

Adeslas

asegura tu salud

Oferta especial para colegiados y familiares del Colegio de Economistas de Madrid.

El Colegio de Economistas de Madrid, en colaboración con Adeslas, la primera Compañía de Seguros de Salud de España, pone a tu disposición la posibilidad de asegurar tu salud y la de tus familiares en unas condiciones muy ventajosas.

- Cobertura nacional
- Asistencia en viaje en el extranjero
- 33.000 profesionales sanitarios en todas las especialidades
- 1.100 centros de atención médico-asistencial
- 218 puntos de atención al público

Condiciones especiales exclusivas para colegiados.



adeslas 

Nuestra prevención asegura tu salud.

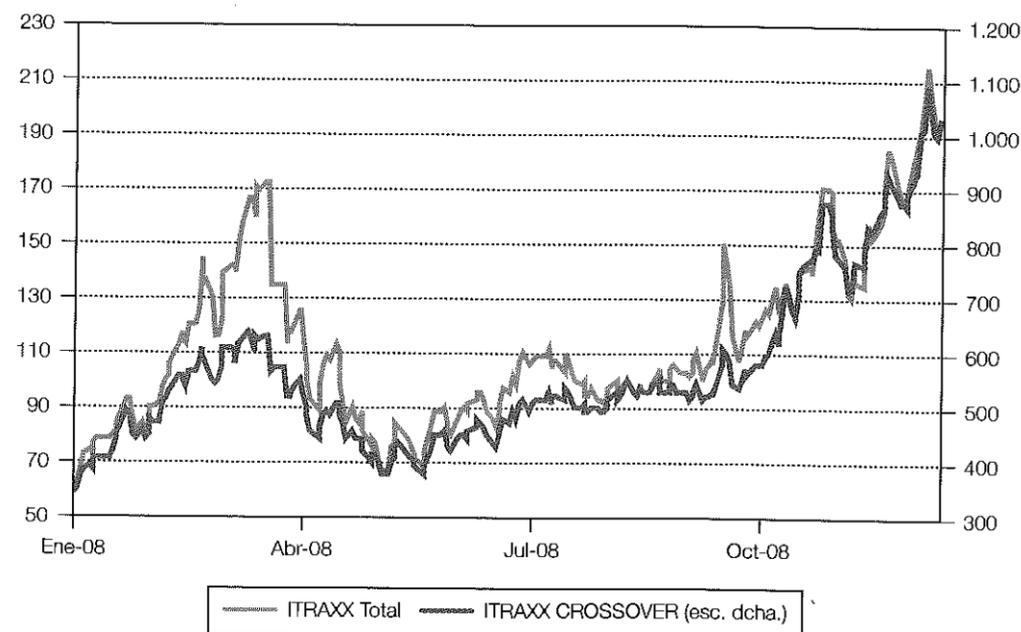
Cambio de escenario y de orientación de la política monetaria del euro

El año 2008 ha resultado ser un año excepcional en el desarrollo de la economía mundial, que ha propulsado cambios sin precedentes en las actuaciones de política económica en todas las áreas. También ha sido el caso de la política monetaria común de la zona del euro. El agravamiento de la crisis financiera y su extensión hasta alcanzar un carácter global han sido factores distorsionantes de primera magnitud.

El ejercicio comenzó marcado por la tensión de requerimientos contradictorios que se derivaban de los sesgos inflacionistas desencadenados por la escalada del precio del petróleo frente a las amenazas contractivas incubadas por la persistencia de las tensiones financieras esparcidas por la ola expansiva de las hipotecas de baja calidad norteamericanas, la sucesiva quiebra de instituciones sistemáticamente relevantes, el secamiento de los mercados mayoristas y el vuelco generalizado en la actitud frente al riesgo. La necesidad, por un lado, de evitar un desanclaje de expectativas de inflación a medio y largo plazo —cuando los registros de la misma superaban el 4% y los analistas proyectaban una desviación persistente por encima de valores de referencia para la estabilidad de precios— y, por otro, de aliviar el endurecimiento de las condiciones financieras resultante del enorme aumento de las primas de riesgo y de la restricción en los criterios de concesión de créditos, llevó al Eurosistema a mantener constantes los tipos de interés y a acomodar por procedimientos extraordinarios las abundantes necesidades de liquidez. Éstas emergían como consecuencia de la paralización del mercado interbancario, la absorción de los vehículos de inversión que habían adquirido activos contaminados y la ausencia de flujos de financiación disponibles para hacer frente a los vencimientos de la deuda a corto plazo. Sólo en el mes de julio, cuando los peligros inflacionistas se hicieron más agudos, con riesgos de efectos de segunda vuelta más inminentes, y las tensiones financieras parecían remitir algo sin que se percibieran todavía síntomas de graves efectos sobre la economía real, el BCE decidió subir los tipos un cuarto de punto hasta el 4,25%.

