

## II. 0 escenario Monetario

---

## SITUACIÓN MONETARIA E FINANCEIRA

---

Ao longo do 2008 o panorama financeiro internacional presenta unha situación extremadamente delicada, caracterizada por un aumento das tensións e da inestabilidade financeira. Tras pasar xa un ano dende que estalou en Estados Unidos a crise das hipotecas "subprime", as turbulencias financeiras non só non cesaron, senón que se intensificaron.

A traxectoria alcista das presións inflacionistas, motivadas fundamentalmente polo constante incremento do prezo do petróleo e das materias primas, e a deterioración das principais economías desenvolvidas, con especial incidencia en Estados Unidos, incidiron negativamente na situación monetaria e financeira, aumentando a probabilidade de que a crise se prolongue ata ben entrado 2009.

A iso hai que sumarlle, a revisión á baixa da cualificación crediticia dalgunhas das principais aseguradoras de bonos, a publicación de elevadas perdas por parte dalgúns bancos de investimento en Estados Unidos, as graves dificultades financeiras de importantes entidades bancarias e crediticias de Estados Unidos, e mesmo a quebra de algunha delas.

Este panorama de incremento de tensións financeiras derivou nun abrupto incremento das primas de risco crediticio, unha caída xeneralizada das bolsas, que rexistraron perdas significativas, e incrementos nas rendibilidades dos bonos a longo prazo, se ben estes últimos experimentaron unha leve corrección á baixa en xullo.

A necesidade de restaurar a confianza no sistema financeiro e facilitar o financiamento bancario impulsou ao goberno norteamericano a elaborar un

plan de rescate que contemplaba a adquisición de activos danados (TARP) e medidas de apoio ao contribuínte (medidas de estímulo fiscal e incremento da cobertura do fondo de garantía de depósitos), que posteriormente se reformulou orientándose á recapitalización das entidades financeiras (mediante a compra de accións preferentes por parte do Tesouro) e á garantía á emisión de débeda senior.

O Eurogrupo, pola súa parte, anunciou un plan de acción coordinado para os países da Área euro, en aras de establecer unha folla de ruta común no proceso de xestión da crise financeira e coa finalidade de asegurar condicións de liquidez apropiadas para as institucións financeiras, facilitar o financiamento bancario a medio prazo, apoiar a recapitalización de entidades bancarias e garantir a flexibilidade na implementación das regras de valoración de activos.

No ámbito nacional, autorízase a outorgar avais do Estado ás operacións de financiamento novas que realicen as entidades de crédito residentes en España e autorízase ao MEH, con carácter excepcional e ata o 31 de decembro de 2009, para a adquisición de títulos emitidos polas entidades de crédito residentes en España, incluíndo participacións preferentes e cotas participativas, cando estas entidades necesiten reforzar recursos propios e así o soliciten.

A estas medidas hai que engadir a acción conxunta dos bancos centrais para baixar os tipos de xuro e a decisión do Banco Central Europeo de conceder empréstitos ilimitados aos bancos a un tipo de xuro fixo.

O mercado reaccionou positivamente ás medidas adoptadas, se ben, as melloras nos principais focos de risco (mercado de crédito e interbancario) foron, ata o momento, moi graduais.

## 1.- TIPOS OFICIAIS DE REFERENCIA

TIPOS DE XURO OFICIAIS DO BANCO CENTRAL EUROPEO			
	2006	2007	2008 Outubro
Operacións principais de financiamento	3,5	4,00	3,75
Facilidade marxinal de crédito	4,50	5,00	4,25
Facilidade de depósito	2,50	3,00	3,25

Como xa se sinalou anteriormente, a evolución financeira estivo condicionada pola maior preocupación polos riscos inflacionistas a nivel global e pola aparición de novos brotes de inestabilidade financeira, tras certa relaxación das tensións en abril e maio.

Tras un prolongado período de mantemento dos tipos de xuro oficiais, o Consello de Goberno do BCE decidiu, na súa reunión de principios de xullo, subir 25 puntos básicos o tipo de xuro das operacións principais de financiamento, ata o 4,25% (os tipos da facilidade de depósito e da facilidade marxinal de crédito eleváronse ata o 3,25% e o 5,25%, respectivamente). Máis recentemente, na súa reunión do pasado 4 de setembro, decidiu o mantemento dos citados tipos de xuro.

Con esta decisión, o BCE tratou de previr a aparición de efectos de segunda rolda na formación de prezos e salarios, reafirmando o seu compromiso co obxectivo de estabilidade de prezos no medio prazo e a súa determinación de manter as expectativas de inflación en niveis acordes coa devandita estabilidade.

Pola súa banda, a Reserva Federal, co obxecto de incentivar a maltreita economía norteamericana, continuou no 2008 coa súa política de redución do tipo obxectivo dos fondos federais ata alcanzar o 2%.

