



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de octubre, 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, pero que vuelvan a situarse por debajo de ese nivel durante el año próximo y que se mantengan compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación para 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, en un contexto en que las tensiones existentes en algunos mercados financieros de la zona del euro y una elevada incertidumbre siguen lastrando la confianza y el clima económico. Las decisiones del Consejo de Gobierno en relación con las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) han contribuido a relajar dichas tensiones durante las últimas semanas, reduciendo la preocupación sobre la materialización de escenarios destructivos. En este momento es esencial que los Gobiernos sigan dando los pasos necesarios para reducir los desequilibrios presupuestarios y estructurales y perseveren en la aplicación de medidas de reestructuración del sector financiero.

El Consejo de Gobierno del BCE mantiene firmemente su compromiso de preservar el carácter único de su política monetaria y de garantizar la transmisión adecuada de su orientación a la economía real en el conjunto de la zona del euro. Las OMC permitirán al Consejo de Gobierno, cuando las condiciones sean apropiadas, disponer de un mecanismo de contención plenamente eficaz para evitar escenarios destructivos que pudieran 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; el Consejo

de Gobierno actúa con independencia al determinar la política monetaria; y el euro es irreversible.

El Consejo de Gobierno está preparado para ejecutar OMC cuando se den los prerequisites necesarios. 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 del programa, y pondrá fin a ellas cuando alcancen sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa. No se realizarán OMC mientras se esté revisando un programa concreto y se reanudarán tras el período de revisión, cuando quede comprobado el cumplimiento del programa.

En lo que respecta al análisis económico, la tasa intertrimestral del PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2 % en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas, confirman la continuación de la debilidad de la actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. El Consejo de Gobierno prevé que la economía de la zona del euro seguirá débil a corto plazo y que posteriormente se recuperará de forma muy gradual. Aunque el dinamismo del crecimiento viene respaldado por las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno, se espera que siga viéndose frenado por 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.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y se relacionan, en particular, con las tensiones presentes en algunos 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.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el

IAPC se situó en septiembre de 2012 en el 2,7%, frente al 2,6% del mes anterior; este valor es superior al esperado y refleja principalmente los pasados incrementos de los impuestos indirectos y de los precios de la energía denominados en euros. Considerando los actuales precios de los futuros del petróleo, las tasas de inflación podrían mantenerse en niveles elevados y descender nuevamente por debajo del 2% durante el año próximo. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, 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 deberían seguir siendo limitadas. Por tanto, los niveles actuales de inflación deberían ser transitorios y no producir efectos de segunda vuelta. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de los costes, los salarios y los precios.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados 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, en caso de un recrudecimiento 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, ese recrudecimiento podría inclinar a la baja el balance de los riesgos.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman el ritmo moderado de la expansión monetaria subyacente. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,9% en agosto, desde el 3,6% observado en julio. Si bien esta caída se debió, principalmente, a un efecto de base, los flujos de entrada mensuales fueron también relativamente contenidos. Por el contrario, los considerables flujos de entrada mensuales registrados en los depósitos a la vista contribuyeron a un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual, que se situó en agosto en el 5,1%, frente

al 4,5% registrado en julio. Este incremento obedece a la marcada preferencia por la liquidez que sigue existiendo, en un contexto de bajos tipos de interés y de elevada incertidumbre.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) descendió en agosto hasta el -0,2% desde el 0,1% registrado en julio, como consecuencia de una reducción de la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras hasta el -0,5%, desde el -0,2% observado en julio. En contraste, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en agosto sin variación en el 1,0%. En gran medida, la moderación de la dinámica de los préstamos refleja la debilidad de las perspectivas para el 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. Al mismo tiempo, 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 restringen la oferta de crédito.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación, contribuyendo con ello a una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los sectores no financieros de los distintos países de la zona del euro. Por tanto, es esencial que la resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario.

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.

Otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones significativas para garantizar una mayor estabilización de los mercados financieros y una mejora de las perspectivas de crecimiento.

En cuanto a las políticas fiscales, los países de la zona del euro están progresando hacia el saneamiento. Resulta esencial que se mantengan los esfuerzos para restablecer posiciones presupuestarias saneadas, en línea con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con las recomendaciones del Semestre Europeo 2012. Una rápida aplicación del pacto fiscal desempeñará también un papel fundamental para reforzar la confianza en la solidez de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, las reformas estructurales son tan necesarias como los esfuerzos de consolidación presupuestaria y las medidas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. En los países más afectados por la crisis, se está consiguiendo un notable progreso en la corrección de los costes laborales unitarios y en la evolución de las balanzas por cuenta corriente. La aplicación resuelta de reformas de los mercados de productos y de trabajo mejorará en mayor medida la competitividad de estos países y su capacidad de ajuste.

