

Recuadro I.1: Intervenciones recientes de los bancos centrales en economías avanzadas

Desde agosto del 2007, los mercados monetarios de varias economías avanzadas han experimentado importantes perturbaciones y limitaciones de liquidez. La mayor incertidumbre de las exposiciones de sus contrapartes a activos con respaldo hipotecario *subprime* y de sus propias necesidades de liquidez, hizo que los bancos disminuyeran su oferta de liquidez a otros bancos, lo cual se reflejó en las abruptas fluctuaciones en torno a elevados niveles del *spread* de la tasa interbancaria (*Libo*) versus los *swaps* de tasa *overnight* interbancaria (gráfico I.15)^{2/}.

Gráfico I.15

Spread de tasas a 3 meses en el mercado interbancario (1) (2)
(puntos base)



(1) Tasas *Libo* a 3 meses versus tasas *swaps overnight* de la misma moneda a 3 meses.
(2) *OIS* = *US dollar Overnight Index Swap*. *EONIA* = *Euro Overnight Index Average*. *SONIA* = *Sterling Overnight Index Average*.

Fuente: Bloomberg.

Los bancos centrales de EE.UU., de la Zona Euro y del Reino Unido respondieron de diferente manera ante la contracción de liquidez de sus respectivos mercados interbancarios (tabla I.4).

^{2/} La tasa *Libo*, que corresponde a una tasa ofrecida, en general, es mayor que la tasa *swap* de depósitos *overnight* (que es la tasa que finalmente se transa). Además, la *Libo* incorpora un premio por liquidez de plazo, que ha aumentado significativamente durante las turbulencias, debido a la falta de confianza entre los propios bancos.

Tabla I.4

Respuestas de los bancos centrales

	Reserva Federal	Banco Central Europeo	Banco de Inglaterra
Reducciones de tasa de política	x		x
Inyecciones de liquidez extraordinarias	x	x	x
Flexibilización de garantías en descuento por ventanilla	x		x
Ofertas de liquidez a tres meses	x	x	x
Ofertas de liquidez a seis meses		x	
Prestamista de última instancia	x		x
Swaps de instrumentos financieros	x		x

Fuentes: Reserva Federal de EE.UU., Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra.

El Banco Central Europeo (BCE) enfrentó la crisis con un conjunto amplio de garantías permitidas para realizar sus operaciones normales, incluyendo valores respaldados por deuda corporativa de grado de inversión, y una extensa lista de entidades financieras que calificaban para participar. De este modo, a diferencia de la *Fed* y del Banco de Inglaterra, el BCE no ha cambiado la tasa de política monetaria, ni la forma en que funcionan sus operaciones de mercado abierto, ni aquella en que provee financiamiento de emergencia. Eso sí, ha extendido los plazos en su estructura de financiamiento, concentrándose en el segmento del mercado monetario a seis meses. Estas operaciones han sido neutralizadas con *repos* o venta de otros activos; por ello, el balance del BCE no ha crecido.

A diferencia del BCE, la *Fed* ha expandido sus opciones de intervención. Originalmente, tanto sus operaciones de mercado abierto como las de descuento por ventanilla eran *overnight* o a plazos muy cortos —dos semanas o menos. Estaban abiertas solo a algunas instituciones de depósito, lo que excluía a *brokers* y bancos de inversión, que eran los que estaban experimentando muchos de los problemas de liquidez. Además, aun cuando la *Fed* aceptaba un amplio conjunto de garantías para sus operaciones de descuento por ventanilla, el recargo era alto (100 puntos base sobre la tasa de política), lo que junto con el estigma negativo asociado a que una institución financiera se viera forzada a recurrir a ellas, inhibía su utilización.

De este modo, la *Fed* se ha transformado en el banco central más activo en ampliar y crear nuevos mecanismos de liquidez. Bajó agresivamente la tasa de política —325 puntos base desde agosto del 2007 y hasta el cierre de este *Informe*— y el recargo de los descuentos por ventanilla —75 puntos base desde agosto del 2007. Introdujo la *Term Auction Facility (TAF)* en diciembre pasado, incrementándola desde US\$40 mil millones en ese entonces, hasta US\$150 mil millones en mayo pasado. La *TAF* licita bisemanalmente fondos a 28 días, a las instituciones de depósito que cumplen criterios de solvencia y son elegibles para el crédito primario, generalmente *overnight*, de la *Fed*. La *TAF* replica efectivamente la ventanilla de descuento, sin el costo en reputación asociado y con tasas fijadas por el mercado. En marzo, la *Fed* introdujo también la *Term Securities Lending Facility (TSLF)* y la *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*. Con la *TSLF*, que alcanza actualmente a más de US\$140 mil millones, entrega en préstamo bonos del Tesoro a los operadores primarios, quienes ceden, en garantía, activos menos líquidos. Con ello aumenta efectivamente la liquidez en los mercados de *repos*, tanto para bonos del Tesoro como para bonos con respaldo hipotecario. Con la *PDCF*, que alcanza a US\$17 mil millones, permitió a los operadores primarios obtener liquidez de la *Fed* mediante descuento por ventanilla, autorizándoles un espectro más amplio de garantías, a la misma tasa y a un plazo mayor (120 días hábiles, comparados con 90 días calendario) que a los que acceden las instituciones de depósito a través del descuento por ventanilla. Adicionalmente, la *Fed* implementó en agosto operaciones *swap* en dólares con el BCE y el Banco Central Suizo, para aliviar las presiones de liquidez en dólares en estas economías. Los montos de estas operaciones fueron aumentando progresivamente hasta llegar a US\$50 mil y 12 mil millones en mayo.

En total, estas operaciones extraordinarias ascienden a más de US\$380 mil millones, equivalentes al 44% del total de activos de la *Fed*. Si bien el grueso de estas operaciones sigue siendo de muy corto plazo (15 días o menos), la *Fed* también ha inyectado financiamiento a más de 15 días, el que actualmente alcanza, aproximadamente, a US\$51 mil millones. El efecto de estas operaciones también ha sido reducir la participación de los bonos del Tesoro en los activos del balance de la *Fed*, aumentando las de otros valores, como los *Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)* y *Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*.

Finalmente, la *Fed* también se constituyó como prestamista de última instancia al rescatar a *Bear Stearns* y apoyar su compra por parte de *JPMorgan Chase*.

A principios de la crisis, el Banco de Inglaterra presentaba las mayores restricciones al conjunto de garantías aceptables para sus operaciones de mercado abierto. En sus primeras

intervenciones en septiembre pasado, otorgó liquidez mediante cuatro licitaciones excepcionales a tres meses poco exitosas, debido al costo reputacional. Posteriormente, en marzo, el Banco de Inglaterra amplió el espectro de garantías aceptables para sus operaciones normales a tres meses, pero la lista de valores todavía era más restrictiva que para sus licitaciones extraordinarias. Finalmente, en abril de este año, introdujo la *Special Liquidity Scheme*, que es un *swap* —hasta por tres años— de bonos del Tesoro Británico por instrumentos menos líquidos. Se estima que el monto vigente de estas operaciones podría llegar a US\$100 mil millones. El Banco de Inglaterra también ha bajado la tasa de política en 75 puntos base desde diciembre del 2007. Por último, se constituyó como prestamista de última instancia para rescatar al banco hipotecario *Northern Rock*.

Como resultado, desde agosto, el Banco de Inglaterra ha aumentado en más de 40% el monto total de préstamos a las instituciones financieras, y ha incrementado desde 31 hasta 74% la proporción de su financiamiento a tres o más meses.