

LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE AGOSTO DEL 2007

ARTÍCULOS

La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007

Las turbulencias registradas en los mercados financieros han constituido hasta la fecha la prueba más importante de la capacidad de resistencia del marco operativo del Eurosistema. En este artículo se describe la aplicación de la política monetaria del Eurosistema en respuesta a las tensiones que se iniciaron en agosto del 2007 en los mercados financieros. En particular, se analizan detalladamente las modificaciones de los procedimientos de subasta y de la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes, así como sus efectos en el mercado monetario. También se presentan las modificaciones introducidas en el sistema de activos de garantía y las operaciones realizadas en cooperación con otros bancos centrales. Por último, se mencionan las medidas acordadas más recientemente: efectuar operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses; adquirir instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief denominados en euros y emitidos en la zona del euro; y admitir al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

En el artículo se mantiene que el diseño del marco operativo y las importantes modificaciones que se introdujeron en octubre del 2008 han desempeñado un papel fundamental para reducir el impacto de la falta de liquidez en el mercado sobre el funcionamiento de las instituciones financieras solventes. Además, se recalca que, durante el período en el que la crisis financiera era más profunda, el Eurosistema se convirtió en una fuente de liquidez de suma importancia para muchos bancos y asumió temporalmente una función más destacada como intermediario en el mercado monetario.

I INTRODUCCIÓN

Las turbulencias en los mercados financieros que se iniciaron a mediados del 2007 han constituido hasta la fecha la prueba más difícil para el marco operativo del Eurosistema. El mercado monetario de la zona del euro también se ha visto afectado, en ocasiones gravemente, por las tensiones registradas en los mercados financieros. El volumen de operaciones se redujo sustancialmente y los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos con garantías y sin garantías se elevaron hasta alcanzar niveles nunca vistos. Como consecuencia, mientras que los bancos con necesidades de liquidez no podían estar ya seguros de obtener financiación en el mercado interbancario, otras entidades de crédito mantenían importantes reservas de liquidez en sus cuentas corrientes en el banco central y hacían uso de la facilidad de depósito del Eurosistema. En cualquier caso, el buen funcionamiento del mercado monetario es de gran importancia para el Eurosistema, puesto que la formación de los tipos de interés en este mercado constituye el primer paso en la transmisión de la política monetaria a los mercados financieros y a la economía real. Si el mercado monetario no funciona adecuadamente, la transmisión de las variaciones de los

tipos de interés oficiales al sector real es más errática y menos predecible. Por otra parte, el desplome de este mercado podría poner en peligro la estabilidad financiera, pues instituciones solventes podrían pasar a ser insolventes debido al déficit de liquidez.

El marco operativo del Eurosistema se basa habitualmente en tres elementos principales: (1) la financiación del sector bancario mediante operaciones de mercado abierto; (2) las facilidades permanentes; y (3) las exigencias de reservas. En el período transcurrido hasta octubre del 2008, el BCE utilizó este marco para la gestión de la liquidez, cuyo objetivo es reconducir los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia un nivel próximo al del tipo mínimo de puja que señala la orientación de la política monetaria del Eurosistema. Este tipo mínimo de puja se aplicó a las operaciones principales de financiación (OPF), que se llevaron a cabo en forma de subastas a tipo de interés variable con tipo mínimo de puja. Con estas operaciones, el BCE controló el coste marginal de financiación de los bancos. Para ello, el BCE decidió, esencialmente, el nivel adecuado de provisión de liquidez agregada para el sector bancario, que necesita la

liquidez del banco central para cumplir con sus exigencias de reservas y acomodar los cambios acaecidos en los factores autónomos. El BCE utilizaba el mercado monetario para distribuir esta liquidez entre los bancos a tipos de interés de mercado y para lograr el cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas agregadas durante cada período de mantenimiento de reservas. Después de agosto del 2007, este enfoque se adaptó para tener en cuenta la mayor y más variable demanda de liquidez del sector bancario, pero no se modificó significativamente.

Con la intensificación de las turbulencias financieras, sobre todo en los meses cercanos al final del 2008, el mal funcionamiento del mercado monetario significaba que la formación de los tipos de interés a corto plazo no sólo dependía de la liquidez agregada neta, sino también de la distribución de la liquidez entre las distintas entidades de crédito y, por lo tanto, de las inyecciones brutas de liquidez del banco central. En este entorno, el Eurosistema tuvo que asumir también el papel de intermediario en el flujo de liquidez interbancaria, y modificó su marco operativo con el fin de facilitar dicho papel (sección 4).

En el marco del Eurosistema se exige a las entidades de crédito mantener un determinado nivel de reservas en sus cuentas corrientes en el banco central. Dado que esas exigencias sólo se han de cumplir en promedio durante cada período de mantenimiento (cuya duración aproximada es de un mes), en el período anterior al inicio de las turbulencias a los bancos les resultaba prácticamente indiferente el día en que mantenían reservas en el banco central: la liquidez en un día determinado era un sustituto casi perfecto de la liquidez durante otro día. De este modo, la demanda agregada de liquidez del banco central se suavizaba en el tiempo, lográndose así una estabilización automática de los tipos de interés del mercado monetario. Sin embargo, durante las turbulencias en los mercados financieros, el mal funcionamiento del mercado monetario entorpeció esta función estabilizadora.

Las entidades de contrapartida también tienen acceso a las facilidades permanentes del Eurosiste-

ma, es decir, pueden obtener financiación a un día de la facilidad marginal de crédito o colocar liquidez a un día en la facilidad de depósito. Estas facilidades permanentes proporcionan un límite superior e inferior para el tipo de interés a un día y ayudan, así, a contener su volatilidad.

Por último, en todas las operaciones de crédito del Eurosistema, incluidas las operaciones de mercado abierto y la utilización de la facilidad marginal de crédito, se exigen activos de garantía adecuados. Este concepto tiene dos facetas: en primer lugar, implica que el Eurosistema debe estar protegido frente a pérdidas en sus operaciones de crédito; en segundo lugar, exige que un amplio conjunto de entidades de contrapartida disponga de activos de garantía suficientes, de modo que puedan obtener del Eurosistema el volumen de liquidez necesario.

