

Presentación general: la crisis financiera internacional induce medidas de política inéditas

Los temores sobre la estabilidad financiera volvieron a protagonizar el periodo comprendido entre finales de agosto y últimos de noviembre. Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, los mercados financieros quedaron paralizados, adentrándose en un nuevo y más profundo estado de crisis. Conforme los fondos del mercado monetario y otros inversionistas se veían obligados a aflorar pérdidas en sus inversiones relacionadas con Lehman, creció la preocupación por el riesgo de contraparte en un contexto de ventas masivas de activos inducidas por solicitudes de reembolso.

El episodio de ventas generalizadas resultante afectó a todos los activos, salvo a los más seguros, dejando inoperantes segmentos básicos del sistema financiero internacional. La virtual paralización de los mercados crediticios y monetarios y el desplome de las cotizaciones bursátiles lastraron el acceso de bancos y otras instituciones financieras a la financiación y redujeron su base de recursos propios, ante la acumulación de pérdidas en inversiones valoradas a precios de mercado. Los diferenciales de rendimiento se ampliaron a niveles récord, los precios de las acciones sufrieron retrocesos históricos y la volatilidad se disparó en todos los mercados, indicando tensiones extremas en los mercados financieros. Los rendimientos de la deuda pública disminuyeron en condiciones muy volátiles, ante el creciente predominio del temor a una recesión y de los flujos de capital en busca de refugio seguro sobre los efectos de los mayores déficit públicos anticipados. Simultáneamente, la pendiente de las curvas de rendimiento aumentó a partir de los vencimientos más cortos, reflejando reiterados ajustes a la baja de las tasas de interés oficiales.

Los precios de los activos de las economías emergentes registraron también descensos generalizados al transmitirse a los mercados financieros emergentes el menor apetito por el riesgo y las concomitantes tensiones en el mundo industrializado. Ante la quiebra de confianza en una viabilidad sostenida de segmentos básicos del sistema bancario internacional, las autoridades de diversos países lanzaron una batería de iniciativas de política sin precedentes con el fin de contener el desplome de los precios de los activos y de conjurar los riesgos sistémicos.

Los mercados atravesaron por cuatro etapas más o menos diferenciadas durante el periodo analizado. La primera, que condujo hasta la quiebra de Lehman a mediados de septiembre, estuvo marcada por la intervención de las autoridades de Estados Unidos de dos importantes agencias de financiación hipotecaria. La segunda etapa abarcó las repercusiones inmediatas de la

quiebra de Lehman y la subsiguiente crisis generalizada de confianza. La tercera etapa, iniciada a finales de septiembre, se caracterizó por la acelerada aplicación de medidas de política, cada vez más globales, conforme la respuesta a la crisis generalizada evolucionaba desde tratamientos caso por caso hacia un enfoque más internacional y adaptado al conjunto del sistema. En la cuarta etapa, a partir de mediados de octubre, el temor a una recesión dominó progresivamente la dinámica de los precios, mientras los mercados continuaban afrontando las incertidumbres que entrañaban las numerosas medidas recién anunciadas.

