

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANCES DEL EUROSISTEMA, DE LA RESERVA FEDERAL Y DEL BANCO DE JAPÓN

ARTÍCULOS

Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón

Durante las turbulencias financieras, que comenzaron en agosto del 2007, el tamaño y la composición de los balances de los bancos centrales han cambiado considerablemente, como consecuencia de la realización de operaciones excepcionales de política monetaria. En este artículo se analiza esta evolución reciente sobre la base de los balances simplificados del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón. La notable ampliación y la creciente complejidad de los balances de estos tres bancos centrales, especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, son una evidencia de la vigorosa respuesta de estas instituciones al grave deterioro de la situación financiera y económica.

I INTRODUCCIÓN

El balance de un banco central proporciona información detallada sobre cómo utiliza sus instrumentos de política monetaria, por lo que ayuda también a comprender cómo se ejecuta la política monetaria. Los cambios que se han producido en los balances desde el inicio de las turbulencias financieras muestran que los bancos centrales han utilizado los instrumentos existentes de forma innovadora y que han introducido nuevos instrumentos, para aliviar la escasez de liquidez y garantizar el buen funcionamiento de los mercados monetarios, condición esencial para la transmisión de la política monetaria. Durante las turbulencias financieras, particularmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, los bancos centrales han potenciado su función de intermediación en los mercados monetarios y han ofrecido un apoyo fundamental a otros mercados de crédito, lo que ha tenido como consecuencia un notable incremento del tamaño y de la complejidad de sus balances.

En este artículo se describe y se compara la evolución de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón¹. Dado que los marcos de ejecución de la política monetaria y las normas contables de estos bancos centrales son diferentes, la comparación no se basa en sus estados financieros detallados, sino en versiones simplificadas de los mismos (en lo sucesivo, «balances simplificados»).

Entre junio del 2007 y diciembre del 2008, el activo total del Eurosistema y el de la Reserva Federal aumentaron considerablemente, en un 90% y un 160%, respectivamente, como resultado de las medidas adoptadas en respuesta a las turbulencias

financieras. Al mejorar la situación de los mercados monetarios en el primer semestre del 2009, el activo total del Eurosistema se redujo aproximadamente en un 20%, y el de la Reserva Federal, en un 10%. Sin embargo, como consecuencia de la elevada demanda que suscitó la primera operación de financiación a un año del Eurosistema, realizada el 24 de junio de 2009, el tamaño del balance del Eurosistema volvió a aumentar, casi hasta alcanzar niveles máximos. Por el contrario, el balance del Banco de Japón era relativamente amplio en el 2007, debido al pronunciado incremento de los billetes en circulación observado a finales de los noventa, lo que significaba que el nivel de billetes en circulación se mantenía por encima de su tendencia a largo plazo. Por consiguiente, el balance del Banco de Japón sólo creció un 25% entre junio del 2007 y marzo del 2009, cuando alcanzó su máximo a raíz de las turbulencias financieras.

Varios factores han contribuido a la sustancial ampliación y a la mayor complejidad de los balances de estos tres bancos centrales durante las turbulencias financieras. Antes de septiembre del 2008, el Eurosistema y la Reserva Federal aumentaron el número de operaciones de financiación, especialmente de las que se realizaban a plazos amplios, e introdujeron las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera. Al mismo tiempo, el Banco de Japón utilizó instrumentos que habían sido creados durante la crisis financiera que padeció Japón en los años noventa y que, por lo tanto, ya presentaban características no convencionales, como plazos más largos y un abanico más amplio de activos de garantía. Posteriormente, durante la fase más intensa de las turbulencias financieras,

¹ Este artículo abarca el período transcurrido hasta finales de agosto del 2009.

cuando los tipos de interés se situaron en niveles próximos a cero, los tres bancos centrales dirigieron su atención cada vez más a la transmisión de la política monetaria al sector real de la economía. En consecuencia, se volvió esencial prestar apoyo a los principales mercados de crédito mediante compras simples de activos o mediante facilidades especiales de crédito. En la segunda sección se examina el concepto de balances simplificados, y en la tercera se analiza la evolución de los balances de los tres bancos centrales de forma más detallada.

2 BALANCES SIMPLIFICADOS: FUNDAMENTO Y DEFINICIÓN

Los marcos de ejecución de la política monetaria y las normas contables del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón presentan diferencias, que se reflejan en la estructura de sus balances. Así pues, para facilitar la comparación entre estos balances y para que ésta sea más significativa, se utilizan versiones simplificadas de los mismos (en el recuadro se describe con más detalle la elaboración de los balances simplificados).

En el balance simplificado se agregan y se compensan varias partidas incluidas en el estado financiero, con el fin de destacar las que están relacionadas con las operaciones de política monetaria y de facilitar el análisis de la liquidez. El balance muestra la relación entre el tamaño y el tipo de instrumento de política monetaria, en moneda local y extranjera, y recoge los principales factores autónomos de liquidez.

Las tres principales categorías de partidas del balance simplificado son (i) los factores autónomos de liquidez, (ii) las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera, introducidas durante las turbulencias financieras para facilitar fondos en divisas a las entidades de contrapartida nacionales, y (iii) los instrumentos de política monetaria que se utilizan para controlar los tipos de interés en los mercados monetarios nacionales y, a partir de septiembre del 2008,

para reforzar determinados segmentos de los mercados de crédito (véase cuadro 1). Todas estas partidas figuran tanto en el activo como en el pasivo del balance.

Los factores autónomos de liquidez son partidas del balance, como los billetes en circulación y los depósitos de las AAPP, sobre las que los bancos centrales tienen poco o ningún control, pero que pueden afectar a los tipos de interés o a la situación de liquidez a corto plazo. En el presente artículo, los factores autónomos de liquidez que figuran en el activo del balance incluyen los activos exteriores netos (es decir, los activos en moneda extranjera mantenidos a vencimiento por motivos de intervenciones en divisas o de inversión) y, en el caso del Eurosistema, los activos interiores mantenidos a vencimiento por los BCN y que no se utilizan en la ejecución de la política monetaria. En el pasivo, los factores autónomos incluyen los billetes en circulación, los depósitos de las AAPP (es decir, las cuentas corrientes mantenidas por los departamentos del Tesoro en los BCN) y una partida residual denominada «otros factores autónomos (neto)».

Las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera, que se han llevado a cabo en respuesta a las turbulencias financieras, consisten en *swaps* y *repos* mediante los cuales los bancos centrales suministran moneda extranjera a los mercados interbancarios nacionales. La moneda extranjera utilizada en estas operaciones se obtiene mediante acuerdos de *swaps* con otros bancos centrales.

Los instrumentos de política monetaria figuran también tanto en el activo como en el pasivo del balance simplificado. Los *repos* a corto y a largo plazo, las facilidades de crédito y las carteras a vencimiento se registran en el activo, mientras que las cuentas corrientes mantenidas por las entidades de crédito para cumplir las exigencias de reservas mínimas o para realizar operaciones, las operaciones de absorción de liquidez (como los depósitos a plazo fijo y los *repos* inversos), las facilidades de depósito y otros instrumentos de absorción de liquidez se registran en el pasivo.