En el resto del artículo se comentarán los cambios que se introdujeron en la manera en que el Eurosistema efectúa sus operaciones en respuesta a las turbulencias observadas en los mercados financieros. En la sección 2 se describe la evolución del mercado monetario de la zona del euro desde que se iniciaron las tensiones en agosto del 2007. En la sección 3 se examinan brevemente las medidas adoptadas por el Eurosistema entre agosto del 2007 y septiembre del 2008¹. En la sección 4 se analizan las medidas adoptadas después de que la quiebra de Lehman Brothers desestabilizará aún más el mercado, y abarca el período hasta mayo del 2009². En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 EL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO DESDE AGOSTO DEL 2007

El mercado monetario de la zona del euro se vio muy afectado por las tensiones que se originaron en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo el 9 de agosto de 2007, cuando los rumores

1 La mayor parte de las medidas adoptadas en este período en relación con la gestión de liquidez se trata de forma más detallada en el artículo titulado «Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

2 La fecha en que se cerró la recepción de datos es el 31 de mayo de 2009.

acerca de las grandes exposiciones que mantenían algunas entidades de crédito europeas influyeron en su capacidad de obtener liquidez en el mercado de dólares estadounidenses y provocaron, posteriormente, una pronunciada subida de los tipos de interés en el mercado monetario del euro. La actividad en los mercados monetarios disminuyó notablemente, sobre todo en el mercado de préstamos con vencimientos superiores a una semana, donde la actividad casi se detuvo por completo. Al mismo tiempo, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos con garantías y sin garantías en esos mercados se incrementaron significativamente. Si bien las medidas relativas a la gestión de la liquidez introducidas por el Eurosistema contrarrestaron la extrema volatilidad de los tipos de interés en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (como se menciona en la sección 3), los tipos de interés del mercado de operaciones sin garantías a plazo siguieron siendo elevados. Por otra parte, se produjo un acusado desplazamiento en las operaciones hacia los préstamos a plazos más cortos, es decir, en lugar de prestar a largo plazo, las entidades de crédito renovaron los contratos de préstamo a corto plazo. Asimismo, se observó en el mercado monetario un desplazamiento desde el segmento de operaciones sin garantías al segmento de operaciones con garantías.

Los motivos principales por los que los bancos estaban menos dispuestos a contratar una operación de préstamo sin garantías en el mercado monetario parecían derivarse de su preocupación por la liquidez y la solvencia, consecuencia de la incertidumbre y de la información asimétrica. Por una parte, en épocas de elevada volatilidad, las entidades de crédito tienen dudas sobre sus propias necesidades de liquidez y sobre su capacidad futura de obtener financiación en el mercado³. Por otra parte, un elevado grado de incertidumbre sobre las exposiciones de los distintos bancos, agravado por las turbulencias en los mercados y por el correspondiente descenso del valor de los activos, arroja dudas sobre la solvencia de las entidades endeudadas y, por lo tanto, de su capacidad de devolver préstamos del mercado monetario. Si bien un banco central puede abordar el primer problema utilizando sus herramientas operativas, estas herramientas no puede

utilizarse para tratar directamente problemas relacionados con el riesgo de crédito.

Un indicador de las tensiones en los mercados monetarios es el diferencial entre el tipo de interés de los depósitos interbancarios sin garantías (por ejemplo, el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro – EURIBOR) para un vencimiento dado y el tipo *swap* indiciado a un día (por ejemplo, el tipo *swap* del índice medio del tipo del euro a un día – EONIA *swap*) al vencimiento correspondiente. El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que los bancos están dispuestos a pagar a cambio de recibir el tipo medio a un día hasta que venza el *swap*. Refleja la misma prima de riesgo de crédito y de liquidez que el tipo de interés a un día, para el que estas primas son, sin embargo, insignificantes. Por lo tanto, el tipo del EONIA *swap* es relativamente inmune a cambios en el riesgo de crédito o de liquidez. Así pues, el diferencial entre el tipo *swap* indiciado a un día y el tipo de interés de los depósitos para un plazo determinado constituye una indicación del riesgo de crédito y de liquidez⁴. La misma idea se obtiene si se considera el diferencial entre los tipos de interés de las operaciones sin garantías y con garantías.

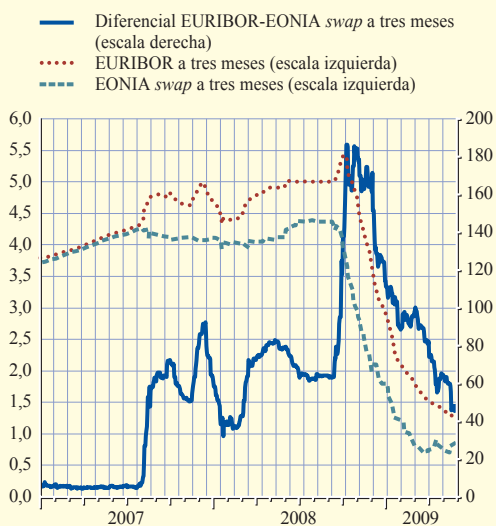
Si se utiliza este indicador se pueden reconocer algunos períodos de tensión especialmente grave en el mercado monetario de la zona del euro (véase gráfico 1). En primer lugar, la aparición de turbulencias financieras en el mercado monetario se puede identificar claramente como un desplazamiento del diferencial EURIBOR–EONIA *swap* desde un nivel cercano a 5 puntos básicos hasta más de 60 puntos básicos en agosto del 2007. En segundo lugar, desde abril del 2008 hasta septiembre del 2008 la práctica inmovilidad del diferencial refleja una estabilización de la situación de los mercados financieros, aunque los diferenciales siguen siendo considerables. La intensificación de las tensiones tras la quiebra de Lehman Brothers

3 El tema de la preocupación acerca de la liquidez como fuente de atesoramiento de la misma se analiza en J. Eisenschmidt y J. Tapping (2009), «Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets» Working Paper del BCE n.º 1025.

4 Para una explicación más detallada, véase el recuadro titulado «El diferencial entre el tipo de depósito y el tipo *swap* como indicador de las tensiones en el mercado monetario», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Gráfico 1 Diferencial EURIBOR-EONIA swap

(en porcentaje; puntos básicos)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

en septiembre del 2008 dio lugar a que los diferenciales alcanzaran un nivel sin precedentes, con un máximo por encima de los 180 puntos básicos. En el período inmediatamente posterior a este acontecimiento, los mercados financieros se encontraban en una situación de alerta extrema, pues la quiebra de un importante participante en el mercado aumentó el temor de que se produjeran más quiebras bancarias. La enorme preocupación sobre la salud financiera de otras instituciones financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa, agudizaron el temor de nuevas quiebras. El mercado monetario de la zona del euro quedó completamente paralizado a finales de septiembre del 2008, cuando los bancos pasaron a ser muy dependientes del Eurosistema para obtener financiación. En ese momento, el Eurosistema evitó una completa paralización del mercado monetario al modificar de forma enérgica su gestión de la liquidez, y el Consejo de Gobierno acometió una serie de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, como muestra la tendencia a la baja de los tipos de interés que se presenta en el gráfico 1.

La modificación más importante fue la introducción de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, lo que garantizaba a los bancos que podrían obtener del Eurosistema tanta liquidez como desearan al tipo de interés oficial, que estaba reduciéndose con rapidez, siempre que dispusieran de activos de garantía suficientes.

La importancia de las intervenciones del BCE desde octubre del 2008 puede calibrarse, entre otros factores, por el destacado papel desempeñado por el Eurosistema como intermediario en el mercado monetario, que se refleja en un fuerte incremento del recurso a la facilidad de depósito. Desde ese momento, como se analizará con detalle en la sección 4, el BCE ha satisfecho plenamente la demanda de liquidez del sector bancario, que surgió en una época de grandes tensiones.