Pero lo peor de la crisis financiera estaba por venir. Durante el mes de agosto, que suele resultar fatídico para este tipo de episodios, no sucedió nada. De hecho, en la conferencia monetaria anual de la Reserva Federal de Jackson Hole, que reúne a los banqueros centrales de todo el mundo a finales de ese mes, se respiraba un ambiente de menor preocupación. Los servicios del BCE, por su parte, prepararon unas previsiones para la reunión de principios de septiembre del Consejo de

GRÁFICO 1
INDICADORES DE RIESGO
ÍNDICES ITRAXX



Fuente: Markit.

Gobierno en las que dominaban los peligros de desviación alcista de la inflación y la desaceleración económica del área se mantenía dentro de cotas moderadas y con un carácter transitorio (1).

No obstante, muy pronto se comprobaría que los daños sobre la estabilidad del sistema financiero norteamericano eran muy superiores a lo que se había dejado entrever. Así, se acumularon en muy poco tiempo graves accidentes en instituciones de dimensión indiscutiblemente sistémica: los grandes bancos de inversión, las agencias gubernamentales de préstamos hipotecarios, la primera aseguradora mundial y la primera caja de ahorros entre otras numerosas instituciones. Con ello se materializaba un escenario que había resultado inimaginable y que representaba la posibilidad del colapso del sistema financiero norteamericano. Los indicadores de riesgo se volvieron a disparar superando todas las cotas de episodios anteriores desmintiendo rotundamente las expectativas de que lo peor de la crisis podía haber pasado ya (véase gráfico 1).

Con ello se entró en una nueva fase en la que la solución caso a caso de los sucesivos epis-

dios de inestabilidad financiera resultaba impracticable y que requería un tratamiento global. El paso del Rubicón vino asociado a la quiebra de Lehman-Brothers, que reveló la dimensión de los riesgos implícitos y desencadenó un rápido contagio a algunos bancos europeos. Los accidentes en instituciones financieras europeas habían sido ya numerosos, pero localizados en algunos países y sin dimensión sistémica relevante. A partir de ese momento, algunos grandes bancos europeos se vieron afectados y necesitaron operaciones urgentes de rescate, y caló en la opinión pública el miedo al derrumbe del sistema financiero europeo. Se había llegado a una situación excepcional imprevista que suponía un cambio drástico de escenario y un grave deterioro adicional de las condiciones financieras que afectaba de manera sectorial a las posibilidades de crecimiento mundial, tanto por el predominio de las tendencias recesivas en prácticamente la totalidad de las economías avanzadas, como por la incapacidad de las economías emergentes, que se había supuesto iban a proporcionar un importante factor de resistencia, para sustraerse a esta orienta-

ción global. Se alcanzaba así una tercera, y más peligrosa, fase de desarrollo de la crisis financiera, en la que los efectos sobre la economía real se revelaban como profundos y duraderos y donde existía la posibilidad de que las tendencias contractivas globales contribuyesen a realimentar la propia crisis financiera.

Circunstancias tan excepcionales habían de requerir respuestas urgentes y contundentes en el terreno de la estabilidad financiera para evitar la propagación de reacciones en cadena y de espirales de desconfianza y desvalorización que pudieran conducir a un grave colapso.