Cuadro I Balances simplificados del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón al final de agosto del 2009

Activo			Pasivo		
(a) Eurosistema ¹ (mm de euros)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores netos	392	(317)	Billetes en circulación	767	(633)
Activos interiores ²	341	(131)	Depósitos de las AAPP	136	(70)
			Otros factores autónomos (neto)	189	(27)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
Repos con dólares	31	(0)	Pasivos frente a la Reserva Federal	31	(0)
Swaps con coronas danesas	0	(0)	Pasivos frente al Banco Nacional Suizo	19	(0)
Swaps con coronas suecas	3	(0)			
Instrumentos de política monetaria					
Cartera de bonos garantizados (covered bonds)	9	(0)	Cuentas corrientes	203	(182)
Operaciones principales de financiación	78	(313)	Operaciones de absorción	0	(0)
Operaciones de financiación a plazo más largo	634	(150)	Facilidad de depósito	143	(1)
Operaciones de ajuste	0	(0)			
Facilidad marginal de crédito	0	(1)			
Total	1.488	(913)		1.488	(913)
(b) Reserva Federal ³ (mm de dólares)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores netos	38	(34)	Billetes en circulación	870	(775)
			Depósitos de las AAPP	13	(4)
			Otros factores autónomos (neto)	76	(49)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
Swaps de liquidez entre bancos centrales	60	(0)			
Instrumentos de política monetaria					
Activos interiores	1.485	(790)	Cuentas corrientes	862	(16)
Repos	0	(20)	Repos inversos	0	(0)
Operaciones de financiación a plazo (Term Auction Facility, TAF)	221	(0)	Cuenta de financiación complementaria del Tesoro	200	(0)
Otros créditos	217	(0)			
Total	2.021	(845)		2.021	(845)
(c) Banco de Japón ¹ (100 mm de yenes)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores	54	(57)	Billetes en circulación	762	(758)
			Depósitos de las AAPP	29	(42)
			Otros factores autónomos (neto)	139	(-59)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
Repos con dólares	8	(0)	Pasivos frente a la Reserva Federal	8	(0)
Instrumentos de política monetaria					
Activos interiores	596	(578)	Cuentas corrientes	119	(97)
Repos	399	(204)	Repos inversos	0	(0)
Otros créditos	0	(0)	Letras del Banco de Japón	0	(0)
Total	1.056	(838)		1.056	(838)

Fuentes: Cálculos del BCE basados en el estado financiero semanal del Eurosistema (datos semanales); en los datos estadísticos del estado H.4.1, cuadro 9 «Consolidated statement of condition of all Federal Reserve banks» (anteriormente cuadro 8) y de Wednesday Historical Levels, cuadro 16 (datos semanales), de la Reserva Federal; en las cuentas y en «Monetary Base and the Bank of Japan's transactions» (datos mensuales), del Banco de Japón.

1) A 28 de agosto de 2009 (datos a 29 de junio de 2007 entre paréntesis).

2) De los cuales, la partida de «préstamos singulares al sector público denominados en euros» se situaba en 37 mm de euros el 29 de junio de 2007 y en 36 mm de euros el 28 de agosto de 2009.

3) A 26 de agosto de 2009 (datos a 27 de junio de 2007 entre paréntesis).

BALANCES SIMPLIFICADOS: METODOLOGÍA

En los balances simplificados, la información registrada en los estados financieros de los bancos centrales se presenta de forma estandarizada, agregando y compensando algunas partidas, dependiendo en este último caso del grado de detalle del respectivo estado financiero. Por ejemplo, el estado financiero del Eurosistema contiene información muy detallada sobre cuentas no relacionadas con la política monetaria. La ratio entre el activo total del balance simplificado y el activo total del estado financiero es aproximadamente de 4/5 para el Eurosistema y el Banco de Japón y casi de 1/1 para la Reserva Federal.

Los balances simplificados recogen tres categorías de activos y pasivos: los factores autónomos de liquidez, las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera y los instrumentos de política monetaria.

Factores autónomos de liquidez

En el activo del balance simplificado, los factores autónomos de liquidez incluyen la partida de «activos exteriores netos». Esta partida agrega todas las cuentas denominadas en moneda extranjera, incluyendo el oro y los derechos especiales de giro y excluyendo las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera; la cifra agregada es la diferencia entre la suma de las cuentas de activo y la suma de las cuentas de pasivo. El balance simplificado del Eurosistema presenta un factor autónomo adicional en el activo, los «activos interiores», que son valores y deuda pública denominados en euros que los bancos centrales de la zona del euro mantienen a vencimiento por motivos de inversión, asumiendo el correspondiente riesgo financiero. Estas carteras están sometidas a límites máximos de tamaño, acordados por el Eurosistema, a fin de garantizar que no interfieran en la ejecución de la política monetaria única.

Los factores autónomos de absorción de liquidez, contabilizados en el pasivo del balance simplificado, son los billetes y los depósitos de las AAPP. Una categoría residual, denominada «otros factores autónomos (neto)», se calcula como la diferencia entre la suma de todas las cuentas del pasivo y la suma de todas las cuentas del activo del estado financiero que no figuran en el balance simplificado. Ninguna de las partidas así agregadas está relacionada con las operaciones de política monetaria.

Al final del 2008, como consecuencia de una reclasificación contable, la composición del estado financiero semanal del Eurosistema cambió, de tal forma que parte de las carteras de inversión de los bancos centrales pasaron de la partida A11 («otros activos») a la partida A7 («valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro»). Aunque esta reclasificación contable no afectó al tamaño del estado financiero semanal, supuso una ampliación del balance simplificado del Eurosistema, debido a que, a diferencia de la partida A11, la partida A7 no se integra en la partida de «otros factores autónomos (neto)». El cambio de nivel de 157,4 mm de euros de los «activos interiores» resultante, registrado en el balance simplificado el 2 de enero de 2009, refleja, en cierta medida, la ampliación de las carteras de inversión en el período comprendido entre mediados del 2007 y finales del 2008. Antes de la reclasificación contable, estas inversiones figuraban en «otros activos» en el estado financiero semanal¹.

1 Véase la nota de prensa del 7 de enero de 2009 en <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2009/html/fs081231.en.html>.

Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera

En los estados financieros de los bancos centrales, todas las operaciones en moneda extranjera se incluyen habitualmente en las mismas partidas de activos y pasivos exteriores. Sin embargo, en los balances simplificados examinados en el presente artículo, las operaciones realizadas en respuesta a las turbulencias financieras se presentan por separado. En estas operaciones, la Reserva Federal proporciona a otros bancos centrales liquidez en dólares y adquiere así un activo que figura en su balance en la partida de «*swaps* de liquidez entre bancos centrales». A cambio de fondos en dólares, la Reserva Federal recibe fondos en euros (yenes), que deposita en el Eurosistema (Banco de Japón). Este depósito en euros (yenes) se registra en la partida «pasivos frente a la Reserva Federal» en el pasivo del balance del Eurosistema (Banco de Japón)². El Eurosistema utiliza actualmente los fondos en dólares recibidos de la Reserva Federal para realizar operaciones de inyección de liquidez en dólares con sus entidades de contrapartida en forma de *repos*. La partida de «*repos* con dólares», que figura en el activo del balance simplificado del Eurosistema, representa el activo en dólares que el Eurosistema adquiere frente a sus entidades de contrapartida en los *repos*. Asimismo, los *repos* con dólares realizados por el Banco de Japón figuran como un activo en su balance.

Hasta enero del 2009, el Eurosistema efectuaba también operaciones de inyección de liquidez en dólares en forma de *swaps*. En estas operaciones de *swaps*, el Eurosistema proporcionaba a sus entidades de contrapartida dólares a cambio de euros, que se adeudaban (restaban) en las cuentas corrientes de las entidades de contrapartida. Los *swaps* franco suizo/euro, realizados en cooperación con el Banco Nacional Suizo, son operaciones similares: a cambio de francos suizos, el Banco Nacional Suizo recibe euros, que deposita en el Eurosistema. En las cuentas del Eurosistema, este depósito en euros se registra en el pasivo, en la partida «pasivos frente al Banco Nacional Suizo». El Eurosistema ha suscrito también acuerdos recíprocos de divisas con el Danmarks Nationalbank y el Sveriges Riksbank. Mediante *swaps* euro/corona danesa y euro/corona sueca, las entidades de crédito de Dinamarca y Suecia reciben euros a cambio de su moneda nacional. El Eurosistema deposita las coronas danesas y suecas en los respectivos bancos centrales, adquiriendo así activos en moneda extranjera, que se registran en las partidas de «*swaps* con coronas danesas» y «*swaps* con coronas suecas» en el balance simplificado del Eurosistema.

Instrumentos de política monetaria

Las principales diferencias en los balances simplificados de los tres bancos centrales que se analizan en el presente artículo se observan en las partidas incluidas en los instrumentos de política monetaria. En el caso del Eurosistema, el balance simplificado muestra la liquidez proporcionada mediante operaciones principales de financiación a una semana; operaciones de financiación a plazo más largo a uno, tres y seis meses; operaciones de ajuste, y la facilidad marginal de crédito a un día. Un amplio conjunto de activos, que incluye tanto deuda pública como privada, se admite como garantía en estas operaciones, a las que actualmente tienen acceso alrededor de unas 2.200 entidades de contrapartida. Además, los instrumentos de política monetaria del Eurosistema incluyen la cartera de bonos garantizados (*covered bonds*) que se ha venido constituyendo desde julio del 2009 y que está claramente separada de las carteras a vencimiento mantenidas por los bancos centrales de la zona del euro («activos interiores»).

Mientras que, en el caso del Eurosistema y, en menor medida, del Banco de Japón, las operaciones de financiación han tendido a representar un porcentaje importante del activo total del balance sim-

² La parte futura de los *swaps* se registra fuera de balance.

plificado, incluso antes de las turbulencias financieras, en el caso de la Reserva Federal estas operaciones han constituido una parte relativamente reducida del activo total y, de hecho, los *repos* tradicionalmente sólo se han utilizado para hacer frente a fluctuaciones transitorias de las necesidades de liquidez del sistema bancario.

En la ejecución de su política monetaria, tanto la Reserva Federal como el Banco de Japón utilizan activamente las carteras a vencimiento («activos interiores»), que se registran como instrumentos de política monetaria en el balance simplificado utilizado en el presente artículo. En la actualidad, las tenencias de la Reserva Federal comprenden letras del Tesoro, bonos y obligaciones, valores de renta fija de agencias federales y, desde enero del 2009, bonos de titulización hipotecaria de agencias federales. Antes del inicio de las turbulencias financieras, la Reserva Federal tendía a mantener el tamaño de su cartera a vencimiento en el mismo nivel que el de los billetes en circulación. Las tenencias del Banco de Japón incluyen actualmente deuda pública, letras a descuento del Tesoro y acciones mantenidas en fondos fiduciarios, así como pagarés de empresa y valores de renta fija privada, desde febrero y marzo del 2009, respectivamente. Las carteras a vencimiento de deuda pública japonesa han permanecido en un nivel inferior al del importe de los billetes emitidos.

Por otra parte, en el activo del balance simplificado de la Reserva Federal se contabilizan las operaciones de financiación a plazo (*Term Auction Facility*, *TAF*), instauradas en respuesta a las turbulencias financieras. En comparación con los *repos* regulares de la Reserva Federal, en estas operaciones puede participar un mayor número de entidades de contrapartida (cerca de 7.000, frente a 18 en los *repos* regulares) y la gama de activos de garantía que pueden aportar es más amplia. En el caso de la Reserva Federal, la partida de «otros créditos» del balance simplificado comprende las partidas de «otros préstamos» y «cartera neta» de su estado financiero e incluye muchas de las medidas de aumento del crédito adoptadas por la Reserva Federal (para más detalles, véase la sección 3.1). En el caso del Banco de Japón, la partida de «otros créditos» comprende las operaciones especiales de provisión de fondos con garantía de valores de renta fija privada realizadas a partir de enero del 2009 y la facilidad complementaria de crédito, mediante la cual se conceden préstamos a un día a las entidades de contrapartida que los soliciten.

Los instrumentos de política monetaria registrados en el pasivo del balance simplificado incluyen las cuentas corrientes de las entidades de crédito, así como otros instrumentos de absorción de liquidez de la política monetaria. Las cuentas corrientes comprenden las reservas mínimas obligatorias y el «exceso de reservas», es decir, las reservas mantenidas en exceso de las reservas mínimas obligatorias. El Eurosistema ofrece una facilidad permanente de depósito que permite a las entidades de contrapartida depositar liquidez a un día. La partida de «operaciones de absorción» del balance simplificado del Eurosistema consiste en la captación de depósitos a plazo fijo, que, a diferencia de los *repos* inversos de la Reserva Federal y del Banco de Japón, no supone la transferencia de activos de garantía a las entidades de contrapartida. La partida de «cuenta de financiación complementaria del Tesoro» comprende los depósitos mantenidos por el Tesoro estadounidense en la Reserva Federal, en el marco de un sistema establecido en septiembre del 2008 para absorber algo del exceso de liquidez proporcionada mediante las nuevas facilidades de crédito. Finalmente, la partida de «letras del Banco de Japón» contiene las letras emitidas por el Banco de Japón.

