

Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera

Sara Baliña*

David Cano**

1. Introducción

Desde que en julio de 2007 se inició la crisis financiera, cuando entonces era sólo un problema de liquidez en el mercado interbancario, la respuesta de las autoridades económicas ha sido muy intensa, tanto en la vertiente fiscal como en la monetaria. En ésta, los bancos centrales han tratado de compatibilizar su objetivo de estabilidad de precios con otras metas más novedosas, como sostener las condiciones de financiación de las entidades de crédito o, incluso, conseguir la estabilidad de los mercados financieros, función ésta para la que no estaban preparados o, al menos, no tanto como la situación ha exigido. Por ello, ha sido necesaria la creación de nuevas herramientas de política monetaria y la flexibilización de las ya existentes. La justificación de la participación de los bancos centrales en combatir las distorsiones en los mercados financieros es doble. Por un lado, porque estos son el principal canal de transmisión de la política monetaria, de tal forma que es imprescindible su correcto funcionamiento para evitar las distorsiones en los precios de los activos financieros. La segunda justificación la encontramos en que, en esta ocasión, ha sido la crisis financiera la que ha provocado (o, al menos, intensificado) la crisis económica, por lo que pronto se generalizó la opinión de que era condición necesaria, aunque no suficiente, restablecer la solvencia de las entidades crediticias y su acceso a la financiación para evitar una profundización en la crisis económica, cuya consecuencia más clara sería la deflación, el nuevo enemigo a batir. Efectivamente, en los dos últimos años (tras

el amago de 2003) se ha evidenciado la simetría en el objetivo de los bancos centrales: tan importante o más que evitar un alza continuado de los precios, es impedir la deflación. El ejemplo de Japón es claro: es la situación que no se debe volver a repetir en el resto de países desarrollados. La intención de este artículo es abordar las medidas, basadas en el mercado monetario, tomadas por la Reserva Federal y el BCE a lo largo de los últimos años para tratar de facilitar la financiación de las entidades crediticias, afectadas por el cierre del mercado interbancario y la retirada de inversores en activos de renta fija, y normalizar el funcionamiento de los mercados financieros, afectados por el incremento de la aversión al riesgo.

2. El debate sobre la política monetaria no convencional

Desde el verano de 2007, pero especialmente desde el otoño de 2008, a medida que se ponía de manifiesto la intensidad de la crisis financiera pero, sobre todo, la fuerte caída del PIB en las economías desarrolladas, el debate sobre la utilidad de la política monetaria fue en aumento. Y lo hizo, al menos, por dos motivos. El primero, porque el margen de actuación de la herramienta más convencional de los bancos centrales se agotaba a gran velocidad, consecuencia de los fuertes recortes de tipos aplicados. Según se acercaba el límite del 0%, se acumulaban las advertencias sobre el escaso margen de estímulo desde la vertiente monetaria, que se veía reducido aún más como consecuencia del proceso de desinflación, y con la deflación como gran amenaza. El segundo motivo que avivó (y lo sigue haciendo) el debate sobre la eficacia de

* Afi.

** Afinet Global EAFI.

la política monetaria tiene que ver con la imprescindible complicidad del sistema crediticio, eje central del canal de transmisión de las decisiones de un banco central. Pronto se comprobó que los aumentos de la base monetaria no se traducían en incrementos de la oferta monetaria, ante la intensa caída del multiplicador monetario. Pero no sólo podía alegarse que los estímulos monetarios no llegaban a los agentes económicos. El problema era que, incluso, el incorrecto funcionamiento de los mercados financieros producía distorsiones en las variables financieras, que se traducían en un endurecimiento de las condiciones monetarias. Como claro ejemplo, se puede citar el Euribor.

3. Cuando la crisis distorsiona variables financieras claves del canal de transmisión de la política monetaria. El caso del Euribor

Una de las distorsiones más relevantes en la crisis financiera, y con impacto obvio sobre las condiciones de financiación de la economía y, por lo tanto, sobre las pers-

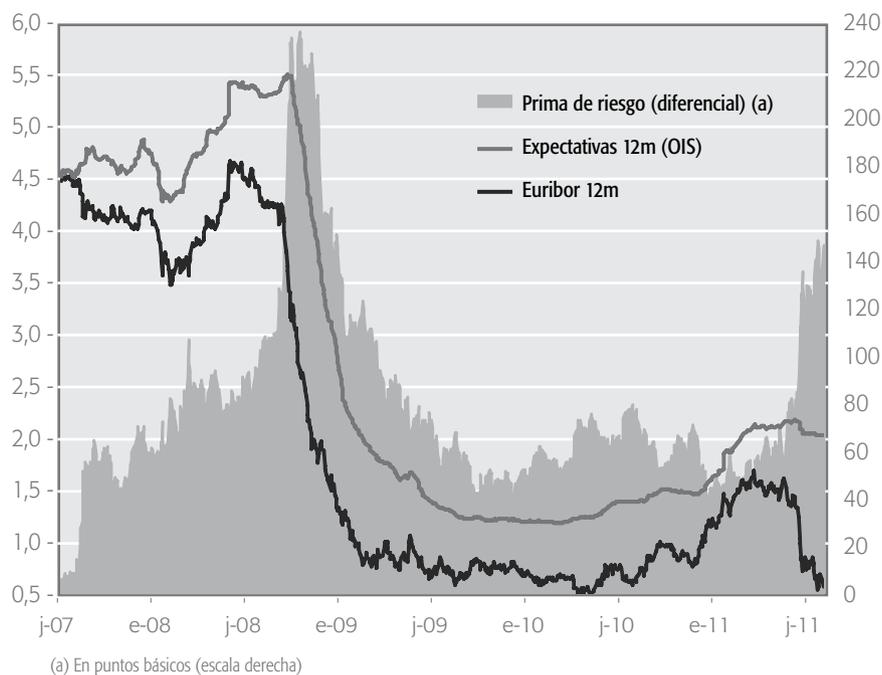
pectivas de crecimiento, se observa en los tipos de referencia del mercado interbancario, entre ellos, los del euro (los denominados Euribor). En la determinación del Euribor se ha introducido, desde mediados de julio de 2007, la denominada "prima por riesgo de crédito interbancario", es decir, la exigida por el prestamista ante el temor a una insolvencia del prestatario (en los dos casos, entidades bancarias) cuando la operación de financiación se realiza sin activo de garantía.