La capacidad de respuesta de las autoridades nacionales frente a un cambio tan dramático de carácter global, que requería un giro pronunciado de la orientación de las políticas económicas y acciones que desbordan el marco convencional, resultaba muy limitado si no inexistente. La irrupción de la crisis financiera vino a hacer evidente el desequilibrio que había ido incubando entre la intensidad de los vínculos supranacionales, particularmente en el ámbito financiero, y la debilidad de los mecanismos de coordinación y supervisión a ese mismo nivel. Las autoridades nacionales necesitaban, para poder actuar con la contundencia necesaria, la percha o el paraguas de orientaciones y acciones concertadas a nivel internacional, tal y como señalaba recientemente Trichet (2).

A nivel europeo, tras algunos titubeos iniciales, la respuesta se articuló en la reunión extraordinaria del Eurogrupo del 12 de octubre, en la que se establecieron algunos criterios comunes para la coordinación de las medidas nacionales. Estas medidas iban dirigidas a extender la garantía del seguro de depósitos con el fin de detener los momentos incipientes de retirada de los mismos, abrir la puerta a planes de garantía y financiación extraordinaria de las instituciones financieras y promover la recapitalización, y se encontraban sometidas a algunas reglas que asegurasen la nivelación del terreno de juego y evitasen interferencias proteccionistas para resultar compatibles con el mantenimiento de la competencia. Más adelante se hizo necesario también adoptar nuevas medidas y establecer nuevos criterios para la conducta de las políticas fiscales y estructurales frente a las tendencias recesivas dominantes, que se plasmaron en el Plan Europeo de Reactivación (3).

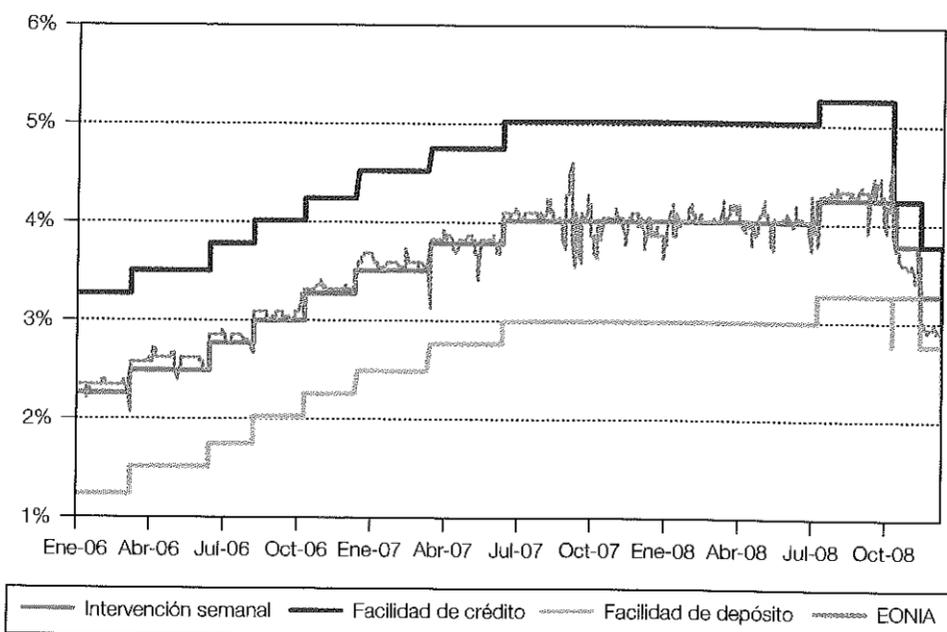
Dentro de este marco, en el terreno de la política monetaria se planteaban dos tipos de necesidades relativamente diferenciadas, pero interconectadas entre sí. Por un lado, la articulación

del suministro de liquidez en condiciones excepcionales y, por otro, el cambio de orientación de la política monetaria en consonancia con la drástica alteración del escenario macroeconómico. Dentro del primer orden de cosas, se introdujo un cambio muy profundo del marco operativo. Se modificó el sistema tradicional de subastas semanales mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo sin límites de cantidades que abría la puerta a una plena satisfacción de las necesidades de liquidez de las entidades. Ello suponía la renuncia a cualquier control de las cantidades y la plena sustitución del papel que un mercado interbancario paralizado había dejado de desempeñar. Paralelamente, se extendieron los plazos a los que se suministraba la liquidez hasta los seis meses y se ampliaron considerablemente las cantidades asignadas y el número de subastas a medio plazo. La ampliación se llevó al ofrecimiento de liquidez en divisas distintas de la propia moneda para satisfacer la necesidad de dólares y francos suizos de algunos bancos europeos. Y, finalmente, los requisitos para la definición del colateral elegible para obtener fondos del Eurosistema se flexibilizó de manera excepcional mientras puedan durar las tensiones financieras (4).

