



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Debido a los elevados precios de la energía y a la subida de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro, se espera que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante 2012 y que descendan de nuevo por debajo de ese nivel durante el año próximo y se mantengan compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación para la economía de la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Se espera que el crecimiento económico de la zona del euro siga siendo débil y que las tensiones existentes en los mercados financieros y una elevada incertidumbre lastren la confianza y el clima económico. Una nueva intensificación de las tensiones de los mercados financieros podría afectar al equilibrio de los riesgos para el crecimiento y para la inflación.

En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió en su reunión las modalidades de ejecución de operaciones monetarias de compraventa (OMC) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro. Conforme a lo manifestado en agosto, el BCE debe estar en condiciones de salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona del euro. El objetivo del BCE es preservar el carácter único de su política monetaria y velar por la transmisión adecuada de su orientación a la economía real en toda la zona del euro. Las OMC permitirán al BCE abordar las graves distorsiones de los mercados de deuda pública nacidas, en particular, de los temores infundados de los inversores a la reversibilidad del euro. Por tanto, con condiciones apropiadas, el BCE dispondrá de un mecanismo de contención plenamente eficaz para evitar escenarios destructivos que puedan comprometer seriamente la estabilidad de precios en la zona del euro. El Consejo de

Gobierno actúa estrictamente conforme a su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y actúa con independencia al determinar la política monetaria; y el euro es irreversible.

A fin de restablecer la confianza, los responsables de las políticas de la zona del euro han de avanzar con gran determinación en el saneamiento de las finanzas públicas, en las reformas estructurales que mejoren la competitividad y en la construcción de las instituciones europeas. Al mismo tiempo, los Gobiernos deben estar dispuestos a activar la FEEF y el MEDE en el mercado de deuda en caso de que existan circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, con una condicionalidad estricta y efectiva acorde con las directrices establecidas. El cumplimiento por los Gobiernos de los compromisos adquiridos y el desempeño por la FEEF y el MEDE del papel que tienen asignado son condiciones necesarias para que las OMC se lleven a cabo y sean eficaces¹. Asimismo, el Consejo de Gobierno ha tomado decisiones destinadas a asegurar la disponibilidad de activos de garantía suficientes para las operaciones de financiación del Eurosistema².

Por lo que se refiere al análisis económico, las estadísticas publicadas recientemente indican que el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan al mantenimiento de una actividad económica débil en lo que resta de 2012, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma muy gradual. Se espera que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, las elevadas tasas de desempleo, y la desigual recuperación de la economía mundial, sigan frenando el dinamismo del crecimiento.

1 Para más información, véase la nota de prensa de 6 de septiembre de 2012 titulada «Características técnicas de las Operaciones Monetarias de Compraventa».

2 Para más información, véase la nota de prensa de 6 de septiembre de 2012 titulada «Medidas para preservar la disponibilidad de activos de garantía».

Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2012 elaboradas por los expertos del BCE sitúan el crecimiento anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012, y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2012, los intervalos correspondientes a 2012 y a 2013 se han revisado a la baja.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y se relacionan, en particular, con las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona. Estos riesgos deben contenerse mediante la actuación eficaz de todos los responsables de las políticas de la zona del euro.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en agosto de 2012 en el 2,6%, frente al 2,4% registrado el mes anterior. Este aumento se debió principalmente a las nuevas subidas de los precios de la energía denominados en euros. Considerando los actuales precios de los futuros del petróleo, las tasas de inflación podrían resultar algo mayores que las esperadas hace unos meses, pero deberían volver a descender por debajo del 2% durante el próximo año. En el horizonte relevante para la política monetaria, se prevé que, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios sigan siendo limitadas.

Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2012 elaboradas por los expertos del BCE sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,6% en 2012, y entre el 1,3% y el 2,5% en 2013. Estos intervalos están ligeramente por encima de los contenidos en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2012.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibra-

dos a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, mientras que los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, como resultado, en particular, de una nueva intensificación de las tensiones en los mercados financieros, y con sus repercusiones en los componentes internos de la inflación. De no contenerse mediante la actuación eficaz de todos los responsables de las políticas de la zona del euro, esa intensificación podría inclinar a la baja el balance de los riesgos.