Casi dos años después de que se iniciaran las turbulencias, el mercado monetario de la zona del euro seguía caracterizándose por un nivel de tensión excepcionalmente elevado. Las entidades de crédito continuaban temiendo que los riesgos y las pérdidas del sector no se hubieran puesto totalmente de manifiesto. Aunque en los primeros meses del 2009 las tensiones se habían atenuado, como puede observarse tanto en la reducción del diferencial EURIBOR-EONIA swap (véase gráfico 1) como en el descenso del suministro de liquidez del Eurosistema, la evidencia anecdótica sugiere que la actividad del mercado monetario en mayo del 2009 se encontraba aún muy por debajo de los niveles previos al inicio de las turbulencias. El mercado monetario a plazo y el segmento de operaciones sin garantías del mercado monetario seguían siendo los más afectados. Al mismo tiempo, no está claro si la actividad del mercado sin garantías se recuperará plenamente, ya que podría producirse en su lugar una tendencia estructural hacia los préstamos con garantías, especialmente en el caso de los vencimientos a plazo más largo. Ciertamente, en el caso de las operaciones de préstamo con garantías se observan ciertas señales de que en el 2008 se ha registrado un desplazamiento hacia vencimientos más largos, es decir, comprendidos entre uno y seis meses⁵.

5 Para un análisis más detallado, véase «Euro Money Market Study 2008», febrero del 2009, BCE.

3 MEDIDAS ADOPTADAS ENTRE AGOSTO DEL 2007 Y SEPTIEMBRE DEL 2008

MEDIDAS DE GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

La respuesta inmediata del BCE a las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro que se manifestaron en agosto del 2007 fue el suministro temporal de liquidez adicional, con el fin de contrarrestar desviaciones excesivas de los tipos de interés a muy corto plazo con respecto al tipo de interés oficial. Esta inyección de liquidez inició un modelo diferente en cuanto al momento en que el Eurosistema proporciona financiación al sector bancario durante el período de mantenimiento de reservas. El BCE también hizo un uso más frecuente de las operaciones de ajuste. Como se ha mencionado ya, con anterioridad a agosto del 2007 el BCE había suministrado la liquidez de tal modo que permitía al sector bancario cumplir ordenadamente las reservas mínimas obligatorias en el transcurso de cada período de mantenimiento. Durante el primer año de turbulencias financieras, se modificó el modelo de adjudicación utilizado en las operaciones principales de financiación. En general, se suministraba más liquidez al comienzo de cada período de mantenimiento, mientras que durante el resto del período la financiación proporcionada se ajustaba gradualmente a la baja, de manera que hacia el final de cada período el exceso de liquidez de las entidades de crédito seguía siendo, al igual que antes de agosto del 2007, cercano, en promedio, a cero. En el gráfico 2 se ilustra cómo las entidades de contrapartida realizaban tal acumulación de reservas por anticipado. En períodos previos a las turbulencias financieras, el excedente de reservas diario de las entidades de crédito era bastante estable y cercano a su media durante todo el período de mantenimiento. En la primera etapa de las turbulencias, entre agosto del 2007 y septiembre del 2008, su nivel se situaba por encima de las exigencias de reservas al comienzo de un período de mantenimiento típico, pero por debajo de las exigencias hacia el final de dicho período. La oferta de liquidez agregada se mantuvo sin cambios a lo largo del tiempo.

Gráfico 2 Excedente/déficit de reservas medias diarias



Fuente: BCE.

Nota: La serie de excedente/déficit de reservas medias diarias durante las turbulencias muestra la media de siete períodos de mantenimiento de 28 días entre agosto del 2007 y septiembre del 2008, mientras que la serie de excedente/déficit de reservas medias diarias antes de las turbulencias muestra la media de cuatro períodos de mantenimiento de 28 días entre abril y agosto del 2007.

Con esta medida, el BCE logró evitar desviaciones excesivas de los tipos de interés a corto plazo con respecto al tipo mínimo de puja. Entre el 7 de agosto de 2007 y el 12 de septiembre de 2008 (el último día de negociación antes del anuncio de la quiebra de Lehman Brothers), la media del EONIA estaba sólo 0,7 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Al mismo tiempo, este diferencial mostraba un nivel de volatilidad más elevado que antes: la desviación típica durante este período fue de 12 puntos básicos, lo que duplica la desviación observada en el año hasta agosto del 2007. El alto grado de variabilidad fue consecuencia del entorno inestable existente en los mercados financieros (que se caracterizaba por oleadas sucesivas de tensión) y de las dificultades correspondientes a las que se enfrentaba el BCE a la hora de estimar las necesidades de liquidez del sector bancario.

Como segunda medida, en agosto del 2007 el Eurosistema empezó a realizar operaciones de

financiación a plazo más largo complementarias con vencimiento a tres meses, y más tarde también a seis meses. A finales de octubre del 2008, ambos tipos de operaciones se estaban efectuando regularmente en cada período de mantenimiento, y, tomadas en su conjunto, las operaciones a plazo más largo proporcionaron más de 600 mm de euros de financiación al sector bancario. Como consecuencia, el porcentaje de la financiación a plazo más largo (es decir, todas las operaciones de financiación con vencimiento de tres y seis meses) en el total de financiación casi se duplicó, desde un 33%, en promedio, en el primer semestre del 2007 hasta un 61% en el primer semestre del 2008. Así pues, el vencimiento medio de la financiación proporcionada al sector bancario se elevó sustancialmente.

El final del año 2007 resultó ser un período especialmente difícil. Las tensiones habituales en los mercados monetarios a finales de año se exacerbaban en los últimos días del 2007. En un entorno de incertidumbre extrema sobre los riesgos de crédito individuales y sobre la situación general de los mercados, el BCE tranquilizó a los participantes en el mercado en lo que respecta a su disposición a suministrar abundante liquidez, sobre todo efectuando una operación principal de financiación especial con vencimiento a dos semanas, que incluía la Navidad y el fin de año, en la cual se comprometió a cubrir totalmente todas las peticiones realizadas por encima de un tipo de interés determinado.

En el primer semestre del 2008, la situación en los mercados monetarios mejoró ligeramente. La política del BCE de suministrar liquidez por anticipado resultó ser eficaz para reconducir los tipos de interés del mercado monetario hacia un nivel próximo al del tipo mínimo de puja, sin aumentar la oferta de liquidez al sector bancario. Esta política se modificó en el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers, cuando el Eurosistema tuvo que utilizar medidas de gestión de la liquidez no convencionales, con el fin de estabilizar el mercado monetario, como se comentará en la sección siguiente.

