

LOS DÉFICITS ESTRUCTURALES DE LIQUIDEZ Y LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS MONETARIOS

Javier Alonso (*)

(*) Javier Alonso es director general de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España. Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios

En situaciones de normalidad, ni los mercados ni el público en general muestran mucho interés por conocer los procedimientos de instrumentación de la política monetaria. Los mercados y los ciudadanos siguen de cerca las decisiones de política monetaria —si suben o bajan los tipos de interés— y las expectativas de movimientos futuros —si subirán o bajarán—, pero apenas prestan atención a la forma en que los bancos centrales implementan sus decisiones, esto es, a las herramientas que usan (o de que disponen) para conseguir sus objetivos.

En períodos de turbulencia o de mal funcionamiento de los mercados, los bancos centrales, además de tomar decisiones de política monetaria, pueden recurrir a otras medidas para tratar de contribuir a la normalización de la situación. Estas medidas pueden no ser interpretadas correctamente por dos razones: en primer lugar, porque, al no ser utilizadas habitualmente, no son suficientemente conocidas, y, en segundo lugar, porque el análisis de las medidas se hace maquinalmente, sin percibir que una misma medida puede tener objetivos y significados distintos dependiendo de si se toma en condiciones de normalidad o en condiciones extraordinarias. En cualquier caso, es innegable que, en estos períodos de turbulencia, las actuaciones de los bancos centrales, incluidos los aspectos operativos —generalmente, menos atractivos—, despiertan más interés del habitual.

En una situación como la actual, en la que está afectada una parte importante de los sistemas financieros mundiales, aparecen también las comparaciones entre las formas de llevar a cabo la instrumentación de la política monetaria en los distintos países. Las conclusiones de estas comparaciones también pueden resultar engañosas, porque las interpretaciones de lo que sucede en otros sistemas se realizan con un punto de vista muy influido por el propio sistema; no obstante, a grandes rasgos, puede afirmarse que, aunque los marcos de la política monetaria no son idénticos en todos los países, para las principales áreas monetarias, las similitudes son mayores que las diferencias.

Este texto pretende contribuir a un mejor conocimiento de los instrumentos utilizados por los bancos centrales durante los últimos meses.

1 Antecedentes: la situación estructural de los sistemas financieros

1.1 DÉFICIT ESTRUCTURAL DE LIQUIDEZ

Los bancos centrales de las principales áreas económicas conducen su política monetaria en un régimen de déficit estructural de liquidez: el sistema bancario, en su conjunto, está obligado a tomar dinero prestado de su banco central.

Tradicionalmente, se ha considerado que esta forma de implementar la política monetaria es más efectiva que aquella en la que el sistema bancario se halla en una situación de superávit de liquidez. Cuando las entidades de crédito son deficitarias, están obligadas a pujar por el dinero que necesitan, y la señal de tipos de interés es clara; sin embargo, cuando las entidades son excedentarias de liquidez, el banco central puede encontrarse con más problemas a la hora de retirar la liquidez sobrante, pues las entidades no se ven obligadas a entregarla, y, por tanto, los tipos de interés que estas aplican pueden diferir de los objetivos del banco central, con lo que la señal de política monetaria podría ser algo más débil.

Así, los sistemas bancarios de la zona del euro, de Estados Unidos, de Canadá, de Reino Unido, de Suiza y de Japón, por mencionar solo aquellos cuyas monedas son las más negociadas en los mercados de divisas, están en una situación de déficit estructural de liquidez. Por tanto, las entidades de crédito tienen que pedir prestados fondos a sus bancos centrales,

de forma que, por un lado, el saldo de su cuenta corriente en el banco central no se quede en números rojos ningún día, y, por otro, dicho saldo sea lo suficientemente elevado para cumplir, si es el caso, con el coeficiente de reservas mínimas (o coeficiente de caja, denominación usada en España hasta la entrada en la zona del euro).

1.2 LOS DETERMINANTES DEL DÉFICIT DE LIQUIDEZ

La cuantía del déficit viene determinada por la estructura del balance del banco central. Simplificadamente:

$$\text{Déficit de liquidez} = \text{Billetes en circulación} + \text{Reservas mínimas requeridas} + \\ + \text{Cuentas corrientes del sector público} + \text{Fondos propios} - \text{Activos financieros.}$$

El déficit de liquidez se cubre con los préstamos de política monetaria, siendo este último concepto el que se observa en el balance del banco central, pues el concepto de déficit de liquidez se define desde el punto de vista del sector bancario.

El aumento de los billetes en circulación, de las reservas mínimas requeridas (bien por aumento del coeficiente o bien por el aumento de los pasivos computables sobre los que se calcula) o de los saldos en las cuentas corrientes del sector público (dejando aparte a las entidades de crédito, los clientes de los bancos centrales suelen pertenecer a este sector) incrementa el déficit de liquidez y obliga a las entidades de crédito a tomar más fondos del banco central, con lo que aumentan los préstamos de política monetaria. Por el contrario, un aumento de los activos financieros del banco central disminuye el déficit de liquidez, con lo que se reducen los préstamos de política monetaria (véase gráfico 1).

La mayor demanda de billetes por parte del público a las entidades de crédito obliga a estas a solicitarlos al banco central, que se los facilita previo cargo del importe en su cuenta corriente. La entidad, para no quedarse en descubierto o incumplir el coeficiente de reservas mínimas, tendrá que pedir prestado más dinero a su banco central. Lo mismo sucede con la recaudación de impuestos: cuando las entidades de crédito transfieren los impuestos recaudados desde su cuenta a la del Tesoro Público, se reduce su nivel de liquidez y, nuevamente, tienen que solicitar fondos adicionales al banco central.