Non obstante, ante o constante goteo de acontecementos que leva producíndose nos últimos meses, os principais bancos centrais do mundo (BCE, Reserva Federal, Reino Unido, Suíza, Suecia e Canadá), nunha actuación sen precedentes, decidiron o 8 de outubro recortar en medio punto o prezo oficial do diñeiro nas súas respectivas áreas de influencia.

Segundo sinala o comunicado emitido polo BCE, as presións inflacionistas comezaron a moderarse nalgúns países, como consecuencia, en certa medida, do acusado descenso dos prezos da enerxía e doutras materias primas. As expectativas de inflación están a diminuír e permanecen ancoradas en niveis compatibles coa estabilidade de prezos.

Con este xesto, os bancos centrais intentan aliviar as presións que están a afogar os sistemas financeiros, inxectando liquidez nos mercados interbancarios, co obxecto de que o crédito volva ser accesible para fogares e empresas.

## 2.- TIPOS DE XURO INTERBANCARIOS.

TIPOS DE XUROS DO MERCADO MONETARIO					
	2006	2007	2008		
			Abril	Xuño	Setembro
Euríbor 1 día (EONIA)	2,83	3,86	3,97	4,01	4,27
Euríbor 1 mes	2,93	4,08	4,37	4,47	4,66
Euríbor 3 meses	3,07	4,27	4,78	4,94	5,02
Euríbor 12 meses	3,43	4,44	4,82	5,35	5,38

*(Media de cada período)*

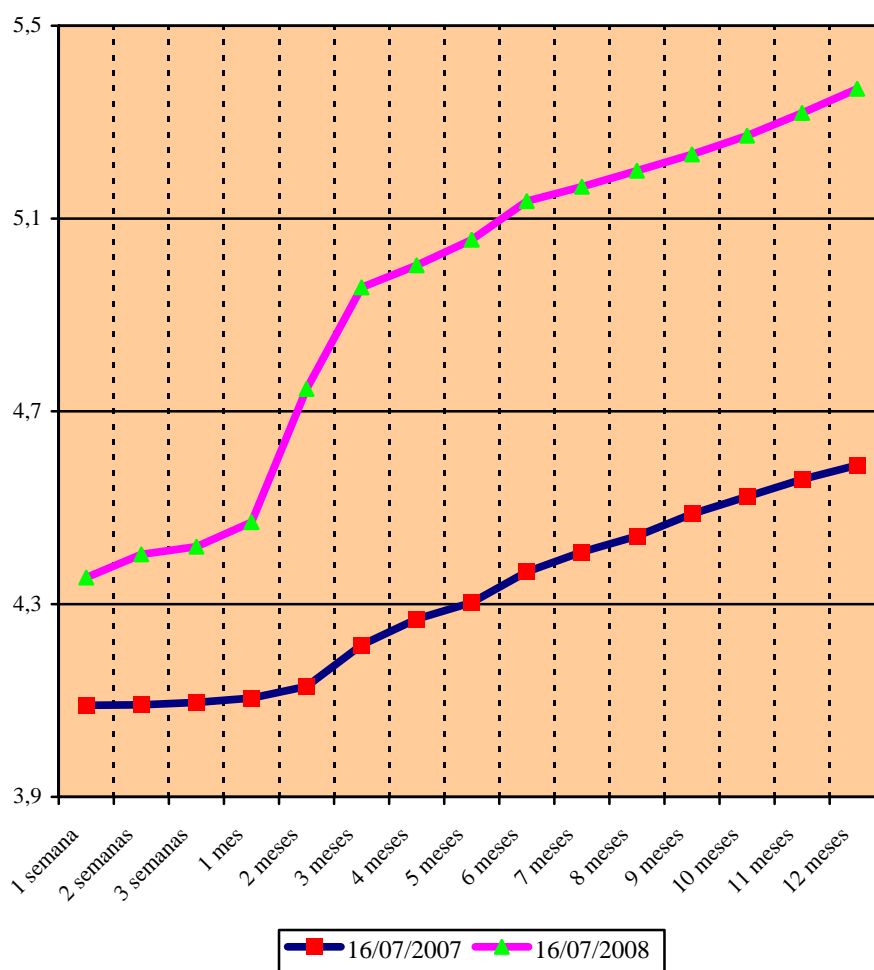
As tensións existentes no mercado interbancario ligadas a problemas de liquidez e ao risco de contrapartida, prolongáronse ao longo do 2008.

Todo iso deu lugar a un aumento continuado dos tipos de xuro do mercado interbancario. Así, dende finais de marzo o EURÍBOR a un mes e a un ano incrementouse ao redor de 10 pb e 70 pb, respectivamente, ata alcanzar, nos días posteriores á reunión de xullo, niveis en torno ao 4,5% e ao 5,4%.