MEDIDAS ADOPTADAS EN COOPERACIÓN CON OTROS BANCOS CENTRALES

En respuesta a un aumento significativo de las dificultades que afrontaban las entidades de crédito de la zona del euro para acceder a la financiación en dólares estadounidenses a través tanto del mercado de operaciones sin garantías en dólares estadounidenses como en el mercado de *swaps* de divisas, en diciembre del 2007 el BCE inició (en cooperación con la Reserva Federal y con otros importantes bancos centrales) operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a cambio de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, en conexión con la operación de financiación a plazo en dólares (*term auction facility* – TAF) de la Reserva Federal. La Reserva Federal facilitó dólares estadounidenses al BCE mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*), y el Eurosistema transfirió estos dólares a sus entidades de contrapartida mediante operaciones de cesión temporal. En un primer momento, se proporcionó un volumen total de 20 mm de dólares estadounidenses al sector bancario de la zona del euro mediante operaciones con vencimiento a 28 días que se realizaron en forma de subastas a tipo de interés fijo con un sistema de valoración común aplicado por todos los bancos centrales que utilizaban la línea *swap* en dólares estadounidenses de la Reserva Federal. Cuando amainaron las tensiones a comienzos del 2008, las operaciones se suspendieron temporalmente, pero se reanudaron en marzo del mismo año, cuando las presiones de liquidez en los mercados de financiación volvieron a intensificarse tras el derrumbe de Bear Stearns. En julio del 2008, esta medida se reforzó con el fin de acomodar mejor las necesidades de financiación en dólares estadounidenses de las entidades de crédito de la zona del euro. Por lo tanto, las operaciones a 28 días se complementaron con operaciones a 84 días dentro del TAF, aunque, en ese momento, no se modificó el volumen de financiación en dólares estadounidenses, que ascendía a 50 mm de dólares. En septiembre del 2008, un período en el que se agudizaron las tensiones en los mercados, también se introdujeron subastas diarias a un día a tipo de interés variable y se elevó de nuevo el volumen.

4 MEDIDAS ADOPTADAS ENTRE SEPTIEMBRE DEL 2008 Y MAYO DEL 2009

El gran deterioro de los mercados monetarios del euro que se inició en septiembre del 2008 tuvo consecuencias importantes en el suministro de financiación al sector bancario de la zona del euro por parte del Eurosistema. En primer lugar, en las operaciones de mercado abierto los tipos de interés de las subastas aumentaron hasta situarse en niveles sin precedentes. En segundo lugar, las entidades de crédito ampliaron notablemente su recurso a las facilidades permanentes del BCE. En septiembre y octubre del 2008, el Eurosistema reaccionó anunciando nuevas medidas.

29 DE SEPTIEMBRE DE 2008: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO ESPECIAL

El 29 de septiembre se anunció la introducción de una operación de financiación a un plazo especial de 38 días. El importe total de las pujas ascendió a 141 mm de euros y se adjudicaron 120 mm de euros. A su vencimiento, esta operación fue sustituida por una serie de operaciones cuyo vencimiento era igual a la duración de un período de mantenimiento.

8 DE OCTUBRE DE 2008: PROCEDIMIENTO DE SUBASTA A TIPO DE INTERÉS FIJO CON ADJUDICACIÓN PLENA Y REDUCCIÓN DE LA BANDA

El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió modificar el procedimiento de subasta utilizado en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo, así como reducir simétricamente a la mitad la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes.

La paralización de los mercados monetarios a finales de septiembre del 2008 dio lugar a que las entidades de crédito pasaran a ser extremadamente dependientes del Eurosistema para obtener financiación. Esta dependencia puede deducirse de los notables incrementos registrados en los tipos de interés que las entidades estaban dispuestas a pagar en las operaciones de mercado abierto del

Gráfico 3 Diferencial en las subastas

(en puntos básicos)



Fuente: BCE.

BCE (véase gráfico 3). En este contexto, el Eurosistema consideró esencial garantizar que todos los bancos que lo necesitaran recibieran directamente abundante liquidez, dado que el mecanismo habitual empleado para distribuir la liquidez agregada a través del mercado monetario atravesaba graves dificultades. Por otra parte, el Eurosistema deseaba eliminar la incertidumbre relativa al volumen de liquidez asignado a cada entidad de crédito. Debido al racionamiento que se produce inevitablemente en las subastas a tipo de interés variable, una contrapartida nunca puede estar, a priori, completamente segura de la liquidez que obtendrá en la subasta.

Con anterioridad a las turbulencias financieras, la incertidumbre en cuanto a la adjudicación y a sus consecuencias era limitada. El tipo marginal de las operaciones principales de financiación era predecible, porque solía ser bastante estable a lo largo del tiempo. Por otra parte, las entidades de crédito que pujaban a tipos de interés demasiado bajos podían compensar fácilmente en el mercado interbancario cualquier falta de fondos. No obstante, durante el período de turbulencias en los mercados financieros, estos factores se modificaron: en primer lugar, el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación (es decir, el tipo de puja más bajo de la subasta al que se obtiene

liquidez) mostraba un elevado grado de volatilidad y resultaba difícil de predecir; en segundo lugar, los bancos tuvieron que hacer frente a una elevada incertidumbre en lo que respecta a si podrían obtener liquidez en el mercado interbancario, dada la renuencia general de las entidades a prestarse entre sí. Esto produjo un efecto espiral por el cual las entidades de contrapartida pujaban en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo a tipos cada vez más elevados. El diferencial entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, que en períodos anteriores a las turbulencias se había situado habitualmente en torno a 7 puntos básicos, comenzó a ampliarse cuando se iniciaron las turbulencias en agosto del 2007, y fluctuó durante un año entre 3 y 27 puntos básicos. No obstante, a mediados de septiembre del 2008 el tipo marginal se elevó por encima de los 40 puntos básicos, y el tipo medio de las operaciones principales de financiación incluso se situó más de 70 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja.

En este contexto, el Consejo de Gobierno anunció el 8 de octubre 2008 el cambio, a partir del 15 de octubre 2008, a un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, en el que las pujas presentadas por los bancos serían satisfechas plenamente al tipo fijo de la operación principal de financiación.

La segunda medida que se anunció el 8 de octubre 2008 fue la reducción de la banda que determinan los tipos interés de las dos facilidades permanentes en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Desde principios de 1999, la banda había sido simétrica en torno al tipo mínimo de puja, con una amplitud de 200 puntos básicos. Por consiguiente, si bien las entidades de contrapartida podían obtener en cualquier momento financiación a un día o depositar, también a un día, el exceso de liquidez en el Eurosistema, en caso de hacerlo se les aplicaba una penalización de 100 puntos básicos con respecto al tipo de la operación principal de financiación. Al intensificarse las turbulencias, se tuvo que reconocer que la capacidad

de las entidades de crédito —incluso de las solventes— para obtener financiación en el mercado interbancario había disminuido y que el recurso a las facilidades permanentes era cada vez más importante para ellas. Ciertamente, en la primera semana de octubre el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito ascendió a 21 mm de euros, frente a menos de 0,5 mm de euros en el período comprendido entre enero y agosto del 2008. Durante ese período, el recurso medio diario a la facilidad de depósito pasó de 1,5 mm de euros a 43 mm de euros. Aunque este último incremento fue principalmente el resultado directo de la holgada situación de liquidez existente a comienzos de octubre, el primer aumento se debió a las mayores dificultades experimentadas por las entidades de crédito para obtener financiación en el mercado interbancario.

Con el fin de alinear el coste de financiación de las entidades de crédito con el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, el Consejo de Gobierno decidió reducir simétricamente la banda a 100 puntos básicos. Por lo tanto, a partir del 9 de octubre de 2008, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se fijaron, respectivamente, 50 puntos básicos por encima y por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (véase gráfico 4).

