

LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA
Y LA CRISIS FINANCIERA

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción¹

La crisis financiera mundial y las disfunciones observadas en los mercados interbancarios desde su comienzo han supuesto un difícil reto para la provisión adecuada de liquidez y la conducción efectiva de la política monetaria, lo que ha implicado la necesidad de introducir cambios en su ejecución². En este artículo se ofrece un repaso de las modificaciones realizadas por el Eurosistema en su instrumentación para garantizar el suministro de liquidez y para preservar la capacidad de señalización de la política monetaria en estas circunstancias excepcionales (el cuadro 1 recoge una visión de conjunto de estos cambios). Las medidas adoptadas han demostrado la flexibilidad y la capacidad de adaptación inherentes al marco operativo de la zona del euro, que ha sido capaz de acomodar cambios sustanciales en la ejecución de la política monetaria sin grandes modificaciones en los principios e instrumentos básicos en los que se sustenta³. En las dos secciones siguientes se exponen las adaptaciones que se han puesto en práctica en las distintas fases de la crisis financiera. En la última, se recogen las principales conclusiones.

Cambios en el marco operativo del Eurosistema desde agosto de 2007 hasta septiembre de 2008

La crisis financiera que comenzó a emerger en Estados Unidos en el primer trimestre de 2007 y que se propagó súbitamente a Europa en el verano de ese año trajo consigo una reevaluación profunda y generalizada del riesgo, en un contexto de incertidumbre sobre el alcance y la distribución de las pérdidas ocasionadas por los activos asociados al mercado de hipotecas *subprime* (véase gráfico 1). Esto tuvo efectos inmediatos en el mercado interbancario, donde los bancos se mostraron más reacios a prestarse entre sí fondos sin garantía, dando lugar a un notable repunte de los tipos de interés de estos depósitos y de sus diferenciales con los tipos de las operaciones con garantía (véanse gráficos 1 y 2). Además, las entidades aumentaron su demanda de liquidez y prefirieron mantener un excedente con el fin de asegurarse el cumplimiento de sus obligaciones de pago.

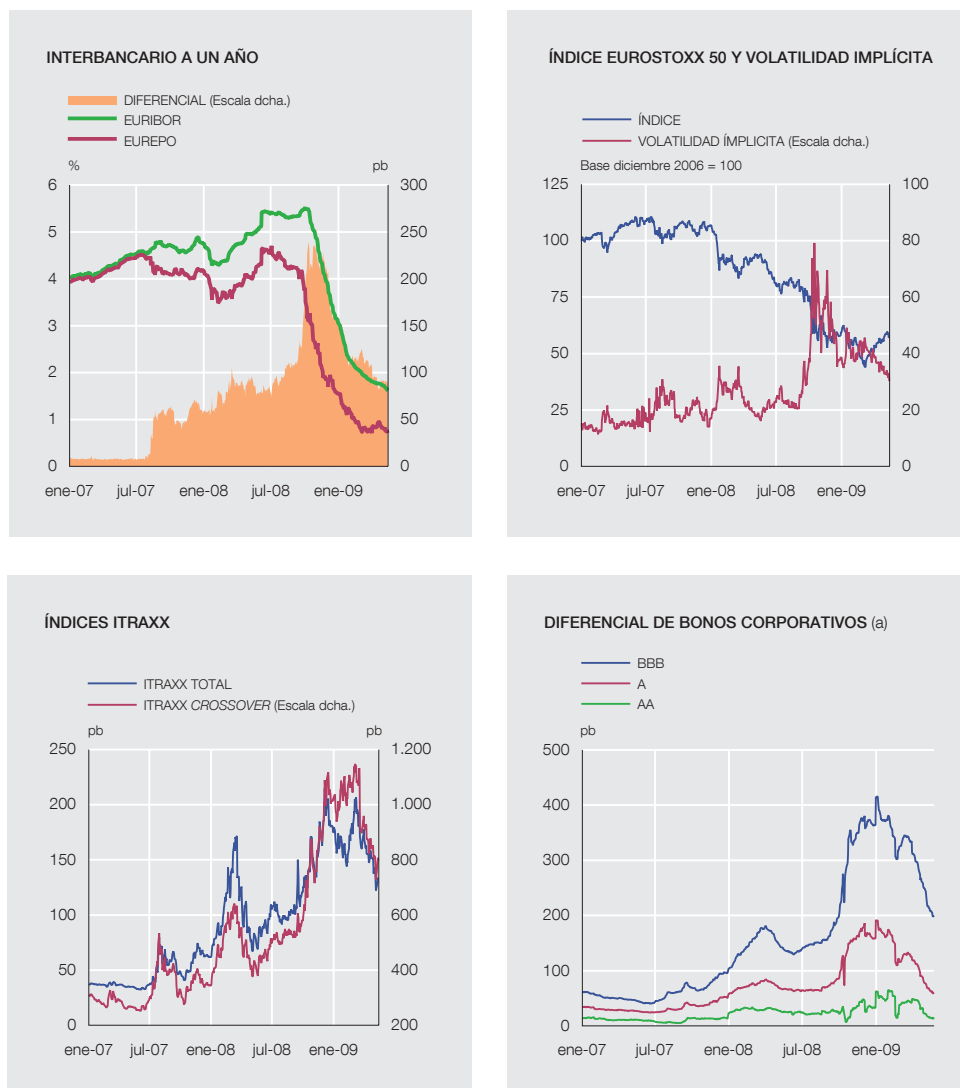
En los primeros días de agosto de 2007, el tipo de interés del mercado interbancario de depósitos a un día (EONIA) se separó significativamente del tipo mínimo de las operaciones principales de financiación, y los diferenciales de rentabilidad entre los depósitos sin garantía (EURIBOR) y con garantías (EUREPO) a un plazo de tres meses alcanzaron niveles superiores a los 70 pb (véase gráfico 2). El BCE respondió a estos acontecimientos mediante un conjunto de medidas encaminadas a reforzar el suministro de liquidez. Así, en la segunda semana de agosto de 2007 se realizaron cuatro operaciones de ajuste —la primera de ellas, a tipo fijo y adjudicación plena—. Por otra parte, se reforzaron las operaciones a más largo plazo con dos subastas suplementarias al plazo de tres meses, que se renovaron a su vencimiento. Además, en las operaciones principales de financiación el BCE realizó una política de gestión de liquidez más generosa, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de cumplir sus obligaciones de reservas mínimas al principio del período de mantenimiento (*frontloading*, véase gráfico 3).