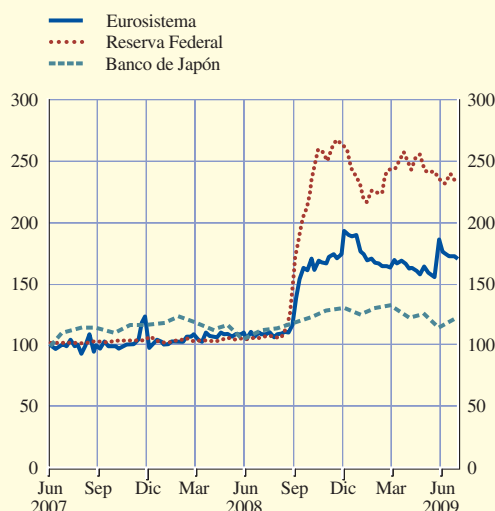
3 EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DESDE JUNIO DEL 2007

Durante la primera fase de las turbulencias financieras, que duró hasta septiembre del 2008, el tamaño de los balances de los bancos centrales no cambió de forma significativa (véase gráfico 1). Las inyecciones de liquidez se compensaron con la venta de activos de los bancos centrales o con ajustes a la baja de la magnitud de las operaciones de financiación hacia el final del período de mantenimiento, a fin de garantizar la inexistencia de excesos de liquidez en el sistema bancario. Sin embargo, después de la intensificación de las turbulencias financieras en el cuarto trimestre del 2008, el Eurosistema adoptó medidas adicionales de apoyo al crédito y la Reserva Federal puso en práctica un plan de aumento del crédito, que supusieron, en ambos casos, un incremento significativo de sus respectivos balances. Posteriormente, la mejora de la situación de los mercados monetarios en el primer semestre del 2009 dio lugar a una reducción del activo total del Eurosistema y de la Reserva Federal. Sin embargo, la elevada demanda suscitada por la operación de financiación a un año realizada el 24 de junio de 2009 tuvo como resultado un nuevo aumento del tamaño del balance del Eurosistema. Debido al alto nivel de billetes en circulación, consecuencia de un crecimiento por encima de la tendencia a finales de los noventa, el balance del Banco de Japón era relativamente amplio antes del inicio de las turbulencias financieras, por lo que su crecimiento en los dos últimos años ha sido menor.

El cuadro 2 muestra el activo total en porcentaje del PIB y de los billetes en circulación en la zona del euro, en Estados Unidos y en Japón. Antes de la adopción de las medidas destinadas a hacer frente a las turbulencias financieras, los tamaños de los balances de estos tres bancos centrales, medidos en relación con el PIB y con los billetes en circulación, eran diferentes. La Reserva Federal tenía el balance de menor tamaño en relación con el PIB y con los billetes en circulación, mientras que el Eurosistema presentaba el balance de mayor tamaño en relación con los billetes en circulación, y el Banco de Japón, el de mayor tamaño en relación

Gráfico 1 Activo total del balance simplificado

(junio 2007 = 100)



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

Nota: El aumento del activo total del Eurosistema contabilizado el 2 de enero de 2009 se debió a una reclasificación contable. Las ampliaciones de las carteras de inversión registradas en años anteriores se reflejaron en el activo del balance simplificado (véase recuadro).

con el PIB. Esta disparidad puede explicarse, al menos en parte, por varios factores, tales como las diferencias en las estructuras de los mercados financieros, en los marcos de ejecución de la política monetaria y en la situación económica. Como resultado del incremento del activo de los bancos

Cuadro 2 Activo total del balance simplificado en relación con el PIB y con los billetes en circulación

	Eurosistema	Reserva Federal	Banco de Japón
En relación con el PIB (%)			
Junio 2007	10	6	16
Nivel máximo	19	15	23
Fecha del nivel máximo	2.01.09	17.12.08	31.03.09
Agosto 2009	16	14	22
En relación con los billetes en circulación (%)			
Junio 2007	144	109	111
Nivel máximo	231	266	144
Fecha del nivel máximo	2.01.09	17.12.08	31.03.09
Agosto 2009	194	232	139

Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

centrales observado desde octubre del 2008, el balance de la Reserva Federal se ha convertido en el de mayor tamaño en relación con los billetes, aunque ha seguido siendo el de menor tamaño en relación con el PIB. En las secciones siguientes se describen los factores que han contribuido a la expansión del activo de los bancos centrales.

3.1 IMPACTO DE LOS INSTRUMENTOS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

El notable aumento de tamaño y el cambio en la composición de los balances simplificados fueron provocados por las medidas adoptadas por los bancos centrales para hacer frente a las tensiones en los mercados monetarios con el fin de asegurar una adecuada instrumentación de la política monetaria.

EUROSISTEMA

Durante la primera fase de las turbulencias financieras, el principal cambio en el enfoque del Eurosistema respecto a la gestión de la liquidez, es decir, el aumento de la frecuencia y de los importes adjudicados en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), no repercutió en el tamaño del balance simplificado y sólo afectó a la ratio entre las OFPML y las operaciones de financiación a una semana, en el sentido de que las OFPML pasaron de constituir una tercera parte del saldo vivo total de operaciones de financiación antes de las turbulencias financieras a representar dos tercios de las mismas en septiembre del 2008.

En octubre del 2008, el Eurosistema adoptó una serie de medidas de apoyo al crédito, que se complementaron con varios instrumentos adicionales en mayo del 2009. En primer lugar, el Eurosistema empezó a realizar todas las operaciones de financiación a tipo fijo y con adjudicación plena de todas las pujas de las entidades de contrapartida. Al mismo tiempo, se amplió temporalmente la ya larga lista de activos admisibles como garantía en las operaciones de mercado abierto, lo que constituyó el segundo componente básico del plan de apoyo al crédito. En tercer lugar, se elevó el número y la frecuencia de las OFPML con vencimientos comprendidos entre uno y seis meses. Estas tres clases de medidas de apoyo al crédito tuvieron como resultado un aumento sig-

nificativo del tamaño del balance del Eurosistema. El saldo vivo de las OFPML pasó de 150 mm de euros en junio del 2007 a más de 600 mm de euros al final del 2008, lo que casi dobló el saldo vivo total de las operaciones de financiación, que alcanzó un máximo de 850 mm de euros el 2 de enero de 2009 [véase gráfico 2(a)]. El saldo vivo de las operaciones principales de financiación (OPF) se incrementó también, desde una media de 190 mm de euros durante la primera fase de las turbulencias financieras hasta 340 mm de euros al principio de diciembre del 2008, y disminuyó posteriormente.

En el primer semestre del 2009, al mejorar la situación en los mercados monetarios, la demanda de OFPML a un mes, tres meses y seis meses se redujo progresivamente, hasta situarse en 400 mm de euros. No obstante, el Eurosistema mantuvo las excepcionales medidas de liquidez para animar a las entidades bancarias a conceder créditos al sector real. Además, el 24 de junio de 2009, el Eurosistema realizó su primera OFPML a un año, como ampliación de la tercera medida de apoyo al crédito mencionada anteriormente. Las entidades de contrapartida mostraron un gran interés por esta operación y el importe adjudicado fue de 442 mm de euros, lo que volvió a suponer una notable ampliación del tamaño del balance del Eurosistema. El saldo vivo total de las operaciones de financiación alcanzó los 900 mm de euros al final de junio del 2009.