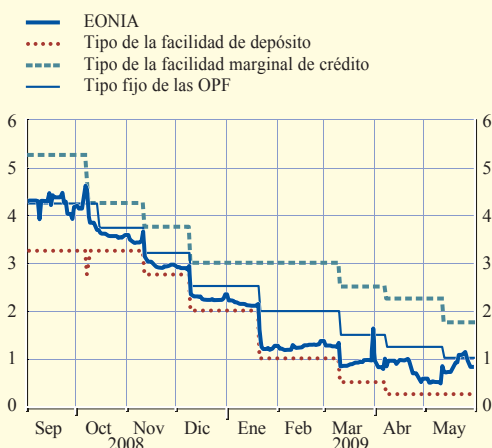
13 Y 15 DE OCTUBRE DE 2008: AMPLIACIÓN DE LA LISTA DE ACTIVOS DE GARANTÍA Y MEJORA DE LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ

El 13 y el 15 de octubre de 2009, el Consejo de Gobierno acordó complementar las medidas anunciadas una semana antes con otro conjunto de medidas. Estas medidas afectaban a la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones del Eurosistema, a las modalidades de subasta de las operaciones de financiación a plazo más largo y de las operaciones en dólares estadounidenses, y a otras operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos.

Como el Eurosistema ha aceptado siempre una amplia gama de activos de garantía, su disponibilidad

Gráfico 4 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

no supuso ninguna dificultad durante la mayor parte del 2008. Para asegurarse de que no constituyera un problema tras la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el primer componente de las medidas anunciadas el 15 de octubre fue una ampliación temporal de la lista de activos aceptados como garantía.

A partir del 22 de octubre, la calificación de los activos negociables y no negociables se redujo de «A-» a «BBB-», salvo en el caso de los bonos de titulización de activos, para los que se mantuvo la calificación «A-». Desde esa misma fecha, el Eurosistema acepta instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que no cotizan en mercados regulados, pero que se negocian en determinados mercados no regulados aceptados por el BCE. Además, los instrumentos de renta fija subordinados, que estén protegidos por una garantía aceptable y que cumplan los demás criterios de selección, también pueden utilizarse como activos de garantía. Desde el 14 de noviembre, el Eurosistema acepta, asimismo, instrumentos de renta fija negociables emitidos en la zona del euro y denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses, siempre que el emisor esté radicado en el Espacio Económico Europeo.

Para cumplir su obligación legal de garantizar que su balance siga estando protegido frente a riesgos financieros, el BCE aplicó medidas específicas de control de riesgos, como un recorte adicional a esos activos.

Los activos negociables añadidos a finales del 2008 a la lista de activos de garantía supusieron un volumen cercano a los 870 mm de euros, en torno al 7% del volumen total de activos negociables admitidos. Estos activos constituían alrededor del 3% del total de activos de garantía negociables aportados por las entidades de contrapartida. Además, un volumen significativo de activos no negociables, principalmente créditos (es decir, préstamos bancarios), pasaron a ser aceptados cuando se rebajó la calificación a «BBB-».

Como segundo componente de las medidas anunciadas el 15 de octubre, el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, que ya se aplicaba en las operaciones principales de financiación, pasó también a utilizarse, con efectos a partir del 30 de octubre, en todas las operaciones de financiación a plazo más largo, incluidas las operaciones regulares y las complementarias, así como las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento. Durante el período comprendido entre octubre del 2008 y mayo del 2009, el tipo de interés fijo aplicado a todas las operaciones de financiación a plazo más largo fue igual al tipo de las operaciones principales de financiación, pero el Eurosistema retuvo la opción de aplicar un diferencial a este tipo en una etapa posterior. La utilización del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de mercado abierto fue fundamental para disipar cualquier duda sobre la continuidad de la provisión de financiación a plazo más largo al sector bancario de la zona del euro y para mantener los ratios de liquidez en un momento en el que el mercado monetario a plazo atravesaba graves dificultades.

Por último, otras dos medidas anunciadas a mediados de octubre guardaban relación con la inyección de liquidez en divisas y formaban parte de un esfuerzo coordinado de los principales bancos centrales

para mitigar las tensiones de financiación existentes en los mercados interbancarios de esas divisas.

El 13 de octubre se adoptó el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para las operaciones en dólares estadounidenses. Entre diciembre del 2007 y mayo del 2009, se llevaron a cabo 114 operaciones de inyección de liquidez en dólares, mediante distintos procedimientos. Como se muestra en el gráfico 5, el importe en dólares estadounidenses proporcionado por el BCE alcanzó su máximo a comienzos de diciembre del 2008, con 293 mm de dólares, y descendió posteriormente hasta situarse en torno a 100 mm de dólares a finales de mayo del 2009. Este patrón está en línea con la liquidez total en dólares estadounidenses facilitada por la Reserva Federal a los bancos centrales de todo el mundo mediante sus líneas *swap* (en promedio, el BCE representaba en torno al 50% de estas líneas *swap*) y refleja la reducción de las tensiones relativas a la financiación en dólares estadounidenses después de que finalizara el año 2008.

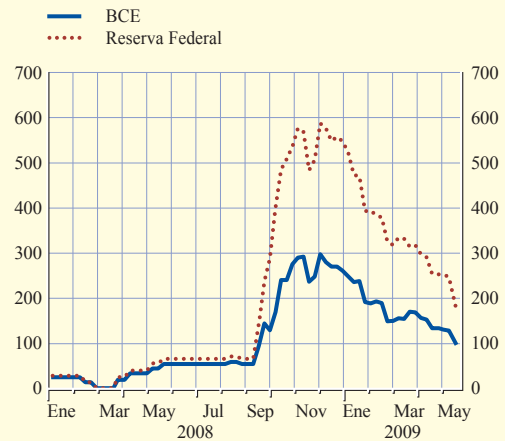
El 15 de octubre, el BCE y el banco nacional de Suiza anunciaron conjuntamente que comenzarían a proporcionar liquidez en francos suizos a sus contrapartidas mediante operaciones de *swaps* de divisas EUR/CHF. Esta medida pretendía contrarrestar la presión al alza sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en francos suizos y satisfacer las necesidades de financiación de las entidades de la zona del euro en esa moneda. Desde entonces, el Eurosistema ha ofrecido semanalmente *swaps* de divisas EUR/CHF a una semana por importes que pasaron de 20 mm de euros a 25 mm de euros en febrero del 2009. Además, a finales del 2008 llevó a cabo cuatro operaciones con vencimiento a 84 días por importes máximos de 5 mm de euros por operación. A finales de mayo del 2009 se habían realizado un total de 36 operaciones de inyección de liquidez en francos suizos.