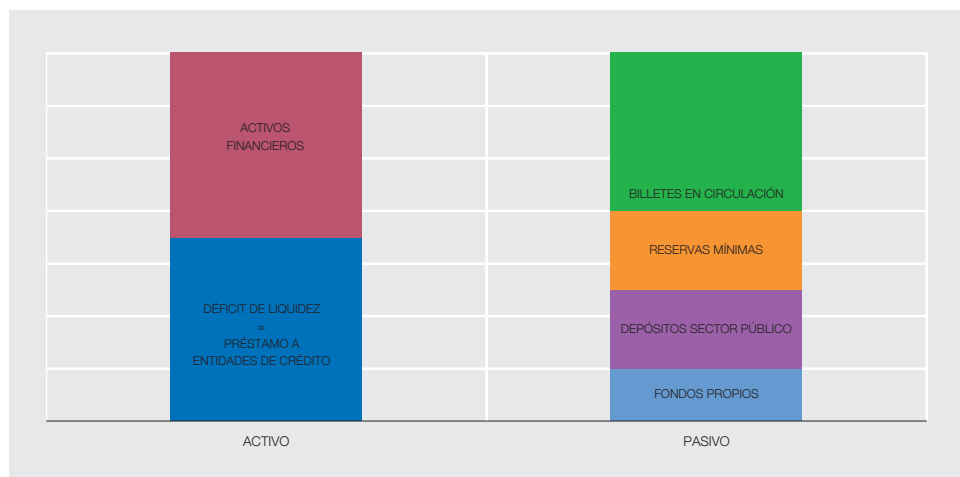
La compra de activos financieros por parte del banco central supone una inyección de fondos en las cuentas de las entidades de crédito: los bonos o las divisas comprados se pagan abonando su importe en las cuentas corrientes de las entidades vendedoras del activo. Las entidades pasan a tener más dinero en su cuenta y disminuye la necesidad de préstamo de política monetaria.

Aunque no faltan ejemplos de políticas monetarias ejecutadas en un entorno caracterizado por un sistema bancario con superávit de liquidez, hay que señalar que, en los países cuyos billetes son ampliamente aceptados, el banco central no financia al sector público (no tiene créditos al sector público, sino, en todo caso, depósitos del sector público) y no necesita mantener un elevado volumen de reservas exteriores, la política monetaria se ha instrumentado siempre en un entorno de déficit de liquidez.

1.3 LOS DISTINTOS TAMAÑOS DEL DÉFICIT DE LIQUIDEZ

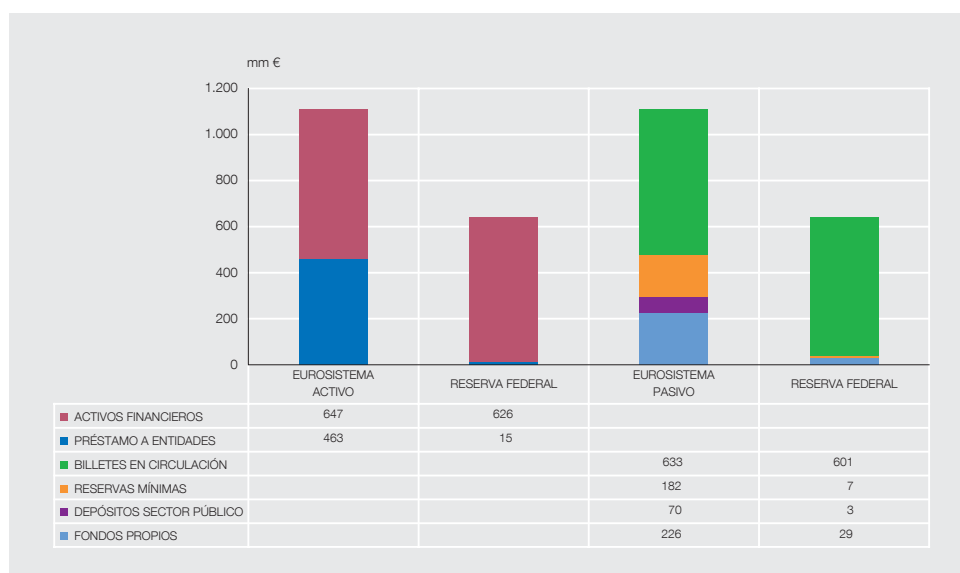
A finales de junio de 2007, el déficit de liquidez del Eurosistema se situaba en 463,5 mm de euros. En Estados Unidos, dicho déficit se situaba en 20,2 mm de dólares, equivalentes a 15 mm de euros.

Como se observa en el gráfico 2, la diferencia más importante entre los dos balances se encuentra en la distinta importancia relativa de los dos componentes del activo: préstamos de