En julio del 2009, el Eurosistema puso en marcha el cuarto componente básico del plan de apoyo al crédito, concretamente las compras simples de bonos garantizados (*covered bonds*). En los dos primeros meses se adquirieron bonos por valor de 9 mm de euros y se espera que el importe total de la cartera alcance los 60 mm de euros a finales de junio del 2010. Esta medida originó un cambio importante en el balance del Eurosistema, ya que la partida de «valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro» se dividió en dos subepígrafes: la cartera de bonos garantizados mantenida por motivos de política monetaria y los activos mantenidos por razones de inversión de los bancos centrales de la zona del euro, que son un factor autónomo.

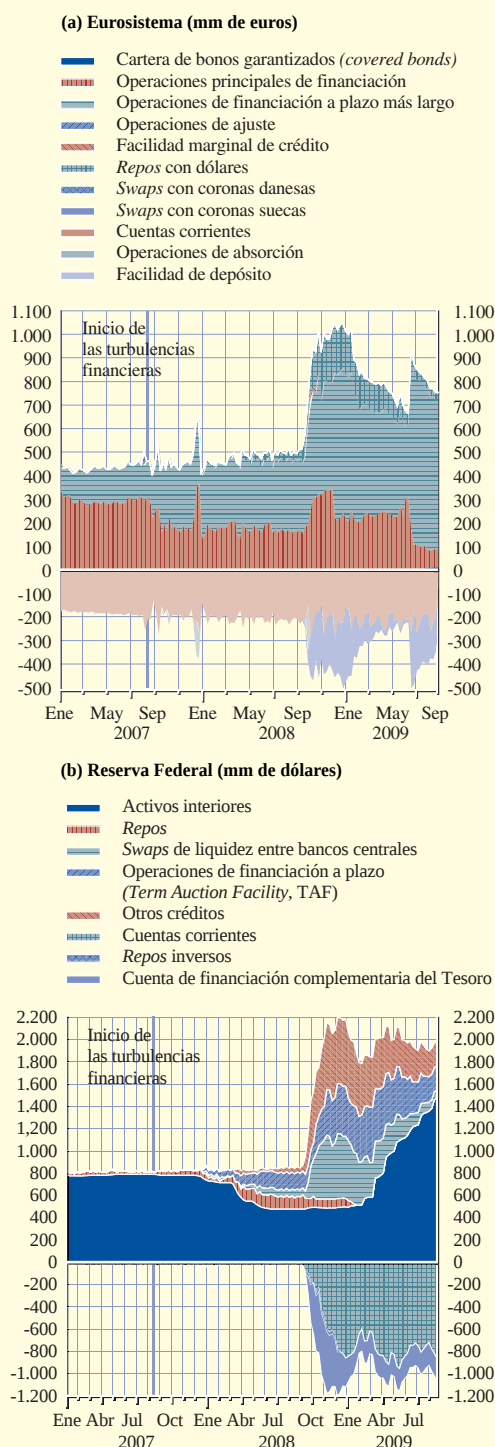
RESERVA FEDERAL

Los *repos* regulares de la Reserva Federal, utilizados normalmente para corregir fluctuaciones temporales de las necesidades de liquidez del sistema bancario, se cifraron, en promedio, en 30 mm de dólares en el primer semestre del 2007. A comienzos del 2008, la Reserva Federal inició un plan de *repos* a un mes, que elevó el saldo vivo de *repos* a 130 mm de dólares en mayo del 2008. Dado que los planes de crédito puestos en marcha tras la quiebra de Lehman Brothers generaron altos niveles de exceso de reservas, la Reserva Federal dejó de llevar a cabo *repos* regulares en enero del 2009 [véase gráfico 2(b)]. En diciembre del 2007, la Reserva Federal inició las denominadas operaciones de financiación a plazo (*Term Auction Facility*, TAF), destinadas a prestar fondos a plazo, elevando el plazo máximo de vencimiento a tres meses en el 2008. El saldo vivo de estas operaciones alcanzó un máximo de casi 500 mm de dólares en marzo del 2009, tras lo cual fue disminuyendo hasta situarse entorno a 220 mm de dólares.

Además de los *repos* regulares y de las operaciones de financiación a plazo, los cambios en la cartera a vencimiento han afectado al tamaño y a la composición del balance de la Reserva Federal durante las turbulencias financieras. Inicialmente, la Reserva Federal vendió títulos del Tesoro por valor de unos 300 mm de dólares entre junio del 2007 y septiembre del 2008, a fin de compensar la liquidez proporcionada por medio de las operaciones de financiación a plazo y de otros planes nuevos de crédito. Sin embargo, en el contexto de su política de aumento del crédito, la Reserva Federal comenzó a adquirir valores de renta fija de agencias federales en septiembre del 2008 y bonos de titulización hipotecaria de agencias federales en enero del 2009. El saldo total de esta cartera se situó en 740 mm de dólares en agosto del 2009. Además, en abril del 2009, la Reserva Federal reanudó sus compras de valores del Tesoro, con lo que su cartera se había incrementado en 270 mm de dólares a finales de agosto del 2009.

Finalmente, la partida de «otros créditos» contribuyó de forma significativa a la gran expansión del balance de la Reserva Federal. Esta partida incluye la

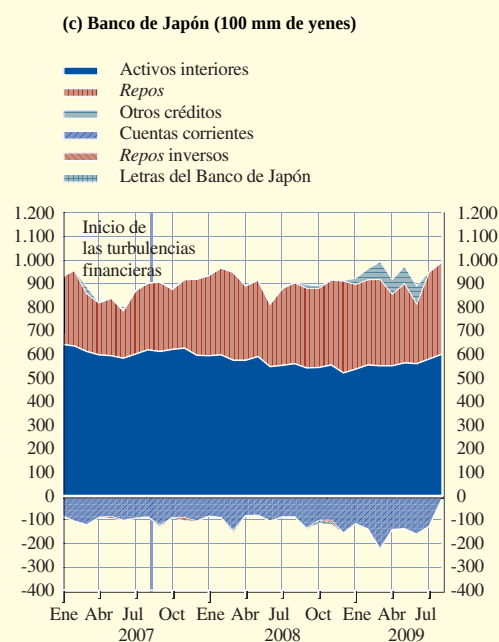
Gráfico 2 Instrumentos de política monetaria



ventanilla de descuento, que es una facilidad permanente de crédito a la que tienen acceso las entidades de depósito. Después de que la Reserva Federal redujera el diferencial entre el tipo de la ventanilla de descuento y el tipo de interés de referencia de los fondos federales, de 100 a 50 puntos básicos en agosto del 2007, y a 25 puntos básicos en marzo del 2008, y de que ampliara el plazo de la ventanilla de descuento, de un día a 30 días y 90 días, respectivamente, la utilización de esta facilidad creció, en promedio, de 200 millones de dólares en junio del 2007 a casi 100 mm de dólares en octubre del 2008. Por otro lado, en marzo del 2008, a los creadores de mercado (un grupo reducido de intermediarios financieros no bancarios que constituyen las entidades de contrapartida de la Reserva Federal en las operaciones de mercado abierto habituales) se les concedió el acceso a una especie de facilidad permanente de crédito a un día, denominada *Primary Dealer Credit Facility*.