Como apunta el BCE¹, "en un entorno de desconfianza mutua entre las entidades, el vínculo entre los tipos de interés oficiales y los del mercado monetario podría debilitarse o incluso romperse. Cuando escasea la oferta de crédito interbancario, como resultado de la falta de confianza entre los participantes en el mercado, el coste del crédito interbancario, es decir, el primer escalón en el proceso de transmisión, se eleva por encima del nivel que sería compatible con la orientación deseada de la política monetaria del BCE".

¹ "La respuesta del BCE a la crisis financiera". Boletín mensual del BCE. Octubre de 2010.

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DEL EURIBOR 12, EURIBOR 12 MESES SIN RIESGO DE CRÉDITO Y SU DIFERENCIAL



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Desde agosto de 2007, prácticamente toda la curva Euribor está distorsionada al alza por esta prima por riesgo de crédito. Al señalar la “curva Euribor” queremos resaltar que se produce, incluso, entre las entidades de máxima calificación crediticia que configuran este panel². Como se observa en el gráfico 1, este *spread* para el plazo a doce meses llegó a ser de 240 puntos básicos (pb), justo antes de las medidas tomadas por las principales autoridades económicas a mediados de octubre de 2008, que se caracterizaron, fundamentalmente, por el compromiso de evitar quiebras bancarias.

Se puede medir, por tanto, la prima por riesgo de *default* implícita a partir del Euribor, restándole un tipo de interés que responda, exclusivamente, a las expectativas para la evolución del tipo de interés de intervención (es decir, el Euribor que debería existir si no hubiera crisis financiera). Este tipo libre de riesgo de crédito se puede extraer de un instrumento derivado cotizado en el mercado y cada vez de mayor utilización: el *Overnight Index Swap* (OIS). En este *swap*, como en la mayoría de ellos, no existe intercambio inicial ni final de principales, sino que sólo se utiliza para calcular las dos corrientes de flujos que, por otro lado, se compensan (“machean”), al vencimiento del derivado. Una de las contrapartidas pagará un determinado tipo de interés (que es, precisamente, el OIS) a cambio de cobrar el resultado de capitalizar el EONIA³ durante el período de vida del *swap*⁴. De esta forma, el OIS no es más que el resultado de las expectativas de los agentes para la evolución del EONIA durante la vida del derivado, en el que el potencial riesgo de crédito se asume por la diferencia entre dos tipos de interés cuyo importe no será, a vencimiento, importante. Como señala el BCE (2010), “este tipo *swap* refleja las mismas e insignificantes primas de riesgo que el tipo a un día, por lo que es relativamente inmune a variaciones del riesgo de crédito o liquidez”. Es por ello, por lo que nos sirve para medir la prima por riesgo de crédito que incorpora el Euribor y comprobar que éste presenta un sesgo positivo, con el impacto consiguiente sobre el canal de transmisión de la política monetaria, que está, por tanto, distorsionado.

² Ver www.euribor.org

³ EONIA: Euro *Overnight Interest Average*, o tipo de interés a un día en el mercado interbancario. Se calcula como la media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día, sin garantías, realizadas en el mercado interbancario del Área euro, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

⁴ El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo de interés medio a un día a lo largo de la duración del contrato *swap*.

4. El inicio: sólo es un problema de liquidez. Primera reacción: aumento de la inyección de liquidez y modificación de los tipos de interés de las ventanillas de emergencia

El diagnóstico muy inicial de la crisis (erróneo, como se comprobó posteriormente) fue que estábamos ante un “problema de liquidez”, en concreto, en cierta tipología de productos financieros (Mortgage Backed Securities, MBS, y Asset Backed Securities, ABS) en los que habían tomado posiciones vehículos de inversión (*Special Investment Vehicles* o SIV), propiedad de grandes bancos, y que estaban apalancados mediante la emisión de Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) de vencimientos muy cortos.

La paulatina percepción de los prestamistas de un aumento en el riesgo de crédito de los SIV les llevó a reducir la financiación disponible, lo que derivó en ventas forzadas por parte de los SIV de los activos financieros en los que habían invertido (recordar que lo hacían con recurso al endeudamiento). El problema residió en la limitada liquidez de los mercados, de tal forma que las órdenes de venta de los MBS y de los ABS, al no encontrar contrapartida, debieron introducirse a precios cada vez más bajos. Se inició así un círculo vicioso, ya que se reducía, aún más, la capacidad de los SIV para emitir ABCP como consecuencia del menor valor de mercado del colateral.

Las importantes distorsiones en el funcionamiento de algunos mercados de activos financieros comenzaron a afectar de manera intensa al mercado interbancario (no en vano, los SIV pertenecían a bancos, que además, eran los principales inversores de forma directa en titulaciones y activos con distinto riesgo de crédito). Ante esta situación de crisis de liquidez, los bancos centrales optaron por actuar (acepción primera de liquidez) ejerciendo su tradicional papel de prestamista de última instancia (*lender of last resort*).