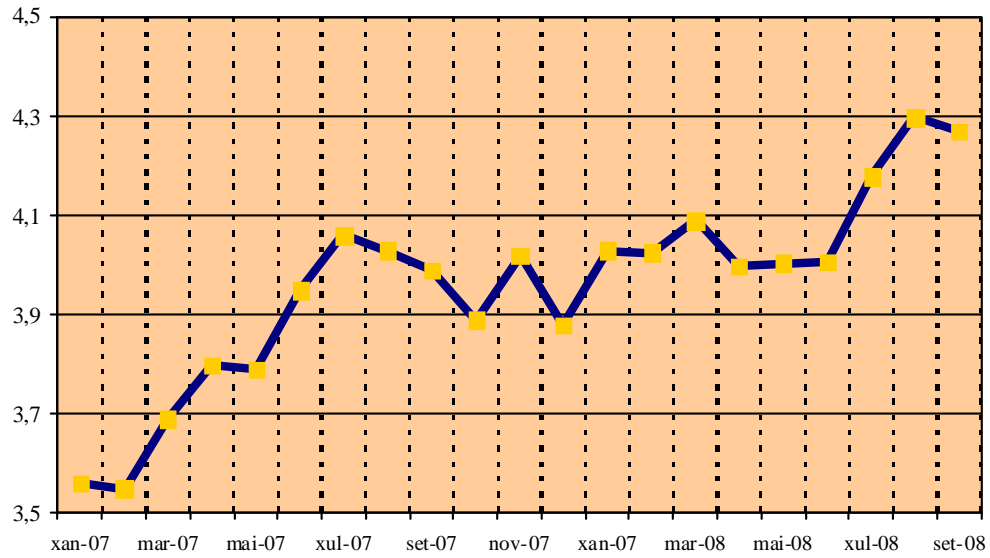
Neste contexto, o BCE seguiu inxectando liquidez de forma extraordinaria a través das operacións principais de financiamento, nas que se seguiron adxudicando volumes por enriba das cantidades consideradas como neutrais, e tamén a través das operacións a máis longo prazo suplementarias e das operacións en dólares.

Con esta política o BCE logrou que os tipos a máis curto prazo se situasen en niveis próximos ao tipo que marca o ton da política monetaria.