Por último, es esencial avanzar en el proceso de construcción de las instituciones europeas. El BCE acoge favorablemente la propuesta de la Comisión Europea de 12 de septiembre de 2012 para el establecimiento de un mecanismo único de supervisión en el que participe el BCE mediante un reglamento del Consejo sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado. El Consejo de Gobierno considera que un mecanismo único de supervisión constituye un pilar básico de una unión

financiera y un hito fundamental hacia una Unión Económica y Monetaria genuina. El BCE emitirá formalmente un dictamen jurídico en el que se tendrán especialmente en cuenta los siguientes principios: una separación clara y bien definida entre la adopción de decisiones de supervisión y la política monetaria; existencia de canales apropiados para la rendición de cuentas; una descentralización de funciones en el seno del Eurosistema; un marco efectivo de supervisión que garantice una vigilancia coherente del sistema bancario de la zona del euro; y plena compatibilidad con el marco del Mercado Único, incluido el papel y las prerrogativas de la Autoridad Bancaria Europea. La propuesta de la Comisión contiene un ambicioso calendario de transición hacia el mecanismo único de supervisión, por lo que el BCE ha comenzado los trabajos preparatorios a fin de tener la capacidad para aplicar las disposiciones del reglamento del Consejo tan pronto como entre en vigor.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero ofrece una definición detallada de liquidez global, analiza cómo influye, en última instancia, en la estabilidad de precios interna y trata sobre sus implicaciones para la política monetaria. En el segundo artículo, se documenta la evolución de los mercados de trabajo de la zona del euro desde el inicio de la crisis económica y financiera en 2008, y se estudia el impacto de la crisis en las características estructurales de los mercados laborales de la zona del euro.

Recuadro I

CONFORMIDAD DE LAS OPERACIONES MONETARIAS DE COMPRAVENTA CON LA PROHIBICIÓN DE FINANCIACIÓN MONETARIA

El 6 de septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE decidió las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa (OMC) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro¹. Si bien la aceptación por los bancos centrales del Eurosistema de bonos del Estado y otros instrumentos de deuda pública como garantía en operaciones de crédito con entidades de contrapartida de la política monetaria se ha considerado compatible con la prohibición de

¹ Véase el recuadro titulado «Medidas de política monetaria decididas por el Consejo de Gobierno el 6 de septiembre de 2012», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

financiación monetaria desde el inicio de la UEM, en este recuadro se analiza brevemente la conformidad de las OMC con dicha prohibición.

Desde la perspectiva del BCE, las OMC son un instrumento de política monetaria necesario, proporcionado y efectivo. Su finalidad es garantizar una transmisión efectiva de la política monetaria del Eurosistema y, con ello, las condiciones necesarias para una aplicación efectiva en toda la zona del euro de la política monetaria única, con vistas a la consecución de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. En la fijación de las modalidades operativas de las OMC se ha prestado especial atención a la necesidad de respetar la prohibición de financiación monetaria establecida en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Este artículo prohíbe al BCE y a los BCN adquirir instrumentos de deuda pública en el mercado primario. Por otra parte, las adquisiciones de estos instrumentos en el mercado secundario, aunque están permitidas, al no estar incluidas, en principio, en el ámbito de la prohibición de financiación monetaria, no deben servir para eludir el objetivo que esta persigue. Esta aclaración está recogida en el Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo². En el contexto de las OMC, las adquisiciones de instrumentos de deuda pública en el mercado secundario no se utilizarán en ninguna circunstancia para eludir los objetivos que persigue la prohibición de financiación monetaria. En particular, se han establecido modalidades operativas específicas a fin de garantizar que las OMC no interfieren con los tres objetivos de la prohibición de financiación monetaria, es decir, la salvaguarda de i) el objetivo primordial de la estabilidad de precios, ii) la independencia del banco central y iii) la disciplina fiscal. Se ha prestado especial atención a la necesidad de garantizar que este instrumento de política monetaria no acabe por debilitar la disciplina fiscal.

