 40.000 millones de euros, lo que es más que lo esperado inicialmente, y cubre en su totalidad la necesidad de financiación griega para el resto del año (se estima en 32.000 millones de euros). Además, si el FMI aporta entre 10.000 y 15.000 millones de euros a una tasa de interés del 3,75 por ciento (3,25 + 0,50 de cargos por servicio) y los miembros de la zona del euro añaden 30.000 millones a un 5 por ciento, los costos promedio de captación para Grecia serían en torno del 4,6 por ciento, nivel mucho menor al de mercado y bastante soportable.

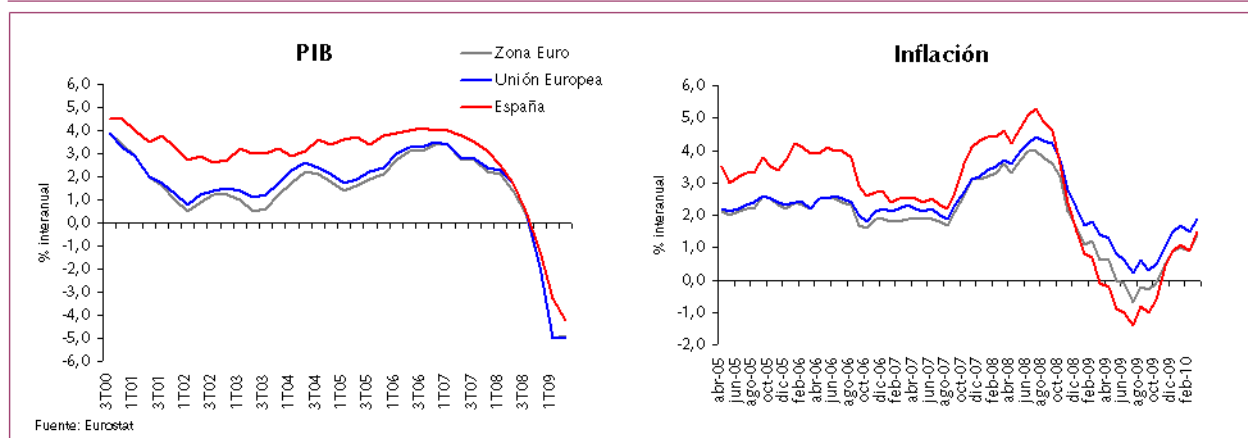
Al no aminorarse el castigo del mercado tras el anuncio, finalmente Grecia activó la red de seguridad financiera, lo que no ha evitado que Standard & Poor's rebajara la calidad de su deuda hasta el nivel de bono basura. El próximo paso hacia el rescate es que la Comisión Europea y el BCE confirmen que Grecia no puede financiarse a través del mercado a tasas compatibles con su solvencia fiscal y que los países de la zona euro tomen de forma unánime la decisión de dispensar los fondos. En algunos países como Alemania este proceso necesita aprobación parlamentaria, por lo que puede prolongarse. De esta forma, probablemente el FMI sea el primero en prestar dinero. La vigencia de los préstamos sería por tres años y la ayuda debe ampliarse en años siguientes, con lo que el monto total del paquete podría estar en torno a los 90.000 millones de euros en 3 años.

La activación del plan de ayuda reduciría de forma significativa e inmediata los riesgos de cesación de pagos existentes por problemas de liquidez. En este sentido, Grecia tiene que hacer frente al vencimiento de 10 millones de euros el 19 de mayo, con lo que esperamos un primer préstamo del FMI para antes de esa fecha. Sin embargo, el rescate financiero apenas ayuda a resolver los problemas de solvencia. Por esto, antes de que los préstamos se concreten, se pedirán nuevas medidas de ahorro, especialmente para los años próximos.