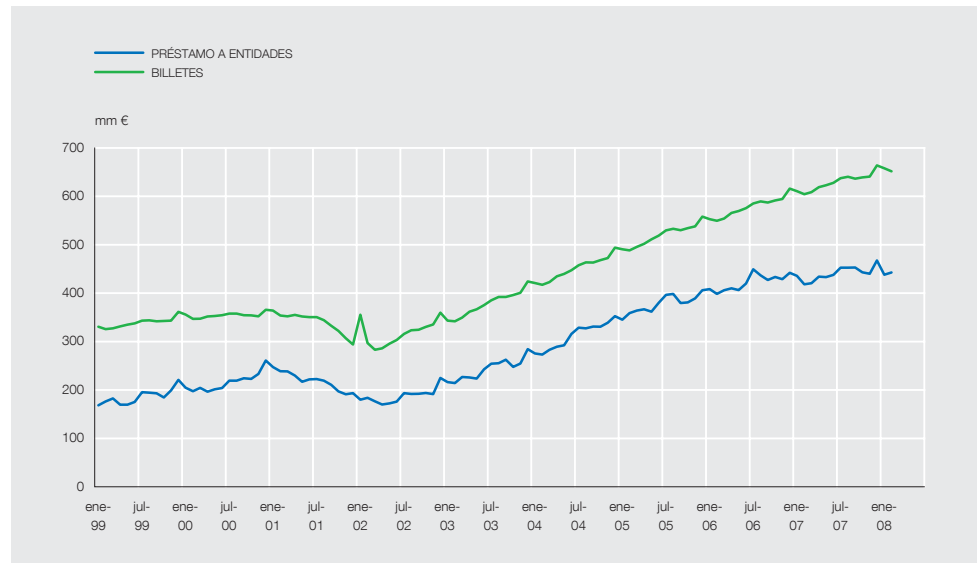
EUROSISTEMA Y RESERVA FEDERAL

Junio de 2007



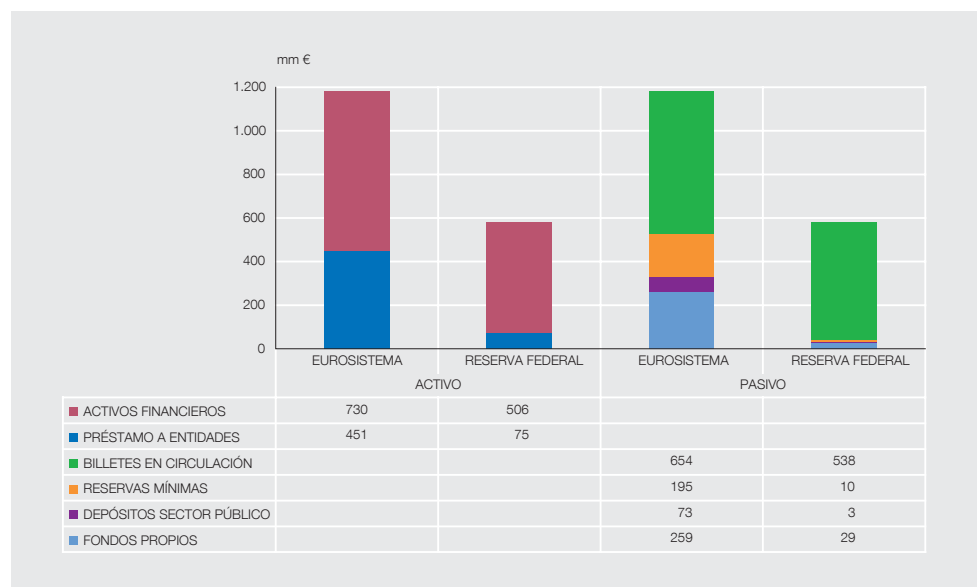
política monetaria y activos financieros. En efecto: mientras que la Reserva Federal compra sistemáticamente activos financieros y mantiene un nivel de préstamo relativamente reducido, en la zona del euro casi todo el incremento observado en los billetes en circulación —especialmente, desde la introducción física del euro en enero de 2002— se ha trasladado a un mayor nivel de préstamo (véase gráfico 3).

Esta considerable diferencia en el tamaño del déficit de liquidez es una de las razones que explican por qué las inyecciones de liquidez extraordinarias que se produjeron en agosto de 2007 al comienzo de las turbulencias financieras fueron mucho más elevadas, en términos absolutos, en el Eurosistema que en Estados Unidos. El Eurosistema inyectó 95 mm de euros el primer día de la crisis, mientras que la Reserva Federal inyectó 38 mm de dólares. Sin embargo, poniendo estas cifras en términos relativos, la demanda adicional de liquidez de los bancos europeos representaba alrededor del 20% de sus necesidades diarias, mientras que en Estados Unidos este porcentaje se elevaba al 188%.



EUROSISTEMA Y RESERVA FEDERAL

Febrero de 2008



La situación ha cambiado notablemente en Estados Unidos desde el comienzo de la crisis hasta ahora. A finales de febrero de 2008, el déficit de liquidez se ha ampliado o, lo que es lo mismo, los préstamos de política monetaria han crecido, al haberse reducido los activos financieros de la Reserva Federal: las inversiones que tenía en bonos del Tesoro estadounidense han ido venciendo y no las ha reemplazado con nuevas compras. En el Eurosistema, sin embargo, la situación se mantiene casi igual (véase gráfico 4).

1.4 OTRAS IMPLICACIONES DEL TAMAÑO DEL DÉFICIT DE LIQUIDEZ

a. Número de entidades de contrapartida

Un déficit de liquidez relativamente pequeño permite que las operaciones de mercado abierto (las que desempeñan el principal papel en la política monetaria para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez y señalar la orientación de política monetaria) puedan llevarse a cabo con un número limitado de entidades de contrapartida. En Estados Unidos, la Reserva Federal opera en ese tipo de operaciones con 21 entidades, los creadores del mercado de deuda pública.

En el Eurosistema, con sistemas financieros nacionales diferenciados al comienzo de la Unión Monetaria pero con el objetivo de que las entidades tuvieran un trato equitativo, casi todas las entidades de crédito sujetas al coeficiente de reservas mínimas podrían ser contrapartida del banco central en las operaciones de mercado abierto; sin embargo, en muchos casos, las entidades de crédito, por razones operativas derivadas generalmente de su reducido tamaño, prefieren no acceder a la condición de entidad de contrapartida del Eurosistema; en concreto, la cifra de entidades que pueden tomar fondos del banco central en este tipo de operaciones se situaba a mediados del pasado año en el entorno de 1.675, aproximadamente un 25% del total de entidades sujetas al coeficiente de reservas mínimas.

b. Amplitud de la lista de activos de garantía

Las operaciones de política monetaria que suponen la concesión de crédito por los bancos centrales (inyecciones de liquidez) han de estar adecuadamente garantizadas, con el fin de evitar las hipotéticas pérdidas en caso de impago de una entidad de contrapartida. También, en este campo existen ciertas diferencias, pues el rango de activos de garantía admisibles por los bancos centrales de las principales áreas varía de una región a otra.

De manera natural, en aquellos países en los que el déficit de liquidez es pequeño, como es el caso de Estados Unidos, la lista de activos elegibles para operaciones de mercado abierto tiende a ser reducida y basada en la deuda pública (y, por ello, las entidades de contrapartida son los creadores del mercado de deuda pública).