En lo que respecta al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 3,8% en julio de 2012, desde el 3,2% de junio. Este aumento del crecimiento de M3 se debió principalmente a una mayor preferencia por la liquidez, tal como reflejó el nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 hasta el 4,5% en julio, desde el 3,5% de junio.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) se mantuvo débil en julio, en el 0,5%, frente al 0,3% registrado en junio. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares (en ambos casos ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos) se mantuvo contenido, en el -0,2% y el 1,1%, respectivamente. En gran medida, la moderación del crecimiento de los préstamos refleja las perspectivas de debilidad del PIB, la elevada aversión al riesgo, y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual influye negativamente en la demanda de crédito. Además, en algunos países de la zona del euro, la segmentación de los mercados financieros y las restricciones sobre el capital de las entidades de crédito siguen influyendo negativamente en la oferta de este.

Respecto al futuro, es esencial que las entidades de crédito sigan incrementando su capacidad de resistencia allí donde sea preciso. La solidez de sus

balances será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con la estabilidad de estos a medio plazo. El contraste efectuado con las señales del análisis monetario confirma este panorama.

Aunque se ha avanzado considerablemente, en muchos países europeos sigue siendo muy necesario proseguir con los ajustes estructurales y fiscales. En cuanto a los ajustes estructurales, se precisan en toda la zona del euro nuevas reformas prontas y

resolutivas de los mercados de trabajo y de productos que mejoren la competitividad, aumenten la capacidad de ajuste, y permitan lograr mayores tasas de crecimiento sostenible. Además, estas reformas estructurales completarán y reforzarán el saneamiento presupuestario y la sostenibilidad de la deuda. En cuanto a los ajustes fiscales, es esencial que los Gobiernos tomen todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos de este ejercicio y los siguientes. En este punto, la esperada rápida aplicación del pacto fiscal debe ser el factor principal que contribuya a reforzar la confianza en la solidez de las finanzas públicas. Por último, es esencial avanzar con gran determinación en la construcción de las instituciones europeas.

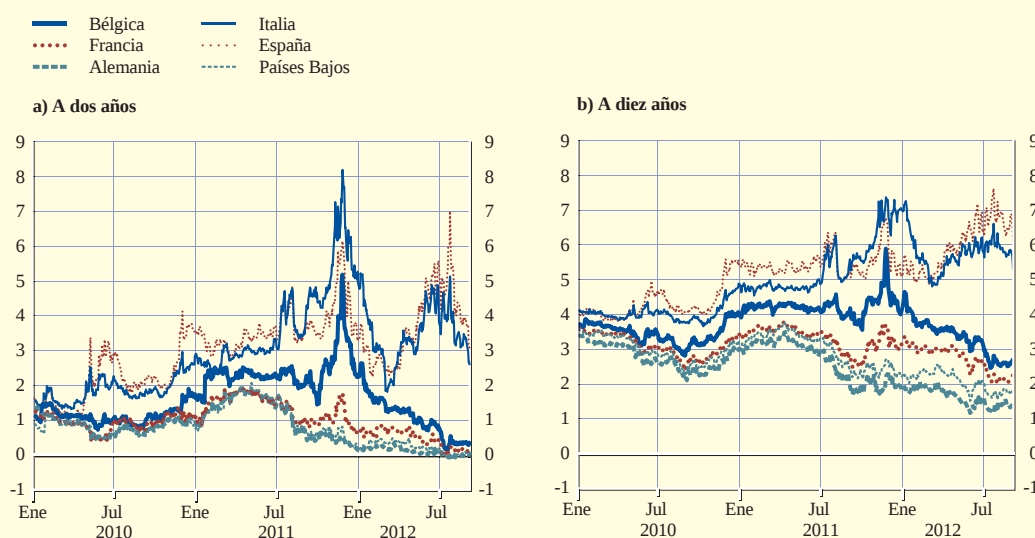
Recuadro I

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DECIDIDAS POR EL CONSEJO DE GOBIERNO EL 6 DE SEPTIEMBRE DE 2012

El 6 de septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno decidió las modalidades de ejecución de operaciones monetarias de compraventa (OMC) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro. Las OMC tienen por finalidad salvaguardar el mecanismo de transmisión en todos los países