Las primeras medidas fueron el desarrollo de subastas de inyección de liquidez a corto plazo en el mercado interbancario, así como la reducción de los tipos de interés de las facilidades marginales de crédito. La Reserva Federal de EEUU fue la primera que actuó, recortando el 17 de agosto de 2007 la *primary credit* en 50 puntos básicos (pb) (hasta el 5,75%) (gráfico 2) y situando su diferencia con el nivel objetivo de los fondos federales en 50 pb (frente a los 100 pb vigentes desde que se instauró esta facilidad de crédito). El 16 de marzo de 2008, tras el rescate de Bear Stearns, se produciría un nuevo estrechamiento (de 25 pb, hasta los 25 pb), mientras que

el 16 de diciembre de 2008, cuando la Reserva Federal situó el nivel objetivo de los fondos federales en el rango 0,0%-0,25%, estableció la *primary credit* en el 0,50% (después de recortarla en 75 pb). Hubo que esperar hasta el 19 de febrero de 2010 para asistir a una elevación de este tipo de interés de referencia, como señal de mejoría en el funcionamiento de los mercados financieros (desde entonces, no se han producido nuevas elevaciones, señal de que el proceso de normalización no ha proseguido).

Además de las modificaciones en la penalización del tipo de interés del principal componente del *discount window*⁵, la Reserva Federal tomó más medidas. El 16 de marzo de 2008 amplió su vencimiento hasta 90 días, así como la lista de entidades que pueden recurrir a esta facilidad marginal de crédito. Dado que la *primary credit* está limitada a *depository institutions*⁶, ese mismo día la Fed creó la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) mediante la cual se permitía a los creadores de mercado que no sean entidades de crédito (bancos de inversión, por ejemplo) acceder a la ventanilla de liquidez de emergencia⁷. Esta herramienta finalizó el 1 de febrero de 2010.

⁵ Establecido el 9 de enero de 2003, además de la *primary credit*, cuenta con la *secondary credit* y la *seasonal credit*.

⁶ Son *depository institutions*: *commercial banks*, *saving banks*, *savings* y *loans associations* y *credit unions*.

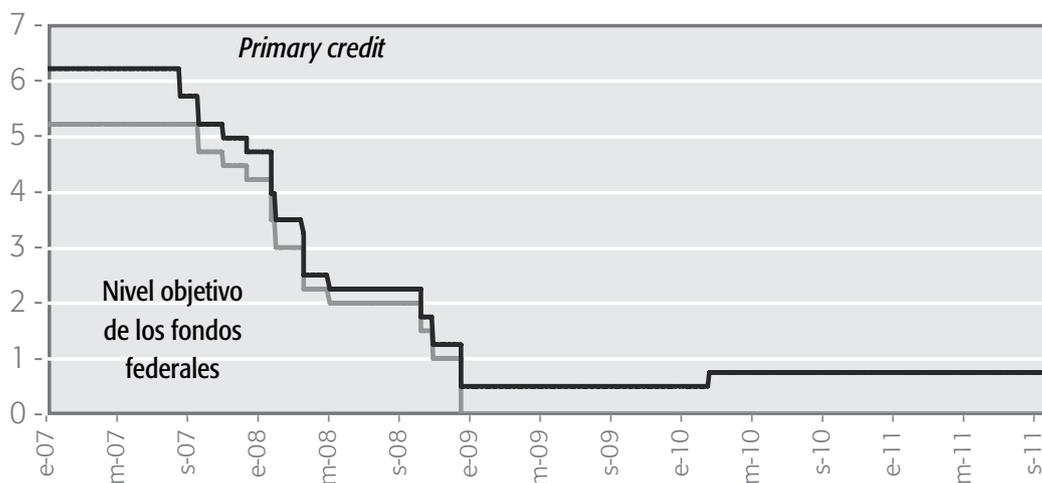
⁷ A marzo de 2009, es decir, en los momentos de máximos estrés financiero, su recurso era limitado, apenas 700 millones de USD.

La muestra más clara de las intensas tensiones de liquidez en el mercado interbancario estadounidense son las medidas adicionales que implantó la Reserva Federal: la *Term Auction Facility* (TAF) y la *Term Securities Lending Facility* (TSLF). La primera, instaurada el 12 de diciembre de 2007, se trataba de una facilidad híbrida, en tanto que combinaba aspectos de la *primary credit* y de las operaciones de mercado abierto. La Fed inyectaba liquidez a plazos de hasta de tres meses mediante subasta en la que el tipo mínimo de puja era el *overnight index swap* (OIS) al plazo correspondiente. La última subasta del TAF se produjo el 8 de marzo de 2010. La segunda herramienta, la TSLF, en vigor entre el 11 de marzo de 2008 y el 1 de febrero de 2010, permitía a los *primary dealers* tomar prestados activos del Tesoro estadounidense a cambio de colaterales menos líquidos⁸.

Además de las medidas unilaterales, la Reserva Federal ha utilizado instrumentos en los que otros bancos centrales actuaban de contrapartida, como es el caso de los *swaps* de divisas. Con la intención de inyectar USD en mercados distintos al estadounidense, el 12 de diciembre de 2007 se pusieron en práctica *cross currency swaps* (denomina-

⁸ El TAF, con más de 400.000 millones de USD, se convirtió es una de las principales herramientas para inyectar liquidez en el mercado. El recurso a la TSLF fue mucho más modesto: 32.000 millones de USD también a marzo de 2009, es decir, el momento de máxima tensión.

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL NIVEL OBJETIVO DE LOS FONDOS FEDERALES Y DE LA *PRIMARY CREDIT* (%)

Fuente: Reserva Federal de EEUU.

dos *Dollar Liquidity Swap Lines*) entre la Reserva Federal y otros 14 bancos centrales, que estuvieron vigentes hasta el 1 de febrero de 2010. Sin embargo, y como luego se comentará, tuvieron que reeditarse en mayo de 2010 e intensificar su uso desde agosto de 2011.