Fannie Mae y Freddie Mac, bajo tutela pública

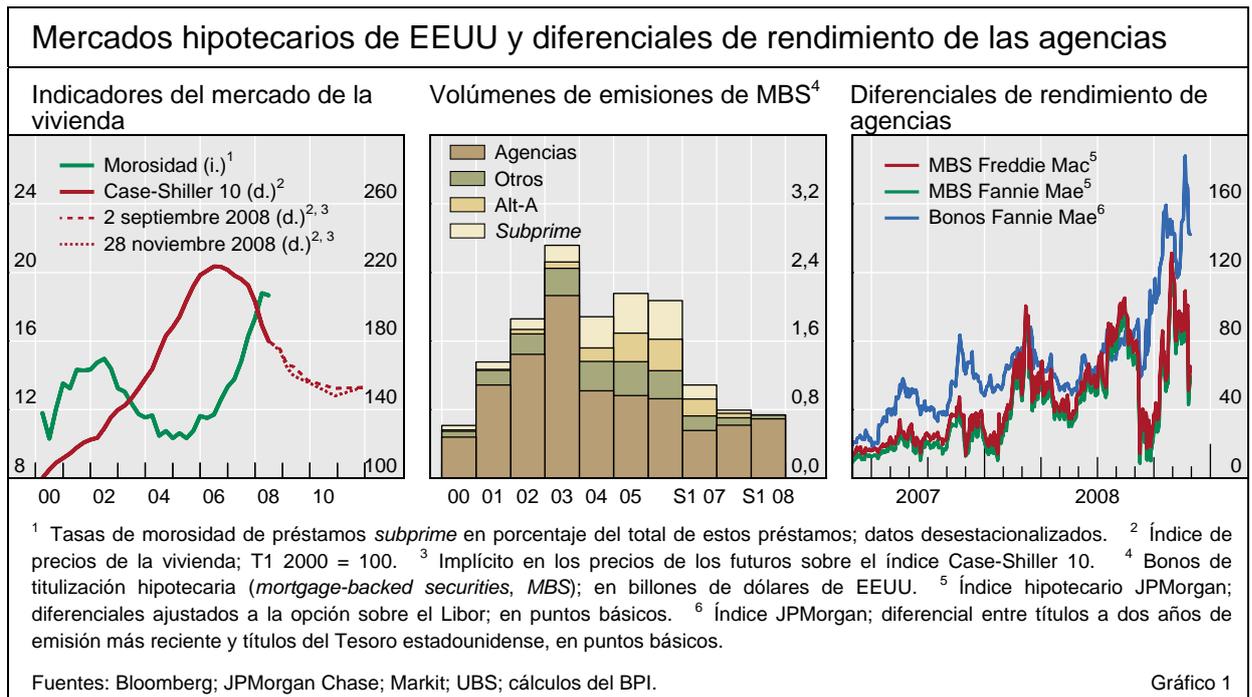
Los mercados financieros iniciaron septiembre en un entorno de crecientes expectativas de deterioro generalizado del ciclo económico. Los precios de los activos financieros habían comenzado a sufrir presiones bajistas durante el verano al ajustarse los mercados a las previsiones de menores beneficios, crecientes suspensiones de pagos y pérdidas concomitantes en el sector financiero. Ante la perspectiva de que la deseada estabilización de los precios de la vivienda se demoraría y el lastre ejercido sobre la actividad de los mercados de titulización por las fuertes pérdidas del segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 1), aumentaron también las expectativas de pérdidas de Fannie Mae y Freddie Mac, las agencias semipúblicas de financiación hipotecaria de Estados Unidos.

El domingo 7 de septiembre, con el fin de prestar soporte al mercado inmobiliario estadounidense, cuya actividad remanente de originación hipotecaria había pasado a depender casi por completo de la titulización de esas dos agencias, el Gobierno de Estados Unidos tomó formalmente el control de ambas (véase en el Cuadro 1 un calendario de los acontecimientos).

Sostenido deterioro del mercado de la vivienda...

... generador de presiones sobre las agencias estadounidenses...

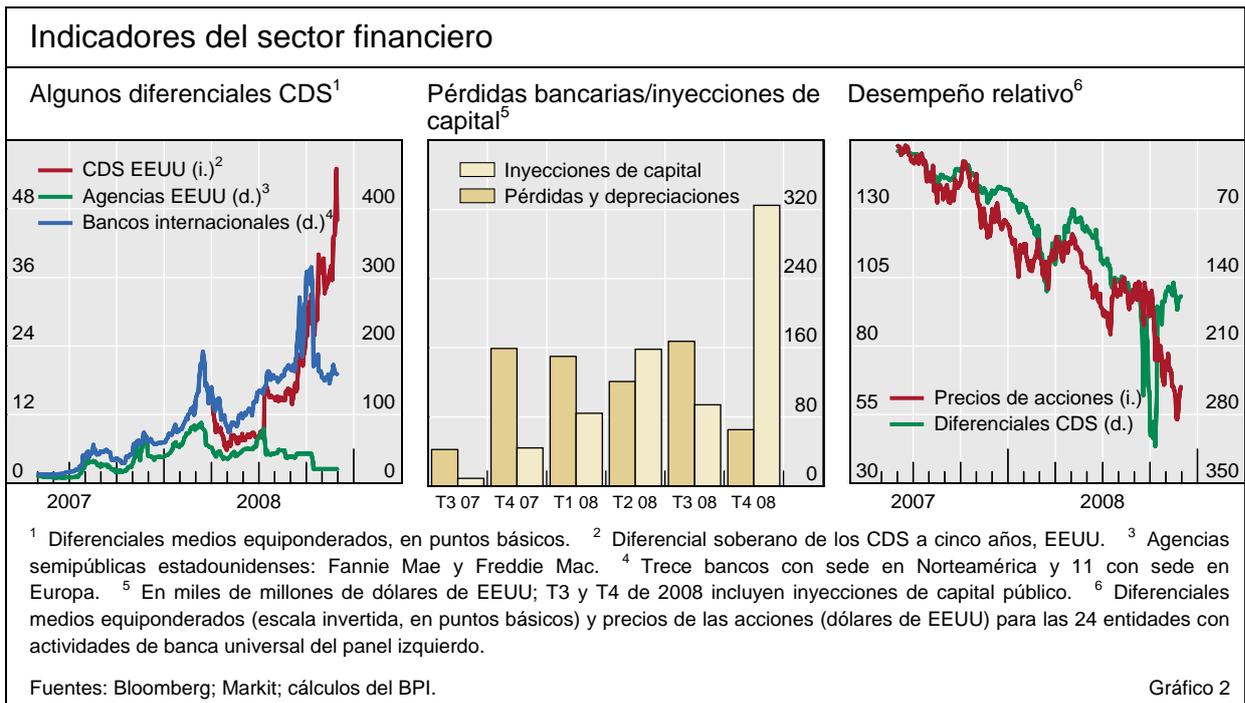
... posteriormente intervenidas por las autoridades



