



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 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. La información y los análisis disponibles han corroborado la anterior evaluación del Consejo de Gobierno. Se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan contenidas a medio plazo. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y, en particular, la evolución crediticia siguen siendo débiles. Las expectativas de inflación para la zona del euro siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Al mismo tiempo, la evolución del PIB real en el segundo trimestre fue positiva, tras seis trimestres de caída del producto, y los indicadores de confianza disponibles hasta septiembre confirman la mejora gradual prevista de la actividad económica desde niveles bajos. La política monetaria sigue estando orientada a mantener el grado de acomodación que justifican las perspectivas para la estabilidad de precios, así como a promover condiciones estables en el mercado monetario. Con ello presta apoyo a una recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro, la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno seguirá siendo acomodaticia durante el tiempo que sea necesario, conforme a las indicaciones prospectivas aportadas en julio. El Consejo de Gobierno confirma su expectativa de que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa sigue estando basada en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria. En los próximos meses, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento de toda la información disponible sobre la evolución económica y monetaria y evaluará su impacto en las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. En lo que concierne a la situación del mercado monetario, el Consejo de Gobierno permanecerá particularmente atento a cualquier evolución que pueda tener implicaciones para la orientación de la política monetaria y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles.

En lo que respecta al análisis económico, tras seis trimestres de caída del producto, el PIB real de la zona del euro registró un aumento, en tasa intertrimestral, del 0,3% en el segundo trimestre de 2013, apoyado también por factores temporales relacionados con las condiciones meteorológicas inusualmente adversas en algunos países de la zona del euro en los primeros meses de este año. La evolución de los datos de producción industrial apunta a un ligero debilitamiento del crecimiento al comienzo del tercer trimestre, mientras que los indicadores de confianza basados en encuestas disponibles hasta septiembre han seguido mejorando desde niveles bajos, lo que confirma en general las anteriores expectativas del Consejo de Gobierno de recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro, se prevé que el producto se recupere a ritmo lento, debido especialmente a la mejora gradual de la demanda interna apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse además de un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior de exportaciones. Asimismo, la mejora general de los mercados financieros observada desde el pasado verano parece estar transmitiéndose gradualmente a la economía real, al igual que los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Además, las rentas reales se han beneficiado recientemente del descenso general de la inflación. No obstante, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y los ajustes necesarios que quedan por hacer en los balances de los sectores público y privado continuarán lastrando la actividad económica.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja. La evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales y las incertidumbres conexas podrían afectar negativamente a la situación económica. Otros riesgos a la baja están relacionados con una subida de los precios de las materias primas en un contexto de intensificación de las tensiones

geopolíticas, con una demanda mundial más débil de lo previsto y con una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,1 % en septiembre de 2013, en general en línea con la evolución esperada, frente al 1,3 % registrado en agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanuales se mantengan en niveles bajos durante los próximos meses. Desde la perspectiva adecuada de medio plazo, las presiones subyacentes sobre los precios seguirán contenidas, como consecuencia de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del modesto ritmo de la recuperación. A medio y largo plazo, las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Se prevé que los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios continúen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados, en particular, con un aumento de los precios de las materias primas, así como con subidas más intensas de lo previsto de los precios administrados y los impuestos indirectos, y los riesgos a la baja, con una debilidad de la actividad económica mayor de la esperada.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de agosto indican que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y, en particular, del crédito siguió siendo débil. El crecimiento interanual de M3 se mantuvo en general estable, situándose en el 2,3 % en agosto, frente al 2,2 % registrado en julio. El crecimiento interanual de M1 mantuvo su vigor, pero disminuyó hasta el 6,8 % en agosto, frente al 7,1 % registrado en julio. Las entradas netas de capital en la zona del euro siguieron siendo el factor que más contribuyó al crecimiento interanual de M3, mientras que la tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo débil. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en el 0,4 % en agosto, prácticamente sin variación desde principios de año. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) fue del -2,9 % en agosto, frente al -2,8 % registrado en julio. La débil evolución de los préstamos a sociedades no financieras sigue reflejando fundamentalmente su retardo con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el actual ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Desde verano de 2012, se han logrado progresos notables en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito y, en particular, en el refuerzo de la base de depósitos en algunos países en dificultades. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. La adopción de nuevas medidas decisivas para la creación de una unión bancaria contribuirá a la consecución de este objetivo.

