

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Las condiciones económicas en el área del euro

La evolución de la economía de la UEM en 2008 siguió condicionada por el entorno de inestabilidad financiera internacional. El endurecimiento adicional de las condiciones financieras y el considerable debilitamiento del entorno exterior, en un clima de pérdida de confianza y de incertidumbre creciente, provocaron una situación de recesión que se vio exacerbada en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 tras la intensificación de la crisis financiera global en el otoño. El notable deterioro de la situación a lo largo del año se reflejó en las previsiones de entidades públicas y privadas, que de forma sucesiva en el curso del ejercicio fueron revisando sustancialmente a la baja el crecimiento esperado para 2009 y retrasando las perspectivas de recuperación, como se analiza en el recuadro 4.1.

La inflación de la zona del euro también registró un importante cambio de tendencia en el transcurso del año. A mediados de 2008 los precios alcanzaron un crecimiento próximo al 4%, desconocido desde el inicio de la UEM, como consecuencia del encarecimiento del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas. Sin embargo, la debilidad de la actividad económica global en la segunda mitad del ejercicio contrajo la demanda de materias primas y propició una flexión a la baja de sus precios. Este hecho, unido al cambio en la posición cíclica de la economía, dio lugar en los últimos meses de 2008 y principios de 2009, por un lado, a una marcada reducción de la inflación y, por otro, a una sustancial revisión a la baja de las perspectivas inflacionistas a medio plazo.

Este cambio radical de perspectivas económicas se vio reflejado en la acción de la política monetaria, que a partir del otoño se centró en evitar que el proceso de desinflación en el que se hallaba inmersa el área del euro se tradujera en tasas de inflación persistentemente por debajo del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió a partir de octubre sucesivas reducciones del tipo de interés oficial, que llegó a situarse en el 1% en mayo de 2009. En paralelo, el BCE flexibilizó adicionalmente su política de provisión de liquidez en respuesta a la intensificación de la crisis financiera, tal como se detalla en el recuadro 4.2.

Las restantes políticas económicas también se fueron adaptando a lo largo del año al cambio de las condiciones cíclicas, y en los últimos meses se instrumentaron medidas sin precedentes en todos los ámbitos y, en algunos casos, en un marco de concertación internacional. Ante el agravamiento de las tensiones financieras, los gobiernos de la UEM, además de rescatar algunas entidades de dimensión sistémica, diseñaron planes integrales de apoyo al sistema financiero. Al mismo tiempo, ante la constatación de un panorama económico recesivo, los gobiernos aprobaron en diciembre un ambicioso plan de recuperación económica para garantizar la estabilidad financiera y contrarrestar los riesgos de realimentación entre el deterioro de la economía real y las tensiones financieras. Los planes abarcaron medidas de impulso fiscal, de reforma estructural y de mejora de la oferta de crédito para los colectivos más vulnerables. En la actualidad, resulta extraordinariamente complejo valorar la efectividad de estos planes para estimular la demanda a corto plazo. En cualquier caso, el fuerte impacto que está teniendo la crisis sobre las cuentas públicas de los países del área, unido a los compromisos asociados al envejecimiento de la población y al aumento de los pasivos contingentes derivado de los planes de rescate financiero, plantea la necesidad de garantizar que no llegue a ponerse en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello requiere el establecimiento de compromisos firmes de consolidación presupuestaria que permitan regresar al cumplimiento de los objetivos de medio plazo en cuanto se supere la situación actual.

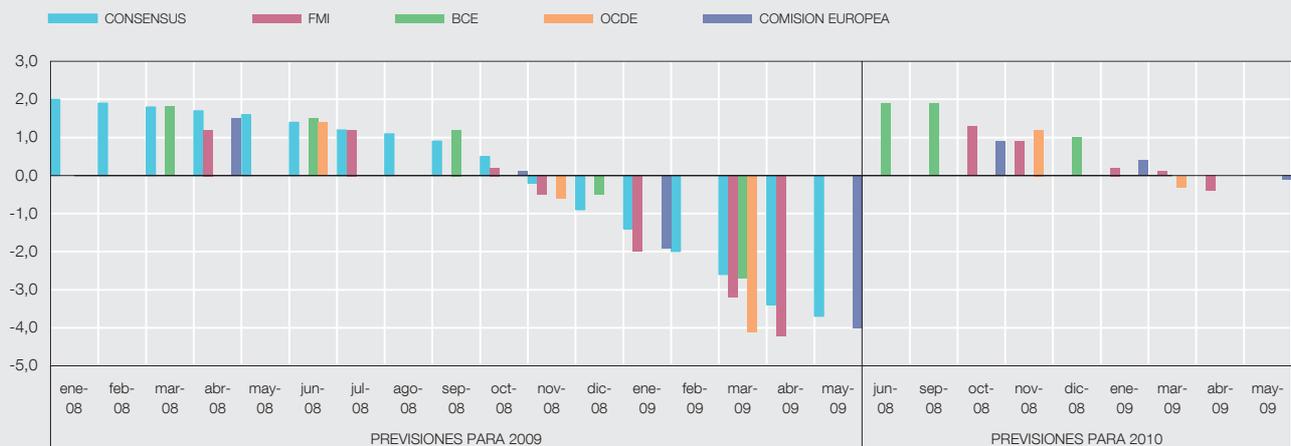
A lo largo de 2008 y, sobre todo, a partir del otoño, la crisis financiera internacional se agravó considerablemente, hasta alcanzar un carácter global. Los efectos reales de las turbulencias se percibieron en Europa con algún retraso, pero resultaron evidentes en el segundo semestre del año, de manera que el ejercicio finalizó con una economía en recesión muy profunda, situándose el nivel del PIB en el cuarto trimestre más de un 1% por debajo del de un año antes. El deterioro de la situación económica en el curso del ejercicio, y su intensificación en la última parte del año, quedaron reflejados en las sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento por parte de organismos públicos y privados.

Como se observa en el gráfico 1, en la primera parte de 2008 las proyecciones para 2009 de los principales organismos internacionales y analistas privados se redujeron solo moderadamente (unas cinco décimas), hasta el entorno del 1,5%, mientras que para 2010 se anticipaba un incremento cercano al 2%. Estas perspectivas relativamente favorables se apoyaban en la expectativa de que la crisis financiera internacional no alcanzaría una dimensión suficiente para

afectar profundamente a una economía como la de la zona del euro, que contaba con unos fundamentos sólidos por la buena situación patrimonial de las empresas y las familias, la práctica inexistencia del segmento *subprime* en su mercado hipotecario y el mayor peso del comercio con las áreas que parecían entonces menos expuestas.

Durante los meses de verano, la acumulación de datos coyunturales desfavorables generó algunas dudas sobre el verdadero alcance de las perturbaciones y la capacidad de la UEM para hacerle frente, lo que llevó a revisiones adicionales moderadamente a la baja de las proyecciones para todo el horizonte de previsión. Sin embargo, la escalada de la crisis financiera en septiembre evidenció su profundidad y carácter global, así como el potencial de contagio a la economía real, lo que acarreó un cambio significativo en las expectativas de crecimiento. Así, en noviembre y diciembre la estimación para 2009 pasó a ser claramente negativa, aunque todavía se esperaba que la recuperación ocurriera en la segunda mitad de ese año. Finalmente, tras el colapso de todos los indicadores coyunturales a principios de 2009, las previsiones para ese año se hundieron y se pospuso la recuperación a finales de 2010.

1 PREVISIONES PARA 2009 y 2010



2 EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL MODELO RTE DE CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM



FUENTES: Consensus, Comisión Europea, Eurobarómetro, FMI, OCDE y SPF.

Para ilustrar cómo el progresivo empeoramiento de la situación económica a lo largo de 2008 afectó a la revisión de las perspectivas de crecimiento, el gráfico 2 muestra la evolución de la predicción, en tiempo real, del crecimiento de la actividad en la UEM que realiza el modelo EUROSTING¹. Este modelo prevé la evolución del PIB del área del euro a partir de nueve indicadores, cuatro de los cuales provienen de encuestas de opinión, mientras que los otros cinco se refieren a variables cuantitativas. La previsión se realiza con un adelanto de hasta seis semanas sobre la publicación del dato de Contabilidad Nacional. Más concretamente, el gráfico 2 muestra la evolución (casi) diaria de las previsiones de EUROSTING para cada trimestre del año 2008. Cada punto de estas líneas recoge la previsión sobre el avance del PIB para el trimestre correspondiente con toda la información disponible hasta ese día.

Según este modelo, la situación económica en la UEM durante la primera mitad de 2008 era relativamente favorable, con un incre-

1. M. Camacho y G. Pérez-Quirós (2008), *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of Euro Area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.

mento estimado para el primer trimestre cercano al potencial, y algo menor para el segundo y el tercero. La primera señal del empeoramiento de la coyuntura se produjo a finales de julio, cuando los primeros indicadores disponibles para el tercer trimestre redujeron la previsión para ese período por debajo del $-0,2\%$. Esta percepción más desfavorable se confirmó con la publicación el 14 de agosto de un retroceso del PIB del $-0,2\%$ para el segundo trimestre, lo que supuso una sorpresa negativa, puesto que tanto el modelo como la mayoría de los analistas estimaban un crecimiento ligeramente positivo. Esta caída de la actividad, unida a la esperada por el modelo para el tercer trimestre, situaba a la UEM en una situación virtual de recesión técnica. Tras la quiebra de Lehman Brothers a finales de septiembre y, sobre todo, a medida que se empezaron a conocer los indicadores referidos a los tres últimos meses del año, el modelo constató la profundidad y la vertiginosidad de la recesión en la UEM. La estimación de crecimiento del cuarto trimestre se fue desplomando con cada nuevo dato, desde valores cercanos a cero a finales de septiembre hasta superar el -1% a mediados de noviembre. En ese momento EUROSTING era uno de los modelos que mostraba una visión más desfavorable, que sin embargo se vio superada por el dato publicado por EUROSTAT.

Pese a todas estas actuaciones públicas, las perspectivas de crecimiento son muy desfavorables. De acuerdo con las estimaciones más recientes de organismos públicos y privados, se prevé una intensa contracción del PIB en 2009 y una recuperación muy gradual de la actividad a lo largo del año siguiente, basada, en gran parte, en la acción de las políticas económicas. Este escenario de recuperación estaría sujeto a riesgos a la baja, derivados, fundamentalmente, de las dificultades para contener los procesos de realimentación entre la actividad económica y el comportamiento de los mercados financieros. En este contexto, la inflación se mantendría en niveles muy reducidos por un período prolongado de tiempo.

1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

El agravamiento de la crisis financiera determinó la evolución económica de la UEM...

... que incidió, a través de diversos canales, tanto en la demanda interna del área del euro...

En el entorno de inestabilidad financiera internacional y de progresivo debilitamiento de la economía mundial, el PIB del área del euro mostró una continuada pérdida de impulso a lo largo de 2008, que se intensificó a finales de año y se prolongó en la primera parte de 2009. El producto registró tasas de variación negativas desde el segundo trimestre y cerró el ejercicio con un descenso intertrimestral del $-1,6\%$, desconocido desde los años setenta (véase cuadro 4.1). Ello se tradujo en un crecimiento del $0,7\%$ en términos medios anuales, casi 2 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en 2007.