Gráfico A Rendimientos de la deuda pública a dos y diez años en determinados países de la zona del euro

(porcentajes anuales)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2012.

de la zona del euro y el carácter único de la política monetaria, y permitirán al Eurosistema abordar las graves distorsiones de los mercados de deuda soberana nacidas, en particular, de los temores infundados de los inversores a la reversibilidad del euro, reflejados, entre otras cosas, en las crecientes diferencias en la fijación de precios de la deuda soberana a corto plazo hasta julio de 2012 (véase el gráfico A). En este contexto, las OMC proporcionarán un mecanismo de contención plenamente eficaz que evite la autoconfirmación de escenarios destructivos que puedan comprometer seriamente la estabilidad de precios en la zona del euro.

Necesidad de salvaguardar la transmisión de la política monetaria en la zona del euro

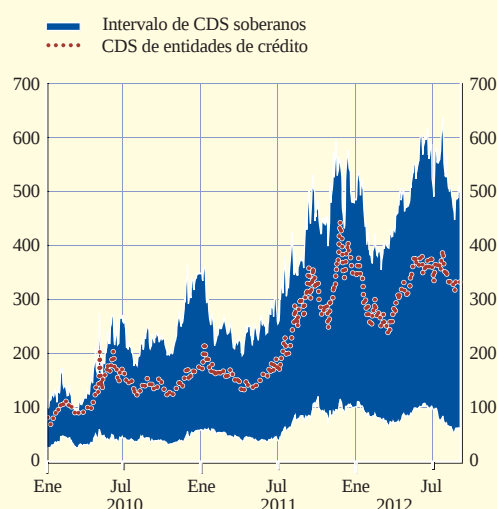
Los mercados de deuda pública desempeñan una función esencial en varias fases del mecanismo de transmisión de la política monetaria, y son muy relevantes para determinar las condiciones de financiación de las entidades de crédito. En primer lugar, una vez consolidados los temores de circunstancias adversas en relación con los emisores soberanos, las expectativas negativas se extienden a la situación de las entidades de crédito y los prestatarios. En segundo lugar, cuando las entidades de crédito fijan la remuneración de sus depósitos y el rendimiento de los bonos emitidos en el mercado, «compiten» a nivel minorista con los bonos y letras del Tesoro de elevado rendimiento que emite el Estado, lo que contribuye a aumentar los costes de financiación de las entidades de crédito. En tercer lugar, las operaciones de crédito garantizado entre entidades de crédito en el mercado interbancario suelen efectuarse utilizando deuda soberana como activo de garantía. Por tanto, las tensiones en los mercados de deuda soberana reducen la base de activos de garantía de las entidades de crédito y, por consiguiente, su acceso a la liquidez. En cuarto lugar, la reducción del valor de la cartera de deuda pública en manos de las entidades de crédito conduce al deterioro de sus balances.

Las tensiones en el mercado de deuda pública obstaculizan notablemente la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos, lo que afecta negativamente a la economía real. En consecuencia, es probable que se deteriore aún más la calidad de los activos de esas entidades. Estas tensiones se aprecian en el incremento de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la zona del euro, y en la pérdida gradual y continua de acceso a la financiación que padecen las entidades de algunos países de la zona del euro. Desde la primavera de 2010, la evolución de los CDS de las entidades de crédito de la zona del euro ha estado estrechamente vinculada a la evolución de la parte superior del intervalo de los CDS de deuda soberana de los países más grandes de la zona del euro (véase el gráfico B).