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

En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro no deberían dar marcha atrás en sus esfuerzos para reducir el déficit y situar sus elevadas ratios de deuda pública en una senda bajista. Los proyectos de planes presupuestarios que los países presentarán por primera vez en el marco de los reglamentos que componen el «two-pack» deben prever medidas suficientemente ambiciosas para

lograr los objetivos presupuestarios de 2014. Los Gobiernos deben redoblar sus esfuerzos encaminados a aplicar las reformas estructurales necesarias en los mercados de productos y de trabajo. Estas reformas son necesarias no solo para ayudar a los países a recuperar la competitividad y para el reequilibrio dentro de la zona del euro, sino también para crear economías más flexibles y dinámicas que generen crecimiento económico sostenible y empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examinan los cambios recientes en la naturaleza de las variaciones de los precios de las materias primas y se estudian sus posibles implicaciones para la evaluación de las perspectivas económicas de la zona del euro. En el segundo se analiza la importancia de tipos de interés de referencia como el EURIBOR en la zona del euro y se resumen las opiniones del BCE en el actual debate sobre las posibles opciones para reformar esos tipos, así como las iniciativas adoptadas a este respecto por el sector oficial, incluido el Eurosistema.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En general, el crecimiento de la economía mundial continúa siendo débil, aunque dispar según las regiones. La evolución reciente parece confirmar que se ha producido un cambio en el dinamismo subyacente del crecimiento a favor de las economías avanzadas. Ciertamente, en la mayoría de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se han ido afianzando las perspectivas de crecimiento, aunque varios factores siguen limitando el crecimiento a medio plazo. Por el contrario, el crecimiento de las economías emergentes parece haber perdido algo de impulso, si bien se espera que su contribución a la actividad global continúe siendo significativa. Las presiones inflacionistas a escala mundial se mantuvieron contenidas. En las economías avanzadas, la inflación permaneció, prácticamente estable en agosto, mientras que, en las economías emergentes, la evolución reciente ha sido más heterogénea.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual de M3 registró un aumento marginal en agosto de 2013, tras haber disminuido en los tres meses precedentes. No obstante, la evolución monetaria subyacente sigue siendo débil. Por el lado de los componentes, el crecimiento interanual de M1 descendió, aunque siguió siendo el que más contribuyó al avance de M3, debido al bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos líquidos. En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio se vio respaldado principalmente por las continuas entradas netas de capital en la zona del euro y por la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo. Por el contrario, el crédito otorgado por las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro continuó siendo escaso, como reflejo fundamentalmente de los reducidos niveles de demanda, si bien las restricciones de oferta también siguieron limitando el crédito en algunos países.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En julio de 2013, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro se contrajo en términos interanuales, a un ritmo ligeramente superior al del mes anterior. No obstante, pese a que el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras volvió a disminuir, permaneció en niveles históricamente elevados. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas descendió marginalmente en julio, aunque siguió siendo alta en el caso de las IFM.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Aunque los tipos de interés a un día del mercado monetario se mantuvieron básicamente estables en septiembre, la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó. En el noveno período de mantenimiento del año, que comenzó el 11 de septiembre, el eonia permaneció en niveles bajos, como reflejo de los reducidos tipos de interés oficiales del BCE, así como del exceso de liquidez en el mercado monetario a un día, que siguió siendo elevado, a pesar de que continuó el reembolso anticipado de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En septiembre de 2013, los mercados de renta fija se vieron influidos principalmente por la evolución observada en Estados Unidos, en particular por la decisión adoptada por la Reserva Federal el 18 de septiembre de no modificar el volumen de sus compras de bonos. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos aumentó a principios de mes y, posteriormente, experimentó un acusado descenso. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA registró variaciones similares, aunque algo menos pronunciadas. Al final del período de referencia, la incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija había disminuido tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se estrecharon para la mayor parte de los países. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto de 2013, los tipos de interés aplicados por las IFM a la mayor parte de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras registraron un ligero descenso. Los tipos de interés de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda disminuyeron en el caso de los vencimientos a corto plazo, mientras que se incrementaron levemente en el de los vencimientos a largo plazo. Los tipos de interés tanto de los créditos de hasta un millón de euros como de los de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se redujeron en todos los plazos de vencimiento. En agosto, los diferenciales entre los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se mantuvieron básicamente estables en niveles elevados.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 1 de octubre de 2013, las cotizaciones bursátiles se incrementaron más del 7% en la zona del euro. En Estados Unidos subieron algo menos, en torno al 4%. Aunque los datos económicos publicados en septiembre fueron un tanto dispares, la evolución de los mercados de renta variable en ambas áreas económicas se vio favorecida por la relajación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y por la decisión de la Reserva Federal de mantener el ritmo actual de compras de activos. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, volvió a reducirse durante el período de referencia.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,1 % en septiembre de 2013, frente al 1,3 % registrado en agosto, una evolución que, en general, fue acorde con las expectativas. Tomando como base los precios actuales en los mercados de futuros de energía, se prevé que las tasas de inflación interanual permanezcan en estos niveles reducidos en los próximos meses. Desde la perspectiva de medio plazo adecuada, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes se mantengan contenidas, como reflejo de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del moderado ritmo de la recuperación. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo continúan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Se prevé que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios sigan estando, en general, equilibrados en el medio plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de seis trimestres de crecimiento negativo del producto, el PIB real de la zona del euro registró un incremento intertrimestral del 0,3 % en el segundo trimestre de 2013, un aumento que también se vio favorecido por factores transitorios relacionados con unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas en algunos países de la zona de renta los primeros meses del año. La evolución de los datos de producción industrial apunta a un crecimiento algo más débil a principios del tercer trimestre, mientras que los indicadores de confianza basados en encuestas, disponibles hasta septiembre, han seguido mejorando a partir de unos niveles reducidos, lo que confirma, en general, las anteriores expectativas de recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro se espera que el producto se recupere a un ritmo lento, como consecuencia, en particular, de una mejora gradual de la demanda interna respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria. Además, la actividad económica de la zona del euro debería verse favorecida por un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior de exportaciones. Por otra parte, la mejora general observada en los mercados financieros desde el verano pasado parece estar transmitiéndose paulatinamente en la economía real, al igual que debería suceder con los avances logrados en materia de consolidación fiscal. Asimismo, las rentas reales se han beneficiado recientemente de una inflación, en general, más baja. Con todo, el desempleo en la zona del euro continúa siendo elevado, y los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado seguirán afectando a la actividad económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro permanecen a la baja.