Calendario de los principales acontecimientos del periodo

7 de septiembre	Las dos agencias semipúblicas hipotecarias estadounidenses (Fannie Mae y Freddie Mac) se colocan bajo tutela pública.
15 de septiembre	Lehman Brothers Holdings Inc se declara en quiebra.
16 de septiembre	Reserve Primary Fund, un fondo estadounidense del mercado monetario con más de 50.000 millones de dólares en activos, tiene un rendimiento negativo (<i>breaks the buck</i>), provocando retiradas masivas y contagio en los mercados monetarios y de crédito a corto plazo.
18 de septiembre	El banco británico HBOS anuncia la fusión con su rival Lloyds/TSB; una nueva ronda de medidas coordinadas de los bancos centrales para aliviar la situación de estrangulamiento de la financiación en dólares estadounidenses, por valor de 160.000 millones de dólares en nuevas facilidades de <i>swaps</i> o la ampliación de las ya existentes; las autoridades del Reino Unido suspenden la venta en descubierto de acciones de las instituciones financieras.
19 de septiembre	El Tesoro de Estados Unidos anuncia el establecimiento de una garantía temporal para los inversionistas en fondos del mercado monetario; la SEC suspende la venta en descubierto de acciones de las instituciones financieras; se revelan detalles preliminares de una propuesta del Tesoro estadounidense para dedicar 700.000 millones de dólares a adquirir activos tóxicos de los balances de las instituciones financieras (<i>Troubled Asset Relief Program, TARP</i>).
29 de septiembre	Bradford & Bingley, un establecimiento de préstamo hipotecario del Reino Unido, es nacionalizado; la entidad bancaria y aseguradora Fortis recibe una inyección de capital de 16.000 millones de dólares (11.200 millones de euros); el Gobierno alemán intermedia en la concesión de una línea de financiación a la entidad de crédito hipotecario alemana Hypo Real Estate; un banco estadounidense en dificultades, Wachovia, es adquirido; la Cámara de Representantes de Estados Unidos rechaza el TARP.
30 de septiembre	El grupo financiero Dexia recibe una inyección de capital de 9.000 millones de dólares (6.400 millones de euros); el Gobierno de Irlanda anuncia la creación de garantías de los depósitos bancarios, los bonos cubiertos y la deuda preferente y subordinada de seis bancos irlandeses; los gobiernos de otros países siguen el ejemplo con iniciativas similares o la ampliación de las ya existentes.
3 de octubre	El Congreso de los Estados Unidos aprueba el TARP modificado.
7 de octubre	La Reserva Federal de Estados Unidos anuncia la creación de una nueva facilidad (<i>Commercial Paper Funding Facility</i>) dirigida a adquirir pagarés de empresa a tres meses, tanto titulizados como no garantizados.
8 de octubre	Algunos bancos centrales principales realizan una ronda de bajadas de los tipos de interés oficiales; las autoridades británicas anuncian un paquete de apoyo integral que incluye inyecciones de capital para los bancos constituidos en el Reino Unido y garantías para nuevas emisiones de deuda preferente no garantizada a corto y medio plazo.
13 de octubre	Algunos bancos centrales principales anuncian medidas para mejorar la liquidez en los mercados de financiación a corto plazo en dólares de EEUU, apoyadas por líneas de <i>swaps</i> en dólares sin límites entre la Reserva Federal y los otros bancos centrales; gobiernos de la zona del euro se comprometen a la recapitalización del conjunto del sistema bancario y prestan garantías para nuevas emisiones de deuda bancaria.
14 de octubre	El Gobierno estadounidense anuncia que se destinarán hasta 250.000 millones de dólares de los fondos TARP previamente aprobados para recapitalizar bancos.
21 de octubre	La Reserva Federal anuncia la creación de una nueva facilidad (<i>Money Market Investor Funding Facility</i>) dirigida a financiar la compra de deuda a corto plazo de los fondos del mercado monetario.
28 de octubre	Hungría recibe un paquete de apoyo financiero de 25.000 millones de dólares del FMI y otras instituciones multilaterales para contener las crecientes salidas de capital y las presiones asociadas sobre la moneda.
29 de octubre	Para combatir el continuo proceso de estrangulamiento de la financiación en dólares de EEUU, la Reserva Federal acuerda líneas de <i>swaps</i> con las autoridades monetarias de Brasil, Corea, México y Singapur.
12 de noviembre	El Tesoro de Estados Unidos anuncia que fondos del TARP previamente destinados a la compra de activos tóxicos serán reasignados a sostener el crédito al consumo.
23 de noviembre	El Gobierno estadounidense acuerda cubrir 306.000 millones de dólares en préstamos y valores de Citigroup e inyectar 20.000 millones de efectivo a cambio de una suscripción de acciones preferentes por valor de 27.000 millones de dólares.
25 de noviembre	La Reserva Federal anuncia la creación de una facilidad de 200.000 millones de dólares para conceder préstamos contra titulizaciones respaldadas por préstamos al consumo y a pequeñas empresas; bajo otro programa, hasta 500.000 millones se destinarán a comprar bonos y valores de titulización hipotecaria emitidos por Fannie Mae, Freddie Mac y Federal Home Loan Banks.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Consejo de la Reserva Federal; Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*. Cuadro 1