La crisis financiera afectó a la actividad económica a través de diferentes canales. Así, como se explica en el apartado 3, el fuerte ascenso de las primas de crédito encareció el coste de la financiación vía préstamos, valores y emisión de deuda. Por su parte, las entidades ajustaron los criterios de concesión de préstamos al nuevo entorno económico, de modo que estos se hicieron más estrictos. Además, la crisis causó una pérdida de riqueza real y financiera de las familias y propició una caída de los beneficios empresariales, un fuerte incremento de la incertidumbre y un deterioro de las expectativas sobre la evolución futura de la actividad y del empleo. Todo ello erosionó la confianza de empresas y familias, causando un aplazamiento de las decisiones de inversión productiva privada y de consumo privado, y un aumento del ahorro,

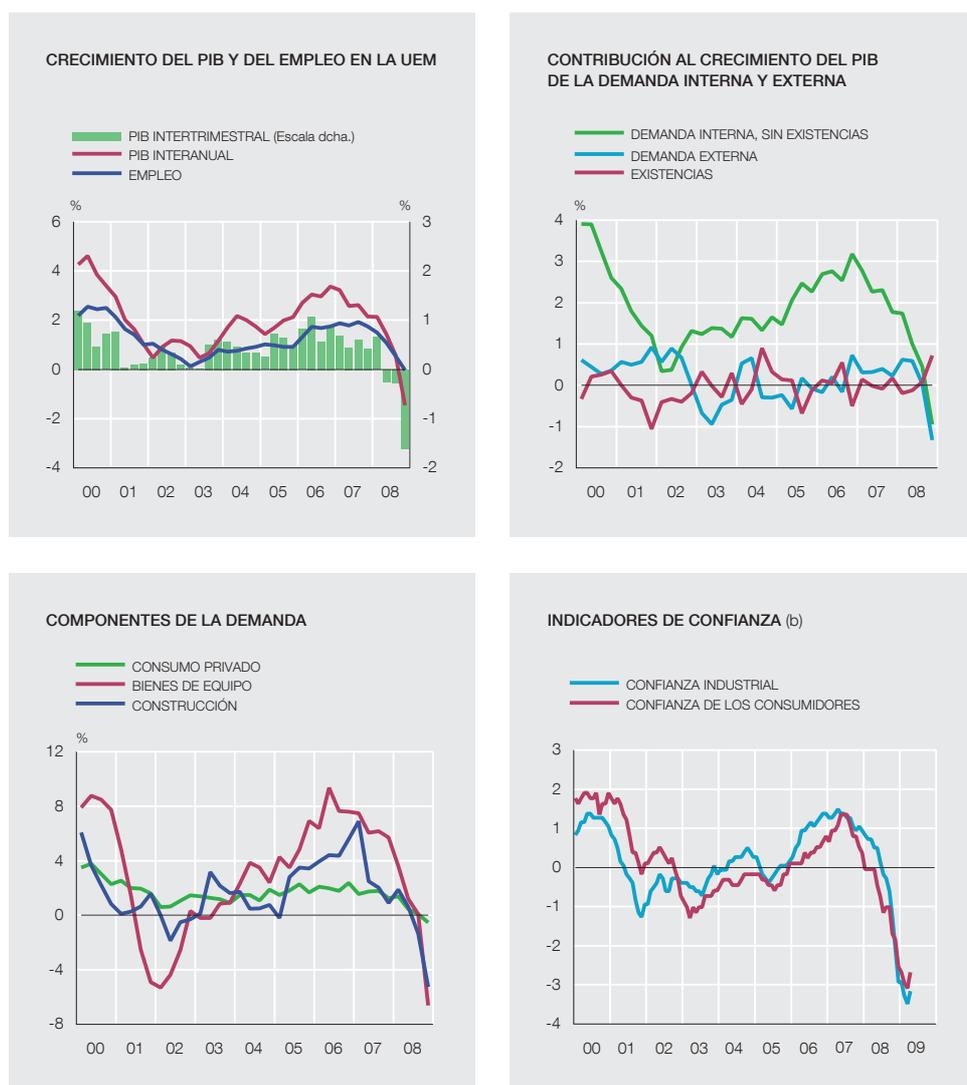
	2006	2007	2008	2008			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO							
Producto interior bruto	3,0	2,6	0,7	0,7	-0,3	-0,3	-1,6
Consumo privado	2,1	1,6	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3
Consumo público	1,8	2,2	2,0	0,4	0,9	0,6	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,3	-0,2	1,0	-1,3	-0,7	-4,0
— Inversión privada no residencial	6,4	5,5	1,4	1,0	-0,7	-0,9	-1,8
— Inversión residencial	6,7	1,4	-3,4	1,1	-3,0	-2,2	-2,5
— Inversión pública	1,0	3,2	3,0	2,3	-0,8	0,4	0,5
Exportaciones	8,5	5,9	1,1	1,5	-0,2	-0,2	-6,7
Demanda final	4,5	3,4	0,8	0,8	-0,3	0,2	-2,6
Importaciones	8,3	5,3	1,2	1,1	-0,5	1,3	-4,7
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
Demanda interna	2,8	2,3	0,6	0,3	-0,3	0,0	-1,0
Variación de existencias	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3
Demanda externa	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	-0,7	-1,0
PRECIOS Y COSTES (c)							
Precios de consumo (media anual)	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3
Deflactor de la demanda final	2,4	2,0	2,6	2,7	2,9	3,1	1,8
Deflactor del PIB	2,0	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
Costes laborales unitarios	0,8	1,7	3,3	2,4	2,8	3,4	4,5
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	3,2	3,1	3,2	3,4	3,0
Productividad del trabajo	1,4	0,8	-0,1	0,6	0,3	0,0	-1,4
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)							
Gastos totales	46,7	46,1	46,7				
Gastos corrientes	42,9	42,3	42,9				
— Gastos por intereses	2,9	3,0	3,0				
Inversión pública	2,5	2,6	2,5				
Ingresos totales	45,4	45,5	44,8				
Déficit (-) / superávit (+) primario	1,6	2,3	1,1				
Déficit (-) / superávit (+)	-1,3	-0,7	-1,9				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total	1,6	1,8	0,8	0,3	0,1	-0,1	-0,3
Paro (e)	8,3	7,4	7,5	7,2	7,3	7,5	8,0
BALANZA DE PAGOS (d)							
Cuenta corriente	0,0	0,2	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-0,9

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OECD Economic Outlook.

- a. Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación en contrario.
 b. Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.
 c. Tasas de variación interanual.
 d. Porcentaje del PIB.
 e. Porcentaje de la población activa.

lo que debilitó notablemente la demanda interna (véase gráfico 4.1). Los hogares también contuvieron el gasto en inversión residencial, lo que agudizó el proceso de ajuste inmobiliario que habían iniciado algunos países del área e impulsó una desaceleración del crédito para adquisición de vivienda.

... como en la demanda exterior Otro canal de propagación que fue cobrando importancia creciente a medida que la crisis financiera se iba haciendo más pronunciada y global es el que se desarrolló a través de los flujos de comercio, que mostraron un gradual deterioro. Ello dio lugar a un estancamiento de las exportaciones del área en la parte central del año, al que también contribuyó la apreciación



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.
 b. Saldo de respuestas. Series normalizadas.

del euro en el primer semestre de 2008, y a un brusco descenso con posterioridad (véase cuadro 4.1). La moderación de la demanda interna provocó, a su vez, una evolución similar de las importaciones, si bien con un retroceso menos marcado, lo que propició un empeoramiento de la aportación del saldo exterior neto a la variación del PIB.

La actuación de las Administraciones Públicas y del BCE mitigó el deterioro de la actividad

Las Administraciones Públicas y el BCE contribuyeron con sus actuaciones a sostener el gasto. Las primeras, mediante el aumento del consumo y la inversión públicos, la activación de los estabilizadores automáticos y la adopción de un conjunto amplio de medidas en la última parte del año; y el BCE, a través de una rápida y sustancial reducción de los tipos de interés a partir de octubre.

La recesión se extendió a la mayor parte de las ramas productivas...

Por el lado de la oferta, el debilitamiento de la actividad se trasladó a todas las ramas productivas, con la única excepción de los servicios de no mercado. Las caídas del valor añadido fueron más tempranas e intensas en las ramas de la construcción y la industria, y solo a final de año alcanzaron a los servicios de mercado.

... y afectó negativamente al empleo y a la productividad

Tras dos años de crecimientos muy elevados, el proceso de generación de empleo se truncó en el segundo semestre, dando paso a un descenso de la ocupación en el tercer y cuarto trimestres que se ha prolongado en los inicios del presente año. Ello se tradujo en un sustancial repunte de la tasa de paro, desde el 7,3% de enero de 2008 hasta el 8,9% de marzo de 2009. En conjunto, el ajuste de la ocupación fue inferior al del valor añadido, con lo que la productividad aparente del trabajo mostró una progresiva ralentización, hasta alcanzar ritmos de variación negativos, mostrando un comportamiento procíclico (véase gráfico 4.3).

La situación recesiva se propagó a casi la totalidad de los países del área del euro

Desde el segundo trimestre, casi todos los Estados miembros de la UEM experimentaron un retroceso significativo de la actividad, si bien se observaron diferencias relevantes tanto en la magnitud del descenso como en la composición. Las mayores disminuciones del producto se registraron en Alemania y en Italia, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del saldo exterior neto en el primer país y de la demanda interna en el segundo. En los países con contracciones más intensas de la demanda interior y del empleo —España e Irlanda—, el fuerte ajuste de las importaciones propició una caída del PIB más moderada.

Las perspectivas a corto plazo son negativas, mientras que a medio plazo se espera que la actuación de las políticas económicas favorezca una recuperación progresiva de la actividad

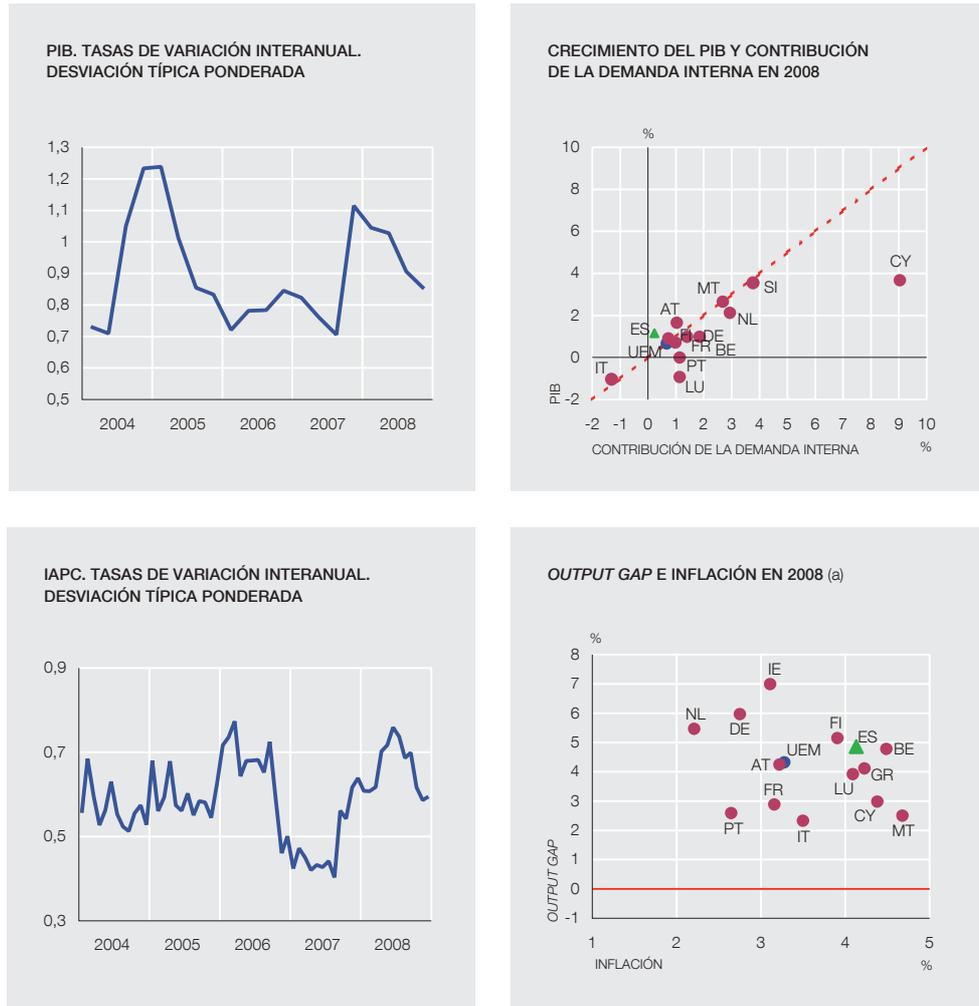
El carácter global, sincronizado y profundo de la crisis hace esperar una prolongación de la fase recesiva en la UEM durante algunos trimestres más, seguida de una recuperación gradual de la actividad, apoyada en los efectos positivos sobre las condiciones de financiación de los planes de apoyo al sistema financiero, en la intensa relajación de la política monetaria en la UEM y en el resto del mundo, y en el carácter fuertemente expansivo de los planes de estímulo de la demanda agregada de las autoridades fiscales, que se suma al efecto de los estabilizadores automáticos. Por otra parte, el impacto a la baja sobre los precios de consumo de la notable caída registrada por las cotizaciones de las materias primas ejerce un impulso sobre la renta real de los hogares. El efecto de todos estos factores debería permitir una contención del deterioro de la confianza, la demanda y la producción, y favorecer más tarde, ya entrado 2010, un proceso paulatino de recuperación económica en el área del euro. No obstante, este escenario de recuperación está sometido a un elevado grado de incertidumbre y los riesgos son a la baja, debido a la dificultad para detener el proceso de realimentación entre los mercados financieros y la actividad real. Factores de riesgo adicionales se relacionan con la introducción de medidas proteccionistas y con la posibilidad de que la propia duración de la incertidumbre fuerce cambios en la toma de decisiones de los agentes económicos que impliquen no solo un aplazamiento del gasto, sino también una modificación a la baja de su componente permanente.