IMPACTO DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS EN OCTUBRE DEL 2008 SOBRE EL MERCADO MONETARIO Y EL PAPEL DEL EUROSISTEMA

Mediante las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena utilizadas tanto en las opera-

Gráfico 5 Financiación en dólares estadounidenses proporcionada por el BCE y la Reserva Federal mediante líneas *swap* de los bancos centrales

(saldos vivos en mm de dólares estadounidenses)

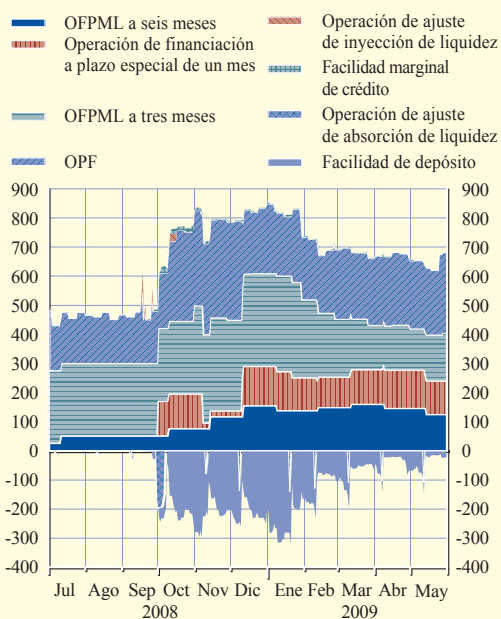


Fuentes: BCE y Bloomberg.

ciones principales de financiación como en las operaciones de financiación a plazo más largo, las entidades de crédito podían sentirse seguras de obtener toda la liquidez que necesitaban en la subasta semanal del BCE, siempre que dispusieran de suficientes activos de garantía aceptados en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema. De este modo, se eliminó la incertidumbre relativa a la adjudicación. El procedimiento de subasta también suponía que el BCE ya no determinaba la liquidez agregada ofrecida por el Eurosistema al sector bancario, sino que ésta se regía estrictamente por la demanda. Ello dio lugar a un aumento significativo del suministro de liquidez del Eurosistema al sector bancario: el 7 de octubre (el último día del período de mantenimiento septiembre–octubre), la provisión total de liquidez se situó en 463 mm de euros. La introducción del procedimiento con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo en la segunda quincena de octubre generó un incremento sustancial de la provisión de liquidez, que se elevó a 802 mm de euros, en promedio, en el período comprendido entre el 30 de octubre y el 31 de diciembre de 2008, con un máximo de 860,7 mm de euros a final de año, como se muestra en el gráfico 6.

Gráfico 6 Provisión de liquidez, por vencimientos

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Además, el porcentaje de financiación a plazo más largo (es decir, todas las operaciones de financiación con vencimientos comprendidos entre uno y seis meses) en la financiación total siguió aumentando, desde el 61% en el primer semestre de 2008 hasta el 64% entre noviembre y diciembre del 2008, y hasta el 70% entre enero y mayo del 2009.

La abundante provisión de liquidez en las operaciones de financiación causó un exceso global de liquidez en el sector bancario durante los períodos de mantenimiento. Por consiguiente, las entidades de crédito acumularon importantes excesos de liquidez en sus cuentas corrientes en el Eurosistema, que pudieron colocar a un día en la facilidad de depósito, a un tipo de interés de 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (en el período comprendido entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009). Efectivamente, se produjo un aumento significativo en el uso de la facilidad de depósito, como consecuencia del incremento ob-

servado en la oferta de liquidez (véase gráfico 6): el recurso medio de los bancos a la facilidad de depósito se elevó a más de 220 mm de euros entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009.

El empleo de la facilidad de depósito se intensificaba hacia el final de cada período de mantenimiento, cuando cada vez más entidades de contrapartida habían cumplido sus exigencias de reservas para el período. Por el contrario, la utilización conjunta se reducía notablemente en el último día de cada período de mantenimiento, ya que el BCE siguió absorbiendo parte del exceso de liquidez con operaciones de ajuste a un día durante la mayor parte de las turbulencias.

El recurso a la facilidad marginal de crédito también se incrementó, aunque a una escala mucho menor, hasta 6 mm de euros diarios, en promedio, entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009. Cabe observar que la utilización de esta facilidad fue particularmente elevada entre septiembre y primeros de noviembre, cuando las tensiones en los mercados financieros estaban en su apogeo, aunque, desde comienzos de octubre, las contrapartidas ya tenían acceso ilimitado a la financiación mediante operaciones de mercado abierto. Esto refleja, probablemente, la enorme incertidumbre que tenían las entidades de contrapartida en esos momentos en relación con su propia situación de liquidez y con su incapacidad para obtener y desprenderse de importantes volúmenes de liquidez en el mercado interbancario en la semana comprendida entre dos operaciones del Eurosistema.

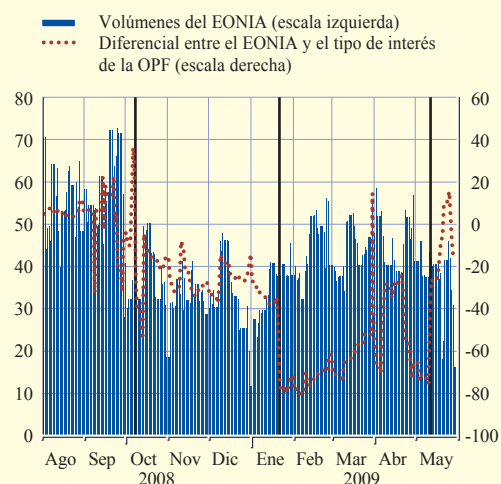
Con la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y la reducción de la banda, que no tenían precedentes en la historia del BCE, la gestión de la liquidez del Eurosistema entró en una nueva etapa. La adjudicación plena en las operaciones de mercado abierto permitió a las entidades de contrapartida con necesidades de liquidez satisfacerlas directamente en el Eurosistema. Al mismo tiempo, la reducción de la banda significó que el empleo de la facilidad de depósito pasó a ser mucho más atractivo, en comparación con el mercado interbancario, para

aquellas entidades con exceso de liquidez. Como consecuencia, el Eurosistema asumió un papel destacado como intermediario en las operaciones del mercado monetario, sustituyendo la negociación en ese mercado, que era muy disfuncional en ese momento. El alcance de esta intermediación se refleja directamente en la práctica duplicación de su balance, que el 2 de enero del 2009 se situó en un máximo de 1.763 mm de euros, un incremento de 850 mm de euros con respecto a junio del 2007⁶. La demanda por parte de las entidades de crédito de que el Eurosistema actuara de intermediario queda de manifiesto en el aumento del 27% en el número de entidades de contrapartida que participa en las operaciones de mercado abierto. En octubre y noviembre del 2008, 128 entidades de crédito solicitaron ser aceptadas como contrapartida. La participación en las operaciones de mercado abierto se incrementó notablemente durante este período. Por ejemplo, el número de participantes en las operaciones principales de financiación se duplicó con creces en los meses de octubre y noviembre (hasta alcanzar una participación media de 720 entidades), si se compara con el periodo comprendido entre enero y mediados de septiembre del 2008 (cuando el promedio de entidades era de 333).

La sustitución de la actividad en el mercado monetario por la intermediación del banco central puede observarse también en el gráfico 7, que muestra que el volumen de préstamos concedidos en el segmento de operaciones sin garantías a un día por el panel de entidades que facilita información para calcular el EONIA disminuyó ligeramente después de que se redujera la banda. Mientras se producían las turbulencias, pero antes de que se redujera la banda, el volumen medio diario del EONIA era de 52 mm de euros, pero se redujo a 34 mm de euros después de que se estrechara la banda. Al mismo tiempo la abundante provisión de liquidez se reflejó en el descenso de los tipos de interés a corto plazo. Tras la introducción de la adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, el EONIA se situó sistemáticamente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y su diferencial se redujo a -14 puntos básicos en el periodo comprendido entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009.

