



BANCO CENTRAL EUROPEO

7 de octubre de 2002

## CONSULTA PÚBLICA

### MEDIDAS PARA INCREMENTAR LA EFICIENCIA DEL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

#### I. RESUMEN

Existe un reconocimiento general de que el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema<sup>1</sup> ha funcionado satisfactoriamente desde la adopción del euro en 1999. Se han realizado operaciones de ajuste en muy pocas ocasiones, debido a la existencia del mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas y a la calidad de las previsiones de liquidez del Eurosistema. Asimismo, las entidades de crédito sólo han recurrido de forma limitada a las facilidades permanentes, prueba de que el mercado monetario ha estado funcionando de manera eficiente. Por otro lado, el diferencial reducido y bastante estable del tipo de interés fijo y del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE frente a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario muestra la capacidad del BCE de influir en los tipos de interés a corto plazo.

Pese a esta valoración, en general positiva, se han estudiado algunas posibles medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo.

Se están considerando tres posibles modificaciones:

- 1) Cambiar el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezaría siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto debatir la política monetaria. Con ello, se establecería que, como regla general, la aplicación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes y el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas coincidan el mismo día.
- 2) Reducir el plazo de las operaciones principales de financiación (OPF) de dos semanas a una semana.
- 3) Suspender las operaciones de financiación a plazo más largo.

Cabe observar que las medidas propuestas son de carácter técnico y se refieren a la ejecución de la política monetaria. El cambio de calendario de los períodos de mantenimiento de reservas no entraría en vigor antes del 2004, considerando el tiempo que las entidades de crédito y los bancos centrales nacionales necesitan a estos efectos.

---

<sup>1</sup> El Eurosistema está formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los doce bancos centrales nacionales de la zona del euro.

La consulta se dirige a todas las entidades de crédito de la zona del euro, así como a todas las asociaciones bancarias y financieras. Los comentarios pueden enviarse al BCE o al banco central nacional correspondiente, en cuyas direcciones en Internet se indica detalladamente el procedimiento a seguir.

## **2. MARCO OPERATIVO ACTUAL RELATIVO A LOS ELEMENTOS MENCIONADOS ANTERIORMENTE**

### **2.1 El período de mantenimiento de reservas y el sistema de reservas mínimas**

En el marco del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, regido por condiciones uniformes para toda la zona del euro, el BCE exige a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas en cuentas en los bancos centrales nacionales. Las principales funciones del sistema de reservas mínimas del Eurosistema son la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la creación o la ampliación de un déficit estructural de liquidez.

El importe de las reservas mínimas que cada entidad debe mantener se calcula en función de su base de reservas. El sistema de reservas mínimas del Eurosistema permite a las entidades de contrapartida utilizar mecanismos de promedios, lo que supone que el cumplimiento de las reservas obligatorias se determina, durante un período de mantenimiento de un mes, como la media de los saldos mantenidos al final de cada día por las entidades en sus cuentas de reserva. Las reservas obligatorias mantenidas por las entidades se remunerarán al tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Desde enero de 1999, el período de mantenimiento de reservas es de un mes, y comienza siempre el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente, independientemente de que sea día operativo de TARGET. Por lo tanto, el primer y el último día del período de mantenimiento pueden coincidir con un fin de semana o con un día de cierre de TARGET.

### **2.2 Las operaciones principales de financiación**

Las operaciones principales de financiación son las operaciones de mercado abierto más importantes realizadas por el Eurosistema, pues señalan la orientación de la política monetaria y desempeñan un papel primordial en el control de los tipos de interés y en la gestión de la liquidez existente en el mercado. La mayor parte de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito han sido cubiertas mediante las operaciones principales de financiación regulares que, durante los tres primeros años de unión monetaria, han proporcionado un promedio del 73,5% de la liquidez necesaria.

Las principales características de estas operaciones vienen descritas en Banco Central Europeo (2002a)<sup>2</sup>. En el contexto de la presente consulta, se debe señalar lo siguiente:

- Las operaciones se ejecutan con periodicidad semanal y tienen normalmente un vencimiento de dos semanas, de tal modo que en todo momento están vivas dos operaciones de esta clase.

---

<sup>2</sup> Véase Bibliografía al final del presente documento.

- Hasta el 27 de junio de 2000, se realizaban como subastas a tipo de interés fijo. A partir de esa fecha, se han venido ejecutando como subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja (véase Banco Central Europeo [2000]<sup>2</sup>).

Desde mediados de septiembre del 2002, se han llevado a cabo 191 OPF, con un volumen de adjudicación medio de 73 mm de euros. El número de entidades de crédito que participaron en estas operaciones fue, de media, 578 y la desviación media absoluta con respecto a esta media fue de 196.

### **2.3 Las operaciones de financiación a plazo más largo**

El Eurosistema también realiza mensualmente operaciones regulares de financiación con vencimiento a tres meses, cuyo objetivo es proporcionar financiación adicional a plazo más largo al sector financiero. En todo momento, existen tres operaciones de esta clase vivas. Estas operaciones sólo han representado una parte limitada del volumen total de financiación concedido (26,1%). Por regla general, con estas operaciones el Eurosistema no pretende enviar señales al mercado. Por lo tanto, actúa normalmente como aceptante de tipos de interés y, en consecuencia, estas operaciones se ejecutan habitualmente mediante subastas a tipo de interés variable y el BCE indica, periódicamente, el volumen que adjudicará en las subastas siguientes.