1.2 PRECIOS Y COSTES

Las cotizaciones de las materias primas condicionaron el comportamiento de los precios de consumo

La inflación cambió sustancialmente a lo largo de 2008. En el promedio del año, el crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 3,3%, con un máximo del 4% en julio —la tasa más elevada desde el inicio de la UEM— por el efecto sobre sus componentes energético y alimenticio del alza de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales. A partir de ese momento, en cambio, el debilitamiento de la actividad mundial comenzó a repercutir negativamente sobre el precio de las materias primas, lo que se tradujo en una intensa reducción de la inflación. Sin embargo, las tasas de variación de los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —los bienes industriales no energéticos y los servicios— se mantuvieron relativamente estables en 2008 y los primeros meses de 2009.

La tasa de variación interanual del IAPC experimentó, a lo largo de 2008 y el período transcurrido de 2009, una tendencia similar en todos los países del área, si bien se observaron marcadas diferencias en la intensidad de la aceleración y posterior ralentización de la inflación, lo que originó un incremento inicial de la dispersión de las tasas de inflación dentro del área, seguido de una disminución (véase gráfico 4.2). Ello fue consecuencia, fundamentalmente, de la diferente respuesta de los precios de los bienes energéticos al encarecimiento del petróleo



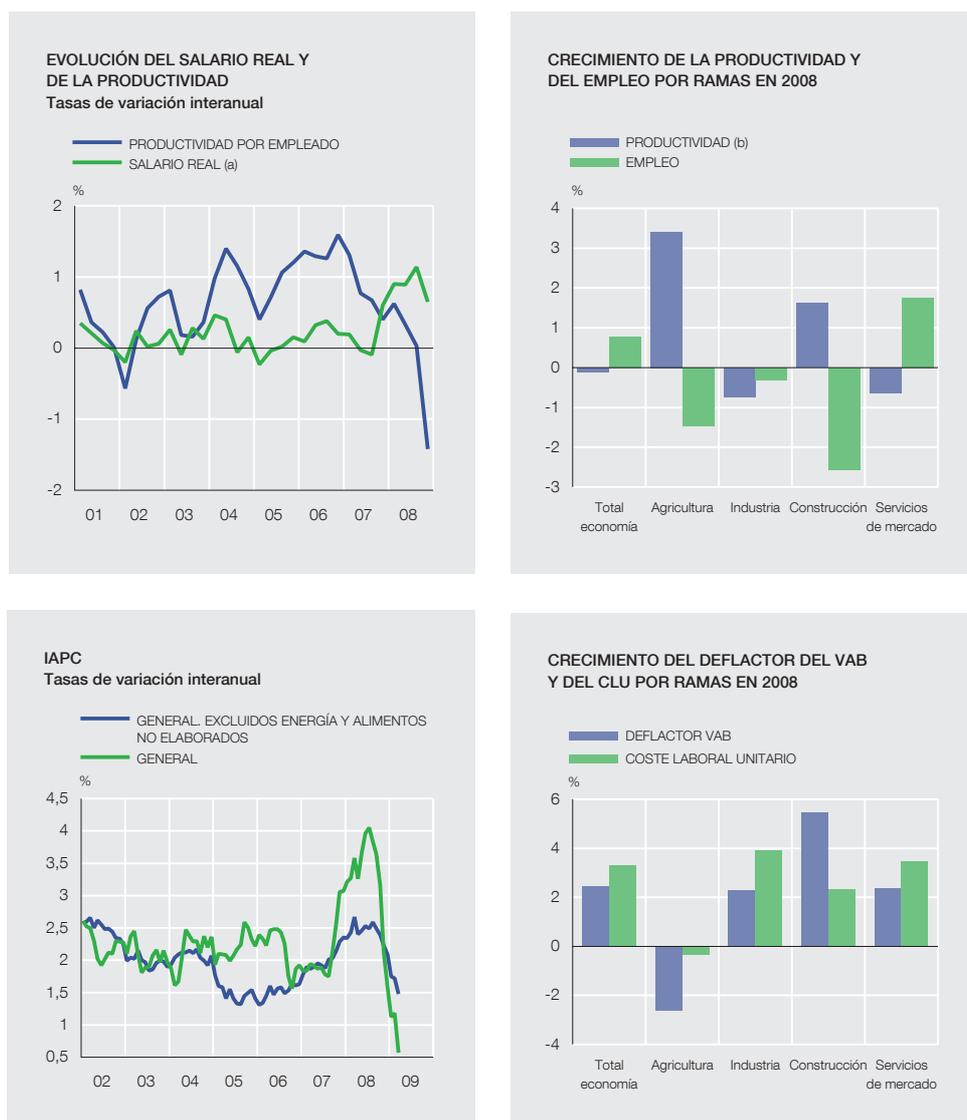
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

a. El *output gap* se define como la diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del PIB potencial. Estimaciones de la Comisión Europea.

y otros combustibles, como consecuencia del distinto grado de dependencia energética y de la pluralidad de sistemas de imposición indirecta y de fijación de los precios de estos bienes.

Los salarios se aceleraron y los márgenes empresariales se contrajeron, rompiendo la tendencia observada en años anteriores

Los salarios registraron una aceleración sustancial, como resultado de la aplicación de acuerdos salariales alcanzados al final de la pasada fase expansiva, caracterizada por el alto grado de utilización del factor trabajo — como refleja una tasa de paro en niveles históricamente reducidos —, que pusieron fin a la moderación salarial predominante en años anteriores. El salario real aumentó por encima de la productividad del trabajo, dando lugar a un incremento de la participación salarial en la renta total, tras un largo período de progresiva reducción (véase gráfico 4.3). Además, la pérdida de ritmo de la productividad aparente del trabajo, unida al incremento de la remuneración por asalariado, provocó un repunte de los costes laborales unitarios. El retroceso de los márgenes empresariales — que, en términos medios anuales, no se observaba desde 1997 — permitió amortiguar el efecto de los costes salariales sobre los precios finales — aproximados por el deflactor del PIB —. En un primer momento, la reducción de los márgenes pudo obedecer a la disminución relativa de la demanda de bienes cuyo consumo reviste un carácter más discrecional, ante el aumento del gasto en productos de consumo básico — alimentos y bienes energéticos —, ocasionado por el incremento de sus



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.
b. Diferencia entre la variación del PIB y del empleo para el total de la economía, y entre la variación del VAB y del empleo para las distintas ramas.

precios y la baja elasticidad-precio que caracteriza su demanda. La intensificación posterior de la caída de los márgenes se explicaría por el debilitamiento generalizado de la demanda.

Se espera que la inflación se mantenga en niveles reducidos —incluso ligeramente negativos—, aunque existen riesgos tanto a la baja como al alza sobre estas expectativas

Las previsiones existentes apuntan al mantenimiento de la inflación en niveles reducidos hasta entrado el año 2010, que podrían llegar a ser negativos en la parte central de 2009, como consecuencia del descenso del coste de las materias primas; de las menores presiones salariales, ligadas a su vez al menor crecimiento de los precios de consumo y a la debilidad del mercado de trabajo; y del aumento de la competencia, asociado a la disminución de la demanda y al exceso de capacidad. El anclaje que mantienen las expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios reduce el riesgo de que se materialicen escenarios más desfavorables y extremos, aunque persiste una marcada incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad, que se traslada, lógicamente, a la de los precios. Así, por un lado, una retracción de la demanda más aguda de lo previsto elevaría los reducidos riesgos

de deflación existentes. En sentido contrario, una recuperación del gasto agregado más rápida de lo esperado, en un contexto de previsible disminución del crecimiento potencial de la economía —ligado a la caída de la inversión y del empleo— y de realización de políticas expansivas, podría conducir a un repunte de la inflación.

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

La crisis financiera está teniendo un fuerte impacto sobre las finanzas públicas de los países del área del euro

En el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica se adoptaron medidas fiscales discretivas de estímulo de la demanda...

... y planes de apoyo al sistema financiero, que están teniendo un impacto presupuestario elevado

Activación de los estabilizadores automáticos

En consecuencia, en 2008 y 2009 se produce un deterioro de los saldos fiscales y de la deuda pública muy intenso...

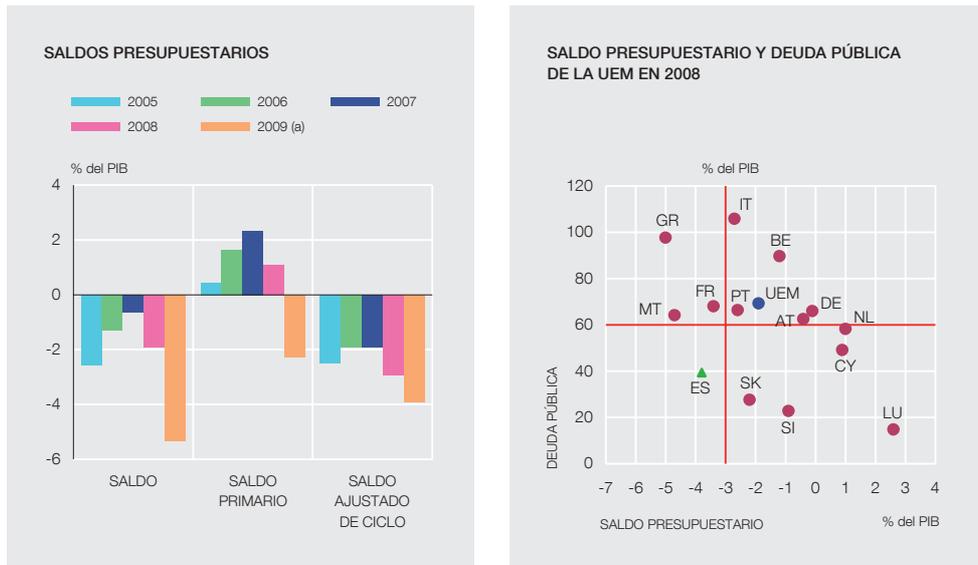
La política fiscal del área del euro estuvo condicionada por el cambio en las condiciones macroeconómicas observado en la segunda mitad del año, que llevó a la adopción de medidas de carácter excepcional por parte de las autoridades económicas, encaminadas a estabilizar los mercados financieros, suavizar el rápido deterioro de la actividad y restablecer la confianza.