La parte más sustancial del cambio de orientación tuvo que ver con la drástica modificación del escenario de crecimiento y las perspectivas de inflación en el área del euro, tal y como se puso de manifiesto en la revisión de las proyecciones del Eurosistema que se publicaron con motivo de la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 4 de diciembre en Bruselas en la que se decidió una bajada de tipos de interés de 75 puntos básicos. Esta caída fue la más intensa desde el inicio de la Unión Monetaria y la tercera desde que el día 8 de octubre se iniciara el cambio del tono de la política monetaria con la primera bajada de tipos de interés concertada de la historia entre todos los grandes bancos centrales de los países avanzados. A este primer recorte de medio punto le siguió otro de la misma cuantía a principios de noviembre. En total se redujeron los tipos en 175 puntos básicos en el espacio de poco más de mes y medio (véase gráfico 2).

En menos de tres meses las perspectivas se habían modificado sustancialmente hasta el punto de prever un escenario de recesión en el área con una posibilidad de débil recuperación sólo a lo largo de 2010 y unas proyecciones de inflación que recogían una rápida corrección de la desviación alcista de meses anteriores y una reconducción hacia tasas compatibles con la estabilidad de los precios a lo largo de todo el horizonte de

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO.
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



Fuente: Banco Central Europeo.

previsión (véase cuadro 1). Todo ello rodeado, además, de grandes incertidumbres, dada la enorme dificultad de los modelos disponibles de previsión para captar y proyectar fenómenos de naturaleza tan extraordinaria como los que se estaban viviendo y dada, sobre todo, la pobreza con la que dichos modelos recogen la influencia de restricciones de carácter financiero en el comportamiento de las economías. La construcción de escenarios suficientemente verosímiles en los que basar la adopción de decisiones de política monetaria descansa de forma determinante en el juicio de los analistas con unos márgenes de error muy superiores a los habituales. Con todo los riesgos de desviación se identificaban claramente en la dirección de menor crecimiento y menor inflación.

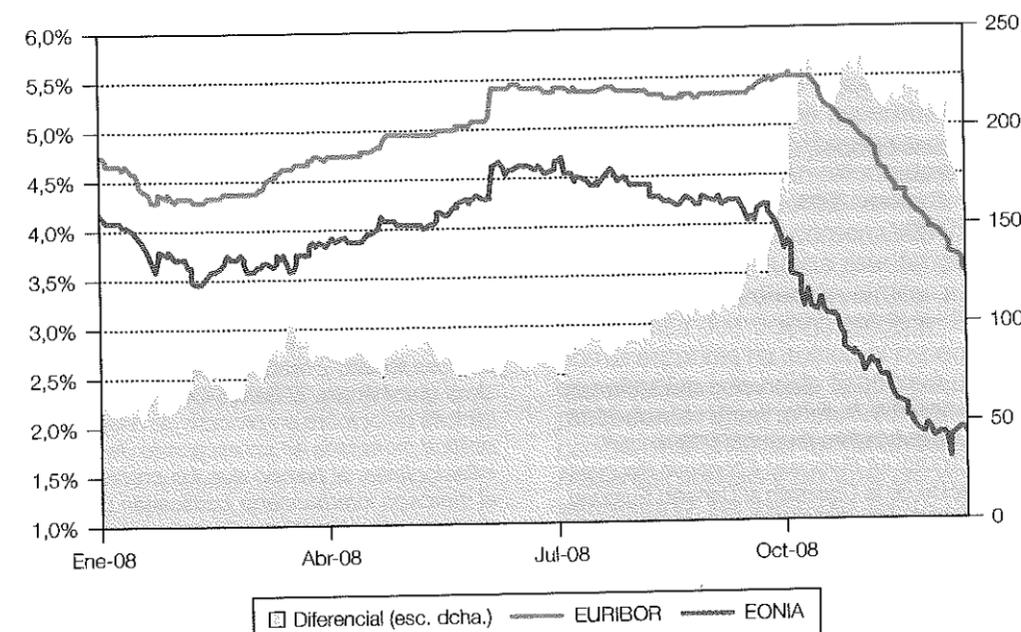
La necesidad de una relajación sustancial y relativamente rápida de la política monetaria se encontraba, además, avalada por la distorsión en los mecanismos de transmisión de la misma que se había producido como consecuencia de la parálisis de los mercados monetarios —que en circunstancias normales constituye el primer eslabón de la cadena— y del aumento persistente de las