En los meses finales de 2007 se intensificaron las tensiones en los mercados financieros mundiales, en un contexto de empeoramiento adicional del mercado inmobiliario estadounidense. En el

1. Agradezco a J. A. Cuenca, J. Maycas, A. Mesón y M. Stubbe su contribución a la elaboración de este artículo. 2. En Blanchard (2009) se ofrece un análisis de los orígenes, los desencadenantes y los mecanismos de transmisión y ampliación de la crisis financiera actual. 3. En el anejo se ofrece un breve recordatorio de cómo está organizado el marco operativo del Eurosistema. Para una descripción detallada del mismo, véase BCE (2008).

	2007					2008						2009															
	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN				
Operaciones principales de financiación	Provisión temprana de liquidez dentro del período de mantenimiento de reservas obligatorias (<i>frontloading</i>)												Adjudicación plena a tipo fijo (tipo mínimo OPF)														
	Inyección de liquidez por encima del <i>benchmark</i> neutral												Provisión neta superior a antes de la crisis														
	Provisión neta de liquidez similar a antes de la crisis												Vto. 2 sem.														
Facilidades permanentes	Amplitud corredor tipos facilidades permanentes: normalmente, 200 pb												100 pb			200 pb			150 pb								
													Drenaje de facto mediante facilidad de depósito (a)						Adjudicación plena a tipo fijo (tipo mínimo OPF) (b)								
Operaciones de financiación a más largo plazo complementarias	3 m 40 mm €			Renov. 60 mm €			Renov. 60 mm €			Renov. 50 mm €			Renov. 50 mm €			Renov. (b) ...											
	3 m 75 mm €			Renov. 60 mm €			Renov. 60 mm €			Renov. 50 mm €			Renov. 50 mm €			Renov. (b) ...											
													6 m 25 mm €			Renov. 50 mm € (b) ...			Refuerzo ops. mensuales 3 m (b)								
													6 m 25 mm €			Renov. (b) ...			Refuerzo ops mensuales a 6m (b)								
													1 m			1 m			1 m			1 m			Renov. (b) ...		
																									12 m		
Otras operaciones de financiación no convencionales																							Covered bonds (c)				
Operaciones de ajuste	Mayor frecuencia												Menor frecuencia (a)														
Operaciones en dólares	Apertura línea swap FED					Renov.			Renov.			...															
	2 ops. inyec.					Susp. temp.			Operaciones quincenales a 28 días 15 mm \$																		
													Aumento importe operaciones a 25 mm \$														
													Nuevas operaciones a 84 días, aunque se mantiene el saldo vivo total del conjunto de operaciones en 50 mm \$														
													Nuevas operaciones a 7 días y 1 día														
Operaciones en francos suizos													Aumento importe hasta 50 mm \$ a 1 día, 40 mm \$ a 28 días, y 20 mm \$ a 84 días														
													Suspensión operaciones a 1 día														
													Provisión \$ mediante swaps €/ \$														
													Apertura línea swap con Suiza			Renov.											
Provisión de liquidez en euros a otros bancos centrales de la UE													Provisión SFR swaps €/SFR: por un máximo de 20 mm € a 7 días, y en noviembre, 5 mm € a 84 días														
													Aumento importe hasta 25 mm € en ops. a 7 días														
Activos de garantía													Cesión temporal €														
													* A Polonia (10 mm €)														
													* A Hungría (hasta 5 mm €)														
													Apertura línea swap con Dinamarca (12 mm €)														
													Aceptación BBB- (antes A-)														
													Excepción: bonos titulización (mantienen A-)														
												Aceptación bonos entidades crédito, incluidos certificados depósito no cotizados en mercados regulados (si el BCE los considera aceptables)															
												Aceptación bonos subordinados protegidos por garantía aceptable															
												Aceptación bonos negociables:															
												* Emisión zona del euro															
												* Denominación en dólares, libras y yenes															
												* Emisor establecido en EEE															
												Aumento haircuts															
												Bonos titulización: se exige															
												* AAA/Aaa (a la emisión)															
												* A- (a lo largo vida bonos)															
												Bonos bancarios simples:															
												límite máximo del 10%															
												por grupo bancario															

- a. Desde octubre de 2008, la adjudicación plena y el estrechamiento de la banda promovieron el uso de la facilidad de depósito por parte de las entidades para mantener excesos de liquidez; este efecto revirtió gradualmente al ampliar la banda y a medida que se calmaron las condiciones en los mercados.
- b. Desde el 15 de octubre de 2008, todas las operaciones a más largo plazo (normales y complementarias) se realizaron con adjudicación plena y a tipo fijo.
- c. En mayo de 2009 el BCE anunció la decisión de adquirir en principio *covered bonds* (cédulas hipotecarias); en junio anunció los detalles operativos.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Emitidos por sociedades no financieras en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.