Adicionalmente, el 6 de abril de 2009, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Suiza anunciaron el establecimiento de nuevos *swaps* de divisas, en este caso, para inyectar libras esterlinas, euros, yenes y francos suizos en EEUU, denominados *Foreign – Currency Liquidity Swap Lines*⁹.

Es obvio que tuvo que ser la autoridad monetaria estadounidense la que se vio más forzada a tomar medidas más contundentes de inyecciones de liquidez, modificando, o instaurando, herramientas de política monetaria más o menos convencionales. Pero no ha sido la única, muestra del carácter global de la crisis de liquidez. Ahora bien, tal vez lo han hecho de forma más tardía y con menos contundencia, objeción ésta que no necesariamente aporta causalidad al hecho de que, por

ejemplo, el BCE haya tenido que reeditar alguna de esas medidas.

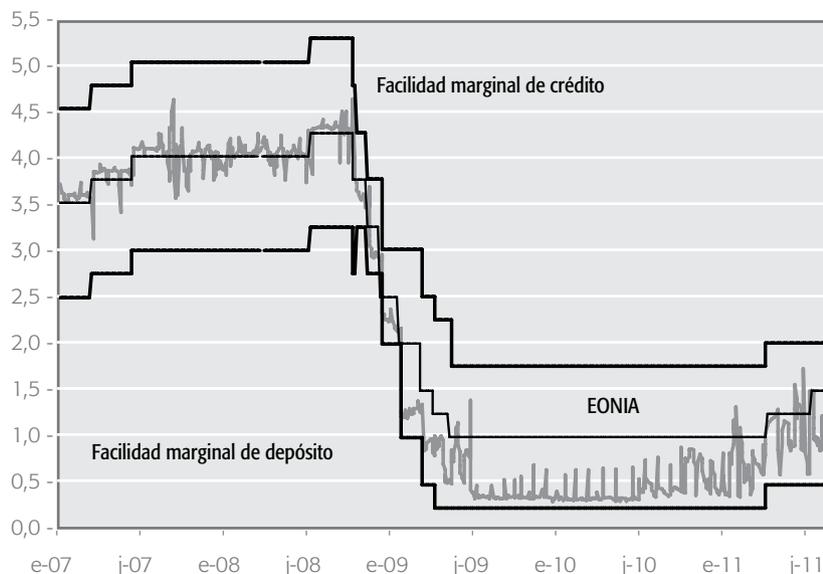
Porque el BCE ha tenido que modificar su marco operativo en diversos ámbitos, siempre amparándolo en los obstáculos y distorsiones del proceso de transmisión de su política monetaria, y condicionándolo, además, al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios (lo que sin duda, al coincidir con un repunte del IPCA, ha podido condicionar la reacción de la autoridad monetaria europea). Sea como fuere, el BCE también modificó en varias ocasiones el rango que separa las facilidades marginales de crédito y de depósito respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Los cambios adoptados por la autoridad monetaria respecto a esta herramienta han sido alterar la magnitud de la penalización del tipo de interés. Si hasta octubre de 2008 era de 100 pb, desde entonces y hasta diciembre de ese mismo año fueron 50 pb para regresar, hasta mayo de 2009 a los 100 pb. Desde entonces, la distancia entre el tipo *repo* y la facilidad marginal de crédito es de 75 pb (gráfico 3).

Pero es la gestión de la liquidez la que merece una especial atención. Como es sabido, el BCE cuenta, desde el inicio de la implantación de su política monetaria única en 1998, con tres fuentes de financiación a las entidades crediticias:

⁹ El importe inyectado sumó 250.000 millones de USD mediante los *Dollar Liquidity Swap Lines*, mientras que se inyectó mediante los *Foreign – Currency Liquidity Swap Lines* 30.000 millones de libras, 80.000 millones de EUR, 100.000 millones de yenes y 40.000 millones de francos suizos.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS 3 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE Y DEL EONIA (%)



Fuente: BCE.

- Operaciones principales de financiación (OPF o MRO en inglés)
- Operaciones de financiación a más largo plazo (OFLP o LTRO en inglés)
- Facilidad marginal de crédito.

La respuesta del BCE a la crisis financiera, desde la vertiente de la implementación, ha sido un intenso aumento de la base monetaria entre septiembre de 2008 y agosto de 2010 (gráfico 4), período en el que aumentó en 400.000 millones de EUR¹⁰.

La primera y más importante fuente de inyección de liquidez son las operaciones principales de financiación (OPF), mediante las cuales aporta fondos con frecuencia y vencimiento semanal. Corresponde a la fila "MRO" de la tabla 1, donde se puede observar que el BCE adjudicó el pasado 28 de septiembre 208.350 millones de EUR a un plazo de siete días y a un tipo fijo del 1,50%.

Por su parte, en el gráfico 5 se muestra la evolución del importe inyectado a través de estas operaciones de financiación, constatándose cierta irregularidad y períodos caracterizados por su incremento, entre ellos, finales de 2008.

Efectivamente, una de las primeras reacciones del BCE a la crisis financiera se produjo el 8 de octubre de 2008¹¹, cuando decidió que, desde ese momento, las OPF se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena. Es decir, desde octubre de 2008 el BCE inyecta a una semana toda la cantidad de EUR que soliciten las entidades financieras. Esta medida tiene un carácter temporal, pero se ha ido renovando ante la constatación de la ausencia de normalización del mercado interbancario.