Esta decisión, que ya se preveía, al convertir básicamente en explícitas las antiguas garantías implícitas sobre los pasivos de las agencias, atenuó en buena medida los riesgos de crédito asumidos por los tenedores de su deuda, tanto preferente como subordinada. Como resultado, se estrecharon los diferenciales de rendimiento de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) y de los instrumentos de deuda emitidos por esas agencias (véase el panel derecho del Gráfico 1). En cambio, el valor remanente del capital de ambas prácticamente desapareció ante la suscripción por parte del Gobierno de nuevas acciones preferentes, lo que ocasionó pérdidas a bancos regionales estadounidenses y a otros tenedores de acciones de las agencias.

El alivio ofrecido por estas medidas resultó, sin embargo, limitado. Las expectativas de ulteriores pérdidas y cancelaciones contables de activos continuaron lastrando otros segmentos del sector financiero. Conforme las perspectivas macroeconómicas empeoraban, siguieron aumentando en todo el mundo los anuncios de pérdidas asociadas a la crisis crediticia, que a finales de agosto de 2008 totalizaban alrededor de 510.000 millones de dólares (véase el panel central del Gráfico 2). Cuando cesó el protagonismo de las agencias de financiación hipotecaria estadounidenses, las presiones volvieron a recaer sobre las cotizaciones bursátiles del sector financiero y sobre los diferenciales de rendimiento. La debilidad de ambos mercados complicó a su vez la reconstitución de las bases de recursos propios de las instituciones afectadas y la cobertura de sus necesidades corrientes de financiación (véanse los paneles izquierdo y derecho del Gráfico 2). El aumento de las tensiones afectó sobre todo a los agentes del mercado particularmente dependientes de la financiación mayorista y cuya exposición a activos tóxicos era conocida, incluidos los principales bancos de inversión independientes.

Effimero alivio
ofrecido por la
intervención...

... con un caso
Lehman Brothers
especialmente
problemático

Las crecientes presiones se cebaron especialmente en Lehman Brothers. Cuando un importante inversionista asiático abandonó el 9 de septiembre las negociaciones sobre una inyección de capital prevista desde hacía tiempo, el precio de las acciones de la firma, ya de por sí reducido, registró nuevas caídas. Al día siguiente, además, la entidad publicó los pobres resultados cosechados en el tercer trimestre de 2008. Pese al simultáneo anuncio de planes para segreguar las principales unidades de negocio con el fin de recabar fondos, se diluyó con rapidez la confianza en la capacidad del equipo directivo de Lehman para obtener con urgencia la financiación necesaria. Este hecho, a su vez, alentó especulaciones sobre la posible solución que las autoridades arbitrarían a lo largo del siguiente fin de semana.