Las consecuencias generales son graves en términos de costes y volumen de financiación. El coste de financiación de las entidades de crédito, por ejemplo por medio de depósitos, ha mostrado

Gráfico B Intervalo de los CDS soberanos y los CDS de entidades de crédito de la zona del euro

(puntos básicos)



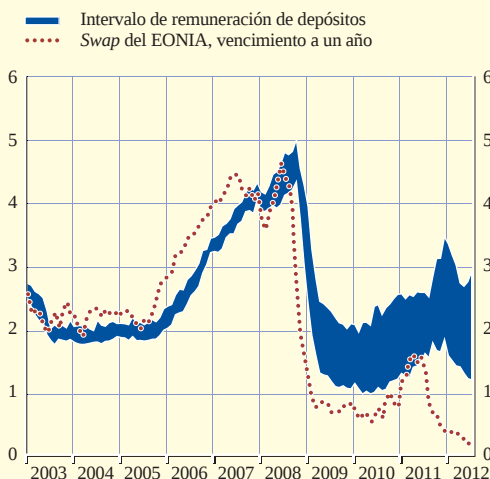
Fuentes: Thomson Reuters, Bloomberg y cálculos del BCE.
Notas: CDS a cinco años. El intervalo para la zona del euro muestra los valores mínimo y máximo de los CDS soberanos de Alemania, España, Francia e Italia. La última observación corresponde al 4 de septiembre de 2012.

evoluciones cada vez más divergentes hasta julio de 2012 (véase el gráfico C), y ha aumentado notablemente en países con condiciones de financiación difíciles, mientras que ha bajado significativamente en los países con exceso de financiación. En relación con el acceso a la financiación, el gráfico D muestra que las IFM residentes en España y, en menor medida, en Italia han registrado grandes necesidades de financiación de diciembre de 2011 a julio de 2012. Estas necesidades son consecuencia de la reducción de la financiación neta procedente de préstamos interbancarios en la zona del euro (excluido el Eurosistema) y de no residentes, así como de las amortizaciones netas de valores distintos de acciones mantenidos por el sector de inversores distintos de las IFM. En cambio, las condiciones de financiación de las IFM en Alemania y, en menor medida, en Francia son totalmente distintas. La provisión de liquidez del Eurosistema, especialmente por medio de las dos operaciones de financiación a tres años, ha mitigado en parte los efectos en la actividad bancaria de la reducción de la financiación minorista y mayorista.

La divergencia en las condiciones de financiación de las entidades de crédito es un factor esencial, además de las condiciones económicas específicas de cada país, para explicar las diferencias en los tipos de interés de los préstamos ofrecidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares en los diferentes países de la zona del euro, y debilita la transmisión de la política monetaria en algunos de ellos. El gráfico E (panel izquierdo) muestra que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de las entidades de crédito a sociedades no financieras en todos los países de la zona del euro respondieron de manera rápida y, lo que es más importante, homogénea a la reducción de los tipos oficiales del BCE en 125 puntos básicos efectuada entre noviembre de 2002 y agosto de 2003. En cambio, tras la reducción en 75 puntos básicos efectuada entre octubre de 2011 y julio de 2012, los tipos de interés de los préstamos de las entidades de crédito en los países de la zona del euro no han respondido de manera sistemática. De hecho, como muestra el

Gráfico C Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo de hasta un año mantenidos por los hogares

(porcentajes anuales)

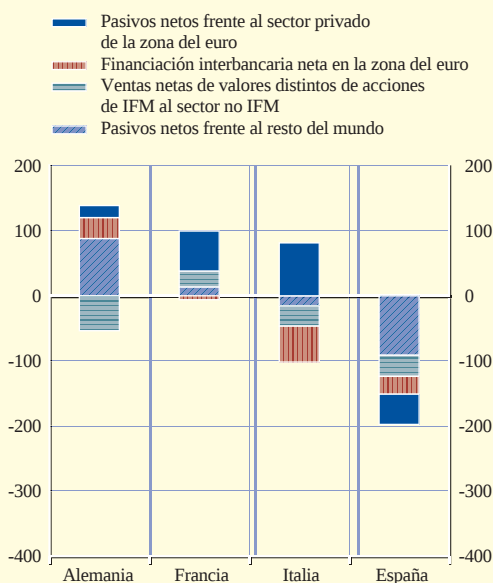


Fuente: Cálculo del BCE.