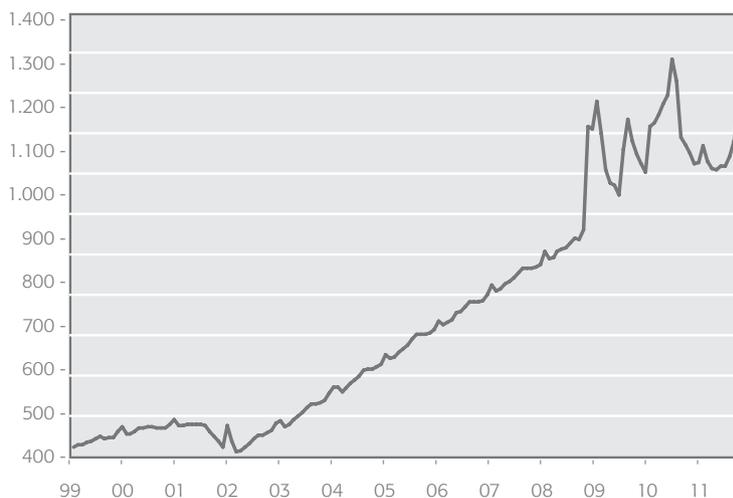
Pero el análisis de la liquidez aportada por el BCE a las entidades financieras debe realizarse de forma conjunta con las operaciones de financiación más largo plazo. Con una frecuencia mensual, el BCE inyecta liquidez a tres meses, por lo que en todo momento coexisten tres operaciones. En la tabla 1 se puede observar que el volumen adjudicado en la actualidad a través de estas tres operaciones asciende a 274.970 millones de EUR.

Pero, también en esa tabla 1 se observa otra línea, la penúltima, en la que aparece una operación de inyección de liquidez a un mes por un importe de 54.220 millones de EUR. Esta es una de las medidas extraordinarias

¹¹ Ya desde agosto de 2007 decidió inyectar más fondos al mercado interbancario. Asimismo, tras el rescate de Bear Stearns, en marzo de 2008, y como luego se verá, llevó a cabo modificaciones en el vencimiento de las operaciones de financiación a más largo plazo.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA DEL BCE (EN MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: Renters.

Tabla 1

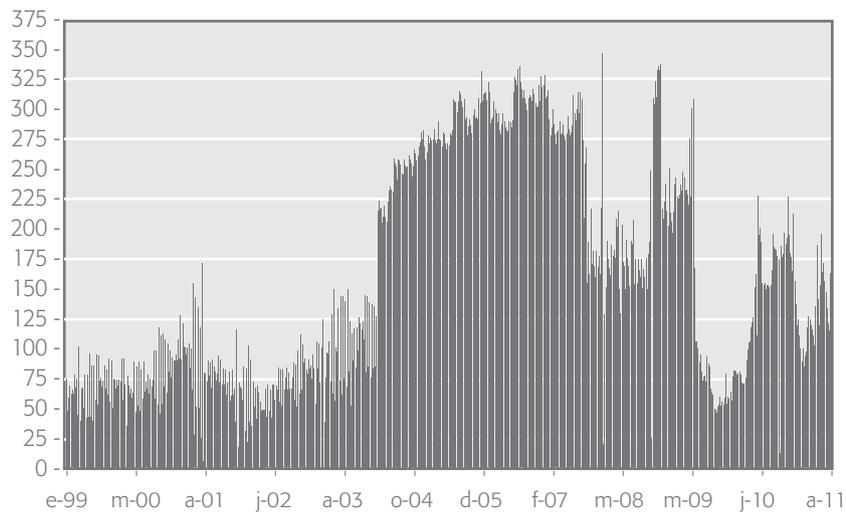
SITUACIÓN ACTUAL DE LIQUIDEZ EN EL EUROSISTEMA

Referencia	Operación	Vencimiento	Maduración (días)	Duración (días)	Tipo mínimo fijado	Tipo fijo o marginal	Tipo medio ponderado	Cantidad asignada
20110106	OT	28/29/2011	05/10/2011	7	0,84%	1,15%	1,05%	-156,5 bn
20110105	MRO	28/09/2011	05/10/2011	7		1,5%		208,35 bn
20110082	LTRO	28/07/2011	27/10/2011	91				84,98 bn
20110089	LTRO	11/08/2011	01/03/2011	203				49,75 bn
20110096	LTRO	01/09/2011	01/12/2011	91		1,5%		49,36 bn
201100100	LTRO	14/09/2011	12/10/2011	28		1,5%		54,22 bn
20110107	LTRO	29/09/2011	22/12/2011	84				140,63 bn

1) MRO= Main Refinancing Operations, LTRO = Long Term Refinancing Operations, OT = other type of operation
Fuente: BCE.

Gráfico 5

INYECCIÓN DE LIQUIDEZ DEL BCE A TRAVÉS DE LAS SUBASTAS SEMANALES (EN MILES DE MILLONES DE EUR)



Fuente: BCE.

adoptadas por el BCE respecto a la financiación a más largo plazo que, además de la adjudicación plena, persiste en la actualidad. La otra es la subasta a seis meses (última línea), cuya celebración se decidió en el Consejo de Gobierno del BCE del pasado 11 de agosto (se han inyectado 49.750 millones de EUR).

Reedita así el BCE otra de las vías utilizadas para aumentar la liquidez en el mercado interbancario: la realización de 19 subastas a seis meses (entre abril de 2008 y mayo de 2010) y tres a 12 meses (entre junio y diciembre de 2009). De esta forma, el máximo de inyección de liquidez, hasta el momento, se produjo en mayo de 2010.