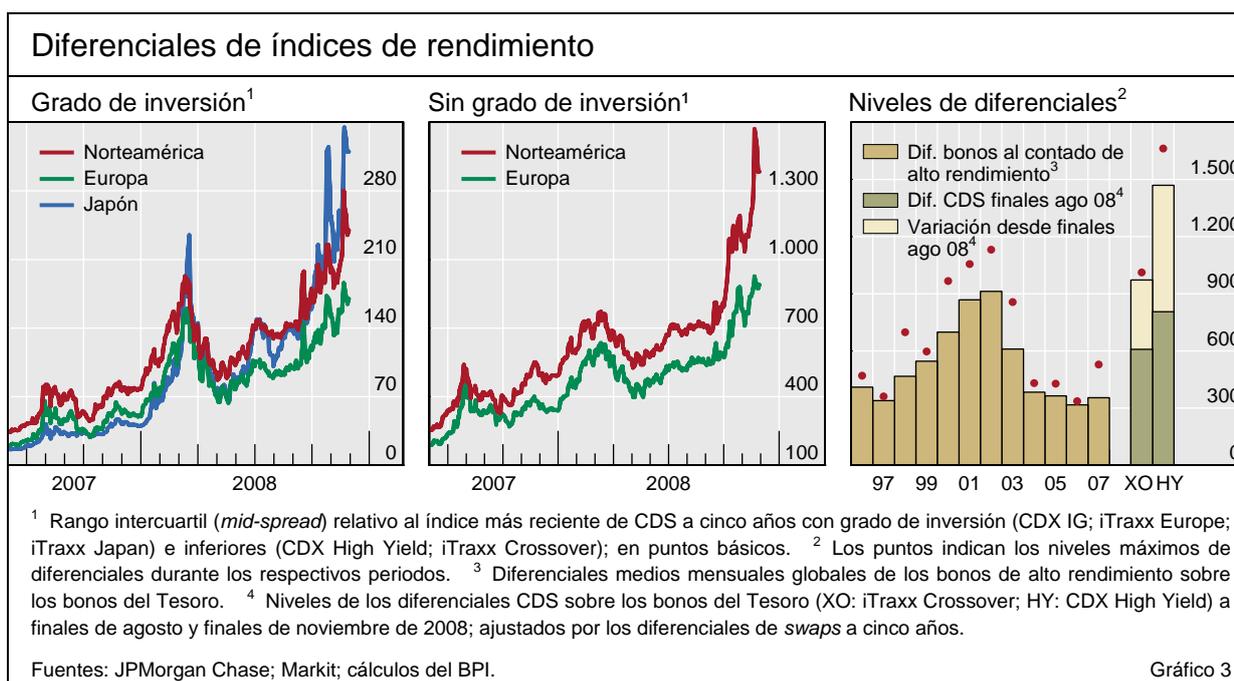
La quiebra de Lehman Brothers genera una crisis de confianza