[Si desea leer el capítulo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



I LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y SU PAPEL EN LA EVALUACIÓN DEL CRECIMIENTO Y DE LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En la última década, los precios de las materias primas han registrado tendencias alcistas más acusadas, una mayor correlación entre ellos y una volatilidad más elevada. Es probable que estas características hayan sido reflejo, principalmente, de la mayor sincronización entre la evolución de los mercados de materias primas y la de la actividad económica mundial (en especial en el caso de las economías emergentes). El cambio en la naturaleza de las fluctuaciones de los precios de las materias primas puede afectar a la evaluación de las perspectivas económicas de la zona del euro. En concreto, los supuestos en los que se basan estas perspectivas de evolución futura de los precios de las materias primas pueden caracterizarse por una mayor incertidumbre que antes. En general, siempre es necesario realizar un análisis detenido de los factores subyacentes que determinan los precios de estos bienes, con el fin de analizar sus implicaciones para la estabilidad de precios a medio plazo y de establecer la respuesta de política monetaria adecuada ante las variaciones que experimenten dichos precios.

INTRODUCCIÓN

La evolución de los precios internacionales de las materias primas desempeña un importante papel en la evaluación de las perspectivas de inflación de la zona del euro y de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. En esta evaluación es necesario determinar la naturaleza de las variaciones de los precios de las materias primas, los canales a través de los cuales afectan a la economía y su importancia relativa. El objetivo de este artículo es identificar los recientes cambios en la naturaleza de dichas variaciones y sus posibles implicaciones para la evaluación de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación en la zona del euro, en caso de que se conviertan en permanentes.