área del euro, este escenario afectó negativamente a los mercados de instrumentos financieros con garantía hipotecaria. En general, la obtención de fondos en los mercados de deuda también se encareció. Estos acontecimientos se reflejaron en una agudización de las tensiones en los mercados monetarios, que se vieron acrecentadas por las necesidades de liquidez que se producen a finales de año. Por ello, los tipos de interés de los depósitos interbancarios sufrieron nuevos repuntes desde mediados de noviembre (véase gráfico 2).

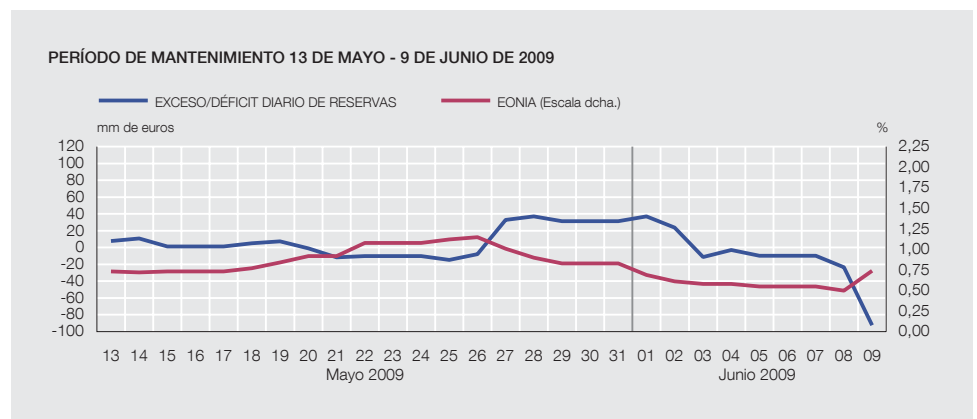
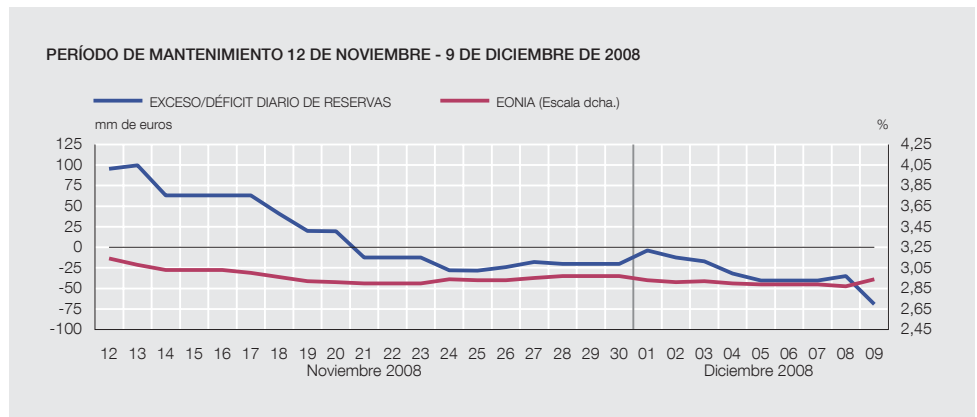
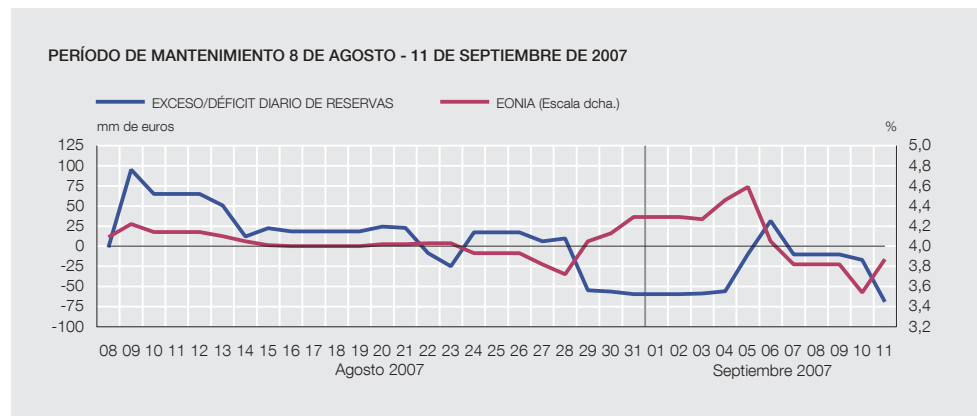
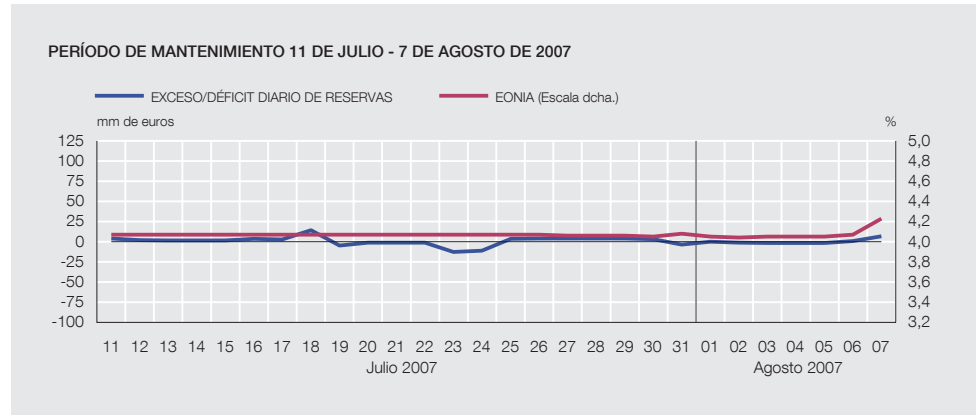
En respuesta a las nuevas tensiones, el BCE tomó medidas, como el suministro de liquidez por encima de las cantidades consideradas neutras en las operaciones principales de financiación o la provisión de financiación en dólares a través de una línea de *swaps* abierta con la Reserva Federal. Además, para cubrir las necesidades adicionales de liquidez que se producen a finales de año, en la subasta semanal de liquidez del 19 de diciembre se extendió el plazo de vigencia de la operación a dos semanas (en lugar de una) y se atendieron todas las pujas a tipos de interés iguales o superiores al tipo medio ponderado de la anterior subasta (4,21%), de forma que se adjudicó en esos momentos un volumen de liquidez muy superior al de la referencia neutral.