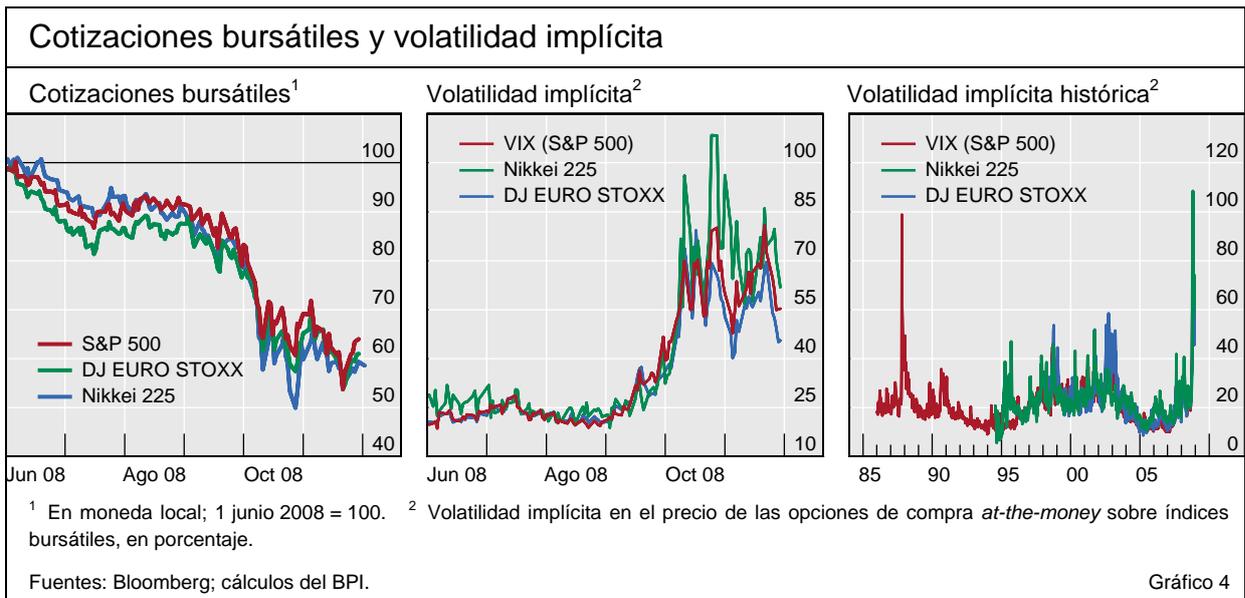
En este entorno de tensión por la viabilidad de Lehman Brothers, los mercados financieros se adentraron en una fase completamente nueva, caracterizada por un desplazamiento de la atención hacia la capacidad de las principales instituciones financieras para mantener su solvencia ante la acumulación de pérdidas. El detonante de esta nueva etapa de crisis crediticia agudizada se produjo el lunes 15 de septiembre. Ese día, tras los intentos fallidos de las autoridades estadounidenses durante el fin de semana de conseguir su absorción por otra institución financiera, Lehman Brothers Holdings Inc solicitó acogerse a la ley concursal, protagonizando uno de los mayores casos de insolvencia de la historia.

La quiebra de
Lehman...

... ocasiona un
aumento del riesgo
de contraparte...

La convulsión de los mercados financieros se intensificó, propagándose con rapidez desde los mercados crediticios y monetarios al resto del sistema financiero internacional (véanse en el Recuadro 1 los detalles de la quiebra de Lehman y algunas de sus implicaciones). Al aumentar el riesgo de contraparte percibido, el índice estadounidense de referencia CDX de swaps de





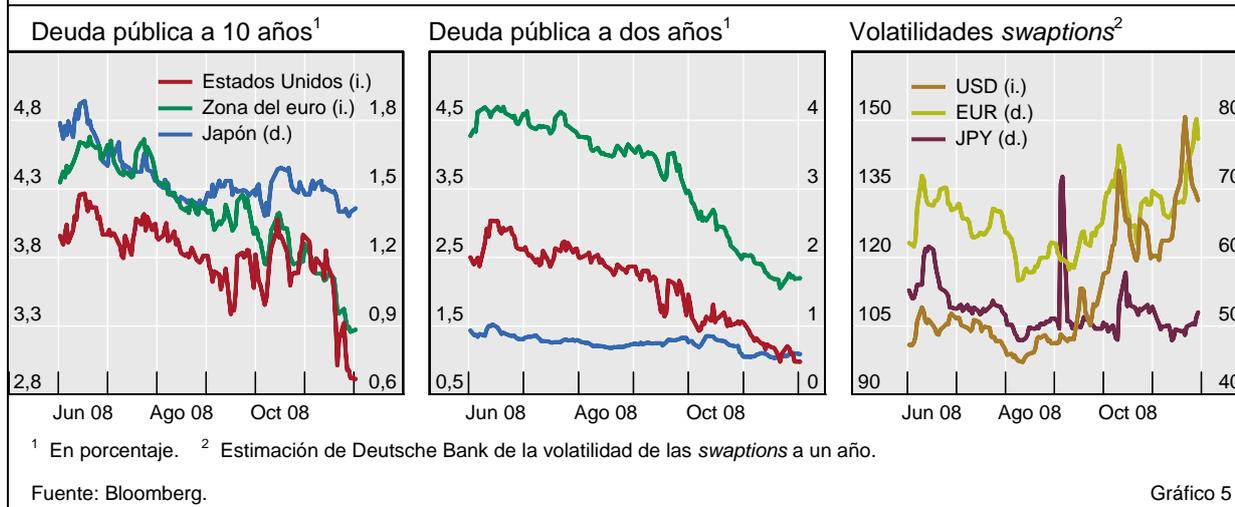
incumplimiento crediticio (CDS) de grado de inversión se disparó 42 puntos básicos el mismo día 15, mientras los diferenciales en su homólogo de alta rentabilidad aumentaban 118 puntos básicos. En otros mercados relevantes, los diferenciales de rendimiento se elevaron en cuantías similares (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 3) y continuaron evolucionando a la par que los mercados estadounidenses durante el resto del periodo. Como consecuencia, los diferenciales de CDS de alta rentabilidad estadounidenses alcanzaron, en su cota más alta, un máximo histórico unos 500 puntos básicos por encima de los diferenciales de los bonos líquidos comparables observados en el momento álgido del pinchazo de la burbuja del sector de las telecomunicaciones en septiembre de 2002 (véase el panel derecho del Gráfico 3). El día de la quiebra de Lehman las cotizaciones bursátiles cedieron en torno a un 4% en Estados Unidos y Europa, con caídas similares en otros mercados bursátiles (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo también disminuyeron (véase el panel izquierdo del Gráfico 5) y comenzaron a cancelarse posiciones de *carry trade* en el mercado de divisas conforme la crisis de confianza en curso inducía un nuevo repliegue hacia activos de mayor calidad. La volatilidad repuntó en todos los mercados (véanse los paneles derechos de los Gráficos 4 y 5), con escaladas adicionales en semanas posteriores a medida que los inversionistas se deshacían de todos los activos excepto de los más seguros.