Gráfico 7 Diferencial y volúmenes del EONIA

(mm de euros; en puntos básicos)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: Las líneas verticales indican la reducción de la banda, llevada a cabo el 9 de octubre de 2008, y su ampliación, efectuada el 21 de enero de 2009.

Por último, el alcance del papel de intermediario del Eurosistema también puede evaluarse analizando los conjuntos de entidades de contrapartida que hacen uso de los diferentes componentes del marco operativo del Eurosistema. Entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009, la proporción de bancos que utilizó la facilidad de depósito, y que había obtenido financiación en la operación principal anterior, fue sólo de un 15% en promedio⁷. Por consiguiente, el conjunto de bancos que se financiaba en el Eurosistema en una semana determinada era, en gran medida, diferente del conjunto de entidades que colocaban su liquidez en él. Sin embargo, durante el periodo en el que la banda era más estrecha, este porcentaje se incrementó ligeramente. Al mismo tiempo, el porcentaje de utilización de la facilidad de depósito por las entidades de crédito que habían obtenido liquidez previamente en las operaciones de financiación a plazo más largo se ha mantenido bastante estable a lo largo del tiempo en torno al 50%. En promedio, el

⁶ Estas cifras se refieren a un «balance simplificado» del Eurosistema.

⁷ Las cifras que figuran en este párrafo se refieren a los recursos individuales más importantes a la facilidad de depósito y representan, en promedio, el 96% del recurso total en el periodo en cuestión.

45% del recurso a la facilidad de depósito era de contrapartidas que no habían obtenido financiación del Eurosistema. Estos datos ponen de manifiesto la importancia del papel de intermediación asumido por el Eurosistema para canalizar la financiación de las entidades con exceso de liquidez que no estaban dispuestas a prestar directamente a aquéllas con necesidades de liquidez. El efecto de las medidas introducidas por el Eurosistema en la economía en su conjunto se presenta en el recuadro.

18 DE DICIEMBRE DE 2008: ANUNCIO DE LA AMPLIACIÓN DE LA BANDA

Las medidas extraordinarias del BCE tuvieron un efecto estabilizador en el mercado monetario de la zona del euro. Hacia finales del 2008, parecía que las peores tensiones observadas en el mercado monetario se habían atenuado. Además, el diferencial EURIBOR–EONIA *swap* había empezado a descender significativamente desde sus niveles máximos, como se muestra en el gráfico 1. En este contexto, y esperando que la situación en el mercado monetario mejorara al inicio del año, el Consejo de Gobierno anunció el 18 de diciembre de 2008 que, a partir del período de mantenimiento que se iniciaba el 21 de enero del 2009, la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes se ampliaría de nuevo a 200 puntos básicos, en línea con el deseo de evitar una disminución de la actividad en el mercado monetario mayor de la necesaria. Al mejorar la situación el mercado monetario, el destacado papel de intermediación desempeñado por el Eurosistema podría reducirse en cierta medida.

En el gráfico 6 se observa que desde finales de enero, cuando se volvió a ampliar la banda, el nivel de intermediación del Eurosistema empezó a descender: el volumen total de financiación se estabilizó por debajo de 700 mm de euros en los meses siguientes y el recurso a la facilidad de depósito, que había pasado a ser mucho menos atractiva, disminuyó, hasta situarse en una media diaria de 84 mm de euros entre el 21 de enero y el 12 de mayo de 2009. Asimismo, el volumen del EONIA empezó a aumentar de nuevo (véase gráfico 7).

En el mismo período, el volumen medio diario del EONIA se situó en 44 mm de euros, por encima de los 34 mm de euros observados en el período en el que existía una banda más estrecha. Esto podría considerarse un indicio de que la banda más ancha permitía un mayor margen de maniobra para casar la demanda y la oferta en el mercado monetario a corto plazo, incluso en un entorno en el que persistía un elevado riesgo de crédito.

Al mismo tiempo, la banda más ancha permitía un nuevo incremento del diferencial entre el EONIA y el tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación, que tenía su origen en la continua y abundante oferta de liquidez. Con una banda más estrecha entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009, el diferencial del EONIA se situó en 27 puntos básicos, y se elevó a 62 puntos básicos en el período comprendido entre el 21 de enero y el 12 de mayo de 2009. Esta notable disociación de los tipos de interés a corto plazo con respecto al tipo de interés oficial ilustra más aún la segmentación del mercado monetario, ya que el coste de financiación de los bancos con acceso al mercado monetario (cercano al tipo EONIA) era sustancialmente inferior al coste de financiación de las entidades que dependían del Eurosistema para financiarse (el tipo de las operaciones principales de financiación).

7 DE MAYO DE 2009: AMPLIACIÓN DEL APOYO AL CRÉDITO

Más recientemente, el Eurosistema ha decidido ampliar sus medidas no convencionales. Concretamente, en línea con las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales efectuadas desde octubre del 2008, el Eurosistema decidió que, a partir del 23 de junio del 2009, realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, decidió comprar instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro y admitir al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Estas decisiones se

IMPACTO DE LAS MEDIDAS INTRODUCIDAS DESDE OCTUBRE DEL 2008 EN LA ECONOMÍA EN SU CONJUNTO

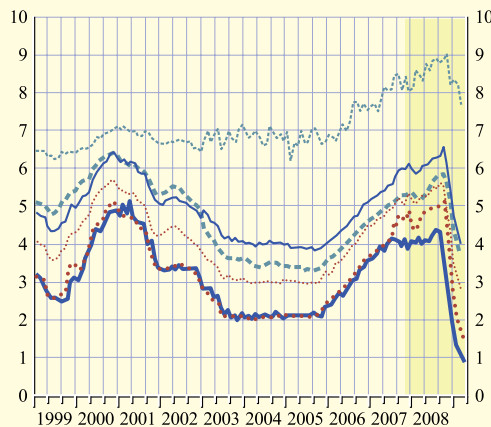
Las modificaciones introducidas en el marco operativo desde octubre del 2008, junto con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, han contribuido a reducir el coste de financiación en la economía. Como se observa en el gráfico A, el reciente y significativo descenso del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), que tiene su origen, principalmente, en reducciones sin precedentes de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (325 puntos básicos entre octubre del 2008 y mayo del 2009), pero también, en cierta medida, en la aplicación de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, quedó reflejado en algunos tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, que también han disminuido notablemente desde octubre.

Por otra parte, la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena ha garantizado el mantenimiento de algunas de las condiciones necesarias para preservar el flujo de préstamos de las entidades de crédito de la zona del euro al sector privado. A este respecto, el Eurosistema alivió las acuciantes presiones de financiación soportadas por las entidades con necesidades de liquidez, y sustituyó con ello los préstamos interbancarios. En esencia, estas medidas de gestión de la liquidez han contribuido a interrumpir la «espiral negativa» generada por las tensiones en los mercados financieros.

Gráfico A EONIA, tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) y tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM

(en porcentaje)

- EONIA
- EURIBOR a tres meses
- - - - Tipo de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Tipo de interés a corto plazo de pequeños préstamos a sociedades no financieras
- Tipo de interés a corto plazo de grandes préstamos a sociedades no financieras
- - - - Tipo de interés a corto plazo del crédito al consumo

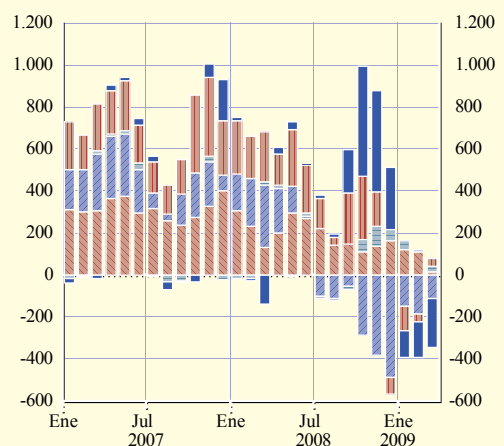


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico B Fuentes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro por sector de contrapartida

(flujos de tres meses; mm de euros)

- Operaciones de crédito del Eurosistema
- IFM, excluido el Eurosistema
- Administración Central
- Pasivos exteriores
- Sector tenedor de dinero



Fuente: BCE.

El gráfico B muestra el mayor recurso al préstamo de los bancos centrales por parte de las entidades de crédito en el cuarto trimestre del 2008, que permitió a las entidades de la zona del euro resistir el impacto resultante de la caída de la financiación en los mercados financieros internacionales y de otras instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona. Por tanto, esta medida, junto con las titulizaciones retenidas, ha permitido que incluso entidades con restricciones de liquidez mantengan la financiación de su cartera de préstamos y, de este modo, cierren su brecha de financiación a corto plazo. En consecuencia, las entidades de crédito han podido mantener el flujo de préstamos o, al menos, han tenido que hacer frente a menos presiones para dejar de conceder préstamos.

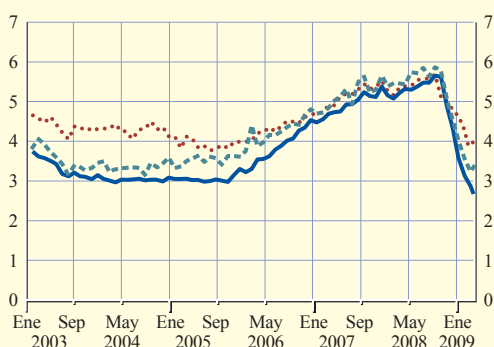
En cuanto a la transmisión de los recortes de los tipos de interés en la zona del euro, los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos han descendido con rapidez desde noviembre del 2008, de forma paralela a la caída de los tipos del mercado monetario. Por ejemplo, entre octubre del 2008 y abril del 2009, los tipos de interés nominales a corto plazo (esto es, a menos de un año) aplicados por las entidades a los grandes préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyeron aproximadamente 300 puntos básicos, mientras que los tipos correspondientes a largo plazo (es decir, a más de cinco años) cayeron alrededor de 100 puntos básicos (véase gráfico C). Durante el mismo periodo, en términos reales, pese al efecto causado por el rápido descenso de las expectativas de inflación, los tipos de interés equivalentes aplicados por las entidades a sus préstamos (tanto a corto como a largo plazo) experimentaron una reducción cercana a 90 puntos básicos¹. Además, la ampliación de los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos

1 Para comparar la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro y Estados Unidos, véase el Recuadro 3 en el presente Boletín Mensual.

Gráfico C Algunos tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros

(en puntos básicos; enero 2003-abril 2009)

- Hasta un año y a tipo variable
- A más de cinco años
- - - De un año a cinco años

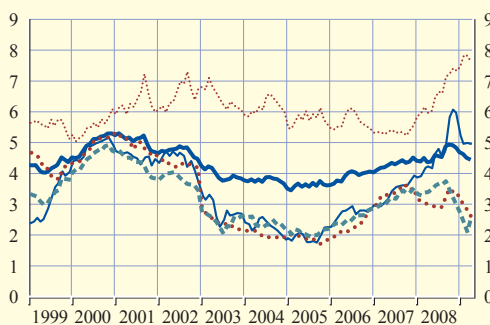


Fuente: BCE.

Gráfico D Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM
- - - Tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo concedidos por las IFM
- Coste real de la financiación mediante deuda negociable
- Coste real de la financiación mediante acciones cotizadas



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus.

con respecto a los tipos de mercado se ha estabilizado recientemente y, en algunos casos, incluso se ha reducido en abril del 2009. En general, el coste nominal medio de la financiación externa ha disminuido más de 140 puntos básicos desde octubre del 2008. En términos reales, como se muestra en el gráfico D, el coste de la financiación mediante deuda negociable se ha reducido claramente con respecto a los máximos históricos registrados a finales del 2008, y el de la financiación mediante acciones cotizadas parece haber descendido en los últimos meses, aunque todavía es elevado.

Todo lo anterior indica que las medidas de liquidez no convencionales adoptadas por el Eurosistema desde octubre del 2008 han limitado posibles dificultades en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro relacionadas con las turbulencias registradas en los mercados financieros.

tomaron para favorecer la reducción de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar el crédito que conceden a sus clientes, ayudar a mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada y facilitar las condiciones de financiación a bancos y empresas. En ese contexto y dadas las señales de aumento de la confianza en el mercado monetario a corto plazo, no se consideró que la reducción de la banda entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de la facilidad de depósito de 100 a 75 puntos básicos, que tuvo lugar en conjunción con el recorte del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que pasó del 1,25% al 1,00% el 13 de mayo del 2009, supusiera un riesgo significativo de reducción de la actividad en el mercado monetario.

5 CONCLUSIONES

Tras la intensificación de las tensiones financieras en el mercado monetario de la zona del euro a finales de septiembre y principios de octubre del 2008, el Eurosistema reaccionó enérgicamente adoptando diversas medidas no convencionales en su gestión de la liquidez. En particular, introdujo procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en sus operaciones de mercado abierto, redujo temporalmente la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes, amplió su lista de activos de garan-

tía (en conjunción con medidas de mitigación del riesgo) y proporcionó liquidez en divisas en cooperación con otros bancos centrales.

Estas medidas, de carácter no convencional, tranquilizaron a los participantes en el mercado financiero en el sentido de que la disponibilidad de liquidez del banco central no constituía motivo de preocupación, y contribuyeron a que se restableciera la situación de estabilidad en el mercado monetario. A este respecto, en enero del 2009 el Eurosistema pudo reducir su papel de intermediario y, por lo tanto, amplió la banda entre los tipos de interés de las facilidades permanentes.

Más recientemente, el Eurosistema ha decidido aumentar su apoyo al crédito mediante la realización de operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses (procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena), la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro y la admisión del Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de financiación del Eurosistema. Estas medidas tienen por objeto favorecer la reducción de los tipos de interés del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar el crédito que conceden a sus clientes, ayudar a mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada y facilitar las condiciones de financiación a bancos y empresas.