Por el contrario, en aquellas zonas en las que el déficit de liquidez es más elevado, la lista de activos elegibles es significativamente más amplia. Este es el caso del propio Eurosistema, cuya lista de activos admisibles incorpora, además de deuda pública, deuda privada e, incluso, activos no negociables.

2 Las tensiones de liquidez

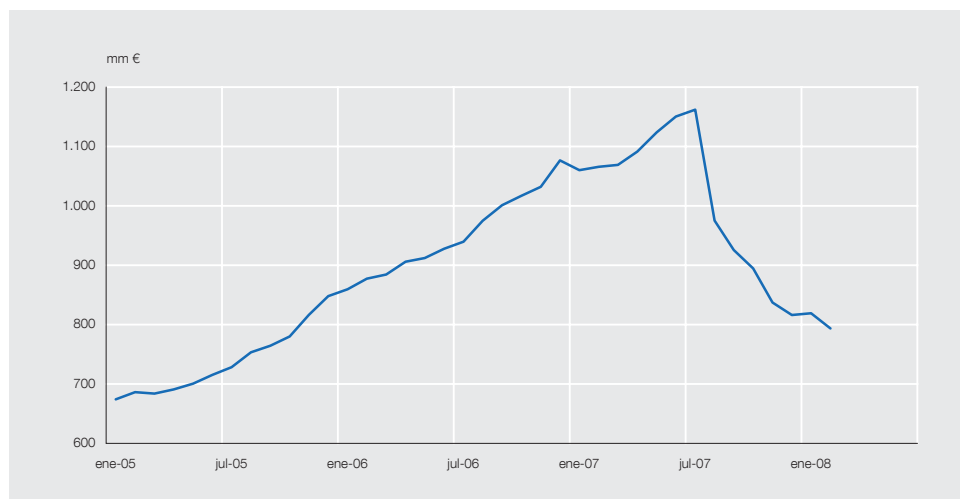
2.1 EL ORIGEN DE LAS TENSIONES DE LIQUIDEZ EN AGOSTO DEL 2007

Los primeros momentos de tensión en los mercados monetarios se producen cuando se ponen de manifiesto los problemas de morosidad en los préstamos hipotecarios de baja calidad en Estados Unidos, los denominados préstamos *subprime*, y se agudizan cuando se conoce que muchos de ellos han sido titulizados, de forma que estos activos han sido adquiridos por vehículos de inversión —que pueden adoptar distintas formas (SIV, *conduits*...)— que se financiaban en el mercado mediante emisiones de títulos a corto plazo (conocidos como *asset backed commercial paper* o ABCP). Estos vehículos habitualmente eran creados y patrocinados por entidades de crédito que, a la vez, solían otorgarles líneas de liquidez con el fin de mejorar la calidad crediticia de las emisiones.

Las dudas sobre la valoración de los activos que formaban las tenencias de estos vehículos llevaron a los inversores a corto plazo a retirarse del mercado de ABCP (véase gráfico 5); consecuentemente, al no poder refinanciar adecuadamente la amortización de los títulos, estos vehículos se vieron obligados a usar las líneas de liquidez.

Las entidades de crédito pasaron a tener dificultades para calcular sus necesidades de liquidez y para obtenerla en el mercado interbancario.

Las necesidades de liquidez de las entidades dependían tanto de la operativa de sus clientes como de la propia. La demanda de los clientes se aceleró: además de los mencionados vehículos, otros clientes con líneas disponibles de crédito, y dificultades para obtener fondos en los mercados, empezaron a girarlas. Además, las entidades no podían contar con que llegaran los fondos de aquellos clientes que decían estar esperando ingresos y, menos aún, con que posteriormente se mantuvieran en cuenta. La operativa propia tampoco estaba exenta de incertidumbres, puesto que no tenían seguridad de que la financiación recibida de otras



entidades en el mercado interbancario pudiera renovarse, ni de que no fueran a serles giradas sus líneas interbancarias.

Además, surgen serias dudas sobre la solvencia de las entidades, derivadas tanto de la nueva valoración de las hipotecas *subprime* y de los activos financieros respaldados por hipotecas en los balances de las entidades de crédito —y su posible impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias—, como del temor a necesidades adicionales de recursos propios causadas por una hipotética vuelta al balance de activos que estaban en poder de los vehículos.

En este entorno, no es de extrañar que se produjera un retraimiento generalizado en la operativa interbancaria y que, ante esas circunstancias, las entidades muestren una clara preferencia por mantener una elevada liquidez.

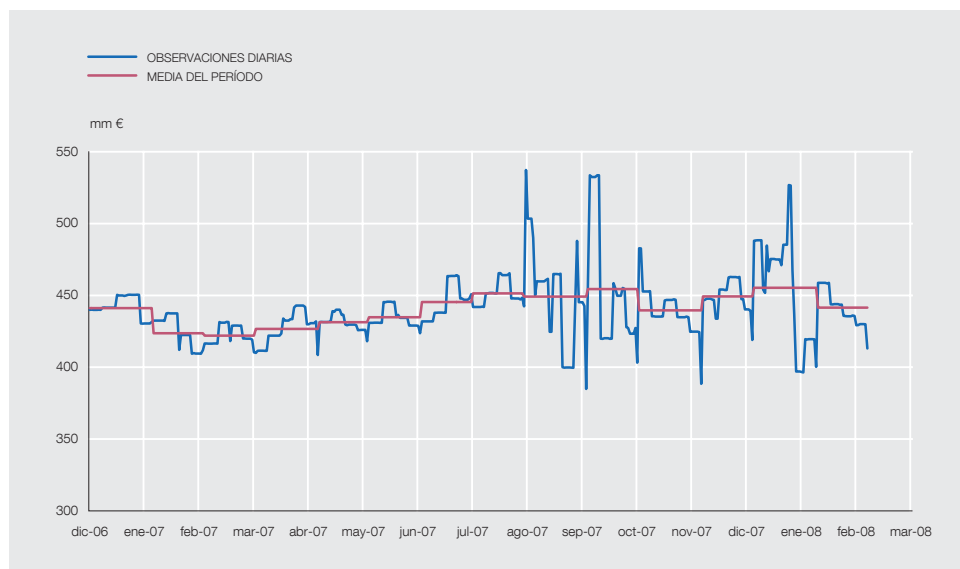
2.2 LA DEMANDA DE LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES Y LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO

La demanda generalizada de liquidez se ve reflejada en significativas tensiones de los tipos de interés a un día, que se alejan de los objetivos de política monetaria. Los bancos centrales reaccionan inyectando liquidez en el día a día hasta conseguir que los tipos de interés desciendan hacia niveles cercanos a sus objetivos.

Las entidades utilizan la liquidez obtenida de los bancos centrales para realizar los pagos previstos o para mantenerla en el banco central cubriendo el coeficiente de reservas mínimas por anticipado: si posteriormente necesitan liquidez, podrán girar contra la cuenta corriente en el banco central, donde ya no necesitarán mantener tanto dinero. Las entidades receptoras de los pagos de otras entidades también tienden a mantener saldos elevados en la cuenta corriente con su banco central.

A medida que se acerca el final del período del cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas, la demanda de liquidez se va reduciendo y los tipos de interés en el día a día tienden a bajar por debajo del objetivo de política monetaria. Los bancos centrales vuelven a salir al mercado para drenar el sobrante de liquidez y evitar que los tipos de interés a un día se alejen —en este caso, hacia abajo— de sus objetivos.

A pesar de la impresión generalizada de que ha habido un incremento notable en la demanda de liquidez por parte de las entidades, lo cierto es que, desde agosto de 2007 hasta ahora, la



demanda agregada de liquidez a los bancos centrales se ha mantenido, en promedio¹, en niveles muy similares (véase gráfico 6).

Sí que se han observado cambios en las entidades demandantes de liquidez al Eurosistema. Ha disminuido la demanda de entidades que intermediaban en los mercados interbancarios. Las que antes tomaban prestado del banco central (aportando garantías), para posteriormente redistribuir esos fondos entre otras entidades (en el mercado interbancario de depósitos, es decir, sin solicitar garantías), ganando un pequeño diferencial, prácticamente han cesado en esa actividad, ya que la remuneración que obtenían antes, ahora les resulta insuficiente para hacer frente a los riesgos en que incurren y que se perciben mayores. Asimismo, también ha desaparecido la demanda de las entidades que antes invertían en productos de más largo plazo financiándose semanalmente en el banco central: los compradores de ABCP o los bancos que invertían en titulaciones.

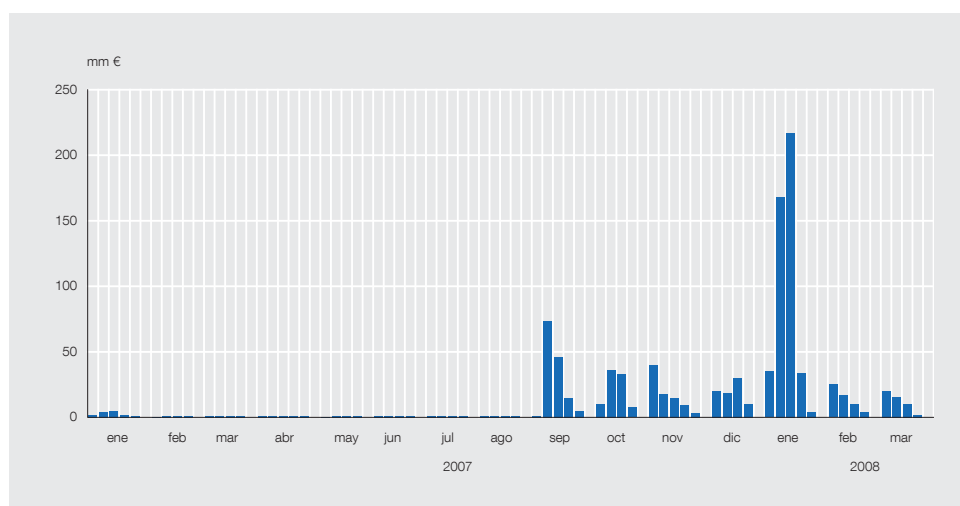
Por el contrario, han aparecido como demandantes de liquidez del banco central entidades que antes se financiaban en el mercado a largo plazo —esto es, emisores de bonos y titulaciones—, al no encontrar ahora un mercado adecuado para sus emisiones, y aquellas instituciones que han ido incorporando a sus balances los activos que antes estaban en manos de los vehículos.

Se han registrado también cambios en las preferencias por disponer de liquidez en abundancia al principio del período de cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas, para, con posterioridad, ajustar la liquidez a la baja² (véase gráfico 7).

En todo caso, cabe apuntar que la gestión de la liquidez llevada a cabo por los bancos centrales, con la utilización flexible de las herramientas que tienen a su disposición (subastas regulares, operaciones frecuentes de ajuste fino de inyección o de drenaje), ha conseguido estabilizar los tipos de interés a corto plazo, como refleja el gráfico 8.