La partida de «otros créditos» del balance de la Reserva Federal incluye también varios instrumentos para aumentar el crédito, creados después de septiembre del 2008. Primero, la Reserva Federal constituyó una facilidad para financiar a las entidades de crédito sus adquisiciones de bonos de titulización a corto plazo a los fondos de inversión del mercado monetario (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*). En octubre del 2008 se establecieron una facilidad para incrementar la liquidez en el mercado de pagarés de empresa (*Commercial Paper Funding Facility*) y una facilidad para proporcionar liquidez a los inversores en los mercados monetarios (*Money Market Investor Funding Facility*). En marzo del 2009 se instauró una facilidad para apoyar la emisión de bonos de titulización garantizados por préstamos a consumidores y a pequeñas empresas (*Term Asset-backed Securities Loan Facility*). Estos nuevos planes de crédito, la mayor utilización de la ventanilla de descuento, la financiación concedida en el marco de la fusión entre Bear Stearns y JPMorgan Chase y la reestructuración de AIG elevaron la partida de «otros créditos», de 190 millones de dólares al final de junio del 2007 a un máximo de 600 mm de dólares a finales del 2008. Tal y como ocurrió con las OFPML del Eurosistema, al mejorar la si-

Gráfico 2 Instrumentos de política monetaria



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal (datos semanales) y Banco de Japón (datos mensuales).

tuación en los mercados financieros, la demanda de nuevas facilidades de crédito disminuyó, hasta situarse en 220 mm de dólares a finales de agosto del 2009.

BANCO DE JAPÓN

Al igual que el Eurosistema y la Reserva Federal, el Banco de Japón también ha aumentado el tamaño y cambiado la composición de su balance, aunque a una escala más reducida. En primer lugar, desde junio del 2007 el banco central japonés ha elevado el nivel de sus *repos* en unos 19 billones de yenes [véase gráfico 2(c)]. En segundo lugar, sus tenencias de deuda pública japonesa disminuyeron en el 2007 y en el 2008, debido principalmente a que las compras de estos valores fueron inferiores a las amortizaciones. Para reforzar los mercados de crédito durante las turbulencias financieras, el Banco de Japón empezó a comprar pagarés de empresa en febrero del 2009 y valores de renta fija privada en marzo del 2009. En agosto del 2009, el importe total de estas adquisiciones se situó en 100 mm de yenes y en 250 mm

de yenes, respectivamente. Por último, para facilitar la financiación empresarial, en enero del 2009 el Banco de Japón comenzó a realizar operaciones especiales de provisión de fondos a tipo fijo, de importe ilimitado y con la garantía de renta fija privada. Con estas operaciones, la partida de «otros créditos» alcanzó los 7,5 billones de yenes en marzo del 2009.

COLABORACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES

En diciembre del 2007 se produjo una importante innovación, que supuso un gran avance en la colaboración entre bancos centrales durante las turbulencias financieras mundiales. El BCE y otros bancos centrales decidieron adoptar, conjuntamente con la Reserva Federal, medidas destinadas a proporcionar liquidez en dólares a sus entidades de contrapartida nacionales, con el respaldo de activos de garantía nacionales, mediante acuerdos de *swaps*. Aunque, tradicionalmente, los bancos centrales sólo han recurrido a líneas de *swaps* para realizar intervenciones en moneda extranjera, durante las turbulencias financieras se utilizaron para hacer frente a las fricciones en los mercados monetarios y tuvieron como consecuencia un cambio cualitativo en la composición de los balances simplificados de los bancos centrales. A mediados de diciembre del 2008, el saldo vivo total de los *swaps* de dólares contabilizado en el balance simplificado de la Reserva Federal casi alcanzó los 600 mm de dólares, una cuarta parte de su activo total. En ese mismo mes, casi la mitad de estos 600 mm de dólares en *swaps* de liquidez entre bancos centrales (equivalente a 200 mm de euros) estaba en el pasivo del balance simplificado del Eurosistema, mientras que la cifra correspondiente al Banco de Japón fue de una quinta parte (equivalente a 11 billones de yenes). En el 2009, la demanda internacional de financiación en dólares disminuyó gradualmente, hasta situarse en agosto en 60 mm de dólares en el balance simplificado de la Reserva Federal, de los cuales el equivalente a 31 mm de euros se proporcionó en la zona del euro y el equivalente a unos 770 mm de yenes se facilitó en Japón.

Además de las operaciones en dólares, desde octubre del 2008 el Eurosistema, en colaboración con el Banco Nacional Suizo, ha realizado operaciones de

swaps franco suizo/euro, mediante las cuales se proporcionó, en promedio, un importe equivalente a 33 mm de euros. Desde noviembre del 2008, el Eurosistema ha proporcionado también un promedio de 3 mm de euros a las entidades de crédito danesas mediante un acuerdo de *swaps* euro/corona danesa con el Danmarks Nationalbank. De forma similar, desde junio del 2009 el Eurosistema ha suministrado 3 mm de euros a las entidades de contrapartida del Sveriges Riksbank mediante una línea de *swaps* euro/corona sueca. Estas operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera fueron el quinto componente básico del plan de apoyo al crédito del Eurosistema.

3.2 IMPACTO DE LOS INSTRUMENTOS DE ABSORCIÓN DE LIQUIDEZ

Los tres bancos centrales han absorbido los excesos de liquidez por medio de distintos instrumentos. Para el Eurosistema, la partida del pasivo que ha registrado el mayor aumento es la facilidad de depósito, que se elevó, inicialmente, desde cerca de 1 mm de euros al final de junio del 2007 hasta más de 300 mm de euros al final del 2008. Posteriormente, el importe medio mantenido en la facilidad de depósito disminuyó gradualmente, hasta situarse en menos de 20 mm de euros en junio del 2009, antes de volver a elevarse, en promedio, hasta 190 mm de euros en el verano. El Eurosistema también absorbió liquidez mediante varias operaciones de ajuste realizadas en el transcurso del período de mantenimiento en diciembre del 2007, enero del 2008 y octubre del 2008, y también al final de la mayor parte de los períodos de mantenimiento.