FUENTE: Banco Central Europeo.

Es importante señalar que todas estas modificaciones en el volumen y en el patrón temporal del suministro de liquidez en las operaciones de financiación no conllevan un aumento neto de los fondos efectivamente inyectados al sistema. La crisis y la consiguiente reevaluación de los riesgos no tienen por qué alterar sustancialmente las necesidades estructurales de liquidez del conjunto de las entidades, que dependen del nivel del coeficiente de reservas mínimas y de la evolución de determinadas partidas relativamente inerciales del balance del Eurosistema (los llamados «factores autónomos»⁴). Sí afectan, por el contrario, a la percepción que cada entidad individual puede tener de su capacidad para, llegado el caso, acudir al mercado a prestar sus eventuales excesos de fondos líquidos o, sobre todo, para cubrir sus necesidades concretas. Por ilustrarlo con un ejemplo sencillo, si un banco espera pagos por valor de 200 e ingresos por valor de 100, en condiciones normales cabría esperar que demandara fondos líquidos del banco central por valor del resultado neto de esas operaciones esperadas (esto es, 100)⁵. En una situación de crisis como la actual, sin embargo, es mucho más probable que

4. Véase BCE (2008). 5. En realidad, podría pedir algo más, dependiendo del riesgo que estime para los ingresos esperados, o algo menos, si es de las entidades que tiende a cubrir parte de sus necesidades netas en el mercado y no directamente en el banco central (aunque no se debe olvidar que alguna entidad tiene necesariamente que acudir al banco central, porque el sistema en su conjunto está corto de liquidez). Nada de esto afecta, sin embargo, a la esencia de lo que se quiere ilustrar con el ejemplo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

trate de satisfacer por esta vía el máximo posible de sus necesidades brutas (200), ya que no confiará en poder acudir al mercado para cubrir cualquier posible desajuste temporal entre el ingreso y el pago.

En consecuencia, el Eurosistema ha ido progresivamente desplazándose desde un esquema en el que proveía la liquidez neta necesitada por el conjunto de las entidades y dejaba que fuera el mercado el que redistribuyera los fondos entre los bancos hacia otro como el que se describe en la siguiente sección, en el que, en primera instancia, cubre las necesidades brutas de liquidez del sistema, para, más tarde, terminar retirando por distintas vías la diferencia entre lo inyectado inicialmente (200 en el ejemplo anterior) y las necesidades netas (100 en ese mismo ejemplo). De hecho, tras las operaciones de finales de año antes comentadas se ejecutaron otras de ajuste para drenar los excedentes.

En los dos primeros meses de 2008, los tipos de interés de los depósitos interbancarios se redujeron desde los niveles observados a finales de 2007, a medida que fue diluyéndose el efecto de demanda de liquidez ligado al cierre de año. Ello permitió cierta moderación de los diferenciales de tipos de interés respecto de las operaciones con garantía. No obstante, en marzo la crisis del banco de inversión Bear Stearns desencadenó un nuevo episodio de turbulencias en los mercados financieros mundiales, en un contexto de progresivo deterioro de la actividad real y de repunte de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas. Esta situación provocó de nuevo un tensionamiento de los tipos de interés de los depósitos sin garantía del mercado interbancario, que afectó en mayor medida a los plazos más largos. También supuso un nuevo aumento de las necesidades de liquidez en dólares, de forma que hubo que reiniciar la provisión de esta divisa a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Posteriormente, entre junio y septiembre hubo un período de relativa calma, y acontecimientos como la intervención de las entidades hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac apenas perturbaron los mercados europeos, lo que permitió cierta reducción de los diferenciales EURIBOR – EUREPO.

Desde enero de 2008 hasta septiembre, el BCE continuó su política iniciada a comienzos de la crisis, en el verano anterior, de proporcionar liquidez a los bancos de forma más temprana en cada período de mantenimiento de reservas mínimas, para satisfacer la preferencia de las entidades de adelantar el cumplimiento de los requisitos medios del período. Asimismo, como consecuencia del progresivo deterioro de la situación en los mercados financieros estadounidenses, el BCE tuvo que reforzar a lo largo de este período las operaciones de inyección de liquidez en dólares para facilitar fondos en esta divisa a las entidades del área del euro (véase cuadro 2). Al igual que en los meses anteriores, el drenaje de la liquidez excedente hacia el final del período de cómputo hizo que, en términos netos y en promedio, la provisión de fondos no se modificase apenas (véase gráfico 3).