Así, la mayoría de los países del área introdujo medidas discretivas de estímulo de la demanda a partir del otoño, en línea con los objetivos del Plan Europeo de Recuperación Económica aprobado en el Consejo Europeo del pasado 12 de diciembre. Los planes presentados hasta el momento ascienden, en conjunto, a un 1,1% del PIB del área en 2009 (y un 0,8% en 2010), apreciándose diferencias significativas por países en lo que se refiere tanto a la magnitud como a la composición de la respuesta. En general, la cuantía de las medidas se ha acomodado al margen de maniobra disponible en cada país, siendo más ambiciosas en Alemania y relativamente moderadas en Francia o en Italia. En cuanto a los instrumentos, los programas combinan recortes impositivos y, sobre todo, incrementos del gasto público que tienden a concentrar sus efectos en los colectivos y sectores más afectados por la crisis. Por último, la mayoría de estas medidas tiene un impacto transitorio sobre las cuentas públicas, aunque también se han introducido rebajas permanentes en las cotizaciones sociales y en el impuesto sobre la renta en algunos países. En cualquier caso, la situación excepcional en que se encuentran inmersas el área del euro y la economía global hace que sea muy complejo valorar la efectividad última del impulso fiscal adoptado (véase el recuadro 1.3 de este *Informe Anual*).

La gravedad de la crisis aconsejó también la adopción de cuantiosos planes de apoyo al sistema financiero, para evitar los riesgos de colapso de algunas entidades sistémicas e impedir un ajuste excesivo de la oferta de crédito (véase recuadro 1.1). Desde el punto de vista de las cuentas públicas, las inyecciones de capital público y la compra de activos realizadas por los gobiernos hasta abril de 2009 han tenido un impacto reducido sobre el déficit, pero podrían representar aproximadamente 3 pp de la deuda pública. A ello hay que añadir los riesgos asociados a las operaciones de aval de las emisiones de deuda, que han aumentando de manera notable los pasivos «contingentes» de las Administraciones Públicas (en una cuantía próxima al 18% del PIB).

A todo ello se sumó la activación de los estabilizadores automáticos, que en Europa, y a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, son relativamente potentes y que están propiciando un incremento del gasto en prestaciones sociales y una caída de la recaudación impositiva.

Como resultado de todo lo anterior, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público de la UEM se situó en el 1,9% del PIB en 2008, más de 1 pp del registrado el año anterior, y se espera que en 2009 ascienda hasta el 5,3% del PIB, el nivel más alto observado desde 1996. El impacto del ciclo económico explicaría tres décimas del aumento del déficit observado en 2008, y 2,4 pp en 2009, si bien hay que señalar que estas estimaciones



FUENTE: Comisión Europea.

a. Previsiones de la CE.

pueden estar sujetas a revisiones significativas, ya que la incertidumbre sobre la magnitud de la brecha de producción y sobre la sensibilidad de algunas partidas al ciclo económico es ahora extraordinariamente alta. En especial, está siendo notable la desaparición de los ingresos ligados al auge del mercado inmobiliario y a la revalorización de los activos financieros, que en los años recientes contribuyeron de manera crucial a la mejora presupuestaria de diversos países. Por su parte, la deuda pública aumentó hasta el 69,3% del PIB en 2008 (3,3 pp más que el año anterior) y podría aproximarse al 78% en 2009 (véase gráfico 4.4).

... y generalizado por países

En el año 2008, la mayoría de los países del área registró un deterioro de sus saldos presupuestarios respecto a las estimaciones que realizaron en los programas de estabilidad a finales de 2007, que estaban enmarcadas en un escenario macroeconómico mucho más favorable que el observado. Las previsiones más recientes para 2009 sugieren que en este año serán trece los países del área que mantendrán un déficit superior al 3%, superando el 6% en los casos de España, Francia, Irlanda y Portugal.

La Comisión Europea ha iniciado el procedimiento de déficit excesivo a diversos países, aplicando los márgenes de flexibilidad establecidos en el PEC

En este contexto, en febrero de 2009 la Comisión Europea decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo contemplado en el denominado «brazo disuasorio» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para aquellos países cuyo déficit superó el 3% del PIB en 2008: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. El Consejo Europeo reafirmó que el Pacto continúa proporcionando el marco normativo adecuado para la coordinación de las políticas presupuestarias de los países de la UE y que aplicaría los márgenes de flexibilidad que introdujo la reforma de 2005 en cuanto a los plazos establecidos para la corrección de los déficits excesivos y a la posibilidad de evitar las sanciones en circunstancias excepcionales. De hecho, Francia y España disponen hasta el año 2012 para situar su déficit por debajo del 3%, e Irlanda hasta 2013.

Se impone la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y a largo plazo

La magnitud de la crisis justificó la adopción de medidas de alcance para estabilizar el sistema financiero y estimular la demanda, tal y como acordaron los gobiernos de las principales economías en el marco del G 20. Pero el impacto presupuestario de estas medidas está siendo elevado, en un contexto en el que a los compromisos derivados del envejecimiento de la población se añaden las fuertes repercusiones que está teniendo la caída del precio de los activos

sobre los planes privados de pensiones y los fondos públicos de reserva, lo que plantea nuevos retos y necesidades.

En consecuencia, uno de los principales desafíos a los que se enfrentan en la actualidad las autoridades económicas es el de mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, para evitar posibles aumentos de los tipos de interés a largo plazo que acabarían atenuando la efectividad de las respuestas fiscales. Para ello es necesario establecer firmes compromisos de consolidación presupuestaria y regresar al cumplimiento de los objetivos de medio plazo establecidos en el marco del PEC tan pronto como sea posible. Además, se requiere que estos esfuerzos sean coherentes con el mantenimiento de la calidad de las finanzas públicas, evitando que los recortes de gasto recaigan sobre aquellas partidas que tienen mayor influencia sobre el crecimiento a largo plazo (como el gasto en I + D y en educación). Por último, resulta esencial aumentar el grado de coordinación de las políticas y evitar tentaciones proteccionistas para que las medidas adoptadas no distorsionen las condiciones de competencia y el funcionamiento del mercado único europeo.

2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Para asegurar una recuperación rápida y sostenida, es necesario seguir avanzando en la reforma estructural de la economía

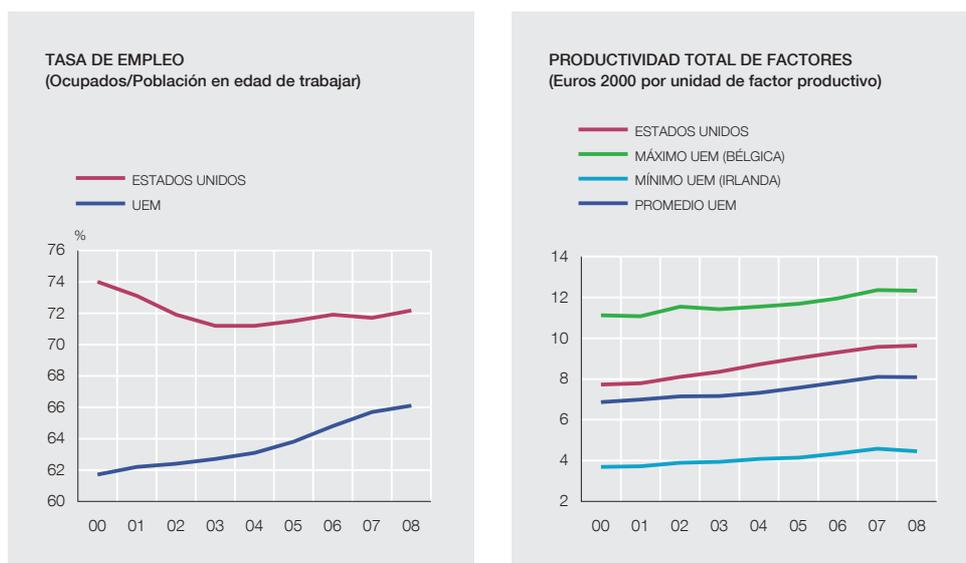
Las consecuencias de la crisis financiera, al inhibir la inversión de las empresas y la participación en el mercado de trabajo de algunos colectivos, pueden prolongarse en el tiempo y afectar al potencial de crecimiento de la economía a medio plazo. Por ello, aunque la política económica haya centrado su respuesta en actuaciones tendentes a evitar los riesgos de colapso financiero y a suavizar la recesión, resulta esencial aumentar la flexibilidad y eficiencia de la zona del euro para abrir nuevas oportunidades de inversión y preservar los incentivos para la búsqueda activa de empleo.

Con esta filosofía, el Plan Europeo de Recuperación Económica, junto con las medidas de estímulo fiscal antes mencionadas, enfatizó la necesidad de seguir avanzando en el proceso de reforma para alcanzar los objetivos de medio y largo plazo establecidos en la estrategia de Lisboa. En particular, en las circunstancias actuales es primordial aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo para contener el ajuste del empleo, sin descuidar la protección social de los colectivos más afectados por la crisis; favorecer la iniciativa empresarial y la mejora del acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME); impulsar la innovación y el conocimiento para promover la reorientación de la actividad productiva hacia los sectores de mayor valor añadido; y, en fin, fomentar la competencia, especialmente en los servicios.

La mayoría de los países de la zona del euro introdujo medidas para suavizar el ajuste de los mercados de trabajo

El ritmo de creación de empleo experimentó una corrección drástica a finales de 2008 y las previsiones de la Comisión Europea sugieren que la tasa de paro podría superar el 11% en 2010. La tasa de empleo se mantuvo prácticamente estable (en torno al 66%) en 2008, lejos del nivel de 70% establecido como objetivo en la Agenda de Lisboa para el año 2010. Con ello se interrumpe un período de continuos avances en la utilización del factor trabajo, que se había visto favorecido por las favorables condiciones económicas, pero también por las reformas de los mercados de trabajo que ha afrontado la mayoría de los Estados miembros en los últimos años en torno a la estrategia de «flexiguridad», que promueve al mismo tiempo la flexibilidad del mercado laboral, la protección a los trabajadores desempleados y las políticas activas de empleo (véase gráfico 4.5).

En esta línea, prácticamente todos los planes nacionales de reactivación de la economía incorporaron medidas de fomento del empleo. La mayoría de los países aumentó los fondos destinados a la mejora de los servicios públicos de ayuda para la búsqueda de un nuevo empleo y a la formación de desempleados. Algunos gobiernos aceleraron también sus planes de reducción de la «cuña impositiva» —diferencia entre el coste salarial bruto soportado por



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

el empleador y el salario neto que recibe el trabajador—, mediante recortes de las cotizaciones sociales de los trabajadores y empresarios y del impuesto sobre las rentas del trabajo, dirigidos en general hacia los segmentos de la población de rentas más bajas. Pero, sobre todo, destacan las iniciativas que permiten flexibilizar las horas de trabajo mientras persista la crisis, sin extinguir la relación laboral. En conjunto, todas estas actuaciones contrastan con las realizadas en el pasado, que pretendieron suavizar el ajuste del empleo recurriendo a las jubilaciones anticipadas o al incremento del empleo público y que acabaron teniendo un impacto no deseado sobre las tasas de participación y las cuentas públicas.

Y se avanzó en la eliminación de barreras a la movilidad de los trabajadores

A nivel europeo, cabe mencionar los esfuerzos para aumentar la movilidad de los trabajadores, con la aprobación del Marco Europeo de Cualificaciones en abril de 2008, que facilita la comparabilidad de los niveles de cualificación de los estudiantes y trabajadores de los distintos Estados miembros, aunque todavía existen considerables restricciones en lo que se refiere a la transferencia de pensiones y prestaciones sociales.