Tabla 2

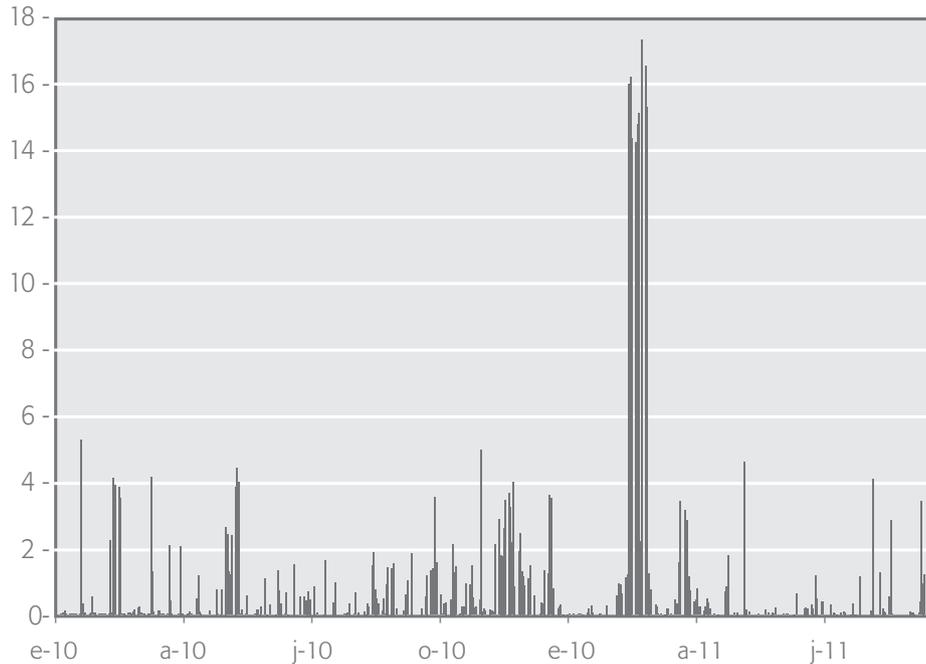
INYECCIÓN DE LIQUIDEZ DEL BCE A 12 MESES

Subasta	Valor	Vencimiento	Duración	Concedido	Solicitado	#bancos solicitantes	Importe por entidad
24/06/2009	25/06/2009	01/07/2010	371	442.241	442.241	1121	395
30/09/2009	01/10/2009	30/09/2010	364	75.241	75.241	589	128
15/12/2009	17/12/2009	23/12/2010	371	96.937	96.937	224	433
Total				614.419			

Fuente: BCE.

Gráfico 6

RECURSO A LA FACILIDAD MARGINAL DE CRÉDITO (EN MILES DE MILLONES DE EUR)



Fuente: BCE.

Por lo que respecta a la facilidad marginal de crédito, no se hizo necesario aumentar la provisión de liquidez dado que es una ventanilla mediante la cual el BCE siempre ha inyectado cuanto se le ha pedido. Ahora bien, como se puede apreciar en el gráfico 6, nunca ha sido una herramienta utilizada por las entidades, dado que en los momentos de máxima tensión, a finales de 2008, el recurso diario máximo no llegó ni a los 25.000 millones de EUR.

5. Cuando los bancos centrales innovan

A medida que la crisis financiera se profundizaba, con la quiebra de Lehman Brothers como gran "hito", se observaban efectos indirectos sobre otros activos financieros y el propio ciclo económico. La política monetaria debía reaccionar con nuevas medidas, muchas de ellas, aunque

ahora nos pueden parecer lógicas y normales, fueron sorprendivas y, desde luego, criticadas por los más ortodoxos. Nos referimos, por ejemplo, a medidas encaminadas a apoyar a los fondos monetarios.

6. Los fondos monetarios como institución sistémica. Implicaciones

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre y, con ello, del valor de mercado de todos sus instrumentos de renta fija, provocó que *Reserve Primary Fund* (un fondo monetario estadounidense) se situara por debajo de la par. Aunque la exposición a Lehman era de sólo el 1,2% de su patrimonio (tabla 3), fue suficiente como para que el NAV¹² cayera a 97 centavos, generando pánico entre los inversores (no sólo los particulares, sino sobre todo los institucionales). En el caso concreto de *Reserve*, de 65.000 millones de USD de patrimonio, el 15 de septiembre de 2008 recibió órdenes de venta por importe de 25.000 millones, y en apenas cuatro sesiones más, otros 35.000 millones. Es decir, el 19 de septiembre había solicitado el reembolso 60.000 de los 65.000 millones de USD de patrimonio. El efecto contagio fue inmediato, incluso para el fondo *government de Reserve* que, con

¹² Valor liquidativo de la participación.

unos activos totales de 10.000 millones, recibió órdenes de venta de 6.000 millones. Este caso de peticiones de reembolsos no fue generalizado, ya que el resto de fondos monetarios que invertían en exclusiva en deuda del Tesoro (fondos *government*) recibieron flujos, provenientes, en gran medida, de los fondos *prime*. Éstos, en apenas un par de sesiones, sufrieron órdenes de reembolso de 200.000 millones de USD (un 6% del total del patrimonio). En un mercado totalmente roto por la quiebra de Lehman, esta presión vendedora no hizo sino sesgar más a la baja los precios de los activos con riesgo, aumentar los correspondientes a los activos emitidos por el Tesoro e intensificar las turbulencias. Es significativo, además, el dispar comportamiento entre los inversores institucionales y los minoristas, ya que, como hemos apuntado, fueron los primeros los que dieron las órdenes de venta (apenas se observaron entre los minoristas). Es decir, en este caso la sobreacción se produjo entre los profesionales, colectivo que posteriormente consideró a los fondos monetarios como el mejor refugio contra las caídas bursátiles.

El impacto que los reembolsos masivos en los fondos *prime* estaba teniendo sobre los mercados financieros llevó a las autoridades monetarias a reaccionar apenas cinco sesiones después de la quiebra de Lehman, con la intención de conseguir dos efectos. El primero, frenar en la medida de lo posible los reembolsos y el segundo, tratar de minimizar el impacto de éstos sobre los mercados financieros.