Por otro lado, en un contexto de creciente incertidumbre, las entidades han ido incrementando su demanda de liquidez a plazos más dilatados. Este movimiento responde, en última instancia, a los mismos condicionantes que les han ido llevando a sustituir los mercados monetarios por el Eurosistema como su fuente directa de obtención de recursos líquidos. Para acomodar esta tendencia y evitar tensiones adicionales, en la primavera de 2008 el BCE aumentó el número de operaciones de inyección suplementarias a tres meses y añadió operaciones a seis meses, alargando así el vencimiento medio de la financiación a las entidades. Desde que la política monetaria única comenzara a funcionar en 1999, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) ha desempeñado el papel clave en el proceso de señalización de los cambios deseados en el tono de dicha política. Es, por tanto, lógico que una parte suficientemente significativa de las necesidades estructurales de liquidez se satisfa-

ACTIVO	29 de junio de 2007	31 de diciembre de 2008	31 de mayo de 2009	PASIVO	29 de junio de 2007	31 de diciembre de 2008	31 de mayo de 2009
<i>Repos</i> USD	—	185	71	Activos de la Reserva Federal	—	190	71
<i>Swaps</i> DKK	—	—	—	Activos del Banco Nacional Suizo	—	18	25
Factores autónomos de liquidez				Factores autónomos de liquidez			
Activos exteriores netos	317	407	412	Billetes en circulación	633	763	761
Activos denominados en euros	131	347	341	Depósitos de las AAPP	70	83	151
				Otros factores autónomos (neto)	27	254	226
Instrumentos de política monetaria				Instrumentos de política monetaria			
Operación principal de financiación	313	240	277	Cuentas corrientes	182	292	248
Op. de financiación a plazo más largo	150	617	404	Operaciones de absorción	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	4	0	Facilidad de depósito	1	200	23
TOTAL	913	1.800	1.505	TOTAL	913	1.800	1.505

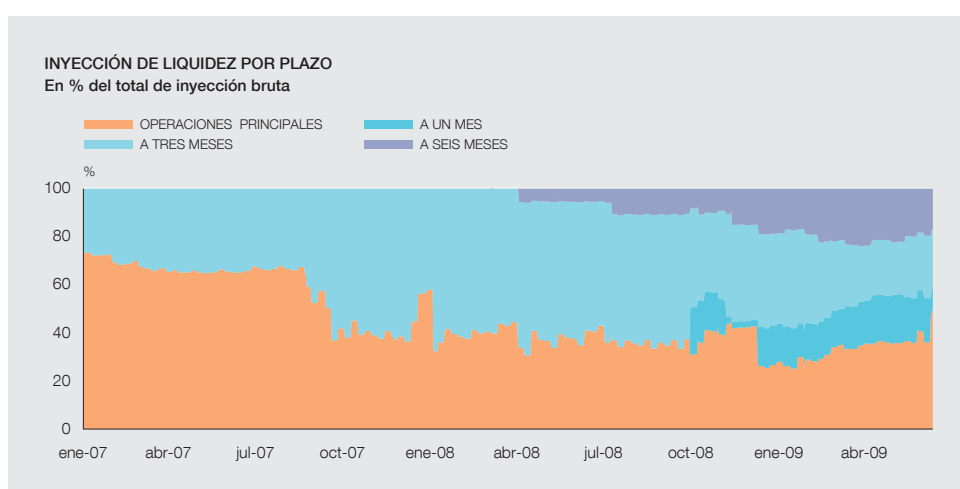
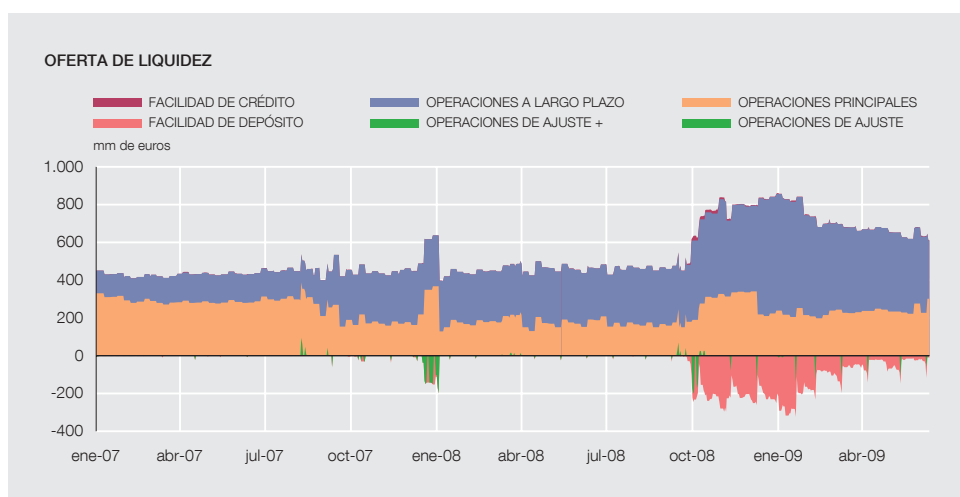
FUENTE: Banco Central Europeo.

ga mediante estas operaciones, garantizando así la relevancia del tipo de interés al que se liquidan. Sin embargo, no es fácil determinar cuál es el umbral a partir del cual la capacidad de señalización puede comenzar a resentirse. Como muestra el gráfico 4, las OPF comenzaron canalizando en torno al 70% de las inyecciones. A la fecha de cierre de este artículo, cuando aún no se ha realizado ninguna operación a un año, suponen cerca del 50% y el resto se distribuye entre operaciones a un mes (9%), a tres meses (24%) y a seis meses (17%). Aunque su peso relativo ha disminuido notablemente, no parece que la capacidad de señalización del tipo de interés de las OPF se haya resentido, aunque es evidente que las especiales circunstancias en las que están teniendo lugar todos estos cambios configuran un escenario en el que es particularmente difícil extraer conclusiones.