Es esencial eliminar las barreras a la contratación para evitar un deterioro de los incentivos a participar en el mercado de trabajo y un aumento del desempleo estructural

Los avances en la *flexiguridad* han situado al conjunto de la zona del euro en una mejor posición para afrontar la crisis, pero en general son escasos los países que han iniciado reformas en la legislación de la protección al empleo, que regula la contratación y el despido de los trabajadores. Por lo tanto, es probable que el peso del ajuste recaiga principalmente sobre los trabajadores con contrato temporal y sobre aquellos colectivos con mayores dificultades para acceder a un puesto de trabajo cuando el mercado es menos dinámico (como los jóvenes o los trabajadores de mayor edad). Así, en la actualidad resulta todavía más necesario avanzar en la reforma de los mercados de trabajo mediante la reducción de las barreras a la contratación y el impulso de las políticas de formación y de reinserción laboral para aumentar la capacidad de ajuste de las economías y facilitar la transición de los trabajadores hacia los nuevos empleos que surjan tras la crisis. Y todo ello con el reto de lograr que los mecanismos de protección social que se están activando no debiliten los incentivos para participar activamente en el mercado de trabajo. También conviene eliminar rigideces en los sistemas de negociación salarial que impiden que los salarios se adapten con mayor rapidez a la situación de las empresas —tal y como se refleja en el hecho de que en el último trimestre de 2008 los salarios negociados aumentaron un 3,6% en el conjunto de la zona del euro, la tasa más alta observada desde 1995—.

	2000		ÚLTIMO DATO		ÚLTIMO DATO
	UEM	UEM/EEUU EEUU = 100	UEM	UEM/EEUU EEUU = 100	
PIB PER CAPITA Y COMPONENTES					
PIB per cápita (1.000 € corrientes en ppc)	21,6	71,9	27,4	72,2	2008
Población 15-64 / Población total	67,2	101,5	66,5	98,9	2008
Tasa de empleo	61,7	83,4	66,1	91,6	2008
Tasa de paro	8,3	207,5	7,5	129,3	2008
Productividad total de los factores	6,9	89,0	8,1	84,0	2008
NIVEL TECNOLÓGICO					
Gasto en I + D / PIB	1,8	67,4	1,9	71,3	2007
Gasto en I + D privado / PIB (UE 15) (a)	1,2	65,0	1,2	62,7	2007
Patentes triádicas por millón de habitantes	29,5	57,5	29,9	56,2	2006
Gasto en TIC per cápita	1.153,7	34,9	2.242,6	65,6	2007
Penetración de banda ancha por cien habitantes	0,4	16,9	21,9	100,4	2007
Capital-riesgo en las primeras fases de la inversión	0,1	22,9	0,0	60,6	2007
CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO					
Gasto público en educación / PIB	4,5	77,7	5,3	100,2	2005
Gasto privado en educación / PIB	0,6	24,7	0,6	25,0	2005
<i>Población activa con estudios terciarios</i>	22,1	63,4	24,0	40,1	2005
<i>Población activa con estudios secundarios</i>	43,4	84,2	38,7	128,6	2005
<i>Población activa con estudios primarios</i>	33,8	247,0	36,2	362,4	2005
Graduados en ciencia y tecnología (UE 15)	10,0	103,1	12,8	124,3	2006
Aprendizaje continuo	5,4	—	8,4	—	2007
ENTORNO EMPRESARIAL					
Coste de apertura de una empresa (% del PIB pc) (b)	9,6	1.371,9	7,6	1.090,9	2008
Tiempo requerido para abrir una empresa (días) (b)	46,3	772,4	16,6	277,3	2008
EFICIENCIA ENERGÉTICA					
Intensidad energética de la economía (UE 15)	185,6	55,5	179,0	61,5	2006
Electricidad generada por fuentes renovables (%) (UE 15)	14,6	—	15,3	—	2005

FUENTES: Eurostat, OCDE, Banco Mundial y Banco de España.

a. La serie gasto en I + D privado comienza en 2002.

b. Las series de entorno empresarial comienzan en 2004.

El grado de eficiencia de la zona del euro apenas ha mejorado en los últimos años

El aumento de la utilización del factor trabajo de los últimos años no ha venido acompañado, sin embargo, de una mejora sustancial en el grado de eficiencia de la economía, tal y como se aprecia en el gráfico 4.5, donde se presenta la productividad total de los factores para la zona del euro y para Estados Unidos. Esta circunstancia ilustra la necesidad de realizar mayores esfuerzos para la creación de un entorno empresarial suficientemente competitivo y para incorporar los avances tecnológicos en los procesos productivos.

Los avances para incorporar el progreso técnico y el conocimiento en los procesos productivos han sido limitados

La insuficiencia del esfuerzo realizado resulta especialmente notable en el caso de la innovación y del conocimiento. En concreto, los indicadores más recientes muestran avances en la extensión de la sociedad de la información a los hogares y en la disponibilidad de fuentes de financiación para la innovación (fondos de capital-riesgo) (véase cuadro 4.2). No obstante, el gasto en investigación y desarrollo del total de la economía no acaba de despegar y permanece anclado en el 1,9% del PIB, muy lejos del objetivo del 3% fijado en la estrategia de Lisboa para el año 2010. Especialmente significativo es el desfase existente en relación con Estados Unidos en el esfuerzo en I + D realizado y financiado por las empresas, que se refleja en un reducido peso de los sectores intensivos en tecnología y con mayor potencial de expan-

sión. A lo largo de 2008 la Comisión ha puesto en marcha diversas iniciativas que pretenden avanzar hacia la creación del Espacio Europeo de Investigación, impulsando la movilidad internacional de los investigadores, la reforma de la educación superior para mejorar el rendimiento de las universidades y una mayor cooperación entre los centros de investigación, las universidades y las empresas. Pero todavía son necesarios mayores esfuerzos por parte de los Estados miembros para eliminar las barreras que obstaculizan la innovación, facilitar que la financiación llegue a las empresas innovadoras y mejorar la regulación de la propiedad intelectual.

En el caso de la educación, aunque el porcentaje de la población con estudios superiores ha aumentado en los últimos años, alcanzando el 21,3% de la población en edad de trabajar en 2008 (cinco puntos por encima de la cifra del año 2000), la tasa de abandono escolar sigue siendo elevada, y la calidad y el atractivo de los sistemas de formación profesional, insuficientes.

La reducción de las barreras administrativas avanza a buen ritmo

En contraste con lo anterior, los progresos realizados para el fomento de la iniciativa y la mejora del entorno empresarial están siendo notables. A lo largo de 2008 la mayoría de los Estados miembros y la Comisión Europea acometieron proyectos orientados a la identificación y reducción de las cargas administrativas y regulatorias que obstaculizan la creación y la expansión de las empresas. Además, teniendo en cuenta la importancia de las PYME (representan un 99% del total de las empresas de la UE y un 70% del empleo), el Parlamento Europeo aprobó en diciembre de 2008 la denominada «Ley de la Pequeña Empresa», que establece plazos máximos para la creación de empresas (una semana, frente a los 16 días actuales) y para la obtención de permisos y licencias empresariales. También se incorporan propuestas para fomentar el espíritu emprendedor de las PYME, su esfuerzo en innovación y su orientación hacia los mercados internacionales. No obstante, todavía son necesarios mayores esfuerzos para simplificar los requisitos contables y, especialmente, para mejorar el acceso de las PYME a las fuentes de financiación, ya que, tras las barreras administrativas, la falta de financiación es el obstáculo que con mayor frecuencia mencionan las empresas entre los factores que limitan su expansión, incluso en el período anterior al estallido de la crisis financiera. El impulso al desarrollo de instituciones especializadas, como las empresas de capital-riesgo y otros inversores individuales (*business angels*), contribuiría a suavizar esta limitación.

La implementación de la Directiva de Servicios podría suponer nuevas oportunidades de empleo y atenuar la persistencia de la inflación en estas actividades

Por lo que se refiere al fomento de la competencia y al fortalecimiento del mercado único, uno de los hechos destacables en la fase de recesión actual es la resistencia a la baja que está mostrando la inflación de los servicios en el área del euro, pese a la desaceleración de su demanda. Por ello, la implementación completa de la Directiva de Servicios prevista para diciembre de 2009 constituye una de las piezas angulares de la estrategia de reforma europea. Hasta el momento, los distintos Estados miembros han realizado un análisis exhaustivo de la legislación nacional y territorial que deberán modificar para eliminar las barreras existentes a la provisión internacional de servicios y a la libertad de establecimiento. También se aprecian avances en el establecimiento de ventanillas únicas, cuyo propósito es facilitar los trámites administrativos de las empresas. Pero en la actualidad resulta complejo determinar si la transposición de la Directiva avanza a un ritmo adecuado, ya que la fase más exigente ha de llevarse a cabo a lo largo de 2009. Por otra parte, existen algunos servicios profesionales para los que la regulación es restrictiva, y que han quedado fuera del alcance de la Directiva. A ello cabe añadir que todavía hay margen para reforzar la competencia en algunas industrias de red, como la electricidad y el gas, donde hay que avanzar hacia la separación efectiva de las actividades de producción y distribución, y eliminar la regulación de los precios, y también en el transporte por ferrocarril y en el comercio minorista.

En los mercados financieros son necesarios cambios en la regulación de gran alcance

Por lo que respecta a los mercados financieros, la coyuntura actual ha puesto de manifiesto numerosas deficiencias en los sistemas de regulación y supervisión financiera. Con el objeto de paliar estas carencias, las instituciones europeas están desarrollando un conjunto de planes y medidas coherentes con las directrices acordadas en el ámbito internacional (Foro de Estabilidad Financiera y G 20), cuyos objetivos últimos son aumentar la transparencia de los sistemas de información financiera para incrementar la capacidad de supervisión y mejorar la valoración de los riesgos y la protección de los inversores. También se están discutiendo reformas para reducir la prociclicidad del sistema financiero, el aumento de los requisitos de capital y los cambios en la regulación de las agencias de calificación de riesgos y de los fondos de alto riesgo (véase el recuadro 3.3).

En 2008 se aprobó un plan para el aumento de la eficiencia energética y la lucha contra el cambio climático

Por último, los elevados precios de las materias primas que prevalecieron hasta los meses centrales de 2008 y la aparición de algunos problemas puntuales en el suministro energético pusieron de relieve la importancia de favorecer la eficiencia energética y diversificar las fuentes de abastecimiento, tal y como contemplan los objetivos de la política energética europea. En esta línea, el 17 de diciembre el Parlamento Europeo aprobó el paquete «Cambio climático y Energía», que establece un compromiso de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, junto con un conjunto de medidas destinadas a reducir el consumo energético y a fomentar el recurso a las energías renovables. Para conseguir estos objetivos, resulta necesario el desarrollo de infraestructuras de interconexión con los países productores de energía, mejorar el funcionamiento del sistema de intercambio de derechos de emisión y, sobre todo, evitar que las empresas europeas más respetuosas con el medio ambiente tengan desventajas competitivas, para lo cual se requiere avanzar en la coordinación internacional de las políticas contra el cambio climático en la cumbre que tendrá lugar en Copenhague en diciembre de 2009.