A tal efecto, el artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se presenta el patrón de las fluctuaciones de los precios de las materias primas y se analizan los factores que pueden explicar cualquier cambio en dicho patrón. Existe cierta evidencia de un aumento tendencial más acusado de estos precios desde principios de la pasada década, al que se suman una volatilidad más elevada y una mayor correlación entre los precios de las distintas materias primas. Estos cambios pueden deberse a variaciones en la demanda mundial de materias primas, en particular al creciente papel de las economías emergentes como importadoras de materias primas. En la sección 3 se describen cuáles son las implicaciones de los cambios en la naturaleza de las variaciones de los precios de las materias primas para la evaluación de las perspectivas económicas de la zona del euro. Estas implicaciones incluyen desde definir los supuestos adecuados para los precios futuros de las materias primas en el contexto de las proyecciones macroeconómicas, hasta considerar un abanico más amplio de canales a través de los cuales la evolución de los precios de las materias primas puede influir en la actividad interna y en la inflación. Los cambios en la naturaleza de las fluctuaciones de los precios de las materias primas y su impacto en la economía pueden afectar también a la ejecución de la política monetaria. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

En la última década, los precios de las materias primas han registrado un acusado aumento y una volatilidad más elevada. Al mismo tiempo, los mercados de estos bienes se han visto cada vez más influidos por la situación de la demanda mundial, lo que se ha traducido en correlaciones mayores entre los precios de las distintas materias primas, por lo que las perturbaciones de los precios de estos bienes están ahora más sincronizadas. Si estos cambios persisten, pueden tener implicaciones para la inflación y el crecimiento de los países importadores de materias primas, como la zona del euro. Asimismo, requieren un análisis detenido para poder determinar la respuesta de política monetaria adecuada.

En este artículo se han descrito las implicaciones de los cambios en la naturaleza de las variaciones de los precios de las materias primas para la evaluación de las perspectivas económicas de la zona del euro. Los supuestos convencionales para los precios de las materias primas basados en los precios de los futuros pueden quedar obsoletos con mayor rapidez cuando los precios de las materias primas están sujetos a tendencias inesperadas y a una elevada volatilidad. Los notables cambios registrados en los precios de estos bienes en la última década han puesto de manifiesto que los precios de los futuros han predicho, en general, incrementos de precios inferiores a los observados y, por tanto, han contribuido significativamente al error general en las proyecciones de la inflación medida por el IAPC.

El análisis económico del BCE ha de tener en cuenta la incertidumbre en torno a las perspectivas derivada de la naturaleza específica de las perturbaciones de los precios de las materias primas. La definición cuantitativa de estabilidad de precios, que proporciona un anclaje para las expectativas de inflación, y la orientación a medio plazo de la política monetaria, en virtud de la cual la duración del período de referencia refleja la naturaleza y la persistencia de las perturbaciones que afectan a la zona del euro, son características de la estrategia de política monetaria del BCE que ayudan específicamente a afrontar los retos que plantea la naturaleza cambiante de dichas perturbaciones. Además, el análisis de riesgos con respecto a las proyecciones de los expertos que lleva a cabo el Consejo de Gobierno ha indicado regularmente que los riesgos para los precios de las materias primas son relevantes para la determinación de la política monetaria. En general, valiéndose de estas características de su estrategia, a pesar de la tendencia al alza de los precios de las materias primas en los últimos años, el Consejo de Gobierno del BCE ha logrado mantener las tasas de inflación en un nivel medio próximo al 2% en el período transcurrido desde 1999.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

2 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA: PAPEL, RETOS Y PERSPECTIVAS

Los tipos de interés de referencia son tipos de interés de uso habitual que vinculan los pagos establecidos en los contratos financieros a los tipos de interés estándar del mercado monetario. Sirven de referencia para determinar los pagos correspondientes a préstamos mayoristas y minoristas, a bonos a tipo de interés variable y a derivados que tengan por objetivo gestionar el riesgo de tipo de interés. También están muy arraigados en el sistema financiero internacional por su utilización en la valoración de instrumentos financieros y en la medición de su rentabilidad. En este artículo se analiza la función desempeñada tradicionalmente por los tipos de interés de referencia, centrando especialmente la atención en el papel del euríbor en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Basándose en la evidencia reciente de manipulación de los tipos de referencia y de caída de la actividad en el mercado subyacente, el artículo resume las opiniones del BCE sobre el actual debate en torno a las posibles alternativas para reformar estos tipos, así como las iniciativas de esta institución para establecer principios consensuados que refuercen el marco de gobernanza existente y desarrollar una nueva generación de tipos de referencia más vinculados a operaciones observables y más representativos de la situación del mercado subyacente. También se presentan algunos resultados preliminares del ejercicio de recopilación de datos sobre operaciones llevado a cabo por la EURIBOR-EBF, con el apoyo del BCE, con el objeto de evaluar el margen existente para introducir un tipo de referencia basado en operaciones que pudiera ser un sustituto fiable del euríbor. El artículo llega a la conclusión de que, aunque las reformas ya aplicadas o que se van a acometer representan un avance significativo en términos de fortalecimiento del marco de gobernanza, restablecimiento de la credibilidad y reducción de los riesgos de manipulación, se han de seguir explorando tipos de referencia alternativos más basados en las operaciones, que puedan sustituir a los actuales tipos de referencia. Otra conclusión es que los tipos de interés de referencia que reflejan los costes de la financiación sin garantías de las entidades de crédito seguirán desempeñando un papel importante, aunque es probable que tengan que complementarse con otros tipos de referencia para que los usuarios puedan elegir los que mejor se adapten a sus necesidades.