Nota: El intervalo se define por los percentiles 20 y 80 de la remuneración de los depósitos, y comprende tres quintos de las observaciones de tipos de interés de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, excluye, respectivamente, un quinto de las observaciones por encima y por debajo de las líneas. La última observación corresponde a julio de 2012.

Gráfico D Pasivos netos de las IFM frente a residentes en la zona del euro y resto del mundo en determinados países

(flujos acumulados entre diciembre de 2011 y julio de 2012; en mm de euros)

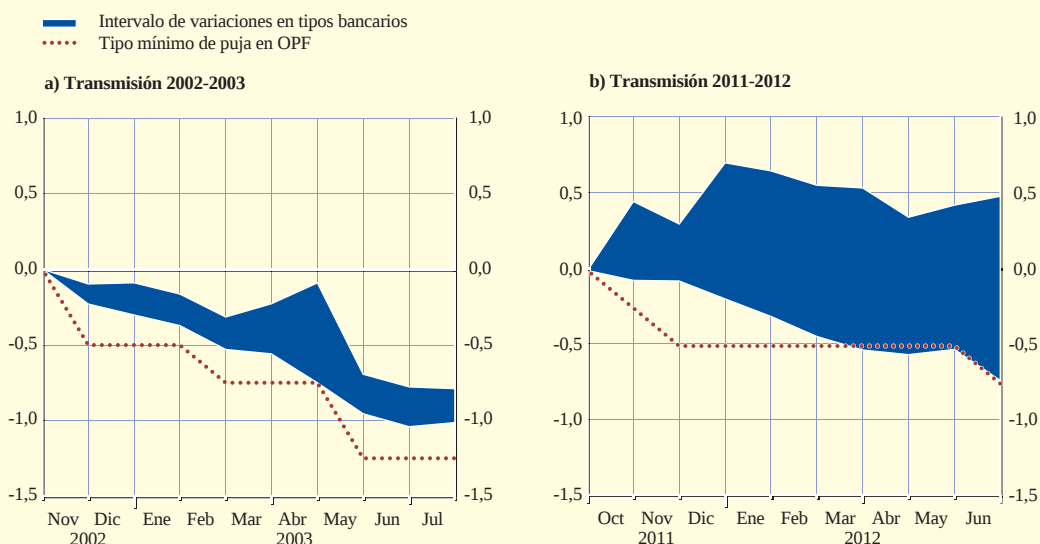


Fuente: BCE.

Notas: Sector informador de IFM excluido el Eurosistema. La financiación interbancaria neta en la zona del euro no incluye préstamos y depósitos con el Eurosistema.

Gráfico E Variaciones acumuladas de los tipos oficiales del BCE y tipos aplicados a los préstamos a corto plazo de las IFM a sociedades no financieras en los países de la zona del euro

(variaciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El intervalo definido por las líneas de los percentiles 20 a 80 indica una evolución de los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo que comprende tres quintos de las observaciones de tipos de interés de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, excluye, respectivamente, un quinto de las observaciones por encima y por debajo de las líneas. La última observación corresponde a julio de 2012.

gráfico E (panel derecho), el límite inferior del intervalo de las variaciones de los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo de las IFM a sociedades no financieras descendió, como era de esperar, mientras que el límite superior aumentó pese a que los tipos de interés oficiales del BCE eran más bajos. Esto indica que la orientación de la política monetaria no se transmite adecuadamente. El elemento esencial que justifica las OMC es lograr una mejor adecuación de las condiciones de financiación de la economía real a los tipos de interés oficiales del BCE.

Modalidades de las OMC

Se han establecido una serie de modalidades operativas y condiciones esenciales a fin de garantizar la eficacia de las OMC¹.

