



## EDITORIAL

En su reunión de 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, tras la reducción de 25 puntos básicos decidida el 3 de noviembre de 2011. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en los próximos meses, antes de descender por debajo del 2 %. Las tensiones intensificadas de los mercados financieros continúan frenando la actividad económica de la zona del euro, y las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. En conjunto, para la política monetaria es esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

Conforme a su esfuerzo sostenido por contribuir a la situación de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro, y tras la actuación coordinada de los bancos centrales el 30 de noviembre de 2011 para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, el Consejo de Gobierno decidió además adoptar otras medidas no convencionales que mejoren el acceso del sector bancario a la liquidez y faciliten el funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. Se espera que estas medidas contribuyan a la concesión de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió<sup>1</sup>:

En primer lugar: efectuar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a 36 meses y con la opción de reembolso anticipado después de un año. Las operaciones se llevarán a

cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés quedará fijado en el tipo medio de las operaciones principales de financiación durante la vida de la operación correspondiente. Los intereses se abonarán al vencimiento de la operación correspondiente.

En segundo lugar: reducir el umbral de calificación crediticia aplicable a ciertos bonos de titulación de activos, a fin de aumentar los activos de garantía disponibles. Además de los bonos de titulación de activos actualmente admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, se admitirán aquellos cuya segunda mejor calificación crediticia en la escala armonizada del Eurosistema sea como mínimo «A» a la emisión y en todo momento posterior y cuyos activos subyacentes comprendan hipotecas residenciales y préstamos a pequeñas y medianas empresas. Asimismo, con carácter temporal, los bancos centrales nacionales podrán admitir como activos de garantía otros créditos no fallidos (préstamos bancarios) que cumplan determinados criterios de admisibilidad. El banco central nacional que autorice la utilización de estos créditos asumirá la responsabilidad de su admisión.

En tercer lugar: reducir el coeficiente de reservas, actualmente del 2 %, al 1 %, lo que liberará activos de garantía y respaldará la actividad del mercado monetario. A consecuencia de la política de adjudicación plena aplicada a las operaciones principales de financiación del BCE y el recurso de las entidades de crédito a esta opción, el sistema de reservas mínimas no es tan necesario para controlar las condiciones del mercado monetario como lo sería en circunstancias normales.

En cuarto lugar: suspender por el momento las operaciones de ajuste que se efectúan el último día de cada período de mantenimiento. Se trata de una medida técnica para respaldar la actividad del mercado monetario.

1 Para más detalles, véase la nota de prensa de 8 de diciembre de 2011: «El BCE anuncia medidas para apoyar los préstamos bancarios y la actividad en el mercado monetario».

Como se ha manifestado en anteriores ocasiones, todas las medidas no convencionales de política monetaria son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

En cuanto al análisis económico, en el tercer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro creció a una tasa intertrimestral del 0,2 %, la misma que en el trimestre anterior. La información procedente de los datos de encuestas indica una desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de este año. Diversos factores parecen estar debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro, entre ellos, la moderación del ritmo de crecimiento de la demanda mundial y los efectos desfavorables para las condiciones generales de financiación y para la confianza provocados por las actuales tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno espera que la actividad económica de la zona del euro se recupere durante el próximo año, si bien muy gradualmente, apoyada por una demanda mundial resistente, unos tipos de interés a corto plazo muy bajos, y las diversas medidas adoptadas para apoyar el buen funcionamiento del sector financiero.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2011 para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema, que sitúan el crecimiento anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,7 % en 2011, entre el -0,4 % y el 1,0 % en 2012, y entre el 0,3 % y el 2,3 % en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en septiembre de 2011, el intervalo de crecimiento del PIB real se ha estrechado para 2011, y se ha revisado notablemente a la baja para 2012. Estas revisiones reflejan principalmente los efectos en la demanda interna de una menor confianza y del empeoramiento de las condiciones de financiación, que son consecuencia de una mayor incertidumbre respecto de la crisis de la deuda soberana, así como las revisiones a la baja de la demanda exterior.