Cambios en el marco operativo del Eurosistema desde septiembre de 2008

En septiembre de 2008 se produjo un importante recrudecimiento de las tensiones financieras ante acontecimientos como la venta de Merrill Lynch a Bank of America, las ayudas de liquidez de emergencia del Gobierno estadounidense a la aseguradora AIG y, sobre todo, la quiebra de Lehman Brothers. Este último suceso supuso un cambio cualitativo en la evolución de la crisis financiera. La preocupación por la solvencia de las entidades bancarias alcanzó niveles máximos y la percepción del riesgo de un colapso sistémico aumentó considerablemente. Como puede observarse en el gráfico 2, los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos sin garantía y los garantizados a plazos superiores a tres meses llegaron a rebasar con creces los 200 puntos básicos (pb). La práctica desaparición del mercado interbancario de depósitos supuso una gran preocupación para el BCE, dada su capital importancia como primer eslabón del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Dadas estas circunstancias excepcionales, el BCE pasó a satisfacer directamente las necesidades brutas de liquidez de las entidades, reemplazando así, de hecho, al mercado interbancario en su función de intermediación entre las entidades. Más concretamente, decidió proporcionar a las entidades liquidez sin límite a tipo de interés fijo mediante la adjudicación plena en las subastas y estrechó el corredor formado por los tipos de interés de la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito de 2 puntos porcentuales (pp) a 1 pp (véase gráfico 2). Además, se reforzó de nuevo la financiación a más largo plazo, lo que supuso un aumento adicional de su peso, en detrimento del de las subastas semanales. A estas medidas se sumó la ampliación temporal de la lista de colateral admisible como garantía en las operaciones de



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

provisión de liquidez, aceptando activos denominados en divisas emitidos en el área del euro, así como mediante la inclusión de valores de calificación más reducida (hasta BBB—).

Este refuerzo de la provisión de liquidez supuso un gran aumento del volumen vivo de las operaciones para acomodar la preferencia de las entidades por asegurarse un exceso de liquidez que lógicamente terminaba siendo reconducido hacia el propio Eurosistema por la vía de la facilidad de depósito. Así, la provisión neta de fondos fue más reducida de lo que se deduce del aumento de las operaciones vivas. En todo caso, esta combinación supuso una notable ampliación del tamaño del balance del Eurosistema.

Ante las crecientes dificultades de las entidades del área del euro para obtener fondos en divisas, el BCE potenció también la provisión de dólares incorporando una subasta de *repos* a siete días (y eliminando con ello la subasta *overnight*) a las ya existentes a 28 y 84 días, con adjudicación plena desde el 15 de octubre, así como —en menor medida— a través de *swaps* de divisas con las entidades. El Eurosistema obtuvo los dólares para realizar estas inyecciones a través de la activación de la línea de *swap* bilateral acordada a finales de 2007 con la Reserva Federal. Tras un acuerdo similar con el Banco Nacional Suizo, el BCE proporcionó francos suizos mediante *swaps* a las entidades del área, inicialmente a siete días y después también a 84 días. Esta segunda modalidad de operación se suprimió posteriormente, quedando vigente solamente la que se realiza a siete días.

Una vez superados los episodios de extraordinarias tensiones de otoño de 2007, para incentivar de nuevo el funcionamiento normal del mercado interbancario el BCE decidió restaurar desde el 19 de enero de 2009 la banda formada por los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito a 200 pb, diferencial existente hasta comienzos de octubre de 2008. Posteriormente, el BCE ha ampliado la vigencia de las condiciones de adjudicación plena en todas las subastas de liquidez durante el tiempo que sea necesario y, en cualquier caso, como mínimo, hasta después del final de 2009. Las entidades han reaccionado con una reducción moderada tanto de su demanda de liquidez en las subastas como de su utilización de la facilidad de depósito, lo que ha supuesto cierta contracción del balance del Eurosistema desde el máximo alcanzado al cierre de 2008, aunque no han retornado a los patrones de conducta anteriores a septiembre (véase cuadro 2). No obstante, conviene señalar que, entre julio de 2007 y mayo de 2009, las necesidades de liquidez han aumentado en torno a 150 mm de euros, por lo que no parece probable que se vuelva a la situación vigente antes del inicio de la crisis.

Con el fin de limitar los riesgos en los que incurre la autoridad monetaria al aceptar este tipo de colateral, se decidió exigir a los valores procedentes de las titulizaciones (ABS) una calificación mínima de AAA/Aaa, por parte de las agencias internacionalmente admitidas, en el momento de su emisión. Al mismo tiempo, se elevaron los descuentos (también llamados *haircuts*) aplicados por el Eurosistema a la valoración de estos instrumentos (hasta el 5% para los bonos bancarios simples y al 12% para los ABS, con un 5% adicional si no hay precio de mercado). Por otra parte, se decidió aplicar un límite máximo a la utilización de bonos bancarios por parte de cualquier entidad que hubieran sido emitidos por un mismo grupo bancario, de manera que no pudiesen superar el 10% del total del colateral utilizado por cada entidad.