5. Indicadores económicos

	PIB ¹				Inflación ²				Saldo Fiscal ³	Deuda Pública ³	PIBnom ⁵
	1T09	2T09	3T09	4T09	dic-09	ene-10	feb-10	mar-10			
Alemania	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	0,8	0,8	0,5	1,2	-3,3	73,2	2.404,4
Austria	-3,8	-4,6	-3,5	-1,9	1,1	1,2	0,9	1,8	-3,4	66,5	275,5
Bélgica	-3,7	-4,2	-3,2	n.d.	0,3	0,8	0,8	1,9	-6,0	96,7	339,1
Chipre	0,4	-1,7	-2,7	-2,8	1,6	2,5	2,8	2,3	-6,1	56,2	17,6
Eslovenia	-8,7	-9	-8,7	n.d.	2,1	1,8	1,6	1,8	-5,5	35,9	35,5
España	-3,3	-4,2	-4	-3,1	0,9	1,1	0,9	1,5	-11,2	53,2	1.049,1
Finlandia	-8	-9	-8,8	n.d.	1,8	1,6	1,3	1,5	-2,2	44,0	175,2
Francia	-3,4	-2,8	-2,3	-0,3	1,0	1,2	1,4	1,7	-7,5	77,6	1.943,4
Grecia	-1	-1,9	-2,5	-2,5	2,6	2,3	2,9	3,9	-13,6	115,1	240,4
Irlanda	-8,6	-7,3	-7,4	n.d.	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4	-14,3	64,0	164,2
Italia	-6,2	-6,1	-4,8	-3,0	1,1	1,3	1,1	1,4	-5,3	115,8	1.533,8
Luxemburgo	-6	-7,6	-1,1	n.d.	2,5	3,0	2,3	3,2	-0,7	14,5	37,5
Malta	-1,7	-3	-2,2	n.d.	-0,4	1,2	0,7	0,6	-3,8	69,1	5,7
Países Bajos	-4,1	-5,2	-4	-2,6	0,7	0,4	0,3	0,7	-5,3	60,9	574,8
Portugal	-3,8	-3,4	-2,5	-1	-0,1	0,1	0,2	0,6	-9,4	76,8	162,3
Zona Euro	-5	-4,9	-4,1	-2,2	0,9	1,0	0,9	1,4	-6,3	78,7	9.010,5
Bulgaria	-3,5	-4,9	-5,4	-5,9	0,6	0,5	0,9	1,3	-3,9	14,8	33,4
Dinamarca	-4	-7	-5,4	n.d.	1,2	1,9	1,8	2,1	-2,7	41,6	224,9
Eslovaquia	-4,9	-5,3	-4,9	-3,5	0,5	0,4	0,4	0,8	-6,8	35,7	66,2
Estonia	-14,7	-16,3	-15,7	n.d.	-1,7	-0,7	-0,1	1,7	-1,7	7,2	13,8
Hungría	-5,6	-6,8	-7,1	-5,3	5,6	6,4	5,7	5,9	-4,0	78,3	91,9
Letonia	-18,5	-17	-19,2	n.d.	-1,2	-3,1	-4,2	-3,9	-9,0	36,1	18,5
Lituania	-15,3	-16,6	-14,7	-13,2	1,3	-0,1	-0,5	-0,2	-8,9	29,3	26,0
Polonia	1,6	1,6	1,4	n.d.	3,5	3,5	2,9	2,6	-7,1	51,0	308,6
Reino Unido	-5,3	-5,9	-5,3	-3,1	2,9	3,5	3,0	3,4	-11,5	68,1	1.568,2
República Checa	-4	-4,9	-4,5	n.d.	1,0	0,7	0,6	0,7	-5,9	35,4	134,5
Rumania	-6,2	-7,6	n.d.	n.d.	4,7	5,2	4,5	4,2	-8,3	23,7	119,7
Suecia	-6,1	-5,8	-5,4	n.d.	2,8	2,7	2,8	2,5	-0,5	42,3	293,0
Unión Europea	-5	-5	-4,3	-2,3	1,5	1,7	1,5	1,9	-6,8	73,6	12.168,5

Fuente: Eurostat. ¹ Crecimiento interanual (%). ² Fin de periodo (%). ³ Inflación último trimestre. último dato publicado. ⁴ Porcentaje del PIB. ⁵ Millardos de euros.



6. Indicadores financieros

Tipos de cambio

	unidades	Último 27-abr-10	Cierre 2008	Variación			
				1 mes	2 meses	3 meses	1 año
Bulgaria	lev / euro	1,96	1,96	0,02%	0,03%	0,02%	-0,01%
Dinamarca	corona / euro	7,44	7,45	0,00%	-0,01%	-0,04%	-0,10%
Estonia	corona / euro	15,65	15,64	0,02%	0,02%	0,07%	0,02%
Hungria	florin / euro	270,26	265,60	1,82%	0,17%	-0,97%	-8,43%
Letonia	lat / euro	0,71	0,71	0,00%	-0,17%	0,01%	-0,16%
Lituania	litas / euro	3,45	3,45	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%
Polonia	zloty / euro	3,93	4,15	0,84%	-0,25%	-3,94%	-13,78%
Reino Unido	libra / euro	0,86	0,95	-4,13%	-3,51%	-0,48%	-3,01%
República Checa	corona / euro	25,58	26,85	0,55%	-1,38%	-2,33%	-4,31%
Rumania	leu / euro	4,13	4,03	1,39%	0,45%	-0,08%	-2,08%
Suecia	corona / euro	9,61	10,94	-1,32%	-1,02%	-6,14%	-9,84%
Zona Euro	dólar / euro	1,32	1,40	-1,75%	-3,34%	-6,05%	1,07%

Mercados bursátiles

	índice	Último 27-abr-10	Cierre 2008	Variación			
				15 días	1 mes	3 meses	1 año
Alemania	Dax	6.160	4.810	-1,5%	0,6%	9,1%	31,2%
España	Ibex 35	10.481	9.196	-8,6%	-5,3%	-5,1%	19,4%
Francia	Cac 40	3.845	3.218	-5,1%	-3,6%	2,3%	23,9%
Italia	Mib 30	23.478	19.460	1,9%	4,5%	24,7%	-9,0%
Reino Unido	FTSE 100	5.604	4.434	-3,0%	-1,7%	7,4%	34,5%
Suecia	AEX	349	246	-1,8%	1,5%	6,7%	46,6%
Polonia	WIG	43.160	27.229	-0,9%	1,8%	8,0%	54,1%
Rep. Checa	PX	1.298	858	4,1%	7,2%	9,6%	57,6%
Promemoria	S&P 500	1.184	903	-1,1%	1,5%	7,9%	38,0%

Fuente: Bloomberg