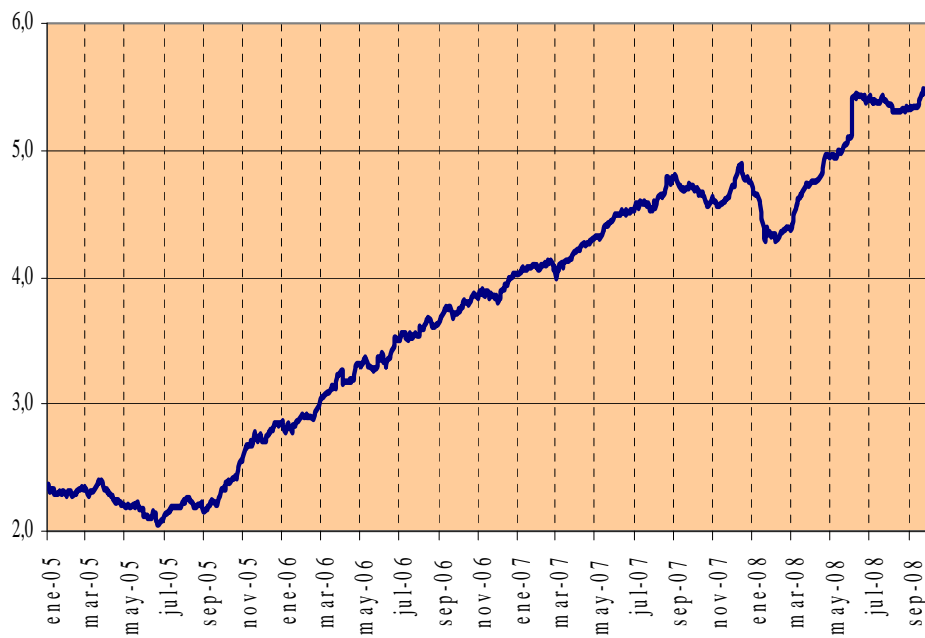
Gráfico: CURVA MERCADO MONETARIO



**Gráfico: EONIA (Media mensual)**



**Gráfico: Euribor 12 meses**





### 3.- MERCADO DE DÉBEDA PÚBLICA.

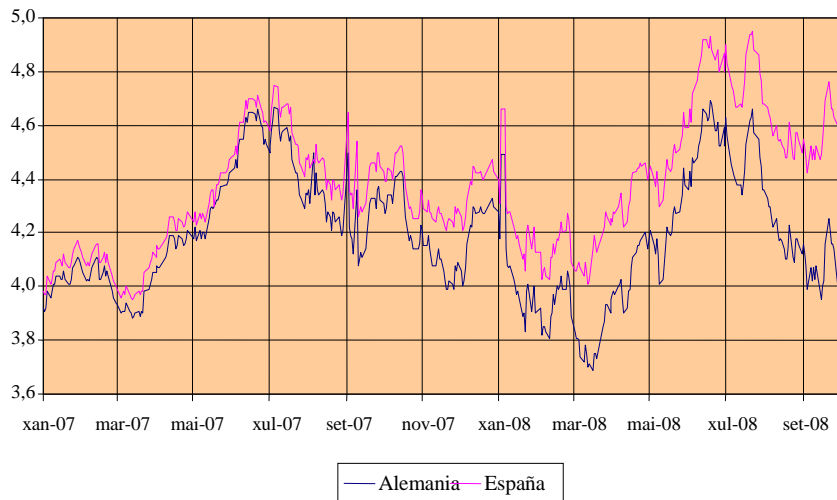
MERCADO ESPAÑOL DE DÉBEDA PÚBLICA					
	2006	2007	2008		
			Abril	Xuño	Setembro
A 3 ANOS	3,48	4,13	3,96	4,73	4,20
A 5 ANOS	3,63	4,19	4,03	4,71	4,20
A 10 ANOS	3,78	4,31	4,31	4,79	4,55

*(Media de cada período)*

Nos mercados de débeda pública as rendibilidades mantiveron unha senda alcista dende mediados de marzo, aínda que posteriormente se observou certa corrección á baixa.

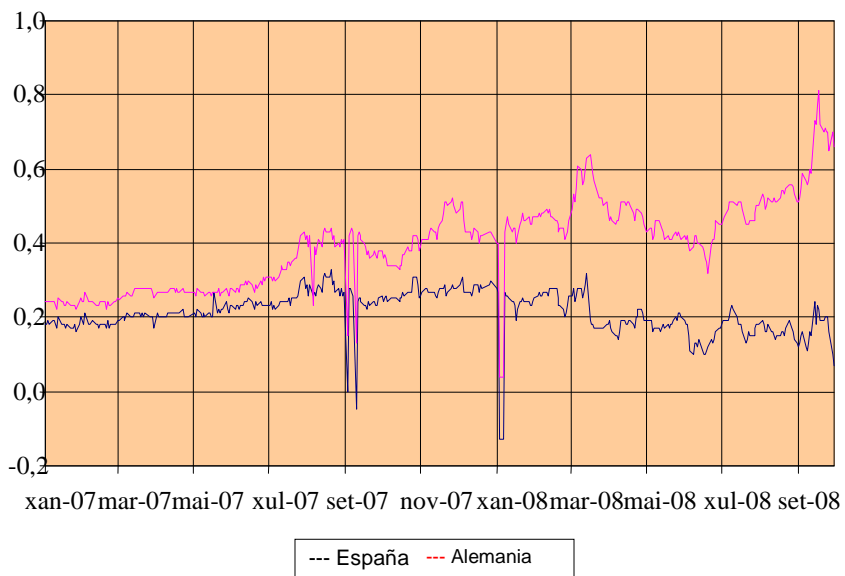
Dende que comezou a crise das subprime, o diferencial da débeda pública española con respecto á débeda pública alemá non parou de aumentar ata alcanzar a finais do mes de setembro ata os 50 puntos básicos.

**Gráfico: Débeda 10 anos**



No conxunto da UEM, o incremento do rendemento da débeda a dez anos, duns 70 pb no conxunto do período, foi algo máis pronunciado que o observado en Estados Unidos, polo que o diferencial negativo do bono norteamericano fronte ao europeo se ampliou ata valores próximos aos 80 pb.

**Gráfico: Diferencial IRS-Débeda**



#### 4.- MERCADOS BOLSISTAS.

---

A deterioración das expectativas de crecemento reflectiuse na evolución das bolsas, onde a partir de maio se rexistrou un descenso pronunciado das cotizacións e un incremento da volatilidade, de modo que grande parte dos índices europeos alcanzaron os seus mínimos anuais.

A pesar das medidas adoptadas co obxecto de facilitar o financiamento bancario e restaurar a confianza non sistema financeiro (plan de rescate financeiro aprobado polo Congreso de EEUU, o plan de acción coordinado para os países da Área euro, a acción conxunta dos bancos centrais para baixar os tipos de xuro e a decisión do Banco Central Europeo de conceder empréstimos ilimitados aos bancos a un tipo de xuro fixo), o 10 de outubro prodúxose unha caída histórica do IBEX 35 e dos principais índices bolsistas.