Tal y como se indicaba anteriormente, el tamaño del balance de la Reserva Federal no aumentó de forma significativa entre junio del 2007 y septiembre del 2008, debido a que el exceso de liquidez proporcionada mediante las nuevas facilidades de crédito se retiró mediante la venta y amortización de títulos del Tesoro por valor de unos 300 mm de dólares, lo que elevó el importe de una categoría de activos y redujo el de otra. Sin embargo, esta compensación ya no fue posible tras las masivas inyecciones de liquidez realizadas

como resultado de las medidas adoptadas en octubre del 2008. En ese momento, la Reserva Federal acordó con el Tesoro que éste emitiría valores y depositaría los correspondientes ingresos en una cuenta complementaria con la Reserva Federal. Esta medida absorbió 500 mm de dólares en octubre y noviembre del 2008, registrándose todavía un saldo vivo de 200 mm de dólares en agosto del 2009.

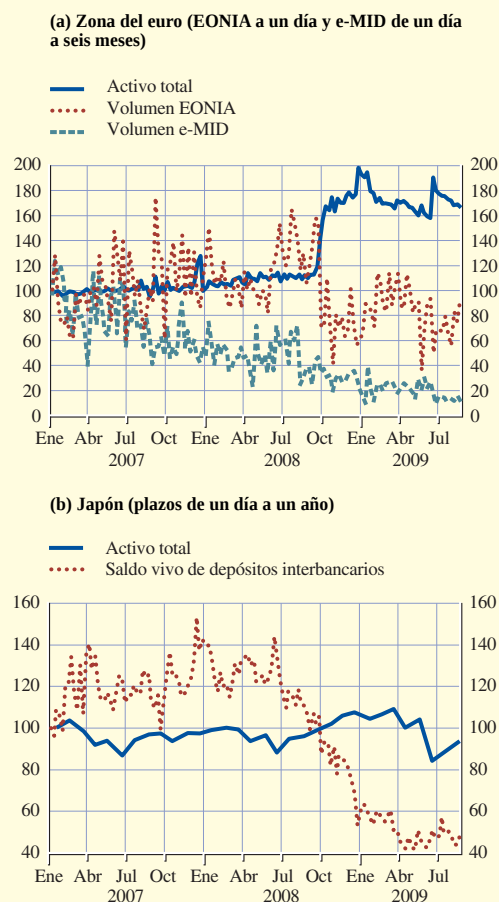
Por su parte, antes de noviembre del 2008, el Banco de Japón realizó ocasionalmente operaciones de absorción de liquidez mediante la venta de letras del Banco de Japón y de *repos* inversos de deuda pública japonesa, cuyo saldo vivo se situó, como mucho, en torno a 1 billón de yenes.

Los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por las entidades de crédito estadounidenses y japonesas en sus respectivos bancos centrales, que cubren las reservas mínimas obligatorias y el exceso de reservas, han aumentado también desde octubre del 2008, al aplicarse al exceso de reservas una remuneración que ha permitido a estas entidades mantener excesos de reservas sin coste. La Reserva Federal comenzó a remunerar las reservas mínimas obligatorias y los excesos de reservas en octubre del 2008 y, el mes siguiente, el Banco de Japón estableció temporalmente una facilidad complementaria, que figura conjuntamente con las cuentas corrientes en el balance y que sirve para que se paguen intereses sobre los excesos de reservas. Estas medidas fueron importantes para absorber el exceso de liquidez y originaron una notable ampliación de las cuentas corrientes, que aumentaron desde menos de 20 mm de dólares en junio del 2007 a 860 mm de dólares en agosto del 2009, en el caso de la Reserva Federal, y desde menos de 10 billones de yenes a 12 billones de yenes, en el caso del Banco de Japón.

La masiva expansión de las operaciones de provisión de liquidez registradas en el activo del balance y de las operaciones de absorción de liquidez contabilizadas en el pasivo evidencia la relevante función de intermediación que desempeñaron los bancos centrales cuando los mercados monetarios no funcionaban de forma adecuada, especialmente en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Al intervenir para aliviar la escasez de

Gráfico 3 Activo total de los bancos centrales y negociación en el mercado monetario

(enero 2007 = 100)



Fuentes: Eurosistema, e-MID, Banco de Japón, Japanese Brokers Association y cálculos del BCE.

liquidez en octubre del 2008, los bancos centrales sustituyeron, en gran parte, al mercado monetario como fuente de financiación para las entidades de crédito. Por ejemplo, el volumen de negociación en el mercado interbancario del euro a un día y en el mercado e-MID² disminuyó cuando el Eurosistema introdujo la financiación ilimitada a tipo fijo y redujo la banda de las facilidades permanentes a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las OPF [véase gráfico 3(a)]. A fin de reactivar el mercado monetario de la zona del euro, la banda de las facilidades per-

2 e-MID es el mayor mercado electrónico europeo de depósitos interbancarios sin garantías.

manentes se volvió a ampliar a 200 puntos básicos al final de enero del 2009. Posteriormente, se redujo a 150 puntos básicos en mayo. Como puede observarse en el gráfico 3(a), el volumen a un día se incrementó y el activo total del Eurosistema descendió entre enero y junio del 2009³. El incremento de los *repos* y del exceso de reservas en el Banco de Japón entre octubre del 2008 y julio del 2009 se asoció también a un descenso de la actividad en los mercados monetarios [véase gráfico 3(b)]⁴.

La función de intermediación de los bancos centrales, particularmente importante en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, está en línea con el plan de apoyo al crédito del Eurosistema, con la política de aumento del crédito de la Reserva Federal y con las medidas de ayuda al mercado de renta fija privada adoptadas por el Banco de Japón.

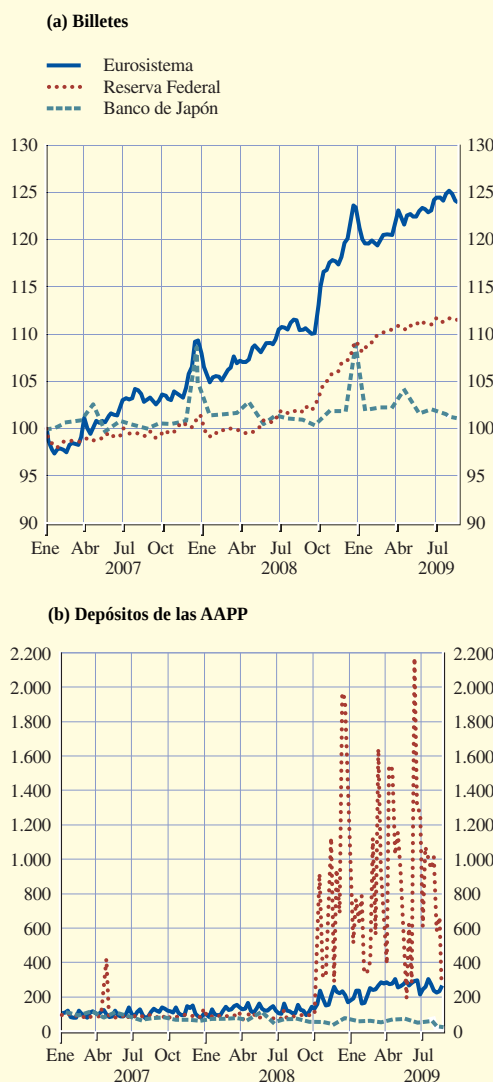
3.3 TENDENCIAS DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS

Durante las turbulencias financieras, el pasivo de los balances simplificados de los tres bancos centrales se amplió también, como consecuencia del aumento de los factores autónomos de liquidez, en particular de los billetes en euros, los depósitos de las AAPP de la zona del euro y los depósitos del Tesoro estadounidense. El mayor tamaño de estos factores autónomos, que presentaron también una mayor volatilidad, explica por qué la provisión de liquidez mediante los instrumentos de política monetaria analizada en la sección 3.1 creció más que la absorción de liquidez examinada en la sección 3.2.