Las OMC como medida de política monetaria dirigida a la consecución del objetivo primordial de la estabilidad de precios

Una medida de política monetaria necesaria

La situación actual se caracteriza por la presencia de serias distorsiones en los mercados de deuda pública, que tienen su origen, en particular, en temores infundados de los inversores acerca de la reversibilidad del euro. Esto se traduce en casos graves de mal funcionamiento del proceso de formación de precios en los mercados de deuda pública, que socavan el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los mercados de deuda pública desempeñan un papel clave en diversas fases del mecanismo de transmisión en la zona del euro. Por tanto, la eficacia de los instrumentos convencionales de política monetaria en las jurisdicciones afectadas se ha reducido como consecuencia de las disfunciones del mercado que obstaculizan dicho mecanismo, lo que justifica la actuación del BCE dirigida a mitigar los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios. Así, las OMC son un instrumento de política monetaria no convencional, aunque necesario, en las actuales circunstancias excepcionales presentes en los mercados financieros. El recurso a compras simples de bonos como herramienta de política monetaria está contemplado expresamente en el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC.

Una medida de política monetaria proporcionada

Las OMC se utilizarán únicamente en la medida necesaria para lograr el objetivo de mantener la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno las considerará como instrumento de política monetaria

² Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993, por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren el artículo 104 [artículo 123 TFUE de acuerdo con la nueva numeración tras el Tratado de Lisboa] y el apartado 1 del artículo 104 B [artículo 123 TFUE de acuerdo con la nueva numeración tras el Tratado de Lisboa] del Tratado (DO L 332 de 31.12.1993, p. 1).

en la medida en que resulten justificadas desde una perspectiva de política monetaria. Tras una valoración exhaustiva, el Consejo de Gobierno decidirá las OMC necesarias para corregir el mal funcionamiento de determinados segmentos del mercado. Dicha valoración implica una selección estricta de los Estados miembros para los que se efectúan las OMC. Asimismo, las OMC estarán dirigidas a adquisiciones de bonos públicos con vencimiento de entre uno y tres años, señalando con ello la estrecha relación con la política monetaria tradicional. Por otra parte, el Consejo de Gobierno dejará de realizar OMC cuando se hayan alcanzado sus objetivos.

Una medida de política monetaria efectiva

Se han establecido modalidades específicas para la ejecución de las OMC a fin de maximizar su efecto positivo en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La efectividad de las OMC está relacionada con la adopción necesaria y oportuna por parte de los Estados miembros de medidas macroeconómicas, estructurales, fiscales y financieras, dirigidas a restablecer y mantener sus fundamentos macroeconómicos. Por tanto, la ejecución por parte del Eurosistema de OMC en el mercado de bonos soberanos de un Estado miembro se basa en el cumplimiento de ese Estado de los compromisos y plazos que haya asumido en el marco de la gobernanza económica que rige en la zona del euro. Será imprescindible una condicionalidad estricta y efectiva contenida en un programa adecuado de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que incluya la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario, al tiempo que se procurará la participación del FMI. No obstante, esto no será suficiente. El Consejo de Gobierno tendrá discrecionalidad absoluta para decidir sobre el inicio, la continuación o la suspensión de OMC y actuará de conformidad con su mandato de política monetaria. Asimismo, considerará la ejecución de OMC en la medida en que estén justificadas desde una perspectiva de política monetaria y pondrá fin a ellas cuando alcancen sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa. A este fin, el Consejo de Gobierno llevará a cabo un estrecho seguimiento de la evolución de todos los factores y realizará las valoraciones que estime necesarias.

El efecto en las condiciones de liquidez será neutro

La liquidez generada mediante las OMC se esterilizará íntegramente. Con la absorción total, no se producirán incrementos de la oferta de la base monetaria ni variaciones de las condiciones de liquidez.

Disciplina fiscal

A fin de garantizar y mantener la disciplina fiscal, la ejecución de OMC quedará restringida a Estados miembros sujetos a condiciones estrictas referidas a las necesidades imprescindibles de ajuste macroeconómico, estructural, fiscal y financiero. Toda adquisición de bonos públicos de esos Estados miembros será de bonos con vencimiento de entre uno y tres años. Estas modalidades operativas son esenciales para garantizar que las OMC no obstaculicen un progreso tangible simultáneo de esos Estados miembros en los ámbitos de la consolidación fiscal y, en particular, de las reformas estructurales a largo plazo.

Independencia del banco central

Las modalidades operativas de las OMC han sido diseñadas por el Consejo de Gobierno con plena independencia, desde la perspectiva de lo que resulta necesario, proporcionado y efectivo para los fines de la política monetaria. El Consejo de Gobierno gozará de discrecionalidad absoluta para decidir sobre el inicio, la continuación y la suspensión de las OMC de conformidad con su mandato de política monetaria.