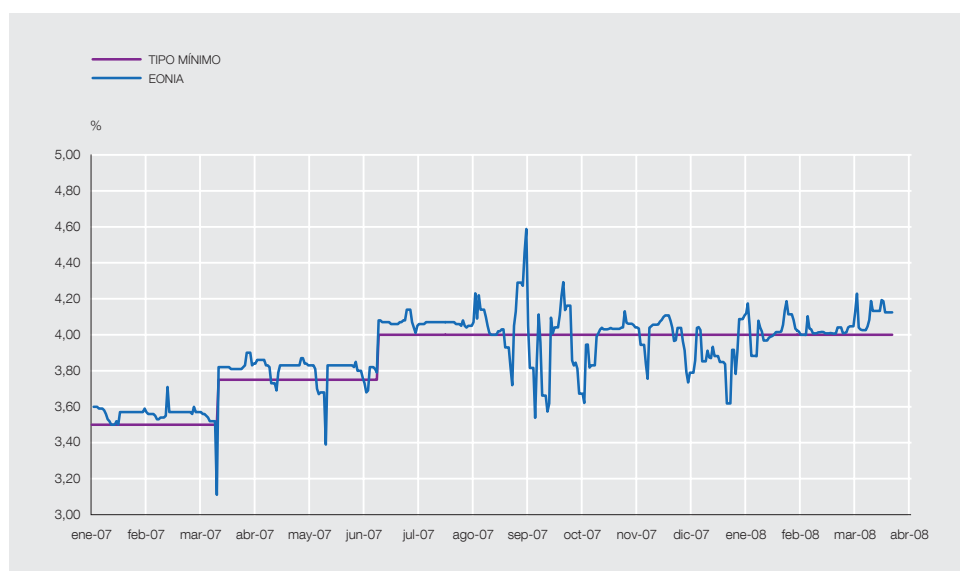
1. En promedio de cada uno de los períodos de cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas. **2.** En el gráfico de excesos de adjudicación, la referencia temporal corresponde con el mes en el que concluye el período de mantenimiento de reservas mínimas. Además, ha de tenerse en cuenta que, en la tercera OPF del período que concluyó en enero de 2008, celebrada el 28 de diciembre de 2007, el exceso se sitúa en 217 mm de euros, porque el BCE adjudicó 20 mm de euros a pesar de que el importe de referencia era negativo por un importe de 197 mm de euros.

Exceso de adjudicación sobre el importe de referencia



TIPOS A CORTO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

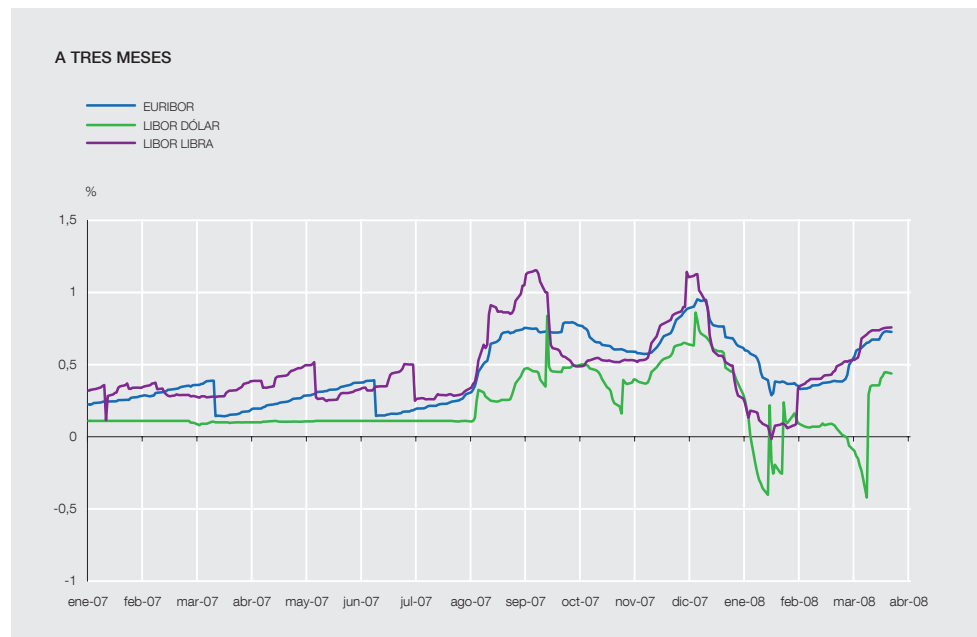
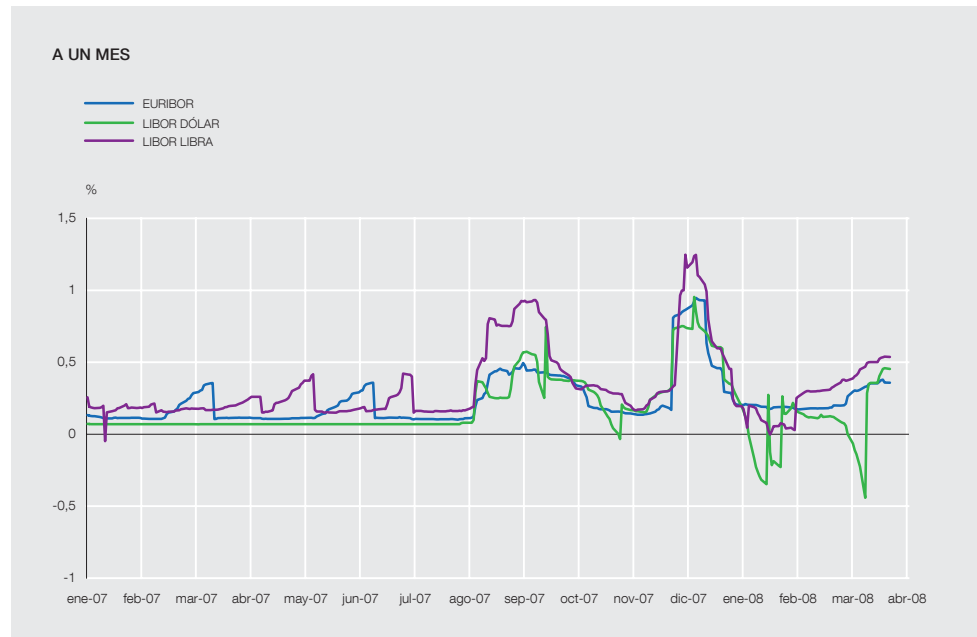
Tipo mínimo de puja en las OPF y EONIA

2.3 LA DEMANDA DE LIQUIDEZ
A PLAZO

Las entidades, desde el principio de la crisis, consideraron que las incertidumbres a las que se enfrentaban no iban a desaparecer en un breve período de tiempo. Por ello, han intentado asegurarse la financiación más allá de los plazos cortos en los que operan con más intensidad los bancos centrales.