Los rasgos operativos de las operaciones de financiación a plazo más largo se resumen, asimismo, en Banco Central Europeo (2002a)<sup>2</sup>.

## **3. JUSTIFICACIÓN DE LOS CAMBIOS DEL MARCO OPERATIVO**

### **3.1 Cambio del calendario de los períodos de mantenimiento de reservas**

El Consejo de Gobierno anunció el 8 de noviembre de 2001 que, como norma general, sólo valoraría la orientación de la política monetaria del BCE y modificaría los tipos de interés en la primera reunión de cada mes, que suele celebrarse el primer jueves. Si el Consejo de Gobierno decide modificar el tipo mínimo de puja de las OPF y los tipos de interés correspondientes a las facilidades permanentes, los nuevos tipos entran en vigor inmediatamente, es decir, en el caso de las OPF, en la siguiente operación anunciada y, en el caso de las facilidades permanentes, el día siguiente. El calendario de reuniones del Consejo de Gobierno puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

En la actualidad, las fechas de comienzo de los períodos de mantenimiento de reservas no están vinculadas a las fechas de las reuniones del Consejo de Gobierno. Sin embargo, el cambio propuesto introduce una relación muy directa entre ambas fechas. El período de mantenimiento de reservas comenzaría siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto debatir la política monetaria. Por otro lado, la aplicación de los tipos de interés de las facilidades permanentes se llevaría a cabo, por regla general, al mismo tiempo que la variación del tipo aplicado a las operaciones principales de financiación, es decir, al comienzo de cada nuevo período de mantenimiento de reservas.

Los cambios propuestos contribuirían a eliminar las expectativas de modificación de los tipos de interés durante el período de mantenimiento, reduciendo la repercusión de dichas expectativas sobre el comportamiento de las entidades de contrapartida que pujan en las operaciones principales de financiación. Por lo tanto, en períodos de expectativas de recorte de tipos de interés, se reduciría la posibilidad de pujas por importes insuficientes y, en períodos de expectativas de subida de tipos, se evitarían importantes desviaciones de los tipos de mercado a corto plazo y de los tipos de interés de las subastas de OPF con respecto al tipo mínimo de puja. Con ello se eliminaría una fuente de interferencias en la señalización de la orientación de la política monetaria. Asimismo, la reforma afectaría también a situaciones de sobrepujas, como las que se produjeron en el período de subastas a tipo de interés fijo.

Los cambios contemplados también garantizarían que el período de mantenimiento de reservas comenzara siempre un día operativo de TARGET y sería muy poco frecuente que terminara un día de cierre de TARGET. En la situación actual, si el período de mantenimiento comienza durante un fin de semana, el recurso a las facilidades permanentes en el último período de mantenimiento se traslada al nuevo período de mantenimiento, con un coste innecesario para las entidades de crédito. Entre enero de 1999 y agosto del 2002, ha habido 43 períodos de mantenimiento, de los que 14 han comenzado y 14 han terminado un día no operativo de TARGET.

El cambio propuesto supondría una mayor variación de la duración de los períodos de mantenimiento de reservas. Por ejemplo, con el nuevo procedimiento, en el año 2003 (teniendo en cuenta que los posibles cambios no se llevarían a cabo hasta después de dicho año), la duración de los períodos de mantenimiento de reservas variaría entre 21 y 37 días, tal como puede observarse a continuación en el cuadro I.

Cuadro I: Períodos de mantenimiento de reservas en el año 2003 con el nuevo procedimiento

Período	Reunión del Consejo de Gobierno*	Comienzo	Terminación	Número de días
1º	9 de enero	15 de enero	11 de febrero	28
2º	6 de febrero	12 de febrero	11 de marzo	28
3º	6 de marzo	12 de marzo	8 de abril	28
4º	3 de abril	9 de abril	13 de mayo	35
5º	8 de mayo	14 de mayo	8 de junio	26
6º	5 de junio	9 de junio	15 de julio	37
7º	10 de julio	16 de julio	5 de agosto	21
8º	31 de julio	6 de agosto	9 de septiembre	35
9º	4 de septiembre	10 de septiembre	7 de octubre	28
10º	2 de octubre	8 de octubre	10 de noviembre	34
11º	6 de noviembre	11 de noviembre	9 de diciembre	29

\* Reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto valorar la orientación de la política monetaria.

### **3.2 Reducción del plazo de las operaciones principales de financiación a una semana**

Con objeto de mitigar los efectos de las expectativas de modificación de los tipos de interés sobre el comportamiento de las entidades de contrapartida a la hora de efectuar sus pujas, las fechas de liquidación y vencimiento de una misma OPF deberían estar comprendidas dentro de un mismo período de mantenimiento de reservas. Esto sólo se produciría si el período de mantenimiento comenzara el día de liquidación de la OPF y si el vencimiento de esta fuese a una semana. Por consiguiente, la reducción del plazo es complementaria a la modificación del calendario de los períodos de mantenimiento de reservas.