Tabla 3

PRINCIPALES FONDOS MONETARIOS *PRIME* EN EEUU Y EXPOSICIÓN A LEHMAN (A 31 DE AGOSTO DE 2008)

	Patrimonio	Exposición a Lehman
Fidelity Cash Reserves	128	0,0 %
JP Morgan Prime Money Market	120	0,2 %
Vanguard Prime Money Market	106	0,0 %
BlackRock Liquidity Temp	68	0,0 %
Reserve Primary	65	1,2 %
Schwab Value Advantage	61	0,0 %
GS FS Prime Obligations	56	0,3 %
Dreyfus Inst Cash Advange	49	0,0 %
Fidelity Inst Money Market	47	0,0 %
Morgan Stanley Inst Liq Prime	34	0,0 %
Dreyfus Cash Management	33	0,0 %
AIM STIT Liquid Assets	32	0,0 %
Basclays Inst Money Market	31	2,7 (*)
Merrill Lynch Premier Inst Portfolio	26	0,6 %
Fidelity Inst Money Market: Prime	21	0,0 %

(*) En operativa repo.

Fuente: "US dollar Money market funds and non-US banks". Baba, McCauley y Ramaswamy. BIS Quaterly Review. Marzo de 2009.

El 19 de septiembre 2008, el presidente de EEUU anunció un programa de medidas entre las que destacaba la garantía, por parte del Tesoro, del valor liquidativo de todos los fondos monetarios (*“for every dollar invested in an insured fund, you will be able to take a dollar out”*) hasta septiembre de 2009. Para el establecimiento de la garantía se recurrió al *Exchange Stabilization Fund* (ESF), al que se destinaron 50.000 millones de USD. La garantía, que se establecía a tres meses renovables, tenía un coste para el fondo de entre 1 y 1,5 pb, dependiendo de la diferencia entre el precio sombra (*shadow price*) y un dólar.

El plan de las autoridades surtió efecto (el 98% de los fondos se acogieron a la garantía), de tal forma que el 25 de septiembre de 2008 se frenaron los reembolsos. Es más, a partir de ahí comenzó un importante aumento de los activos bajo gestión en fondos monetarios que, una vez garantizados por el Tesoro, volvieron a caracterizarse como el principal “activo refugio”, convirtiéndose en receptor de los capitales que optaban por salir del mercado bursátil (a mediados de octubre ya habían recuperado todo el patrimonio perdido en la crisis). Solo una vez iniciado 2009, con la caída de las rentabilidades de los activos monetarios en EEUU y la recuperación de cierto apetito por el riesgo, tuvo lugar una caída del patrimonio de los fondos monetarios (desde casi cuatro billones de máximo del 16 de enero, es decir, medio billón de USD más que en las sesiones previas a la quiebra de Lehman).

Pero las medidas no sólo buscaban poner freno a los reembolsos, sino también que los que se produjeran no tuvieran excesivo impacto sobre los mercados financieros. Así, y ya en este caso la Reserva Federal, el 19 de septiembre de 2008 anunció la creación del *ABCP Money market fund liquidity facility* (AMLF), que básicamente suponía establecer una línea de liquidez a las entidades financieras estadounidenses para comprar pagarés de empresa (ABCP) a los fondos monetarios, para que éstos pudieran atender los reembolsos sin necesidad de vender los activos directamente al mercado. La utilización de esta línea fue elevada, ya que alcanzó un máximo el 1 de octubre de 152.000 millones de USD, es decir, entre el 30% y el 40% del total de ABCP que tenían los fondos monetarios en sus carteras (representativo, a su vez, del 20% de este mercado). Aunque el recurso a esta facilidad de crédito cayó hasta prácticamente cero con la mejora de los mercados financieros, el 25 de junio de 2009 la Fed anunció su extensión hasta el 1 de febrero de 2010, fecha en la que se extinguió.

Otra de las medidas adoptadas por la Fed fue la creación, el 7 de octubre de 2008, de la *Federal Reserve*

Comercial Paper Funding Facility (CPFF). Si bien esta medida se diseñó pensando en las empresas, revitalizar el mercado de pagarés de empresa, toda vez que éste es uno de los más importantes para los fondos monetarios, también implicaba una ayuda indirecta a éstos. La CPFF suponía una fuente de liquidez para los emisores privados de papel a corto plazo mediante la creación de una compañía de inversión (*limited liability company* o LLC) gestionada por la Reserva Federal de Nueva York. Esta LLC compraba pagarés a tres meses y ABCP en el mercado primario, por los que obtenía una rentabilidad, además de las comisiones que tenían que pagar los emisores, mientras que la financiación la conseguía directamente del banco central. Al igual que la AMLF, el 25 de junio de 2009 se amplió hasta el 1 de febrero de 2010 el vencimiento de esta línea de financiación, fecha en la que se extinguió. El recurso a esta herramienta generadora de liquidez fue elevado, alcanzando un máximo de 300.000 millones de USD en febrero de 2009.

El tercero de los instrumentos diseñados por la Fed para resolver los problemas del mercado y de los fondos monetarios fue la *Money Market Investor Funding Facility* (MMIF). Anunciada el 21 de octubre de 2008, su intención era aportar financiación directamente a los fondos monetarios estadounidenses que, de esta forma, podrían hacer frente a los reembolsos sin tener que vender activos. Aunque desde el 7 de enero de 2009 esta facilidad de financiación estuvo abierta a otros vehículos de inversión distintos a los *Money market funds*, su utilización ha sido nula, por lo que dejó de funcionar el 30 de octubre de 2009.

Es obvio que estas dos medidas sirvieron para restablecer el correcto funcionamiento de los fondos monetarios y, con ello, del mercado de financiación e inversión a corto plazo en EEUU. El hecho de que en febrero de 2010 dejaran de estar operativas, constata que el funcionamiento del mercado de financiación a corto plazo ha vuelto a ser “normal”, al menos hasta este verano, cuando hemos tenido nuevos episodios de tensiones en los mercados financieros.