La demanda de liquidez en el mercado de depósitos interbancarios a plazos más largos tensaba los tipos al alza, y la incertidumbre sobre la solvencia de las entidades hacía desaparecer la oferta de dinero en estos plazos. Así, los índices de referencia (EURIBOR, LIBOR...) se situaron en niveles mucho más elevados, y los diferenciales, respecto a los tipos a un día, se situaron en niveles no vistos en muchos años.

Así, por un lado, las entidades de crédito estaban interesadas en financiarse a plazos más largos, y, por otro, los bancos centrales observaban cómo el mecanismo de transmisión de la política monetaria a la economía había perdido cierta eficacia, pues los tipos de interés que



afectaban directamente a los principales agentes económicos (descuento comercial, préstamos hipotecarios a interés variable...) se habían desligado claramente de la actuación de los bancos centrales sobre sus tipos oficiales.

Los bancos centrales incrementaron sus operaciones a plazo y su oferta de liquidez en esos tramos, lo que parece haber dado cierta sujeción a los tipos de interés en los plazos inferiores a tres meses (véase gráfico 9). A plazos más largos, el riesgo de crédito, o incertidumbre sobre la solvencia de las entidades, está pesando más en los diferenciales y en su volatilidad.

3 El cambio en la composición de activos: de los inversores a los bancos centrales

La actuación de los inversores en este período de turbulencia financiera, al igual que en otros momentos de tensiones en los mercados, ha servido de amplificador de los problemas, pues, al materializarse las dudas sobre el valor de algunos activos y sobre la solvencia de algunas entidades, su movimiento natural hacia los valores alejados de las dificultades (fundamental-

mente, deuda soberana y deuda de empresas de primerísima calidad) ha hecho más acuciantes los problemas en el entorno de los activos que desencadenaron la presente situación.

En efecto: la retirada de la liquidez de determinados tramos de activos, muchos de los cuales objetivamente no presentaban problema alguno, ha iniciado una espiral de consecuencias negativas, al generarse caídas significativas en su valoración, que, a su vez, acentúan la respuesta inicial de los inversores.

3.1 LA DEMANDA DE PAPEL DE CALIDAD

La mencionada respuesta de los inversores consistente en trasladar sus preferencias hacia activos de muy elevada calidad —típicamente, deuda soberana— se ha visto satisfecha gracias a que muchas entidades con necesidades perentorias de liquidez han vendido títulos de deuda pública, ya que estos mercados se han visto menos afectados en lo que respecta a la liquidez. Además, debe recordarse que, desde hace ya bastantes años, los avances tecnológicos en los sistemas de información y en las comunicaciones han posibilitado que estos movimientos se produzcan a una gran velocidad; de esta forma, y de repente, el sistema bancario se ve enfrentado a un escenario más difícil, y al que ha de ajustarse también con inusitada rapidez.

Este trasvase de valores ha hecho que pueda afirmarse, en términos generales, que la composición de las tenencias de las entidades ha experimentado una variación hacia un perfil de riesgo más acusado, pues estas han mantenido en sus carteras aquellos activos para los cuales ha desaparecido el mercado.

A este efecto directo, debe añadirse que aquellas entidades vinculadas con los vehículos de inversión afectados por las turbulencias financieras han podido registrar entradas forzosas en sus balances de instrumentos procedentes de dichos vehículos, en los que, de una u otra manera, tomaban parte, y que no han podido venderse en el mercado.

3.2 EL COLATERAL QUE SE APORTA A LOS BANCOS CENTRALES

Lo anterior enlaza directamente con los diferentes enfoques que los bancos centrales tienen en relación con las listas de activos admisibles como garantía en sus operaciones de política monetaria. Los cambios registrados en los balances de las entidades de crédito han tenido, en algunos casos, consecuencias para la política de colateral.

Este es el caso de la Reserva Federal, cuya política central estaba centrada en la deuda pública, que, en este nuevo entorno, se ha visto forzada, a lo largo de los meses pasados, a abrir nuevas vías de concesión de liquidez, a ampliar las entidades que pueden acceder a ellas (para contrarrestar las dificultades observadas en la distribución de liquidez) y a extender el rango de activos admisibles en sus operaciones. Además, por la vía de esta ampliación, se trata de conseguir un efecto secundario, a saber, al admitir activos anteriormente no válidos en las operaciones de política monetaria, de alguna manera, se visualiza un apoyo por parte de la autoridad a estos activos; dicha autoridad trata de devolverles un prestigio perdido, en muchos casos, como consecuencia de la situación excepcional en los mercados y no debido a razones objetivas.

La situación contraria es la que caracteriza al Eurosistema, cuya política de colateral siempre ha estado encaminada a facilitar la participación en sus operaciones del mayor número de entidades de contrapartida y, por tanto, se ha caracterizado por una lista muy amplia de activos admisibles. Gracias a ello, en la zona del euro no ha sido necesario reajuste alguno ni en el número de entidades a las que se les permite participar en las operaciones de política monetaria, ni en la lista de garantías que mantiene el Eurosistema. No obstante, sí que se han puesto en práctica ciertos cambios en las vías de inyección de liquidez, consistentes en otorgar más fondos en las operaciones de plazo más largo. Asimismo, y en estrecha colaboración

con la Reserva Federal, se han realizado operaciones de financiación a plazo en dólares, mediante las cuales entidades europeas obtenían financiación en dólares entregando al Eurosis-tema los activos de garantía usados habitualmente en las operaciones de política monetaria; esta medida estaba originada por los problemas existentes a los que se enfrentaban las entidades europeas en los canales usuales de financiación en dólares.