Por lo que se refiere a la repercusión del vencimiento sobre la capacidad de control de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, no existe mucha diferencia entre el vencimiento de las OPF a una semana o a dos semanas, siendo a estos efectos más importante la frecuencia de las operaciones, que no se ve afectada por la reducción del plazo.

Sin embargo, la reducción del plazo de las OPF incrementaría la rotación de la financiación concedida en cada subasta por los bancos centrales. *Ceteris paribus*, los importes adjudicados en las OPF se duplicarían.

### **3.3 Suspensión de las operaciones de financiación a plazo más largo**

Cuando se debatió inicialmente el marco operativo del Eurosistema, se decidió que una parte de las necesidades totales de financiación se cubriese mediante las operaciones de financiación a plazo más largo, dado que estas operaciones proporcionan a las entidades de contrapartida de menor tamaño, que tienen acceso limitado al mercado interbancario o no lo tienen, la posibilidad de recibir liquidez a plazo más largo (a tres meses). En las operaciones de financiación a plazo más largo, el BCE actúa como aceptante de tipos de interés y no utiliza estas operaciones para controlar los tipos de interés a corto plazo. De hecho, una proporción muy elevada de operaciones a plazo más largo sobre el total de las operaciones de financiación podría dificultar la ejecución de la política monetaria.

El número de entidades de crédito que participan en las operaciones de financiación a plazo más largo ha venido mostrando una tendencia decreciente, pasando de un máximo de 466 participantes en la primera operación realizada el 13 de enero de 1999 a un mínimo de sólo 158 en la última operación ejecutada en agosto del 2002. El promedio de entidades de contrapartida participantes ha sido de 272 en los tres primeros años de unión monetaria. Sin embargo, en el año 2001 y los ocho primeros meses del 2002 el promedio ha bajado a 197. Esto indica que las operaciones de financiación a plazo más largo constituyen una fuente de financiación para un número limitado de entidades de crédito.

Por consiguiente, si se considera el rápido ritmo de evolución de los mercados financieros europeos en los últimos tres años y medio, cabe preguntarse si las operaciones de financiación a plazo más largo cumplen el cometido para el que fueron inicialmente diseñadas, es decir, para proporcionar financiación a plazo más largo a las entidades de contrapartida de menor tamaño que tienen menos acceso al mercado interbancario. De no ser así, debería contemplarse la suspensión de este tipo de operaciones en aras de una mayor eficiencia en la ejecución de la política monetaria. Si se suspendieran las

operaciones de financiación a plazo más largo, el déficit de financiación sería cubierto por las OPF con periodicidad semanal.

### **3.4 Relación entre los tres cambios contemplados**

La relación entre la reducción del plazo de las OPF y el cambio de calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se explica en el párrafo 3.2 del presente documento.

Además, existe una relación entre la reducción del plazo de las OPF y la posible suspensión de las operaciones de financiación a plazo más largo, ya que ambas medidas tienen por efecto acortar la duración media de las operaciones de mercado abierto vivas, con el consiguiente aumento de la rotación de la financiación concedida por los bancos centrales.

## **4. CUESTIONES DE PROCEDIMIENTO**

Se invita a todas las entidades de crédito de la zona del euro, así como a todas las asociaciones bancarias y financieras, a expresar sus opiniones sobre los cambios al marco operativo propuestos en el presente documento. El Eurosistema recomienda que, en la medida en que se estime adecuado, las respuestas de las entidades de crédito se presenten de forma coordinada a través de asociaciones. Debe resaltarse que cada uno de los tres cambios propuestos puede comentarse de forma independiente y que se pueden formular opiniones únicamente sobre alguno de ellos. Como norma general, los comentarios no se publicarán.

Los comentarios pueden enviarse, en inglés o en español, al BCE o al Banco de España, a las siguientes direcciones:

European Central Bank  
Secretariat Division  
Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Germany  
Fax: +49 69 1344 6170  
E-mail: [ecb.secretariat@ecb.int](mailto:ecb.secretariat@ecb.int)

Banco de España  
Oficina de Estudios Monetarios y Financieros  
Unidad de Asuntos Europeos  
Alcalá, 50  
28014 Madrid  
España  
Fax: +34 91 338 6190  
Correo electrónico: [consultasbce@bde.es](mailto:consultasbce@bde.es)  
Internet: <http://www.bde.es>

La fecha límite para enviar los comentarios es el

**29 de noviembre de 2002**

## **5. BIBLIOGRAFÍA**

Puede obtenerse información adicional sobre el marco operativo en las siguientes publicaciones del BCE que están disponibles en la dirección del BCE en Internet:

Banco Central Europeo (2002a), «La Política Monetaria Única en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema».

Banco Central Europeo (2000), «Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación», *Boletín Mensual del BCE*, julio del 2000, p. 37-42.

Banco Central Europeo (2001), «Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema», *Boletín Mensual del BCE*, octubre del 2001, p. 57-70.

Banco Central Europeo (2002b), «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual del BCE*, mayo del 2002, p. 43-55.