3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro

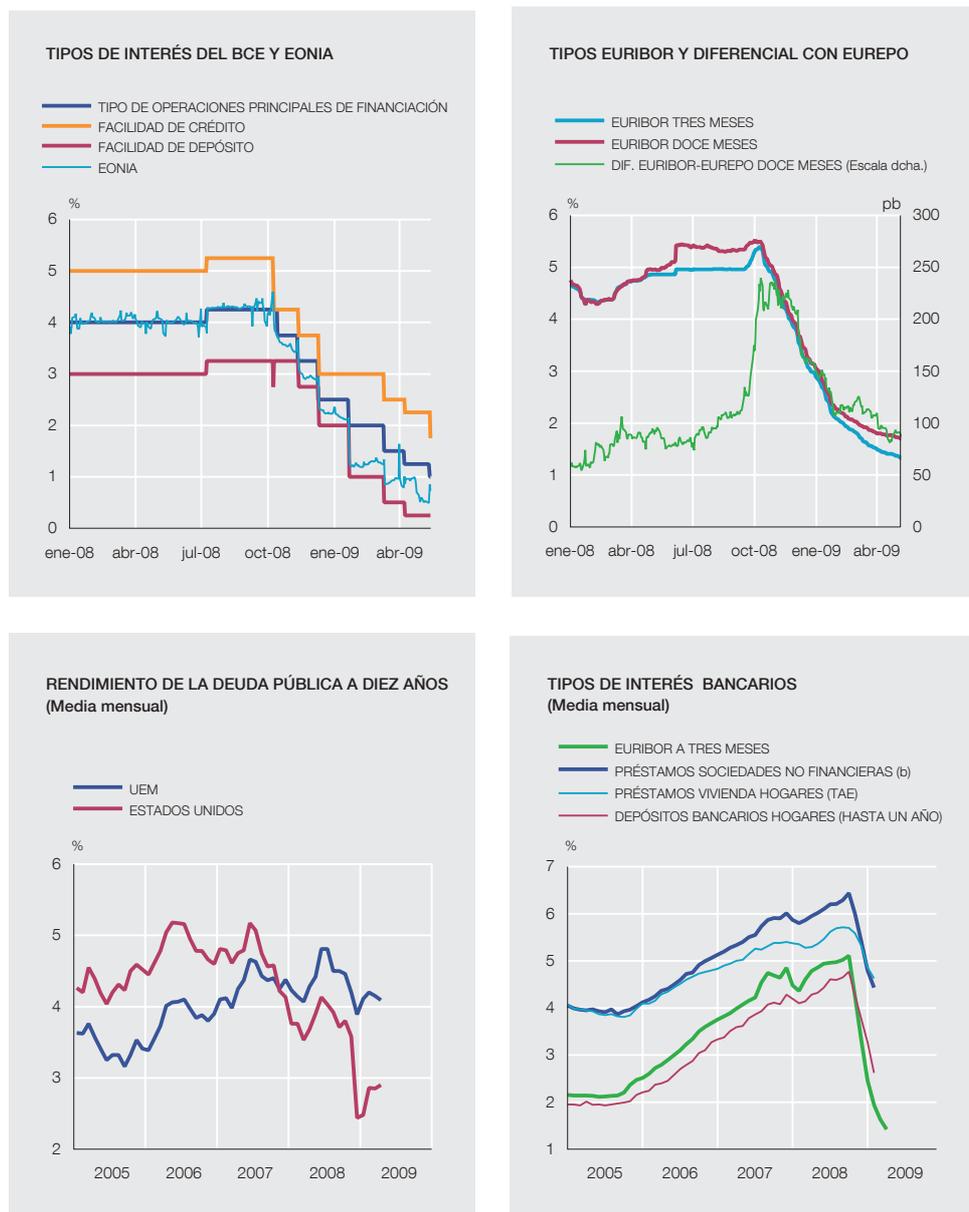
3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Un panorama particularmente complejo para la política monetaria en la primera parte de 2008

Durante la primera parte de 2008 la política monetaria se enfrentó a un panorama particularmente complejo, en el que se combinaban, por un lado, destacadas presiones inflacionistas procedentes del encarecimiento acumulado del precio del petróleo y, por otro, riesgos contractivos derivados de la prolongación de las tensiones en los mercados financieros. En el terreno de los precios, el IAPC crecía a una tasa interanual superior al 3% desde principios de año y los análisis disponibles proyectaban una desviación persistente por encima del 2%. Además, los indicadores de utilización de la capacidad productiva no cedían y los salarios aumentaban a tasas elevadas. En este contexto resultaba esencial asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecieran en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios y que no aparecieran efectos de segunda ronda. A su vez, la prolongación de las tensiones financieras configuró unas condiciones de financiación más restrictivas que lo que se desprendía del nivel de los tipos oficiales, que ejercían un impulso contractivo sobre el gasto. Por otra parte, a pesar de que las elevadas primas de riesgo negociadas en los mercados sostenían unos tipos bancarios al alza y de que la Encuesta sobre Préstamos Bancarios apuntaba una progresiva contracción de la oferta, los agregados crediticios mantenían un comportamiento relativamente robusto. Además, como ya se ha señalado (véase recuadro 4.1), los indicadores de actividad no reflejaron hasta después del verano que la economía estuviera entrando en una etapa de debilidad como la que hoy es evidente.

En julio, el BCE decidió elevar el tipo oficial en 25 pb, al tiempo que continuaba aplicando una política de provisión de liquidez amplia

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 4% hasta mitad del año (véase gráfico 4.6). En julio, cuando los riesgos sobre la inflación se hicieron más perceptibles, elevó el tipo de intervención en 25 pb, con el fin de asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantuvieran ancladas. Estas decisiones se combinaron con la continuación de una política de inyección de liquidez suficientemente holgada, que, como se explica en el recuadro 4.2, permitía satisfacer las mayores necesidades



FUENTE: Banco Central Europeo.

de las entidades de crédito de la zona del euro y trataba de aliviar las tensiones provocadas por las disfunciones de los mercados.

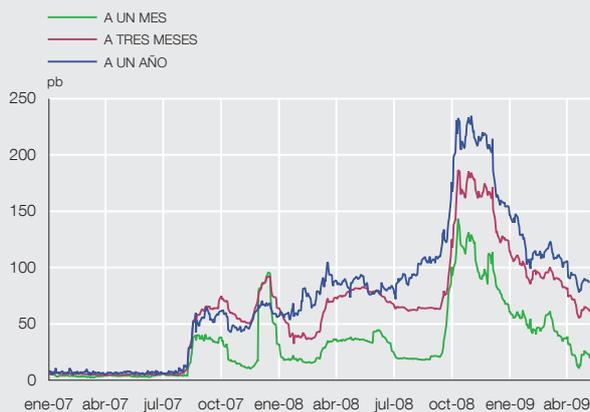
A partir de septiembre, el cambio en el escenario económico y de precios dio lugar a una rápida relajación de la política monetaria y a una flexibilización adicional del marco operativo

A partir de septiembre, el empeoramiento del escenario de crecimiento y la desaparición de los riesgos al alza para la estabilidad de precios determinó un giro completo de la orientación de la política monetaria. Así, en octubre se inició un rápido proceso de relajación, que comenzó con una rebaja de tipos de 50 pb, dentro de una acción concertada y sin apenas precedentes de los principales bancos centrales de las economías más desarrolladas. Esta decisión fue seguida de recortes adicionales, algunos de una magnitud importante (75 pb en diciembre), que llevaron el tipo de las operaciones principales de financiación al 1% en mayo de 2009, nivel desconocido en la historia del BCE. Además, como se explica en detalle en el recuadro 4.2, la gravedad de la crisis requirió aprovechar la flexibilidad del marco operativo del BCE para expandir la oferta de liquidez.

La crisis financiera internacional desencadenada en el verano de 2007 tuvo uno de sus efectos más visibles e inmediatos en los mercados interbancarios. El cambio en la percepción del riesgo de crédito en el sector bancario y las mayores necesidades de liquidez por motivo precaución se reflejaron en un incremento sustancial de las primas de riesgo incorporadas en los diferenciales

del EURIBOR, con los tipos de interés de los depósitos con garantía (*EUREPO*), y en una drástica reducción de la actividad en las operaciones a plazo sin garantía. Como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2, estas dificultades permanecieron en 2008 y 2009, sin que se conozca un período semejante tan prolongado de mal funcionamiento de los mercados interbancarios. Además,

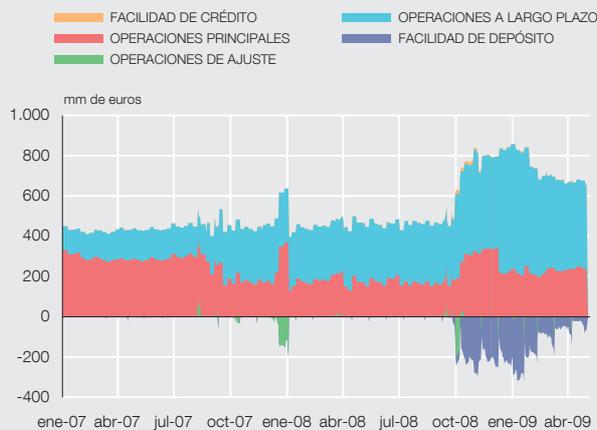
1 DIFERENCIAL EURIBOR - EUREPO



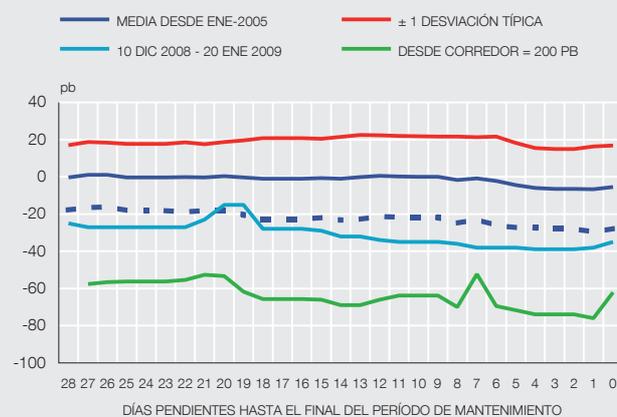
2 PRIMAS DE RIESGO DEL CRÉDITO INTERBANCARIO A DOCE MESES



3 OFERTA DE LIQUIDEZ



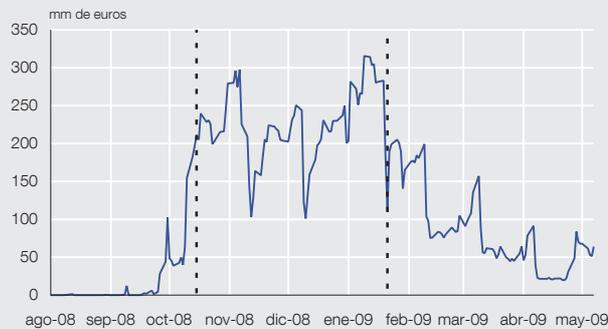
4 DIFERENCIAL EONIA Y TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BCE



5 BALANCE DEL BCE. TOTAL ACTIVOS



6 FACILIDAD DE DEPÓSITO (a)



FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

a. El período comprendido entre las líneas verticales discontinuas coincide con la reducción del corredor de las facilidades marginales a 100 pb.

la intensidad de los hechos se agudizó puntualmente durante los episodios de tensión adicional, como el del cierre del año 2007, el colapso de Bear Stearns en marzo de 2008 o, de forma especialmente destacada y más persistente, con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre.

La importancia del mercado interbancario en la transmisión de la política monetaria requirió que se continuara flexibilizando la política de provisión de liquidez durante 2008. Hasta el mes de septiembre, se extendieron y reforzaron las medidas introducidas en 2007 sin necesidad de modificar el marco operativo. En primer lugar, se siguió satisfaciendo la preferencia de los bancos por el cumplimiento adelantado de los requisitos de reservas, lo que se reflejó en una mayor oferta de liquidez al principio de los períodos de mantenimiento. En segundo lugar, se aumentó el número de operaciones de inyección suplementarias a tres meses y se añadieron otras a seis meses, alargando aún más el vencimiento de la financiación otorgada. Por último, para atender las necesidades de dólares de las entidades se amplió la provisión de fondos en esta divisa a través de las operaciones TAF (*Term Auction Facility*) extendiendo el acuerdo con la Reserva Federal de Estados Unidos.