Posteriormente, a concreción das medidas dos plans de rescate propiciaron a tímida relaxación das primas de risco no mercado interbancario, a moderación da percepción de risco financeiro e fortes subidas nas bolsas, que non impiden un descenso interanual moi significativo dos principais índices bolsistas.

Deste modo, o 14 de outubro, o IBEX 35 acumulaba neste exercicio unhas perdas do 31,85%, similares as rexistradas polo S&P 500 (31,04%), o Dow Jones (28,62%) e o EURO STOXX amplo (37,94%).

Gráfico: IBEX 35

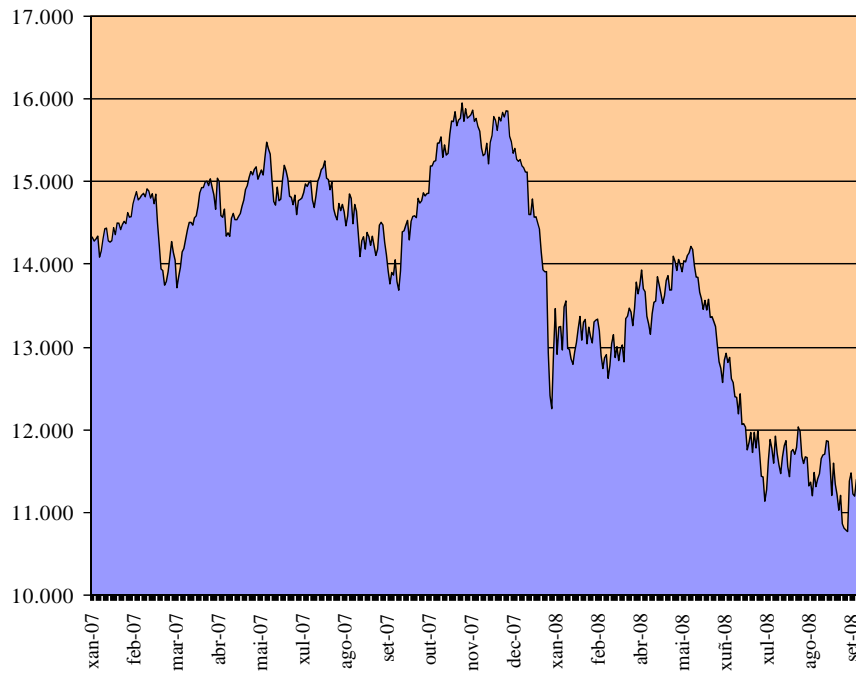


Gráfico: Eurostoxx50

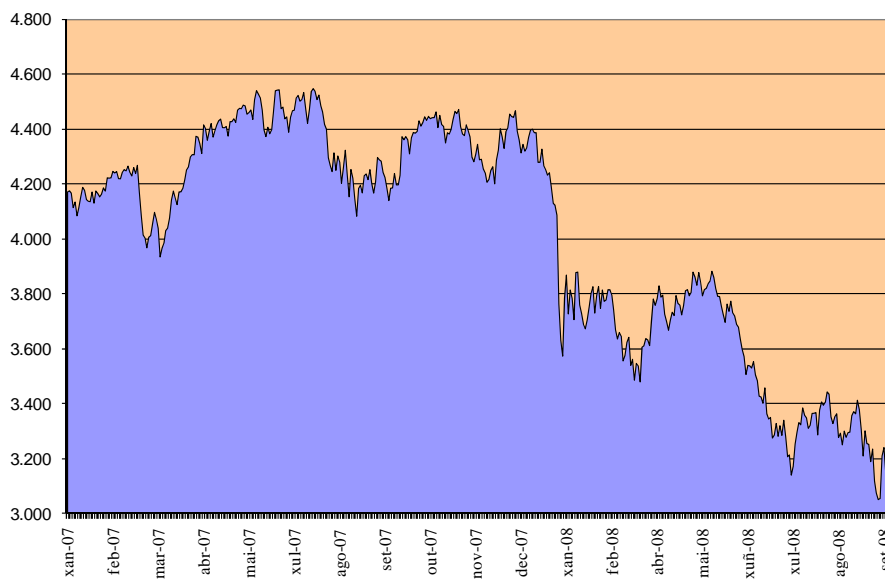


Gráfico: Dow Jones

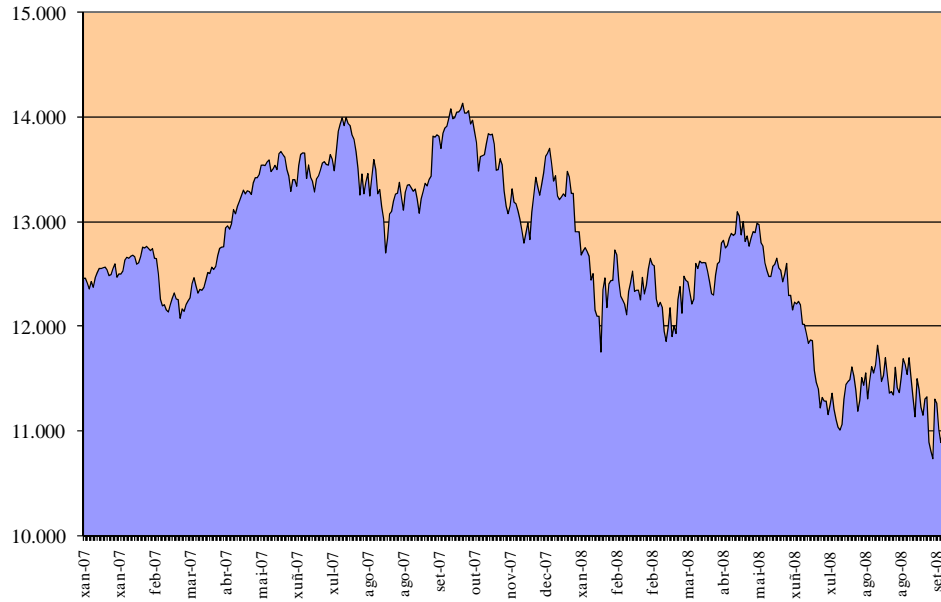
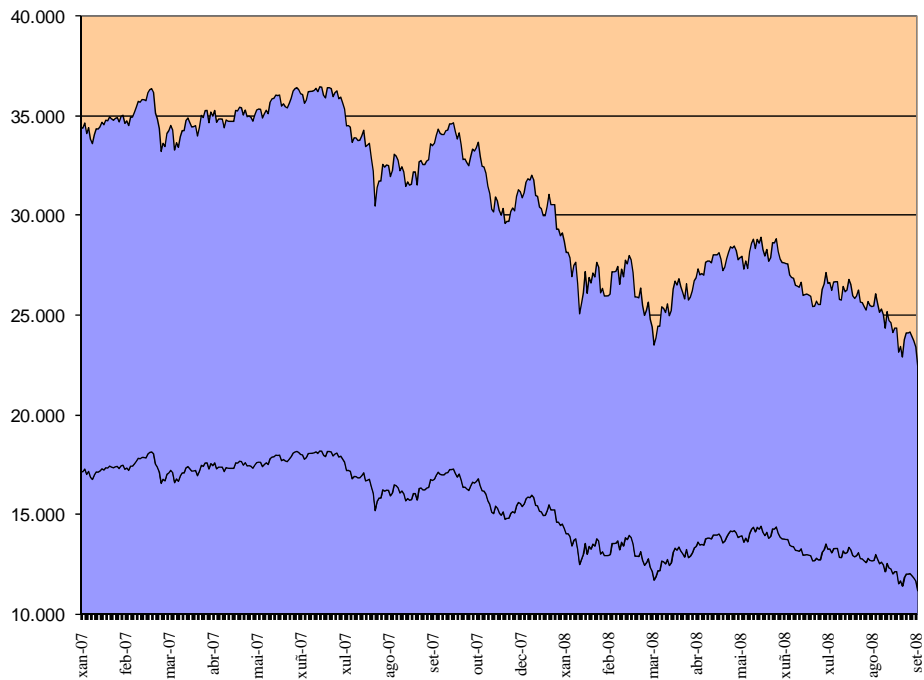


Gráfico NIKKEI 225



## 5.- AGREGADOS MONETARIOS DA ÁREA EURO.

A evolución dos agregados monetarios e crediticios na área do euro durante 2008 reflicta xa con máis nitidez que no ano anterior o endurecemento que, dende finais de 2005, cando o BCE iniciou unha orientación máis restritiva da súa política monetaria, veñen rexistrando as condicións monetarias e financeiras da área.

O agregado monetario amplo M3 mantén un crecemento elevado, pero en clara desaceleración respecto ao crecemento co que finalizou o ano 2007. O mantemento de curvas de rendementos planas propicia o aumento da demanda de activos incluídos en M3 por parte dos investidores, dada a súa maior liquidez, e a suba de tipos de xuro estimula os desprazamentos dentro de M3 dende o efectivo e os depósitos á vista aos depósitos a prazo, mellor remunerados, dando lugar a que M1 experimentara no que vai de ano unha sensible desaceleración.