INTRODUCCIÓN

Los tipos de interés de referencia (en particular, el tíbor, el líbor y el euríbor) son tipos de interés que vinculan los pagos establecidos en un contrato financiero a los tipos de interés estándar del mercado monetario. Habida cuenta de la creciente importancia que, con el tiempo, han adquirido estos tipos de referencia en la comunidad financiera, la transmisión de la política monetaria se ve influenciada de manera significativa por el vínculo existente entre los principales tipos de interés de referencia y el tipo de interés oficial de los bancos centrales. Desde la década de los noventa predominan los tipos de interés de referencia basados en las operaciones interbancarias de endeudamiento y de préstamo sin garantías, ya que facilitan la gestión de los riesgos de financiación de las entidades de crédito por el papel que estas desempeñan en la canalización del crédito. Esto ha hecho de los tipos de referencia una herramienta esencial en la transmisión de las decisiones de política monetaria a la curva de tipos, influyendo así en las decisiones de inversión de muchos agentes económicos.

Las acusaciones de manipulación de los tipos de interés de referencia, como el tíbor, el líbor y el euríbor, que se han formulado desde 2012 han desencadenado un amplio debate sobre la idoneidad del proceso utilizado para fijar los tipos de interés de referencia. Con todo, un aspecto adicional de este debate es la

cuestión más fundamental de si los tipos de interés empleados en la actualidad siguen siendo representativos, teniendo en cuenta la actual caída de los volúmenes negociados en los mercados subyacentes y el mayor grado de concentración. El BCE considera que existe un margen sustancial para seguir reformando los tipos de referencia. Si se tiene en cuenta la importancia de estos tipos en la ejecución y la transmisión de la política monetaria, cualquier reforma que se emprenda debería distinguir entre medidas a corto plazo de mejora de la gobernanza, destinadas a aumentar de inmediato la confianza de los mercados en esos tipos, y medidas más a medio y largo plazo, cuyo objetivo es que los tipos de referencia se basen más en las operaciones y sean más representativos.

Por lo tanto, los objetivos de este artículo son tres. En primer lugar, recordar la finalidad y el papel de tipos de interés de referencia como el euríbor en la zona del euro, y su importancia desde la perspectiva de la política monetaria (véase sección 2). En segundo lugar, explicar los antecedentes del actual debate sobre la idoneidad y la representatividad de los tipos de interés de referencia (véase sección 3) y, en tercer lugar, presentar las diversas iniciativas planteadas por el sector oficial, incluido el Eurosistema, para mejorar la integridad de los actuales tipos de referencia e impulsar la adopción de tipos más basados en las operaciones (véase sección 4). Para terminar, el artículo extrae algunas conclusiones sobre los logros alcanzados hasta ahora y las tareas pendientes (véase sección 5).

CONCLUSIONES

Las acusaciones y la evidencia de manipulación de los principales tipos de interés de referencia han cuestionado la idoneidad de su actual marco de gobernanza y la metodología en la que se basan. Para restablecer su credibilidad y al mismo tiempo preservar su papel de referencia en la economía, el objetivo de la respuesta de política monetaria que el BCE ha apoyado con firmeza ha sido restaurar de inmediato la credibilidad de los tipos de referencia de importancia sistémica abordando las significativas deficiencias detectadas en su marco de gobernanza.