En resumidas cuentas, tanto las entidades de crédito como los bancos centrales han debido ir ajustando su actuación a las condiciones existentes en los mercados financieros. Las primeras han tenido que modificar los activos entregados como garantía en función de la nueva composición de su balance, que, en parte, ha estado influida por el comportamiento de los inversores finales. Por su parte, los bancos centrales han tendido a situarse en una posición en que la inyección de liquidez alcanzara al mayor número de entidades posible, y admitiendo como garantía un rango muy amplio de activos; en este sentido, las modificaciones han sido mayores cuanto más alejado de este enfoque estaba el esquema habitual de instrumentación monetaria³.

3.3 CAMBIOS EN LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES

Aparte de las variaciones ya mencionadas, tendentes a operar con un mayor número de entidades, con un espectro más amplio de garantías y con la apertura de nuevas líneas de crédito, en el caso de la Reserva Federal se han observado modificaciones adicionales.

En efecto: como se observa en los balances facilitados más arriba, la Reserva Federal ha liquidado posiciones en deuda pública, con lo cual el déficit de liquidez del sistema bancario ha crecido. Esta actuación, junto con la ampliación de las garantías, ha permitido implementar más operaciones de política monetaria y facilitar la refinanciación de valores que no tenían salida en el mercado. Y, en un entorno de aversión creciente al riesgo, estas ventas de deuda pública por parte de la Reserva Federal han hecho posible la canalización de estos valores hacia los inversores finales, que, por otro lado, han tendido a eliminar de sus carteras aquellos activos más expuestos en la situación presente.

Además, la Reserva Federal ha acudido en auxilio del banco de inversión Bear Stearns. La forma de proceder de la Reserva Federal con un banco de inversión (que no toma depósitos del público), al que no supervisa y al que no puede conceder financiación directa en la ventanilla de descuento⁴, debe entenderse como un enfoque nuevo de su actuación como salvaguarda de la estabilidad de los mercados financieros, evitando un riesgo de contagio a todo el sistema. A medio plazo, este enfoque dará lugar a cambios regulatorios y supervisores⁵.

La operación implica un incremento de las operaciones de préstamo, aunque se concede a una nueva sociedad que es creada conjuntamente por la Reserva Federal y JPMorgan Chase. La sociedad compra a Bear Stearns una cartera de activos por valor de 30 mm de dólares y

3. Desde el inicio del período de turbulencias financieras en agosto de 2007, la Reserva Federal ha llevado a cabo seis recortes en sus tipos de interés, ha puesto en marcha una nueva subasta de liquidez a plazo de un mes (*Term Auction Facility*), en la que de manera indirecta también han participado entidades suizas y entidades del área del euro, ha ampliado el programa de préstamo de valores mediante un instrumento de préstamo a plazo de 28 días (*Term Securities Lending Facility*) y ha creado una nueva facilidad de préstamos (*Primary Dealer Credit Facility*) para que todos los creadores de mercado, incluidos los bancos de inversión, puedan acceder a la ventanilla de descuento. Por su parte, el Eurosistema, que no ha modificado su tipo de interés de referencia desde antes de que comenzara este período de dificultades, añadió a su esquema habitual de intervención dos operaciones complementarias a tres meses —y, recientemente, una adicional a seis meses— y, en colaboración con la Reserva Federal, ha facilitado la mencionada participación de entidades europeas en las operaciones *Term Auction Facility* de la autoridad monetaria estadounidense. 4. Bear Stearns podía acudir a las operaciones de política monetaria con los demás creadores de mercado. 5. El Departamento del Tesoro americano ha elaborado una propuesta de reforma de la supervisión del sistema financiero. En lo que a la Reserva Federal se refiere, la propuesta contempla que la institución monetaria tiene autoridad para supervisar la estabilidad de los mercados financieros, incluso permitiéndole la inspección in situ de cualquier entidad, independientemente de su naturaleza, que pueda suponer un riesgo para el sistema en su conjunto.

los financia con la aportación de 29 mm de dólares por parte de la Reserva Federal y 1 mm que aporta JPMorgan Chase. BlackRock Financial Management gestionará y liquidará los activos de la sociedad, respondiendo JPMorgan Chase de los primeros 1.000 millones de pérdidas que pudieran derivarse de las ventas de activos. La Reserva Federal quedaría expuesta al resto de las pérdidas⁶.

La operación supone una modificación en la composición de los activos financieros del banco central: o bien estos nuevos activos (préstamos con características de riesgo similares a las de la renta fija privada, aunque con las primeras pérdidas limitadas) sustituyen a inversiones en deuda pública, y el préstamo neto al sistema financiero aumenta, o bien disminuyen las demás operaciones de préstamo de política monetaria, con lo que el préstamo neto se mantiene.

De este modo, las distintas actuaciones de la Reserva Federal están propiciando que el déficit de liquidez, que en su caso parte de niveles muy bajos, aumente.

Por su parte, respecto de la zona del euro, en la que no se han observado cambios estructurales en el esquema de instrumentación, sí que se puede señalar la variación a favor de la financiación a plazos más largos, hasta seis meses, así como la aparición en la discusión sobre dicho esquema de la conveniencia o no de realizar compras de valores que reduzcan sensiblemente el déficit de liquidez. Si este fuera el caso, las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, que parte de niveles muy elevados, se reducirían.

Aunque quizás todavía sea muy pronto para decirlo, si se tiene en cuenta, además de lo comentado en los párrafos anteriores, el hecho de que también en la lista de activos de garantía se está produciendo cierto acercamiento entre la zona del euro y Estados Unidos, podríamos estar asistiendo a un proceso de convergencia entre los esquemas de instrumentación de ambas zonas monetarias.

6. Para más detalle, véase <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2008/rp080324b.html>.