El recrudescimiento de la crisis en septiembre de 2008 hizo que el diferencial del EURIBOR a doce meses con los tipos de interés de los depósitos con garantía a igual plazo — que es una medida de la prima de riesgo incorporada en el primero — se disparara hasta superar los 200 pb. La constatación de que el mercado interbancario había dejado de funcionar como mecanismo eficiente de distribución de la liquidez entre entidades determinó que el BCE tomara medidas de gran alcance, pasando a satisfacer las necesidades brutas de liquidez del sistema e introduciendo modificaciones en su marco operativo que llevarían a expandir sustancialmente el tamaño de su balance.

En particular, se sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena, lo que suponía renunciar al control de las cantidades. Este cambio se aplicó a las subastas regulares, tanto las semanales como todas las operaciones a más largo plazo (LTRO), con vigencia al menos hasta después del cierre de 2009, y también a las operaciones a plazo en dólares. Por otra parte, se estrechó el diferencial entre los tipos de interés de la facilidad marginal de depósito y la de crédito, hasta los 100 pb. Además, se siguió reforzando la financiación a más largo plazo, mediante la renovación de las LTRO que iban venciendo y la introducción de otras nuevas, de tal forma que a finales de 2008 las LTRO representaron más del 75% del total de los fondos prestados en euros (véase gráfico 3). A estas medidas se sumaron nuevas operaciones de inyección en dólares, con subastas a siete días además de las ya existentes a 28 y 84 días, y la posibilidad de realizar *swaps* en divisas. Asimismo, tras un acuerdo con el Banco Nacional Suizo, se proporcionó liquidez en francos suizos, vía *swaps*, inicialmente a siete días y después también a 84 días. Finalmente, ante la eventualidad de escasez de colateral para acceder a una oferta de liquidez tan amplia, el BCE aumentó la lista

de instrumentos admisibles añadiendo valores con calificación crediticia más reducida (hasta BBB- excluyendo bonos titulizados), emisiones de renta fija de las entidades de crédito incluyendo certificados de depósitos, deuda subordinada negociable y activos denominados en divisas siempre que se emitan y liquiden en el área del euro.

La situación de abundante liquidez se reflejó en una tendencia del tipo EONIA a situarse de forma sistemática muy por debajo del tipo de las subastas semanales, a una distancia mucho mayor a partir de enero, cuando el diferencial entre las facilidades marginales se restableció a los 200 pb (véase gráfico 4). De hecho, desde octubre la adjudicación plena de las solicitudes en las operaciones de inyección semanales ha venido a sustituir el papel de la facilidad de crédito, lo que de facto ha venido a desplazar el límite superior de fluctuación del tipo EONIA.

Como consecuencia de estas decisiones, el balance del BCE aumentó de forma considerable. En relación con la situación de mediados de 2007, el activo del BCE creció alrededor de un 70%, lo que representa más de 800 mm de euros o en torno al 8% del PIB de la UEM (véase gráfico 5). No obstante, la provisión neta de liquidez fue más reducida porque los excesos de recursos no fueron colocados en los mercados, sino que las entidades hicieron uso de la facilidad de depósito (véase gráfico 6). Este mecanismo de drenaje fue fomentado por la reducción del diferencial de esta facilidad con las operaciones principales de financiación. Para limitar esta práctica, la banda de las facilidades fue restablecida en enero, lo que ha contribuido a la contracción del balance desde mediados de febrero — junto con una menor demanda de refinanciación en dólares —.

En resumen, el recrudescimiento de la crisis financiera internacional en 2008 requirió, al igual que en otras partes del mundo, una adaptación de los sistemas de provisión de liquidez sin precedentes. Las intervenciones del BCE contribuyeron a mitigar las tensiones financieras derivadas del bloqueo de los mercados de financiación mayoristas. No obstante, estas medidas de apoyo, aunque necesarias, tienen una capacidad por sí solas limitada para resolver los problemas fundamentales de confianza y de actitud hacia el riesgo que continúan lastrando el buen funcionamiento de los mercados. Por ello, los diferenciales interbancarios y los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario se han mantenido en niveles relativamente altos, a pesar de su paulatina reducción desde los máximos de octubre.

En el Consejo de Gobierno del 7 de mayo de 2009, en el que el BCE redujo los tipos de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 1%, estrechó también la banda formada por los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito de 200 pb a 150 pb y mantuvo el tipo de interés de esta segunda en el 0,25%. Paralelamente, anunció la introducción de tres nuevas operaciones de inyección de liquidez a un plazo de doce meses, así como la ampliación de las medidas no convencionales a la adquisición de cédulas hipotecarias emitidas por los bancos de la zona del euro.

3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

Las condiciones financieras se endurecieron y algunos mercados presentaron una volatilidad muy alta

El agravamiento de la crisis financiera en septiembre requirió actuaciones extraordinarias del BCE y de los gobiernos, que lanzaron planes de apoyo al sistema financiero dentro de un marco de principios comunes

El mercado interbancario se vio particularmente afectado por la crisis, con elevadas primas en el EURIBOR, que llegaron a niveles máximos en octubre

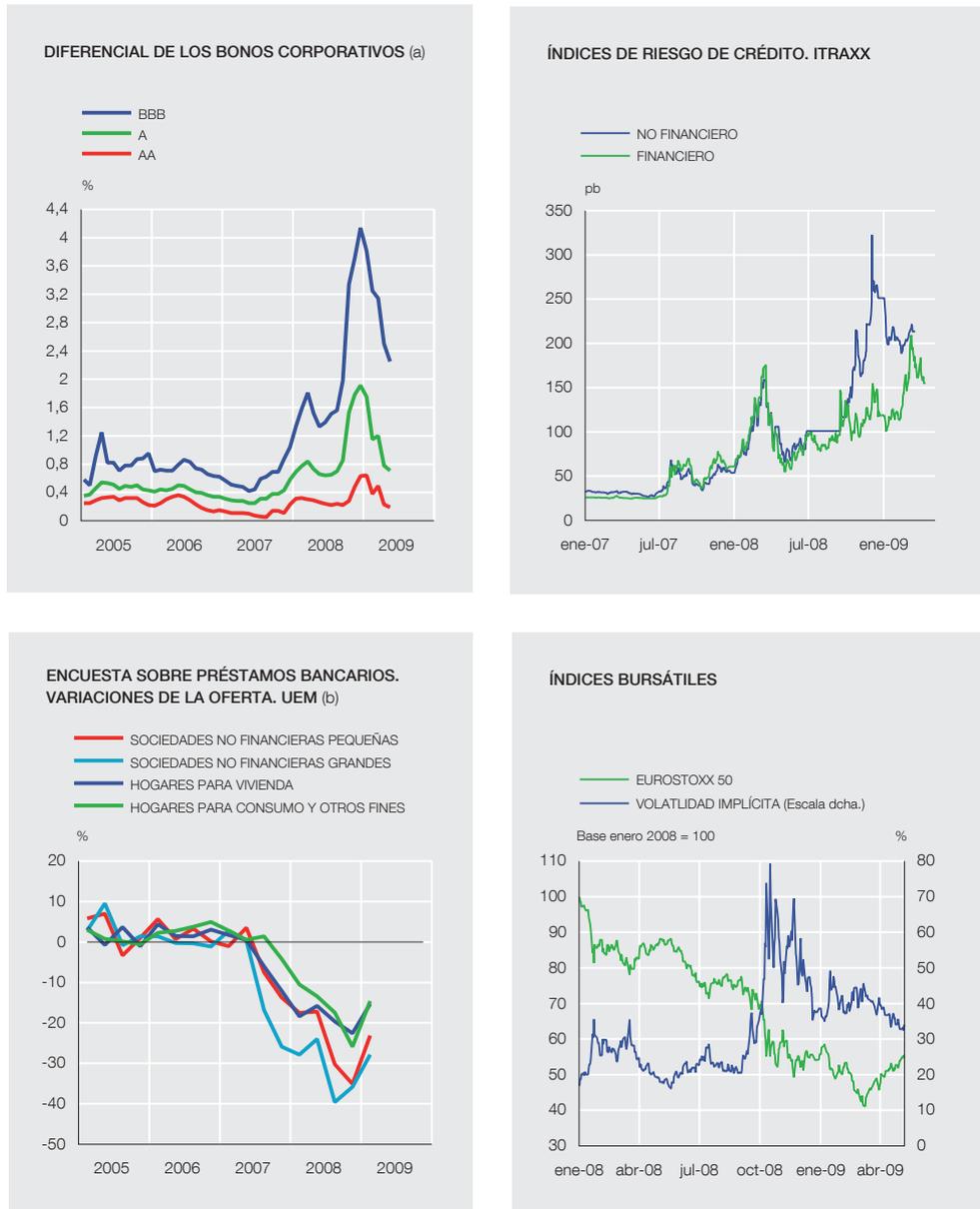
La deuda pública siguió actuando como refugio y los diferenciales entre bonos soberanos se ampliaron

Las condiciones financieras en la UEM se volvieron más restrictivas a lo largo de 2008, como resultado del encarecimiento de la financiación, los términos más estrictos en la concesión de fondos y la pérdida de valor de los activos. Además, la evolución de las cotizaciones en los mercados de capitales y cambiarios presentó una volatilidad muy elevada, particularmente en el último trimestre del año.

El recrudecimiento de las tensiones en el sistema financiero internacional a finales del verano tuvo un rápido contagio sobre la UEM, hasta el punto de que varias entidades de dimensión sistémica —como Dexia, Fortis o Hypo Real Estate— tuvieron que ser rescatadas, y la alarma generada llegó a manifestarse en una gran demanda de efectivo. Estos episodios y la elevada incertidumbre sobre la fortaleza del balance de las instituciones financieras provocaron, al igual que en otras partes del mundo, bruscas reacciones a la baja en el precio de los activos y una agudización de los problemas de financiación. Las actuaciones del BCE y el lanzamiento de ambiciosos planes de apoyo nacionales evitaron consecuencias mayores, pero las elevadas primas de riesgo y unos criterios de concesión de financiación más estrictos continuaban existiendo incluso a principios de 2009 y a pesar de que los bancos fueron trasladando gradualmente las disminuciones de los tipos de interés oficiales a su clientela. Los planes nacionales de apoyo al sistema financiero, a los que se ha hecho referencia en otras partes de este Informe, contaron con dotaciones superiores al 20% del PIB en la UEM. Además, estuvieron en cierto modo coordinados por el marco de principios comunes que el Eurogrupo acordó el 12 de octubre, con el objetivo de contribuir a una mayor eficacia de las medidas y evitar posibles distorsiones a la competencia. Para mantener la fluidez de los préstamos a la economía, algunos países —incluyendo Alemania, Francia, España e Irlanda— condicionaron sus actuaciones a la expansión de la oferta del crédito de las entidades, iniciativa que se complementó en diciembre con la adopción por parte de la Comisión Europea de un marco de medidas temporales (hasta 2010) de estímulo directo al crédito, dentro del Plan Europeo de Recuperación Económica.

Las disfunciones de los mercados de capitales fueron muy evidentes en el interbancario, que vio enormemente reducida su actividad, particularmente en las operaciones no colateralizadas a plazos más largos. Como reflejo de esta situación, los tipos del EURIBOR incorporaron durante todo el año unas primas de riesgo muy elevadas, que repuntaron en los momentos de mayor inestabilidad financiera, hasta alcanzar niveles máximos superiores a 200 pb en octubre. A partir de entonces, las primas de riesgo se redujeron paulatinamente, hasta situarse en valores similares a los vigentes antes de la quiebra de Lehman Brothers. Esta disminución y, sobre todo, la relajación intensa de la política monetaria tuvieron su reflejo en un notable descenso del EURIBOR a tres meses, que se situó por debajo del 1,5% en abril, desde más del 5% en octubre de 2008.