En opinión del BCE, estas reformas del marco de gobernanza son medidas necesarias a corto plazo que deben complementarse con otras iniciativas encaminadas a aumentar la fiabilidad, la representatividad y la fortaleza de los tipos de interés de referencia en el medio plazo. El BCE considera, al igual que otros bancos centrales, que los tipos de interés de referencia que reflejan los costes de la financiación sin garantías de las entidades de crédito continuarán desempeñando un importante papel, ya que seguirían permitiendo que las entidades trasladen a sus clientes los costes de la financiación mayorista sin garantías y gestionen mejor su situación de liquidez y sus posiciones de activo y de pasivo. Por consiguiente, el BCE respalda firmemente las iniciativas del mercado dirigidas a identificar tipos de referencia más basados en operaciones, que constituirían una alternativa viable para complementar o sustituir al euríbor. Las soluciones no son evidentes y, por ello, exigen realizar un análisis detenido que tenga en cuenta los cambios estructurales en los mercados monetarios, así como plazos más largos. La recopilación de datos de operaciones por parte de la EURIBOR-EBF, con el apoyo del BCE, constituye una excelente oportunidad para analizar hasta qué punto podría calcularse un tipo basado en las operaciones y, en su caso, qué forma podría adoptar. El BCE también está a favor de que, en un sistema financiero cambiante, se faciliten alternativas, de forma que los usuarios puedan elegir los tipos de referencia que mejor se adapten a sus necesidades. Sin perjuicio del papel que deben desempeñar las autoridades públicas en el proceso de regulación de los tipos de referencia y del interés que tienen los reguladores y los bancos centrales en mantener la credibilidad, la fiabilidad y la representatividad de los tipos de referencia, la selección de aquellos que mejor reflejen las necesidades de los usuarios finales es, en última instancia, responsabilidad de los propios usuarios.

Al diseñar el nuevo tipo de interés de referencia se han de tener en cuenta los principios básicos propuestos a tal efecto por el IOSCO y la ESMA-EBA. Los tipos de referencia deben elaborarse de forma que sean representativos del mercado que pretenden medir. Asimismo deben garantizar que el margen de manipulación se minimice o que cualquier intento de manipulación pueda detectarse con fiabilidad. Por último, el éxito de un nuevo tipo de referencia depende de su grado de aceptación entre los usuarios. Por consiguiente, el BCE recomienda firmemente a los participantes en el mercado que colaboren activamente en el proceso de diseño, con el fin de que el tipo de referencia resultante se adapte a las necesidades del mercado.

En estas circunstancias, desde una perspectiva de política económica podría resultar adecuado impulsar la adopción de un tipo de interés de referencia más representativo, que refleje las operaciones activas y líquidas en el mercado interbancario, y que tenga capacidad de resistencia en épocas de tensión.

Los tipos de interés de referencia de importancia sistémica, como el euríbor y el eonia, son particularmente relevantes para la provisión de crédito a la economía de la zona del euro y para la ejecución de la política monetaria única. Por lo tanto, es esencial garantizar su continuidad en todo momento mientras se analizan soluciones de reforma a más largo plazo con el objetivo de que tipos de referencia como el euríbor se basen más en las operaciones. Para el euríbor y el eonia, esto significa que las entidades de crédito que contribuyen al cálculo de estos tipos continúen en sus respectivos paneles y, preferiblemente, que se incorporen más entidades, incluidas las que dejaron de participar recientemente. Además, los sectores público y privado deberían colaborar en la revisión de la adecuación de los planes de contingencia actuales y en su mejora, con el fin de que estén preparados para hacer frente a situaciones en las que la fijación de los tipos de referencia de importancia sistémica se desestabilice.

Por último, el hecho de que los principios de la ESMA-EBA y el próximo proyecto de reglamento de la Comisión Europea hayan introducido mayor claridad en el proceso de fijación de los tipos de interés debería contribuir a que las entidades de crédito continúen participando en dicho proceso reduciendo los riesgos y la incertidumbre mientras se siguen considerando las alternativas para introducir cambios de carácter más estructural en la definición de los tipos de interés de referencia. Las cuestiones relacionadas con la transición deberán analizarse detenidamente, aunque se abordarán mejor cuando se haya alcanzado un consenso sobre el diseño de unos tipos de interés de referencia más estables.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)