Conforme a la valoración del Consejo de Gobierno, existen considerables riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro en un contexto de gran incertidumbre. Estos riesgos a la baja están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. También están relacionados con la economía mundial, que puede ser más débil de lo esperado, y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 3,0 % en noviembre, sin cambios respecto de los dos meses anteriores. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales del año pasado, impulsadas, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas, y es probable que se mantengan por encima del 2 % durante los próximos meses antes de descender por debajo de dicho porcentaje. Esta evolución refleja la expectativa de que, en un contexto de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones de los costes, salarios y precios se mantengan moderadas también en la zona del euro.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2011 para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,6 % y el 2,8 % en 2011, entre el 1,5 % y el 2,5 % en 2012, y entre el 0,8 % y el 2,2 % en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en septiembre de 2011, los intervalos previstos para 2011 y 2012 se han revisado ligeramente al alza. Ello se debe al impacto alcista de unos precios del petróleo más elevados en euros y a una mayor contribución de los impuestos indirectos. Se espera que el impacto alcista de estos factores compense sobradamente los ajustes a la

baja de los márgenes de beneficio y del crecimiento salarial vinculados a la revisión a la baja de la actividad económica.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y en el resto del mundo.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,6% en octubre de 2011, desde el 3,0% registrado en septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos, ascendió hasta el 3,0% en octubre, frente al 2,7% de septiembre. Como en los dos meses anteriores, los datos monetarios de octubre reflejan una mayor incertidumbre en los mercados financieros.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares, ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos, se mantuvo prácticamente sin variación en octubre, en el 2,3% y el 2,5%, respectivamente. Las tasas de crecimiento sin ajustar fueron más bajas, debido a la considerable actividad de titulización que tuvo lugar en octubre. En general, las cifras de préstamos no indican que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros haya afectado notablemente a la oferta de crédito en el período comprendido hasta octubre. No obstante, como los efectos en la oferta de crédito pueden manifestarse con desfases, procede examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo.

Si se adopta una perspectiva adecuada a medio plazo y se considera la volatilidad a corto plazo, en general, la tasa de crecimiento monetario subyacente sigue siendo moderada.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será determinante para reducir la posible espiral de reacciones adversas a las tensiones en los mercados financieros y facilitar así una provisión adecuada de crédito a la economía a lo largo del tiempo. El acuerdo del Consejo Europeo de 26 de octubre de exigir a las entidades de crédito que aumenten su coeficiente de capital hasta llegar al 9% del capital principal (*tier 1*) al final de junio de 2012 a más tardar debería mejorar la capacidad de resistencia del sector bancario de la zona del euro a medio plazo. Es esencial en este punto que los supervisores nacionales velen por que la ejecución de los planes de recapitalización de las entidades de crédito no tenga consecuencias negativas para la financiación de la actividad económica en la zona del euro.

En resumen, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de dicho porcentaje. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros continúa frenando la actividad económica de la zona del euro, y las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los precios, costes y salarios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama, en el que el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

En cuanto a las políticas fiscales, es urgente que todos los Gobiernos de la zona del euro hagan todo lo posible por apoyar la sostenibilidad fiscal de la zona del euro en su conjunto. Un nuevo pacto fiscal que comprenda una reafirmación fundamental de las reglas fiscales, además de los compromisos fiscales formulados por los Gobiernos de la zona del euro, es el requisito previo más importante para restablecer el funcionamiento normal de los mercados financieros. Los gobernantes tienen que corregir los déficits excesivos y avanzar hacia el equilibrio presupuestario en los próximos años mediante la adopción y aplicación de las medidas de ajuste necesarias. Esto contribuirá a la confianza en la solvencia de la actuación política y mejorará así el clima económico general.

El Consejo de Gobierno ha pedido reiteradamente que, además de sanear las finanzas públicas, se hagan reformas estructurales valientes y ambiciosas. El saneamiento presupuestario, unido a las reformas estructurales, reforzaría la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Es preciso llevar a cabo inmediatamente reformas fundamentales que ayuden a los países de la zona del euro a mejorar su competitividad y a reforzar la flexibilidad y

el potencial de crecimiento a más largo plazo de sus economías. Los acuerdos alcanzados en la reunión del Consejo Europeo de 8 y 9 de diciembre de 2011 son un paso importante en esta dirección. Las reformas de los mercados de trabajo deben centrarse en eliminar rigideces y aumentar la flexibilidad salarial, mientras que las reformas de los mercados de productos deben centrarse en abrir plenamente estos mercados a una competencia más intensa.

#### Recuadro I

##### **OTRAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES ADOPTADAS POR EL CONSEJO DE GOBIERNO EL 8 DE DICIEMBRE DE 2011**

El 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adoptar varias medidas para evitar los efectos adversos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria derivados de las actuales tensiones en ciertos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro. Estas tensiones pueden obstaculizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Eurosistema y, por tanto, su capacidad de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Las medidas adoptadas no pretenden afectar a la orientación de la política monetaria.