7. Verano de 2011: un nuevo ejemplo de la distorsión provocada por los fondos monetarios

Efectivamente, a lo largo de este año han continuado acumulándose situaciones de inestabilidad, entre las que podemos citar dos. Por un lado, el miedo a una quita del

valor nominal de los bonos emitidos por el Tesoro griego, con el consiguiente impacto en la solvencia de los principales tenedores de los mismos (bancos europeos). Por el otro, el temor a una rebaja de la calificación crediticia de EEUU.

En esta ocasión, los gestores de los fondos monetarios estadounidenses optaron por una estrategia anticipativa, conscientes de las distorsiones sufridas en otoño de 2008 comentadas anteriormente. Así, optaron por aumentar la liquidez de sus carteras, por si la rebaja de la calificación (*rating*) provocaba una salida de patrimonio, aprovechando para reducir el riesgo de crédito, deshaciendo así posiciones en los emisores europeos, en concreto, bancos franceses. Según el FMI (2011), los fondos del mercado monetario de EEUU contaban en junio de 2011 con una exposición de 331.000 millones de USD en ABCP, certificados de depósitos o pagarés de entidades financieras del Área Euro. Alemania, con 48.000 millones, Holanda, con 85.000 millones pero, sobre todo, Francia, con 182.000 millones de USD concentraban esa inversión por parte de los inversores estadounidenses que, como decimos, optaron por deshacer parcialmente sus posiciones, simplemente no renovándolas a lo largo del mes de julio y especialmente agosto. El hecho de que los fondos monetarios inviertan en activos con vencimiento a muy corto plazo les permite modificar el perfil de riesgo de su cartera en apenas unas semanas. De hecho, como apunta Fitch (2011), los fondos monetarios han reducido durante el mes de agosto el vencimiento medio de su exposición a bancos europeos, sobre todo a los franceses (el peso de los títulos con vencimiento inferior a una semana ha pasado del 8% al 30%). Pero, como decimos, no sólo han reducido la duración de sus tenencias, sino que las han recortado. Fitch (2011) señala que el total de los fondos monetarios (que cuentan con un patrimonio de 1,5 billones de dólares) ha reducido desde mayo un 27% su exposición a bancos europeos (incluidos los del Reino Unido), representando ahora un 42% del total, lo que supondría un mínimo desde que Fitch realiza estas estimaciones (2006). La base histórica permite observar que el "cierre" de la financiación en dólares para las entidades financieras españolas se produjo a partir del primer semestre de 2009. Entonces, representaban un 3,3% del total del patrimonio de los fondos monetarios. Hoy la exposición es nula, lo que implica una reducción de financiación en dólares por esta vía de 50.000 millones. Similar cuantía es la caída experimentada por los bancos franceses, aunque en su caso, en apenas dos meses.

En esta situación, ha sido necesaria, de nuevo, la actuación de la política monetaria en su vertiente de la

inyección de liquidez, reeditando, como decíamos anteriormente, los *Dollar Liquidity Swap Lines*. Pero, además el BCE, el pasado 15 de septiembre, anunció la celebración de tres subastas de inyección de liquidez a tres meses en dólares (a celebrar el 12 de octubre, 9 de noviembre y 7 de diciembre).

8. Conclusiones

La política monetaria depende del canal bancario para su transmisión. Un incorrecto funcionamiento de los mercados financieros distorsiona los precios de los activos financieros y, con ello, impacta negativamente sobre una de las vías de transmisión de las variaciones de las dos herramientas convencionales y más utilizadas por los bancos centrales: el tipo de interés de referencia y la base monetaria. La salud del sistema crediticio y el funcionamiento de los mercados de valores son claves, por tanto, para la eficacia de la política monetaria. En este punto, diversos ejemplos históricos confirman que los problemas de las entidades de crédito sólo pueden resolverse si las autoridades actúan sin demora y con determinación, y se adoptan las medidas encaminadas a eliminar las causas de dichos problemas. Entre estas medidas, algunas pueden ser implantadas por los bancos centrales. Así, desde 2007 se ha puesto de manifiesto que los bancos centrales pueden mitigar los problemas de liquidez que surgen en los mercados de financiación interbancaria, pero también pueden actuar en situaciones de incorrecto funcionamiento de los mercados financieros. Por último, la política monetaria también es capaz de ejercer un papel de estabilizador en situaciones concretas, como, por ejemplo, las distorsiones provocadas por ciertos agentes sistémicos, como es el caso de los fondos de inversión monetarios. Demostrada la eficacia de los bancos centrales para combatir la inflación, también han resuelto importantes tensiones que distorsionaban la transmisión de la política monetaria. Pero, los comentarios positivos sobre la eficacia de la política monetaria en "terrenos ajenos a los tradicionales" deben completarse con otros más críticos. El primero es que las medidas de política monetaria no convencional sólo pueden tener un carácter coyuntural. El segundo, que su retirada, o incluso mantenimiento, no tiene por qué condicionar las decisiones respecto a la política monetaria más tradicional, es decir, a las variaciones de los tipos de interés de referencia. El tercero, que los problemas de solvencia y excesivo apalancamiento de las entidades crediticias no pueden ser resueltos por los bancos centrales, sino sólo por las propias entidades o los gobiernos y los reguladores.

Bibliografía

CANO MARTÍNEZ, DAVID (2010), "Distorsiones del Euribor en la crisis financiera", *Análisis Financiero Internacional*, número 141, tercer trimestre de 2010.

BCE (2009), "La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007", *Boletín Mensual del BCE*, julio.

BCE (2010), "La respuesta del BCE a la crisis financiera", *Boletín mensual del BCE*, octubre.

BCE (2011), "Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual", *Boletín mensual del BCE*, Julio.

FMI (2011), "Global Financial Stability Report", septiembre.

FITCHRATINGS (2011), "U.S. Money Funds and European Banks: Exposures and Maturities Decline Further", 23 de septiembre.