... con rápida propagación de las tensiones por los distintos mercados

Los temores derivados de la quiebra de Lehman inicialmente se centraron en la actividad de esta firma en tanto que intermediario financiero e importante entidad de contraparte en el mercado de CDS. En el primer semestre de 2008, un inédito proceso de cancelación de operaciones con CDS había dado lugar a una liquidación de posiciones compensatorias por importe de 17,4 billones de dólares, con la consiguiente reducción del volumen en circulación de estos instrumentos (véanse más detalles sobre los volúmenes de CDS en la sección «Aspectos más destacados» de esta publicación). El domingo 14 de septiembre, la fecha anterior a la solicitud de quiebra, se celebró una sesión especial de contratación con la finalidad específica de que

Los temores iniciales se centraron en el mercado de CDS...

Rendimiento de la deuda pública y volatilidades de las *swaptions*

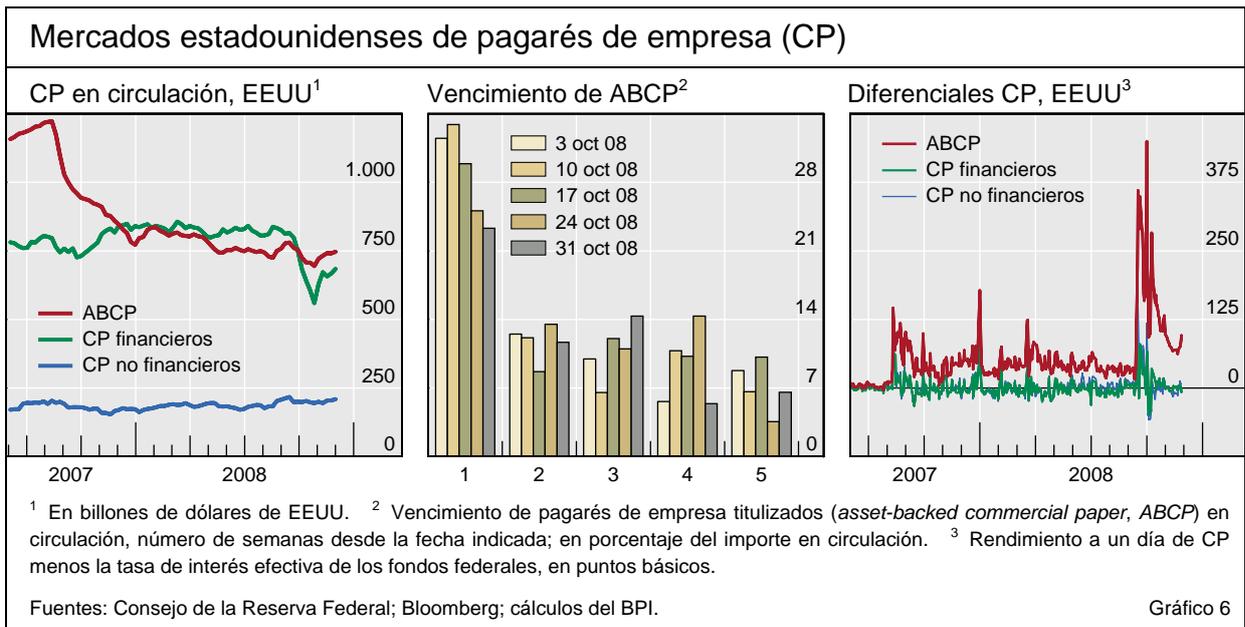


las principales contrapartes en el mercado de CDS ajustaran sus exposiciones a Lehman. No obstante, volvieron a suscitarse temores por la exposición al mercado de CDS cuando, a última hora del 15 de septiembre, las principales agencias de calificación rebajaron la calificación crediticia de AIG, una gran compañía de seguros estadounidense con importantes posiciones en dichos instrumentos. Estos recortes de calificación indujeron a su vez fuertes exigencias de reposición de garantías por parte de las contrapartes de la división de productos financieros de AIG y la cancelación anticipada de otros contratos. Como consecuencia, durante la sesión del 16 de septiembre la mayoría de los principales índices de CDS cotizaron intradía por encima de sus máximos de marzo, retrocediendo únicamente ante las especulaciones de que la compañía aseguradora recibiría algún tipo de ayuda. El apoyo oficial se materializó más avanzado el día en la concesión de un préstamo de 85.000 millones de dólares con arreglo al Artículo 13(3) de la Ley de la Reserva Federal (que permite el préstamo a entidades no bancarias en «circunstancias inusuales y exigentes») con el fin de evitar una quiebra desordenada de AIG y sus previsible efectos en unos mercados ya frágiles. Ese préstamo se reestructuró y complementó posteriormente con la aportación de facilidades adicionales por un importe total de 67.500 millones de dólares, a cambio de una participación del 79,9%¹ del Gobierno estadounidense en la compañía.