Taxas de crecemento interanual								Saldo vivo en % de M3
	2006	2007	2008					
	IV	IV	I	II	Xul.	Ago.		
Efectivo en circulación	11,1	8,0	7,8	7,8	7,1	7,2	7,1	
Depósitos á vista	6,0	5,5	3,1	1,2	-1,1	-1,2	34,7	
M1	6,8	5,9	3,8	2,3	0,2	0,2	41,9	
Dep. a prazo ata 2 anos	25,2	40,6	41,4	40,3	39,0	37,2	26,5	
Dep. disp. ata 3 meses	1,1	-3,9	-3,3	-2,3	-2,1	-1,8	16,7	
M2	8,7	10,7	10,3	10,0	9,1	8,9	85,1	
Instrumentos negociables	11,3	19,6	16,3	10,2	9,3	8,3	14,9	
M3	9,0	12,0	11,2	10,0	9,1	8,8	100,0	

*(Os datos trimestrais son medias do período. Datos axustados de efectos estacionais e de calendario)*

*Fonte: BCE*

En canto ás contrapartidas de M3, o financiamento ao sector privado e o seu compoñente principal, os empréstitos, que se aceleraran en 2007, mesmo tras o estalido da crise financeira en agosto dese ano, moderaron o seu crecemento en 2008.

Á devandita moderación contribuíron, sobre todo os empréstitos aos fogares e, en concreto, os destinados á adquisición de vivenda, que acentuaron a traxectoria de desaceleración que mostran dende 2006.

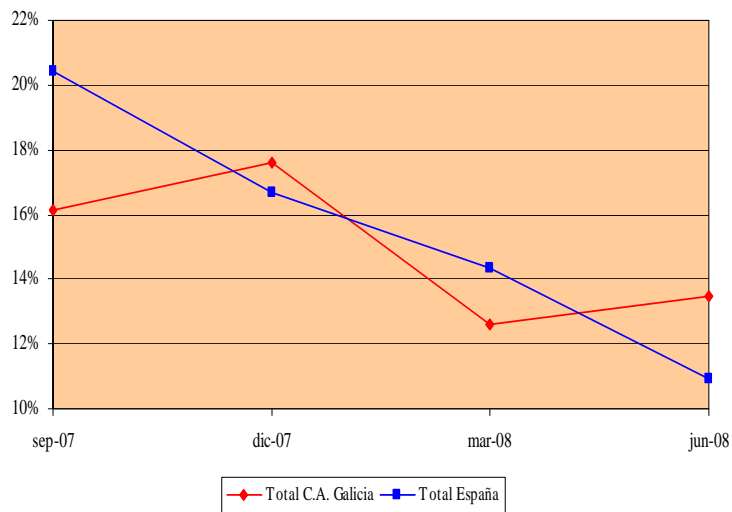
		2006	2007	2008			
		IV	IV	I	II	Xul.	Ago.
Crédito a residentes na zona euro		8,8	9,2	10,0	9,6	9,1	9,2
Crédito ás AA PP		-3,1	-4,1	-2,5	-1,2	-0,1	1,5
Préstamos ás AAPP		-0,4	-1,8	-0,9	0,8	1,5	2,0
Crédito ao sector privado		11,9	12,2	12,7	11,9	11,0	10,8
Préstamos ao sector privado		11,2	11,1	11,1	10,5	9,4	8,8
Pasivos financeiros a máis longo prazo (excluído capital e reservas)		9,0	8,5	6,9	4,6	3,5	3,3

A taxa de crecemento interanual do crédito ao sector residente diminúe significativamente en España (951 pb), mentres que en Galicia a caída é máis moderada (269pb).

Por outra banda, a taxa de crecemento interanual dos depósitos do sector residente mostra unha tendencia similar, con caídas máis intensas en España que en Galicia (832 pb fronte a 511 pb).

Deste xeito, en xuño de 2008 Galicia amosa taxas de crecemento de créditos e depósitos máis altas que no resto de España.