En la reunión del Consejo de Gobierno del BCE celebrada a comienzos de mayo de 2009, se recortó el tipo correspondiente a la facilidad marginal de crédito del 2,25% al 1,75%, mientras que se mantuvo el tipo de la facilidad de depósito en el 0,25%, de forma que se estrechó el corredor formado por estos tipos de 200 a 150 pb (véase gráfico 2). Asimismo, en la línea adoptada por el Eurosistema de proveer liquidez abundante a plazos más dilatados desde el comienzo de la crisis, se decidió crear nuevas operaciones suplementarias a más largo plazo con vencimiento a doce meses (también con adjudicación plena y a tipo fijo). Se anunciaron tres subastas (en junio, octubre y diciembre).

Es preciso destacar, por su carácter novedoso, que en esa misma reunión el Consejo adoptó otra decisión relacionada con las operaciones que lleva a cabo el Eurosistema. Más concretamente, anunció la próxima adquisición de *covered bonds*, grupo al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, con el objetivo, entre otros, de ayudar a mejorar la liquidez de un segmento importante del mercado de deuda privada fuertemente afectado por la crisis y mejorar las condiciones de financiación de las entidades y sus clientes. Se trata, pues, de una medida de las llamadas de *credit easing*, en la terminología anglosajona al uso.

Los bonos deberán estar denominados en euros, ser emitidos por los bancos de la zona del euro y el importe de la operación se eleva a 60 mm de euros. Las adquisiciones serán en firme, se realizarán tanto en el mercado primario como en el secundario, comenzarán en julio de 2009 y se espera que concluyan a finales de junio de 2010. Los valores que se han de adquirir deberán cumplir con una serie de requisitos técnicos [admisibilidad como colateral para las operaciones de crédito del Eurosistema; conformidad con los criterios dispuestos en el artículo 22 (4) de la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)⁶, o

6. Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

salvaguardas similares para los bonos que no cumplan con la Directiva; un volumen de emisión de aproximadamente 500 millones de euros o superior, y en ningún caso inferior a 100 millones de euros; una calificación mínima de AA o equivalente por parte de, al menos, una de las principales agencias y en ningún caso inferior a BBB-/Baa3; activos subyacentes que incluyan exposición a entidades privadas y/o públicas] y las entidades de contrapartida serán las admitidas para las operaciones de crédito del Eurosistema, así como aquellas entidades establecidas en el área del euro que el Eurosistema utiliza para las operaciones de inversión de su cartera denominada en euros.

Resumen y conclusiones

El marco operativo de la política monetaria del Eurosistema ha demostrado una gran flexibilidad, en un contexto financiero extraordinariamente convulso, para acomodar cambios sustanciales en la forma de ejecutar la política monetaria y el suministro de liquidez, sin que se hayan necesitado para ello modificaciones profundas en los instrumentos ya disponibles o —a diferencia de lo sucedido al otro lado del Atlántico— cambios notables en la filosofía de funcionamiento de la instrumentación que implicasen la adición de una serie de instrumentos o procedimientos nuevos.

Así, desde el verano de 2007 hasta septiembre de 2008 solo fue necesario un número reducido de medidas para mantener un suministro adecuado de liquidez y estabilizar la volatilidad de los tipos interbancarios. La distribución temprana de la liquidez durante el período de mantenimiento permitió que las entidades cumplieren anticipadamente los requisitos de reservas mínimas. El mayor número de operaciones de ajuste contribuyó a estabilizar la mayor volatilidad en la liquidez y los tipos de interés a muy corto plazo. La sustitución parcial de la liquidez suministrada a una semana por la otorgada a plazo más largo se orientó a mitigar las mayores tensiones observadas en el mercado interbancario a esos plazos. Por su parte, la provisión de liquidez en dólares ayudó a las entidades residentes en el área a liquidar sus obligaciones en esta divisa.

Desde octubre de 2008 hasta la actualidad, fueron necesarias medidas de alcance superior para mitigar las tensiones inusitadamente altas que se produjeron en los mercados monetarios, si bien se implementaron principalmente mediante modificaciones en los procedimientos existentes. En las operaciones de mercado abierto, la adopción de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena garantizó el suministro de liquidez a las entidades de contrapartida. El mayor número de operaciones a más largo plazo y la inclusión de plazos nuevos permitieron satisfacer los cambios en las preferencias de las entidades.

Todo ello, no obstante, no se ha traducido en un aumento sustancial de la liquidez efectivamente proporcionada al sistema en términos netos. Como resultado de las modificaciones, el Eurosistema ha terminado desempeñando el papel de intermediación que había dejado de ejercer el mercado secundario de depósitos interbancarios como consecuencia del fuerte aumento en la aversión al riesgo de contrapartida. Así, ha pasado a satisfacer, en primera instancia, las necesidades brutas de las entidades individuales, para, más tarde, reabsorber mediante operaciones de drenaje o a través de la facilidad de depósito el consiguiente exceso sobre las necesidades estructurales netas de liquidez del conjunto del sistema bancario. Esta nueva forma de operar del Eurosistema ha supuesto una sustancial expansión de su balance, que, como cabía esperar, ha comenzado a revertir de manera automática cuando han aparecido los primeros síntomas —incipientes aún— de normalización de los mercados.