Las turbulencias financieras afectaron a la demanda de billetes, especialmente en el otoño del 2008. El gráfico 4(a) muestra que, además de la tendencia al alza a largo plazo y de los incrementos estacionales de la cantidad de billetes en circulación en los períodos de vacaciones, se produjo un acusado aumento de la demanda de billetes en euros y, en menor medida, de billetes en dólares al final de septiembre del 2008. En la primera quincena de octubre, la demanda de billetes en euros, por encima de la tendencia, se cifró aproximadamente en 35 mm de euros, de los que cerca de dos tercios eran bille-

Gráfico 4 Factores autónomos de liquidez

(enero 2007 = 100)



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

tes de 500 euros. Dado que los billetes de alta denominación se utilizan habitualmente como depósito de valor (en sustitución de los depósitos bancarios) y

3 Para un análisis más detallado del impacto de la banda estrecha de las facilidades permanentes sobre los mercados en euros a un día, véase el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», en el Boletín Mensual de julio del 2009.

4 No se publican los datos sobre el volumen de operaciones a un día en dólares.

no para realizar operaciones, su elevada demanda podría estar relacionada con una falta de confianza en el sistema bancario en aquel momento. Por otro lado, una considerable proporción de la demanda de billetes de 500 euros procedió de entidades de crédito ubicadas en localidades cercanas a las fronteras de la zona del euro o de entidades que se encargan de la distribución de billetes en países no pertenecientes a la zona, especialmente en Europa del Este. Esta excepcional demanda de billetes en euros decreció al final de octubre del 2008, después de que los Gobiernos anunciaran la adopción de medidas extraordinarias de apoyo al sector bancario. Sin embargo, el nivel del efectivo en circulación se ha mantenido por encima de su tendencia a largo plazo. Asimismo, el crecimiento del saldo vivo de billetes de la Reserva Federal, que había venido experimentando una desaceleración desde el 2003, se elevó en mayo del 2008, impulsado, principalmente, por la mayor demanda procedente de América Latina y, más adelante en el año, por la demanda de Europa del Este y de Estados Unidos.

El tamaño y la volatilidad de los depósitos mantenidos por las AAPP de la zona del euro y por el Tesoro estadounidense en el Eurosistema y en la Reserva Federal, respectivamente, crecieron de forma significativa en el último trimestre del 2008 [véase gráfico 4(b)]. Una de las razones por las que se produjo este incremento fue la amplia y variada gama de pagos relacionados con distintos planes gubernamentales puestos en práctica en respuesta a las turbulencias financieras. El Gobierno de Estados Unidos, por ejemplo, mantenía un saldo importante en la Cuenta General del Tesoro que tiene abierta en la Reserva Federal, para hacer frente a las salidas relacionadas con el plan de adquisición de activos problemáticos (*Troubled Asset Relief Program*). Además, los departamentos del Tesoro experimentaron crecientes dificultades para colocar fondos en el mercado.

Por último, las carteras de inversión de los bancos centrales de la zona del euro, incluidas en la partida de «activos interiores» del balance simplificado del Eurosistema [véase cuadro 1(a)], han

crecido desde junio del 2007. La mayor parte del aumento de los «activos interiores» no figuraba en el balance simplificado hasta que se llevó a cabo una reclasificación contable al final de diciembre del 2008 (véase recuadro). La expansión de las carteras de inversión de los bancos centrales de la zona del euro se halla dentro de los límites establecidos en un acuerdo del Eurosistema que garantiza que las carteras de inversión mantenidas por bancos centrales de la zona no interfieran con la política monetaria única. Por ejemplo, los bancos centrales de la zona del euro adquieren activos en euros para incrementar sus ingresos monetarios, para invertir sus propios fondos y para proporcionar servicios de agencia a las AAPP (por ejemplo, ligados a los sistemas públicos de pensiones) y a bancos centrales y Gobiernos extranjeros (por ejemplo, servicios de gestión de reservas).

4 CONCLUSIONES

En respuesta a las turbulencias financieras, el Eurosistema, la Reserva Federal y el Banco de Japón adoptaron importantes medidas destinadas a permitir el acceso permanente de las instituciones financieras a la liquidez, pese a las disfunciones observadas en los mercados monetarios, y a reducir las tensiones en los mercados de crédito, con el fin de garantizar la adecuada transmisión de la política monetaria al sector real de la economía. Estas medidas convirtieron a los bancos centrales en importantes intermediarios en los mercados monetarios y dieron lugar a un considerable aumento del tamaño y de la complejidad de sus balances.

Antes de octubre del 2008, los tres bancos centrales centraron su actuación en hacer frente a las disfunciones de los mercados monetarios, incrementando los saldos vivos y/o ampliando el plazo medio de sus operaciones de financiación. Desde octubre del 2008, se han esforzado cada vez más en potenciar el flujo de crédito al sector privado y, de una forma más general, en corregir el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dado que la economía de la zona del euro depende mu-

cho más del sector bancario que la economía estadounidense⁵, el Eurosistema puso en marcha un plan de apoyo al crédito, aumentando la provisión de liquidez a las entidades de crédito, incluso mediante adquisiciones de bonos garantizados. Debido a la importancia económica de los mercados de capitales de Estados Unidos, la Reserva Federal ha llevado a cabo una política de aumento del crédito, dirigida a distintos segmentos del mercado de crédito. El Banco de Japón ha adoptado medidas especiales de apoyo al mercado de financiación empresarial, que se ha visto particularmente afectado por la crisis. Además de las medidas internas de política

monetaria, los tres bancos centrales (y otros más) han aunado sus fuerzas en una actuación global sin precedentes para mitigar el impacto de la peor crisis financiera registrada en décadas, proporcionando divisas a los sistemas bancarios nacionales mediante líneas de *swaps* de bancos centrales.

- 5 Entre el 2004 y el 2008, las sociedades no financieras de la zona del euro obtuvieron, en promedio, un 70% de su financiación externa de las entidades de crédito, mientras que las de Estados Unidos consiguieron de los bancos algo más de un 20%. Para más detalles, véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de abril del 2009.