Es condición necesaria para las OMC una condicionalidad estricta y efectiva contenida en un programa adecuado de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/MEDE). Estos programas podrán consistir en un programa completo de ajuste macroeconómico de la FEEF o el MEDE) o un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada), siempre que incluyan la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario. También se requerirá la participación del FMI en el diseño de la condicionalidad específica para el país y en el seguimiento del programa.

El Consejo de Gobierno considerará la posibilidad de efectuar OMC en la medida en que estén justificadas desde la perspectiva de la política monetaria, siempre que se respete plenamente la condicionalidad

1 Las características técnicas de las OMC pueden consultarse en http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

del programa, y les pondrá fin cuando alcancen sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa de ajuste económico o del programa precautorio. Después de una evaluación detallada, el Consejo de Gobierno decidirá sobre el comienzo, la continuación y la suspensión de las OMC a su discreción y actuando de conformidad con su mandato de política monetaria.

Se considerará la posibilidad de efectuar OMC en futuros programas de ajuste macroeconómico o de programas precautorios de la FEEF o del MEDE conforme a lo especificado anteriormente, así como, en el caso de Estados miembros actualmente sujetos a un programa de ajuste macroeconómico, cuando estén recuperando el acceso a los mercados de deuda.

Las OMC se centrarán en los tramos más cortos de la curva de rendimientos, que se caracterizan por plazos de vencimiento de entre uno y tres años. Es importante tener en cuenta, como muestra el gráfico A, que el rendimiento de la deuda a corto plazo parece ser el más afectado cuando se intensifican las tensiones. Además, cabe esperar que los movimientos en los plazos más cortos de la curva de rendimientos se transmitan a los plazos más largos. Los plazos más cortos están, además, próximos al punto de mira actual de la política monetaria y más estrechamente relacionados con el tipo de referencia de los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo.

El corto plazo de los valores adquiridos debe contribuir a facilitar la aplicación de la condicionalidad y a limitar la expansión persistente del balance del Eurosistema. Este es un aspecto importante para mantener la disciplina presupuestaria y abordar el riesgo moral.

Para respetar la prohibición de financiación monetaria (artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea), las compras se efectuarán exclusivamente en el mercado secundario. La aplicación de una condicionalidad estricta asegurará la disciplina presupuestaria de los países aptos para las OMC. Al decidir estas operaciones, el BCE actúa con objeto de contrarrestar riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo derivados de escenarios extremos destructivos que puedan comprometer seriamente la estabilidad de precios en la zona del euro. Por lo tanto, las OMC son totalmente compatibles con el mandato principal del BCE. Además, el Consejo de Gobierno tomará todas las decisiones sobre las OMC con plena independencia.

Para reforzar la eficacia de las OMC, el Eurosistema aclarará en un acto jurídico pertinente que acepta recibir el mismo trato (*pari passu*) que los acreedores privados o de otra clase en lo que respecta a los bonos emitidos por países de la zona del euro y adquiridos por el Eurosistema a través de las OMC, de conformidad con las condiciones de esos bonos. Además, la liquidez generada a través de las OMC se esterilizará íntegramente.

Otras medidas no convencionales adoptadas para preservar la disponibilidad de activos de garantía

Con objeto de preservar la disponibilidad de activos de garantía adecuados para las operaciones de financiación del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, además, suspender la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia exigible según los criterios de admisión de los activos de garantía utilizados para las operaciones de crédito del Eurosistema en el caso de los activos siguientes: instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por administraciones centrales, y préstamos concedidos a administraciones centrales o garantizados por ellas, de países aptos para OMC o sujetos a un programa de la UE-FMI y que cumplan con la condicionalidad pertinente de

acuerdo con la evaluación del Consejo de Gobierno². Asimismo, los instrumentos de renta fija negociables denominados en dólares estadounidenses, en libras esterlinas y en yenes japoneses, emitidos y mantenidos en la zona del euro, se aceptarán como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema hasta nuevo aviso. Esta medida reintroduce una decisión similar que estuvo en vigor entre octubre de 2008 y diciembre de 2010.

2 Para más información sobre estas medidas, véase http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html.