Los bonos soberanos actuaron como activo refugio durante los episodios de mayor turbulencia financiera, lo que dio lugar a amplias fluctuaciones en su rentabilidad. En el conjunto del ejercicio, los tipos a diez años en la UEM se redujeron de forma moderada, hasta niveles cercanos al 4%, lo que supuso una ampliación del diferencial negativo con los tipos en Estados Unidos, donde se observó una caída más intensa. A medida que avanzó el año, las perspectivas de un menor crecimiento de la economía y de los precios y la relajación de la política monetaria presionaron a la baja los tipos a largo plazo, mientras que el previsible deterioro de las finanzas públicas derivado de los paquetes de estímulo fiscal y de apoyo financiero tendió a elevar el coste de las emisiones públicas. De hecho, los diferenciales de los bonos soberanos en la UEM frente a la referencia alemana se ampliaron sustancialmente y se mantienen en



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

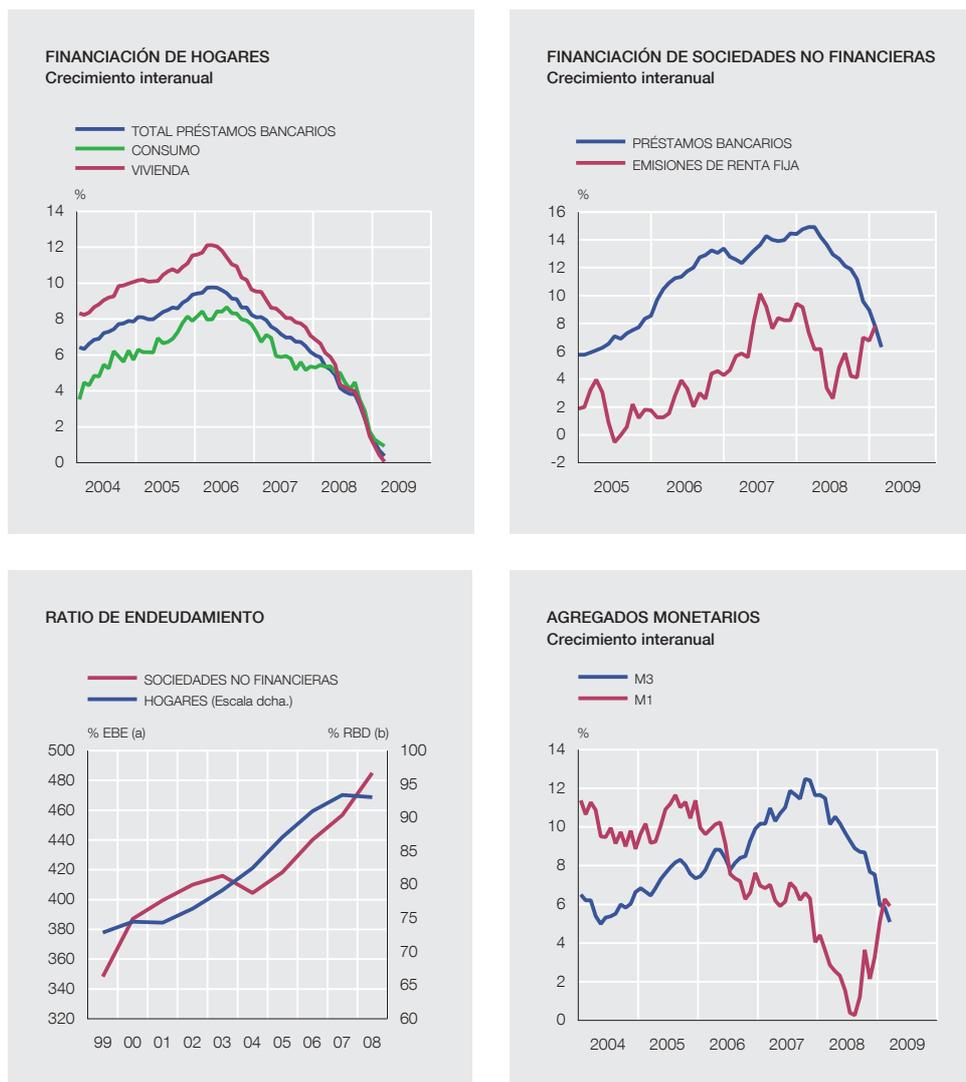
a. Emitidos por sociedades no financieras en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.

b. Indicador = % entidades que señalan aumento considerable + % entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - % entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - % entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo (negativo) significa un aumento (disminución) de la oferta

cotas elevadas, lo que refleja el aumento de las primas de riesgo de crédito y también una mayor preferencia por la liquidez (véase recuadro 6.2).

En los mercados de deuda privada aumentaron las primas de riesgo y las entidades financieras realizaron elevadas titulaciones que retuvieron en balance

Las condiciones de financiación también se endurecieron en los mercados de deuda privada, donde los diferenciales de rentabilidad se incrementaron de forma extraordinaria, particularmente en el último trimestre de 2008, tanto para empresas financieras como no financieras (véase gráfico 4.7). En este contexto, el mercado primario de emisiones tuvo una evolución desigual por tipo de instrumento. Las emisiones de bonos de peor calidad crediticia se redujeron sustancialmente, así como las de los *covered bonds* (bonos garantizados o cédulas hipotecarias en el mercado español, que cuentan con una



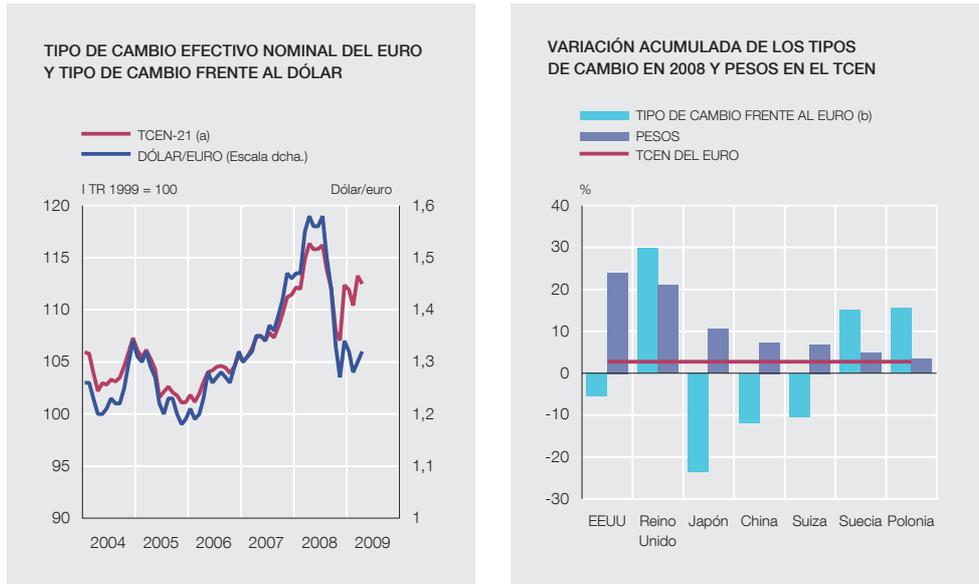
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Excedente bruto de explotación.
- b. Renta bruta disponible.

alta calificación). Sin embargo, las instituciones financieras acometieron cuantiosas titulaciones, que retuvieron en el balance para disponer de colateral y eventualmente acceder a la financiación del Eurosistema, y, a partir de noviembre, también comenzaron a proliferar las emisiones con aval estatal contempladas en los esquemas de apoyo de los gobiernos.

La oferta de préstamos bancarios se volvió más restrictiva y el crédito al sector privado se desaceleró, de forma más pronunciada en el último trimestre

En el mercado de préstamos bancarios, los tipos de interés también mantuvieron durante la mayor parte del año una tendencia alcista, en línea con la evolución del EURIBOR. Esta trayectoria se truncó en noviembre, cuando el coste de la financiación bancaria comenzó a reducirse de forma sustancial como parte del proceso de transmisión de la política monetaria más holgada. No obstante, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios siguió mostrando un progresivo endurecimiento de las condiciones de oferta, que reflejaba, sobre todo, el sustancial deterioro de la actividad económica y de los mercados inmobiliarios en algunos de los Estados miembros, y que se materializó en mayores exigencias en relación con las garantías, los plazos y, en general, las características de los créditos distintas del precio.



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

- a. EL TCEN-21 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 21 países: los pertenecientes a la UE 27 que no son miembros de la UEM en 2009 más Estados Unidos, Canadá, Australia, Noruega, Suiza, Japón, China, Hong Kong, Corea del Sur y Singapur.
- b. Un valor positivo (negativo) indica una apreciación (depreciación) del euro.

En este contexto, el crédito al sector privado fue perdiendo vigor, de forma más intensa desde mediados de 2008 (véase gráfico 4.8). Los préstamos al sector privado se desaceleraron cerca de 5 pp, hasta crecer en torno al 7% en 2008 en términos ajustados de titulización, trayectoria que se ha acentuado en los primeros meses de 2009. En el caso de los hogares, la financiación mostró una mayor atonía, tanto la destinada al consumo como a la adquisición de vivienda. Su crecimiento en el balance de los bancos no superó el 2% en 2008, frente al 6% en 2007, reducción que ha proseguido en la parte transcurrida de 2009. Como resultado, la ratio de deuda de las familias sobre la renta bruta disponible se mantuvo estable, tras seis años de crecimiento continuado. Los préstamos a las sociedades no financieras también se desaceleraron aunque mantuvieron tasas de crecimiento más elevadas (del 9%) en el conjunto del año, que supusieron un avance adicional de la ratio de endeudamiento del sector. Las operaciones de préstamo por importe superior al millón de euros fueron particularmente dinámicas, lo que refleja que la desaceleración afectó especialmente a las pequeñas y medianas empresas, para las que desde la primavera de 2008 se registran caídas en términos interanuales.

Las cotizaciones bursátiles descendieron de forma abultada, dentro de una elevada volatilidad

En los mercados bursátiles, las cotizaciones empezaron a experimentar descensos desde principios de año y se registró una volatilidad muy elevada. A medida que la crisis financiera se agravó y se constató su impacto sobre la actividad económica, la caída en el precio de los activos de renta variable se acrecentó y extendió a todos los sectores. En el conjunto de 2008, el índice EUROSTOXX 50 descendió casi un 45%, con caídas de más del 60% en el valor del sector de bancos. Este comportamiento se prolongó a principios de 2009, pero comenzó a corregirse a partir de marzo, cuando las cotizaciones de las bolsas europeas se sumaron a la buena acogida que tuvo en el resto de mercados de renta variable internacionales la concreción de nuevas medidas por parte de gobiernos y bancos centrales, particularmente de Estados Unidos y del Reino Unido.

El euro se apreció en términos efectivos y experimentó una elevada volatilidad

El tipo de cambio del euro también estuvo muy condicionado por la inestabilidad del sistema financiero internacional y la evolución económica. En el conjunto de 2008, el tipo efectivo del euro se apreció cerca de un 3%, aunque con fluctuaciones al alza y a la baja muy marcadas y con un comportamiento heterogéneo frente a las distintas monedas (véase gráfico 4.9). En términos acumulados del año, la depreciación frente al dólar y frente al yen fue del 5% y del 23%, respectivamente. Por otra parte, cabe destacar la apreciación frente a la libra esterlina de más del 28%. En 2009 el euro ha mantenido un comportamiento volátil y a partir de marzo al alza, particularmente frente a las divisas de aquellos países que relajaron más agresivamente sus políticas monetarias.

Los agregados monetarios, particularmente los más líquidos, moderaron sus tasas de crecimiento

Finalmente, los agregados monetarios contuvieron sustancialmente su dinamismo en 2008 y principios de 2009. No obstante, los flujos de inversión hacia los depósitos a plazo siguieron destacando durante gran parte del año, debido a su atractiva rentabilidad, comportamiento que se ha truncado en 2009. En cambio, los activos más líquidos —M1, que incluye efectivo y depósitos a la vista— se desaceleraron notablemente, si bien en el momento más crítico de la situación financiera (en septiembre y octubre) estos instrumentos recibieron una gran demanda.