primas de riesgo que repercuten sobre los costes financieros finalmente soportados por las empresas y las familias. La mejor ilustración de dicha distorsión se encuentra en el persistente diferencial entre el tipo EURIBOR a un año y el tipo EONIA al mismo plazo, que se mantenía en máximos desconocidos de 225 puntos básicos, a pesar de la relajación monetaria y de las medidas excepcio-

CUADRO 1
PUNTO MEDIO DEL INTERVALO DE PREVISIONES
DEL EUROSISTEMA

	2008	2009
PIB:		
Septiembre 2008	1,4	1,2
Diciembre 2008	1,0	-0,5
Variación	-0,4	-1,7
Inflación:		
Septiembre 2008	3,5	2,6
Diciembre 2008	3,3	1,4
Variación	-0,2	-1,2

GRÁFICO 3
DIFERENCIAL EURIBOR-EONIA A UN AÑO



Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

nales de financiación, garantía, recapitalización y rescate adoptadas (véase gráfico 3). Un hecho que revela la elevación de los riesgos de crédito percibidos y sugiere que el tono efectivo de la política monetaria era más estricto del que se derivaría del nivel del tipo básico de intervención.

Los profundos cambios de orientación e instrumentación de la política monetaria del Euro-sistema reflejan un gran esfuerzo de adaptación frente a la aparición de retos de naturaleza y alcance desconocido e imprevisto. La crisis financiera, entre otras cosas, ha desdibujado la línea divisoria entre la estabilidad macroeconómica y financiera. Ambos objetivos pueden diferenciarse con claridad en circunstancias normales y permiten definir la especialización respectiva de los instrumentos de política monetaria de aquellos de supervisión prudencial, en la confianza, además, de que las acciones en ambos terrenos son convergentes a medio y largo plazo. Lo que es apropiado para la estabilidad de los precios, lo es también para la estabilidad financiera, y sin estabilidad financiera no es posible alcanzar la estabilidad de precios. Pero cuando existen graves tensiones financieras no cabe hacer una distinción tan nítida,

entre otras razones porque la propia transmisión de la política monetaria depende del funcionamiento fluido de los mercados. En estas circunstancias, el objetivo de la estabilidad de los precios obliga al banco central a tomar muy en consideración las implicaciones de estabilidad financiera a la hora de elaborar y modular sus decisiones, si bien su margen de influencia y maniobra puede ser limitado, pues no está en sus manos modificar la actitud frente al riesgo y las expectativas de los intermediarios financieros que subyacen al incremento de primas y al proceso de desapalancamiento generadores de dichas tensiones.