En concreto, el Consejo de Gobierno decidió ampliar su oferta de operaciones de financiación efectuando dos con vencimiento a 36 meses que faciliten la provisión de crédito a la economía de la zona del euro. Esta medida responde al riesgo de que la persistencia de las tensiones de los mercados financieros afecte a la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para obtener financiación en horizontes temporales más largos. Con estas operaciones, el Eurosistema velará por que las entidades de crédito sigan teniendo acceso a una financiación estable con plazos de vencimiento más largos, lo que supondrá un apoyo fundamental a la actividad crediticia al limitar las repercusiones de las difíciles condiciones de los mercados de financiación en las entidades de crédito de la zona del euro. Además, después del primer año, las entidades podrán optar por reembolsar los saldos vivos de estas operaciones, lo cual les da una gran flexibilidad al facilitar la gestión de sus pasivos.

El Consejo de Gobierno anunció además una ampliación temporal de la lista de activos de garantía en relación con los valores, así como su intención de incrementar la utilización de créditos admisibles (préstamos bancarios) como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema. Estas medidas también pretenden apoyar el crédito bancario al aumentar el volumen de los activos de los balances de las entidades de crédito que pueden utilizarse para obtener financiación del banco central. Ampliar la lista de activos de garantía contribuye a mejorar el alcance de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena (incluidas las nuevas operaciones de financiación a plazo más largo) al limitar las repercusiones de las tensiones de los mercados financieros en el acceso a la financiación del banco central. La lista de activos de garantía se amplía con la inclusión de valores respaldados por préstamos a la economía real y préstamos no titulizados (bonos de titulización de activos y créditos, respectivamente). Esto permite a las entidades de crédito de la zona del euro acceder más fácilmente a la financiación del Eurosistema utilizando activos directamente relacionados con su actividad crediticia.

En cuanto a los créditos, el Consejo de Gobierno decidió aceptar temporalmente como activos de garantía los considerados admisibles a nivel nacional. Aunque una gran mayoría de las entidades de crédito de la zona del euro no están en situación de escasez de activos de garantía, la medida permite incrementar rápidamente estos activos como precaución frente al riesgo de que se produzca una escasez más extendida de los mismos a consecuencia de las tensiones persistentes en los mercados financieros. Los bancos centrales nacionales aplicarán ciertos criterios de admisibilidad al evaluar los créditos. El Consejo de Gobierno celebraría que se extendiera el uso de los créditos como activo de garantía en las operaciones del Eurosistema sobre la base de criterios armonizados. Para ello, el Eurosistema pretende mejorar su capacidad de evaluación crediticia interna, y anima a los posibles proveedores de evaluación crediticia externa, y a los bancos comerciales que utilicen sistemas basados en calificaciones internas, a obtener la aprobación del Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno decidió además adoptar medidas de fomento de la actividad de los mercados monetarios. El buen funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro es esencial para la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía de la zona del euro por medio del sistema bancario. Consecuentemente, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste que se llevan a cabo al final de los períodos de mantenimiento. Estas operaciones, que, en situaciones de liquidez equilibrada, contribuyen a limitar la volatilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios a corto plazo, especialmente el último día de los períodos de mantenimiento, no se necesitan en las circunstancias actuales, pues hay un exceso de liquidez en términos agregados. El Consejo de Gobierno decidió además reducir temporalmente el coeficiente de reservas del 2 % al 1 % para incentivar a los participantes en los mercados a efectuar operaciones en el mercado monetario, pues la medida incrementa el coste para las entidades de mantener reservas de liquidez, que son una alternativa a las operaciones del mercado monetario para aliviar las perturbaciones de liquidez producidas dentro de los períodos de mantenimiento. Debe observarse en este contexto que las reservas mínimas no son técnicamente necesarias en situaciones de exceso de liquidez. Esta medida aumenta además los activos de garantía disponibles para las entidades de crédito, al reducir sus necesidades de liquidez frente al Eurosistema y, con ello, el importe de los activos de garantía que deben aportar.

El Consejo de Gobierno considera que estas medidas son esenciales para proteger la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria, y que, en particular, contribuirán a eliminar los obstáculos para el acceso a la financiación en la economía derivados del contagio de la crisis de la deuda soberana a los mercados de financiación de las entidades de crédito y a la valoración de los activos. De este modo las medidas ayudarán a garantizar el acceso permanente de hogares, sociedades no financieras e intermediarios financieros a una financiación en condiciones favorables, y contribuirán así a mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro.