



I LA EXPERIENCIA CON LAS LÍNEAS SWAP ENTRE BANCOS CENTRALES PARA LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN DIVISAS

Desde que se inició la crisis financiera en 2007, las líneas swap bilaterales entre bancos centrales para proporcionar moneda extranjera a entidades de contrapartida locales se han convertido en un importante instrumento de cooperación internacional entre bancos centrales para evitar el riesgo sistémico y limitar el contagio entre las principales monedas. El diseño y la calibración de las operaciones utilizadas por el BCE para suministrar liquidez en moneda extranjera a las entidades de crédito de la zona del euro ayudaron a lograr los objetivos clave de las líneas swap, calmaron a los mercados y aliviaron la preocupación sobre la financiación durante la crisis, sin dejar de tener en cuenta consideraciones de riesgo moral. La valoración de la experiencia adquirida con estas líneas swap, que se analiza en el artículo, hizo que, en octubre de 2013, los principales bancos centrales sustituyeran las líneas swap bilaterales de carácter temporal por una red de líneas swap bilaterales permanentes. La mejora en las condiciones de financiación en dólares estadounidenses y la limitada demanda de fondos por parte de las entidades de crédito de la zona del euro en las operaciones de inyección de liquidez en dólares realizadas en 2013 y 2014 permitió al BCE suspender parte de las operaciones que hacen uso de las líneas swap para suministrar liquidez en moneda extranjera a las entidades de la zona. El BCE valorará periódicamente la necesidad de llevar a cabo las restantes operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses previstas, tomando en consideración el hecho de que las líneas swap permanentes proporcionan un marco para la reintroducción de estas operaciones si la situación de los mercados lo requiere.

INTRODUCCIÓN

En este artículo se describe la experiencia del BCE con las líneas *swap* temporales acordadas entre los principales bancos centrales en los últimos años, inclusive durante la crisis financiera, y sus distintas modalidades de uso a lo largo del tiempo. En la sección 2 se presenta un resumen cronológico de las líneas *swap* introducidas por el BCE y otros bancos centrales. En la sección 3 se profundiza en los objetivos y el diseño de la provisión de liquidez en moneda extranjera por parte del BCE durante la crisis financiera. En la sección 4 se analiza la evidencia empírica sobre la eficacia de los *swaps* de provisión de liquidez en divisas y en la sección 5 se resumen las principales enseñanzas extraídas del establecimiento de líneas *swap* temporales, que han llevado a la adopción de las medidas más recientes por parte del BCE en coordinación con otros bancos centrales en lo que respecta a la provisión de liquidez en moneda extranjera.

ENSEÑANZAS Y CONCLUSIONES

Las líneas *swap* bilaterales y los mecanismos asociados de provisión de liquidez en divisas fueron el resultado de un esfuerzo coordinado entre los bancos centrales para afrontar y evitar tensiones en los mercados de financiación a corto plazo en moneda extranjera. A través de estas medidas, los bancos centrales trataron de mantener la estabilidad general del sistema financiero, evitando un despalancamiento desordenado y limitando los efectos perjudiciales de las tensiones de financiación sobre la actividad económica real.

Aunque la finalidad primordial de las líneas *swap* básicamente no cambió durante la crisis, los objetivos y los parámetros operativos de la provisión de liquidez en moneda extranjera se han ido modificando a lo

largo del tiempo en función de la situación imperante en el mercado y de los desafíos planteados durante las diferentes etapas de la crisis, como se describe en la sección 3. Por lo tanto, la valoración de si la calibración de estos parámetros ha sido adecuada no debería efectuarse de manera aislada, ya que la elección del diseño de los mecanismos depende de la situación y del momento, y está determinada por una serie de factores como la gravedad de las tensiones en los mercados y las causas de las distorsiones observadas en ellos, los objetivos de los bancos centrales emisores y receptores, los volúmenes de liquidez disponibles (esto es, si las líneas *swap* son ilimitadas o restringidas) y si las medidas están diseñadas para hacer frente a brechas de financiación acusadas o más bien están concebidas como una herramienta preventiva para infundir confianza en los mercados. En las siguientes subsecciones se examinan las experiencias extraídas en lo que se refiere a los principales parámetros de las líneas *swap* temporales y cómo se tuvieron en cuenta en el diseño de la nueva red de líneas *swap* permanentes.

Fijación de precios para la provisión de liquidez en moneda extranjera

El modelo para la determinación del precio óptimo debe alcanzar un equilibrio entre dos consideraciones. Por un lado, el precio fijado debe ser suficientemente superior al coste de financiación de la mayoría de las entidades de crédito en situaciones normales de mercado, con el fin de evitar el riesgo moral y proporcionar los incentivos adecuados para que las entidades reestructuren sus balances y reanuden el recurso a la financiación de mercado cuando la situación se normalice. Dado que la provisión de liquidez en moneda extranjera en condiciones normales de mercado no se considera una tarea fundamental de un banco central, la fijación de un precio adecuado ayuda a garantizar que la responsabilidad principal de la gestión de los riesgos de financiación y de liquidez relacionados con los activos y pasivos en moneda extranjera siga recayendo en las entidades de crédito. Por otro, el precio que se fije no debe ser tan elevado que estigmatice injustificadamente a los participantes en el mercado que accedan a estos mecanismos. Este estigma puede reducir o imposibilitar totalmente la financiación de las entidades a través de este instrumento, lo que, a su vez, merma su eficacia como mecanismo de respaldo de la financiación incluso ante eventos de gravedad potencialmente extrema. En un contexto de segmentación en el acceso al mercado, existen mayores probabilidades de que unos tipos de interés penalizadores por encima de los tipos de mercado vigentes generen un estigma.

La fijación del precio de las operaciones en moneda extranjera y su calibración deberían depender, en gran medida, de la situación de los mercados. En épocas de fuertes tensiones, el precio fijado puede ser alto sin desalentar la participación. A medida que mejore la situación, el precio puede reducirse sin dar lugar a un uso elevado de los mecanismos. La determinación del precio también depende de los objetivos concretos del banco central emisor, que tiene un interés particular en que las líneas *swap* sean coherentes con su marco de política monetaria.

Volumen de la provisión de liquidez en moneda extranjera

La eficacia de los mecanismos de provisión de liquidez en dólares estadounidenses desde 2007 ha estado estrechamente relacionada con el volumen de liquidez proporcionado. Desde la perspectiva del Eurosistema, el volumen de liquidez en moneda extranjera ofrecido ha estado determinado por la disponibilidad de líneas *swap* con los respectivos bancos centrales emisores. La adjudicación competitiva de volúmenes limitados de liquidez puede ser eficaz para contener los diferenciales de tipos de interés del mercado monetario en épocas de tensiones moderadas. No obstante, en circunstancias muy adversas podría resultar cada vez más difícil estimar las necesidades de moneda extranjera de las entidades de crédito y determinar el

volumen correspondiente de provisión de liquidez. Por ejemplo, la introducción de líneas *swap* ilimitadas en octubre de 2008 fue fundamental para lograr una reducción sostenible de las tensiones en los mercados y contener el riesgo sistémico.

Frecuencia y vencimiento

El plazo de vencimiento de las operaciones de provisión de liquidez en moneda extranjera también debe ajustarse con flexibilidad en función de la causa de las distorsiones en el mercado y de las necesidades del sector bancario. Las operaciones con vencimiento a muy corto plazo ofrecen esta flexibilidad, lo que es especialmente importante cuando el mercado ha de hacer frente a una perturbación repentina (como la quiebra de Lehman Brothers) y las entidades de crédito tratan de satisfacer sus necesidades inmediatas de liquidez. Por otro lado, las operaciones con vencimiento a plazo más largo proporcionan mayor certidumbre en la financiación y son necesarias cuando la financiación de mercado se reduce durante largo tiempo como consecuencia de una mayor preocupación de los inversores por los riesgos de crédito o de liquidez.

Además, la necesidad de realizar operaciones a plazo más largo como fuente de certidumbre en la financiación también puede afrontarse mediante el compromiso de continuar ejecutando operaciones con un calendario predeterminado, ya que de este modo se elimina la necesidad de acumular fondos por motivo de precaución.

Principales consideraciones para el marco de las líneas *swap* permanentes

La experiencia adquirida con las líneas *swap* temporales y los distintos tipos de parámetros operativos quedó reflejada en el diseño y las modalidades del nuevo marco de líneas *swap* permanentes anunciado el 31 de octubre de 2013. La mayoría de sus elementos son similares a los de las líneas temporales, ya que conservan las principales características que demostraron ser más eficaces para abordar las tensiones en los mercados, esto es, la importancia de adoptar un enfoque coordinado entre los bancos centrales participantes y la capacidad para proporcionar moneda extranjera a fin de hacer frente a las tensiones de financiación a escala mundial. Esto proporciona a los bancos centrales un marco para adoptar medidas cuando así lo requiera la situación en los mercados.

Con todo, la nueva red sigue siendo intencionadamente poco concreta en varios aspectos, ya que si bien proporciona seguridad en cuanto a la disponibilidad de un mecanismo de respaldo de la liquidez, las circunstancias en las que se podría activar la red de líneas *swap* permanentes y las modalidades operativas de la provisión de liquidez en moneda extranjera no se han especificado de antemano. Esto ayuda a garantizar que los participantes en el mercado gestionen con prudencia los riesgos de liquidez y de financiación en moneda extranjera, reduciendo así en mayor medida el riesgo moral. También debería permitir que los bancos centrales participantes calibren los parámetros pertinentes (fijación de precio, volumen y vencimiento) con flexibilidad en función de la situación en los mercados.

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

2 NUEVAS NORMAS ESTADÍSTICAS INTERNACIONALES: MEJORAS EN LA METODOLOGÍA Y EN LA DISPONIBILIDAD DE DATOS

Las estadísticas macroeconómicas europeas estarán en consonancia con las nuevas normas estadísticas internacionales en el segundo semestre de 2014. Los cambios afectan a importantes indicadores económicos como el PIB, el comercio exterior y la posición de inversión internacional neta, así como al déficit y la deuda de las Administraciones Públicas. También influirán en la manera de registrar la deuda de las sociedades no financieras y la tasa de ahorro de los hogares. El BCE participó en los trabajos de revisión de las normas y, en lo que respecta a las estadísticas de las que es responsable, está introduciendo actualmente modificaciones de los requisitos de información, en colaboración con los bancos centrales nacionales. Unas estadísticas relevantes para sus fines, puntuales y armonizadas son clave para la formulación de la política monetaria. La introducción de las nuevas normas estadísticas conducirá asimismo a mejorar la disponibilidad de los datos en lo que se refiere a la puntualidad y los contenidos. Este artículo explica los motivos de la revisión y las ventajas de las nuevas normas. Proporciona, además, un amplio análisis del efecto esperado sobre las principales variables macroeconómicas y describe las mejoras introducidas en la disponibilidad de estadísticas correspondientes a la zona del euro.

INTRODUCCIÓN

Las normas estadísticas internacionales son un conjunto de recomendaciones acordado a escala mundial sobre la manera de medir la evolución económica interna y externa. Los principales indicadores, como el PIB, la balanza por cuenta corriente, el comercio exterior, el déficit público, los indicadores de deuda y la tasa de ahorro de los hogares, se determinan en función de ellas. Estas normas comprenden el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) 2008, elaborado por Eurostat (el instituto de estadística de la UE), el FMI, la OCDE, las Naciones Unidas y el Banco Mundial, así como la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI. Los trabajos de actualización de versiones anteriores de las normas (el SCN 93 y la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos) persiguen captar mejor los cambios estructurales que se están produciendo en la economía mundial como consecuencia de la globalización de los procesos de producción y del impacto de la innovación financiera. El SCN 2008 y la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos son totalmente consistentes en cuanto a los requisitos metodológicos y de clasificación de los sectores, lo que facilita el análisis de las interacciones de los sectores residentes con el resto de la economía mundial. El BCE contribuyó a la modernización de estas normas internacionales, y de los manuales afines en los que se proporcionan orientaciones adicionales, participando también en la adaptación del SCN al contexto europeo. El equivalente europeo del SCN 2008 es el Sistema Europeo de Cuentas (SEC) 2010. El SEC revisado, que ha quedado establecido en un Reglamento adoptado por el Consejo y el Parlamento Europeo en 2013, se implantará en la UE a partir de septiembre de 2014, sustituyendo al SEC 95. Además de normas metodológicas legalmente vinculantes, el SEC 2010 incluye un programa de transmisión que determina los conjuntos de datos de contabilidad nacional que los Estados miembros han de transmitir a Eurostat, siguiendo plazos concretos.

Este artículo se organiza como sigue. En el resto de la sección 1 se explican los motivos de la revisión y se describe la implantación coordinada de las nuevas normas en la UE. En la sección 2 se tratan los principales cambios metodológicos de las estadísticas de la zona del euro y su impacto en las variables económicas. También se explican las mejoras registradas en la disponibilidad de las estadísticas de la zona,

centrándose en las estadísticas de contabilidad nacional, de balanza de pagos y de finanzas públicas. Se analiza, además, la importancia de adaptar las estadísticas monetarias y financieras a las nuevas normas, y se facilita un calendario con las fechas de publicación iniciales de conformidad con el nuevo SEC 2010.

CONCLUSIONES

El BCE, tanto como productor como usuario de estadísticas, celebra la introducción de las nuevas normas estadísticas, que contribuyen a mejorar la calidad de las estadísticas europeas al adaptarlas a los cambios acaecidos en el entorno económico y financiero. Unas estadísticas relevantes para sus fines y puntuales son clave a efectos de política monetaria. Si bien es improbable que los cambios debidos a la introducción de las nuevas normas tengan un efecto significativo en la valoración de la evolución económica y financiera, la mayor consistencia entre áreas estadísticas y entre los Estados miembros es esencial para la formulación de la política monetaria. Además, la nueva información más detallada y las mejoras introducidas en los calendarios aumentarán también la importancia de las estadísticas para la vigilancia macroeconómica y para otros fines.

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