**Gráfico: Taxa de crecemento interanual do crédito do sector residente (conxunto de entidades de crédito)**



**Gráfico: Evolución do crédito do sector residente de Galicia (millóns euros)**

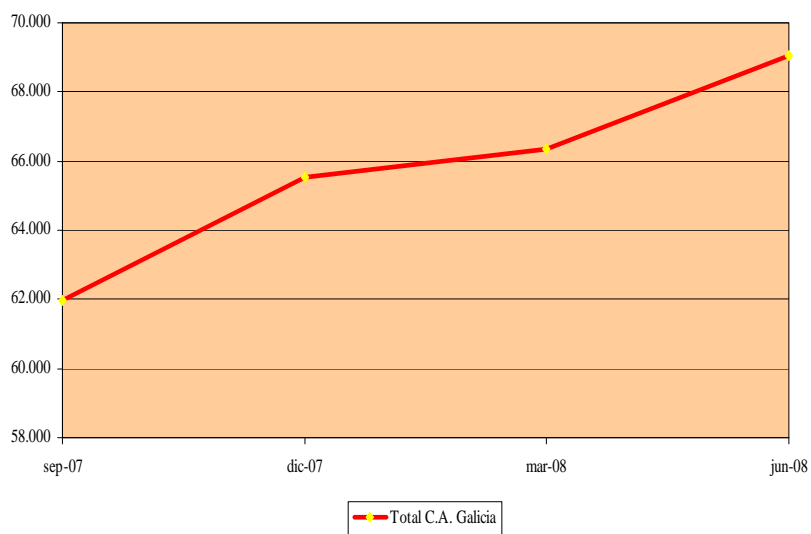




Gráfico: Taxa de crecemento interanual dos depósitos do sector residente (conxunto de entidades de crédito)

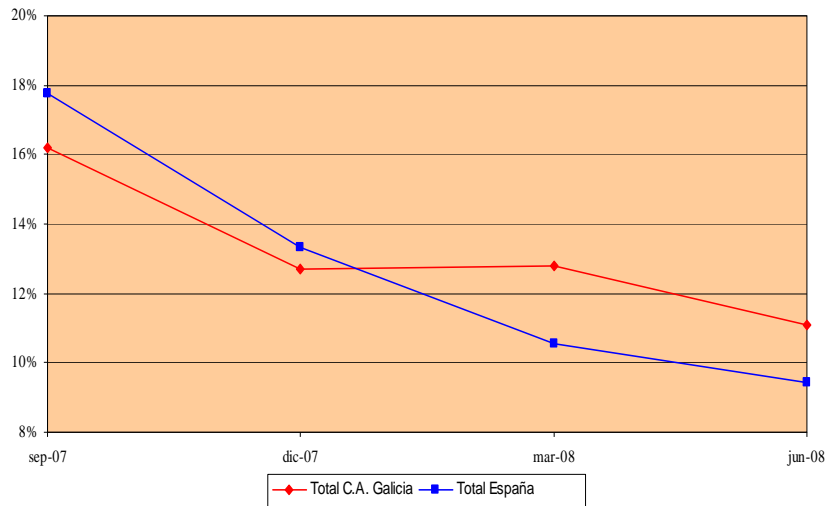
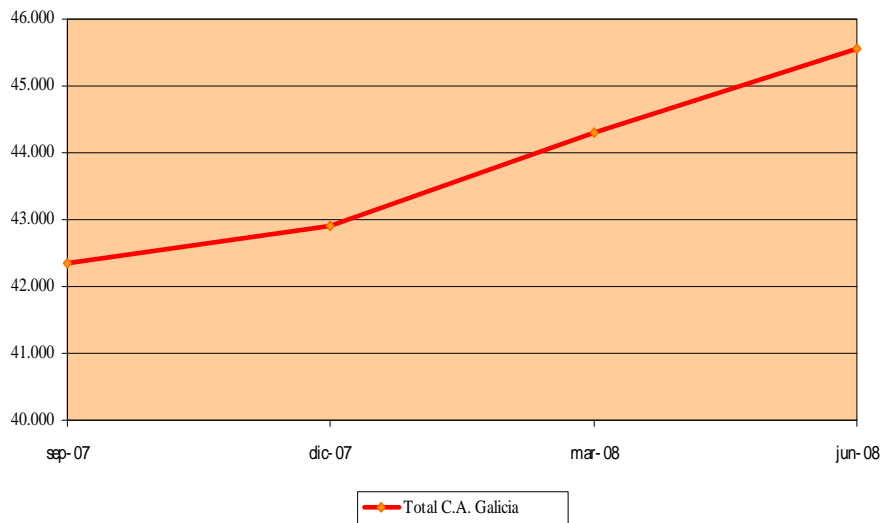


Gráfico: Evolución dos depósitos do sector residente de Galicia (millóns euros)



## 6.- TIPOS DE CAMBIO.

	2006	2007	2008		
			Abril	Xuño	Setembro
Dólar/euro	1,256	1,371	1,575	1,555	1,437
Variación interanual	11,4%	10,3%	16,5%	15,0%	3,4%
Ien/euro	146,02	161,25	161,56	166,26	153,20
Variación interanual	10,1%	5,6%	0,5%	1,0%	-4,1%

*(media de cada período)*

Os tipos de xuro máis elevados e a maior solidez relativa que parecía mostrar a economía da área euro nos primeiros meses do ano explica, en boa medida, a apreciación experimentada pola moeda europea fronte ao dólar ao longo da primeira metade do ano. Non obstante, o empeoramento das perspectivas económicas da área euro contribuíu a que o dólar recuperase posicións nos mercados de divisas a partir do mes de agosto.

Gráfico: Tipo de cambio Dólar/Euro