La forma en la que los distintos bancos centrales han reaccionado frente a la crisis financiera se ha diferenciado en función del marco institucional de partida y de su propia estrategia de estabilidad. El Banco Central Europeo ha podido explotar las ventajas que le proporcionaba un marco operativo particularmente flexible —aunque, como todos, ha tenido que recurrir a procedimientos excepcionales o no convencionales— y explorar nuevos terrenos para adaptar su concepto estratégico a unas circunstancias especial-

mente turbulentas, sin perder el capital reputacional que le suministra su preferencia por el mantenimiento de un curso estable y una firme orientación a medio plazo. □

NOTAS

- (1) Véase Banco Central Europeo, 2008.
 (2) Véase Trichet, 2008a.
 (3) Véase Comisión Europea, 2008.
 (4) Véase Trichet, 2008b.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2008): «Economic and Monetary Developments», *Monthly Bulletin*, septiembre de 2008. <http://www.ecb.de/pub/pdf/mobu/mb200809en.pdf>.
 Comisión Europea (2008): «A European Economic Recovery Plan», *Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo*, Bruselas, 26 de noviembre. http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/Comm_20081126.pdf.
 Trichet, J. C. (2008a): *Discurso en el Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European*

Parliament, Bruselas, 8 de diciembre. http://www.ecb.de/press/key/date/2008/html/sp081208_1.en.html
 — (2008b): «Remarks on the financial turmoil», *Discurso en la British Bankers Association's Annual Reception, Bruselas, 8 de diciembre.* http://www.ecb.de/press/key/date/2008/html/sp081208_2.en.html.

RESUMEN

Este artículo realiza un repaso de la evolución de la política monetaria común a lo largo del año 2008. El agravamiento de la crisis financiera después del verano puso de manifiesto la necesidad a nivel europeo de una respuesta coordinada para apoyar a los sistemas financieros nacionales y de unos nuevos criterios para la conducta de las políticas fiscales y estructurales frente a las tendencias recesivas dominantes. El Banco Central Europeo, por su parte, iniciaría en octubre un proceso de relajación del tono de la política monetaria en un escenario de menores presiones inflacionistas, al tiempo que los problemas de liquidez en el mercado interbancario justificarían un profundo cambio de su marco operativo.

Palabras clave: Política monetaria, Zona del euro, Turbulencias financieras.

La economía española en el año 2008

La economía mundial afronta una situación económica extremadamente difícil. El deterioro de la coyuntura ha superado con creces las previsiones más pesimistas y es posible que este año las economías desarrolladas en conjunto sufran una recesión por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial. Aunque cabía prever una ralentización económica, nadie esperaba el impacto simultáneo de varias perturbaciones de gran magnitud, cuyos efectos se han reforzado mutuamente.

España, que cuenta con una economía muy abierta en términos comerciales y financieros, evidentemente no puede mantenerse al margen y muestra una evolución similar a la del resto de economías de nuestro entorno. En 2008 la economía española ha sufrido el impacto de tres intensos *shocks*: una crisis financiera internacional sin precedentes que ha impedido que el crédito fluya con normalidad, un fuerte encarecimiento de las materias primas y un intenso ajuste del sector inmobiliario. Se trata, por tanto, de dos perturbaciones de origen externo a las que se añade una tercera de carácter doméstico. Mientras que los precios de las materias primas se han moderado, los otros dos factores persisten, planteando una coyuntura muy difícil.

A todos ha sorprendido la dimensión sin precedentes de la crisis financiera internacional. Desde 1990, el sistema financiero mundial ha experimentado una gran expansión, en algunos casos poco ordenada: ha multiplicado por tres su peso respecto a la economía real, al tiempo que se intensificaba la integración financiera internacional y surgían instrumentos cada vez más complejos. Todo ello en un contexto de escasa transparencia, supervisión insuficiente —especialmente en algunos países— y condiciones monetarias muy relajadas que facilitaban el desarrollo de ese modelo. El resultado es la crisis que ahora sufrimos y que se ha extendido con rapidez a todos los rincones del sistema financiero mundial.

En España, afrontamos este exigente escenario con algunas debilidades, como es el desequilibrio acumulado en el sector de la construcción residencial, ahora en pleno proceso de ajuste; una elevada necesidad de financiación del sector privado, fruto del fuerte esfuerzo inversor realizado en los últimos años; y un mercado laboral que hace que el empleo sea muy sensible al crecimiento económico.

Afortunadamente, España presenta también importantes fortalezas. Gracias al intenso proceso inversor y a la creciente integración internacional de los últimos años, hoy contamos con una economía más capitalizada, moderna y abierta

Pedro Solbes
 Vicepresidente segundo del Gobierno
 y ministro de Economía y Hacienda