Las medidas adoptadas desde el inicio de la crisis hasta octubre de 2008 permitieron que el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un día (EONIA) no se separara significativamente del tipo de interés de las subastas semanales del Eurosistema, si bien presentó una

volatilidad superior a la habitual (véase gráfico 3). No obstante, hasta finales del año pasado los tipos de interés de los depósitos sin garantía (EURIBOR) tendieron a mantenerse en niveles relativamente elevados en comparación con los correspondientes a los depósitos con garantía (EUREPO). La introducción, en octubre de 2008, de las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo ha permitido que el tipo EONIA haya ido situándose por debajo del tipo de intervención (véanse gráficos 2 y 3), y los tipos interbancarios han ido reflejando las sucesivas reducciones de los tipos oficiales realizadas desde esa fecha por el BCE, aunque con un significativo retraso en los plazos más largos (véase gráfico 2). Por su parte, los diferenciales EURIBOR – EUREPO han ido cerrándose desde los máximos alcanzados en octubre de 2008 y han vuelto a registros incluso inferiores a los vigentes antes de septiembre. La progresiva relajación del tono de la política monetaria ha ido trasladándose también a los tipos aplicados por las entidades bancarias en sus operaciones tanto activas como pasivas, aunque esta traslación no ha sido aún completa. Hasta la fecha de cierre de este Boletín, tanto las medidas convencionales sobre los tipos de interés como las medidas de expansión de la liquidez han contribuido a que las condiciones en los mercados tiendan a normalizarse, si bien los indicadores de tensión financiera continúan situados en niveles relativamente altos.

19.6.2009.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, noviembre.

— (2009). *Informe Anual, 2008*, marzo.

BLANCHARD, O. (2009). *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper WP/09/80, abril.

ANEJO

La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema

El marco operativo de la política monetaria de la Eurozona se articula sobre tres clases de instrumentos: las reservas mínimas obligatorias (conocido tradicionalmente como «encaje bancario» o coeficiente de caja), las operaciones de mercado abierto (las subastas de liquidez a cambio de activos de garantía) y las facilidades permanentes (las llamadas «segundas ventanillas» de depósito y de crédito). A estos instrumentos se agrega un conjunto de normas que regulan las condiciones que han de cumplir los activos de garantía que deben depositar y aportar las entidades como colateral para obtener financiación del Eurosistema.

En primer lugar, se exige que las entidades mantengan unas reservas mínimas obligatorias depositadas en sus cuentas con el Eurosistema. Las reservas mínimas se calculan aplicando un porcentaje a los pasivos computables (fundamentalmente, depósitos bancarios)⁷, se deben cumplir en promedio durante el período de mantenimiento, y se remuneran al tipo medio ponderado de interés de intervención vigente durante este período para no penalizar a las entidades. Este instrumento no se ha modificado en respuesta a la crisis.

Sí lo han hecho, sin embargo, las operaciones de mercado abierto, que son las que permiten a la autoridad monetaria inyectar y drenar liquidez del sistema, normalmente mediante la adquisición temporal de valores (*repos*), que se ejecutan en forma de subastas con las entidades de contrapartida del Eurosistema. Estas operaciones se subdividen, a su vez, en cuatro tipos: a) las *operaciones principales de financiación* (OPF), de frecuencia y plazo semanales, cuyo tipo de interés señala el tono de la política monetaria. Como tienen vencimiento semanal, las entidades de contrapartida deben acudir a refinanciarse en la siguiente subasta; b) las *operaciones de financiación a plazo más largo* (OFPML), originalmente con periodicidad mensual y vencimiento trimestral (en la actualidad las hay a uno, a tres, a seis y, desde el 23 de junio,

7. El BCE aplica un porcentaje uniforme a los pasivos computables, si bien hay algunas partidas de estos pasivos a las que se aplica un coeficiente nulo.

a doce meses), desempeñaban antes del inicio de la crisis un papel secundario en la política de provisión de liquidez del Eurosistema; c) las *operaciones de ajuste* (OA), de inyección o drenaje, no tienen ni una frecuencia ni un vencimiento predeterminados, aunque normalmente se realizan a muy corto plazo para estabilizar desviaciones transitorias o anómalas de los tipos de interés y las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios, y d) las *operaciones estructurales*, previstas para cambiar de forma más permanente las condiciones estructurales de liquidez del sistema, pero que no se han utilizado hasta la fecha.

Las facilidades permanentes, que también han experimentado cambios, permiten a las entidades obtener liquidez del Eurosistema a cambio de colateral (facilidad marginal de crédito) o depositar sus excedentes de liquidez en cualquier momento (facilidad de depósito), cuando las entidades afrontan un pago o reciben un ingreso imprevisto a final del día, de forma que les es difícil obtener o colocar esos fondos en el mercado. La utilización de las facilidades se produce a iniciativa de la entidad que necesita activarlas y contribuye a estabilizar los tipos interbancarios a muy corto plazo (EONIA), en la medida en que los tipos que se aplican en las facilidades son penalizadores⁸ y conforman un corredor que acota las oscilaciones del EONIA (véase gráfico 2).

Por último, toda entidad que desee obtener liquidez del Eurosistema debe depositar activos que sirvan de garantía o colateral. Estos activos, que deben disfrutar de un nivel mínimo de calidad crediticia, comprenden un amplio conjunto de instrumentos de deuda (generalmente, negociables, aunque también se admiten activos no negociables, que se valoran a precios de mercado o, en su ausencia, mediante el recurso a procedimientos teóricos adecuados). El Eurosistema aplica recortes (*haircuts*) a su valoración que lo protegen frente a riesgos de mercado o de liquidez.

8. Es decir, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se sitúa significativamente por encima del de las subastas de liquidez de las OPF, y el de la facilidad de depósito, significativamente por debajo.