Una vez conjurados los temores inmediatos sobre los mercados de CDS, la exposición convencional a los instrumentos de deuda de Lehman resultó tener una importancia aun mayor. La naturaleza sistémica de esa exposición se apreció claramente el día después de la solicitud de quiebra, cuando Reserve Primary, un importante fondo de inversión del mercado monetario estadounidense, reconoció pérdidas contables por importe de 785 millones de dólares en deuda a corto y medio plazo emitida por Lehman. Como resultado, Reserve Primary se convirtió en el primer fondo de inversión del mercado

... aunque se transmitieron con rapidez a la deuda tradicional...

¹ Esta participación queda justo por debajo del límite del 80% que obligaría a la consolidación de las deudas de la compañía en el balance de situación del Gobierno federal.



monetario con un rendimiento negativo (*break the buck*) en 14 años, es decir, con unos activos netos inferiores a un dólar por cada dólar invertido. Esto provocó un volumen de reembolsos inédito en fondos del mercado monetario en Estados Unidos. Sólo entre el 10 y el 24 de septiembre, los inversionistas retiraron 184.000 millones de dólares, obligando a los gestores de fondos a liquidar activos en unos mercados básicamente ilíquidos. Los mercados crediticios y monetarios a corto plazo quedaron paralizados.

... con propagación a los mercados monetarios...

Los mercados de pagarés de empresa (CP), en los que los fondos del mercado monetario suelen ser el principal grupo inversionista, fueron de los primeros en sufrir la consiguiente oleada de amortizaciones y reasignaciones de activos. A diferencia de episodios similares de propagación de efectos acaecidos al inicio de la crisis crediticia en el verano de 2007, en esta ocasión se vieron notablemente afectados los mercados de CP tanto titulizados como no garantizados (véase el panel izquierdo del Gráfico 6). El mercado de deuda no garantizada emitida por instituciones financieras sufrió los mayores flujos de salida, añadiendo presión a unos mercados de financiación bancaria ya tensionados. Las duraciones se acortaron y las tasas de interés del endeudamiento se dispararon. En Estados Unidos, los volúmenes de CP en circulación se redujeron en más de 325.000 millones de dólares, de un total aproximado de 1,76 billones de dólares a fecha 10 de septiembre (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 6). Los volúmenes sólo comenzarían a recuperarse a finales de octubre, tras el anuncio y posterior entrada en funcionamiento de una nueva facilidad de la Reserva Federal dirigida a adquirir CP, tanto titulizados como no garantizados.

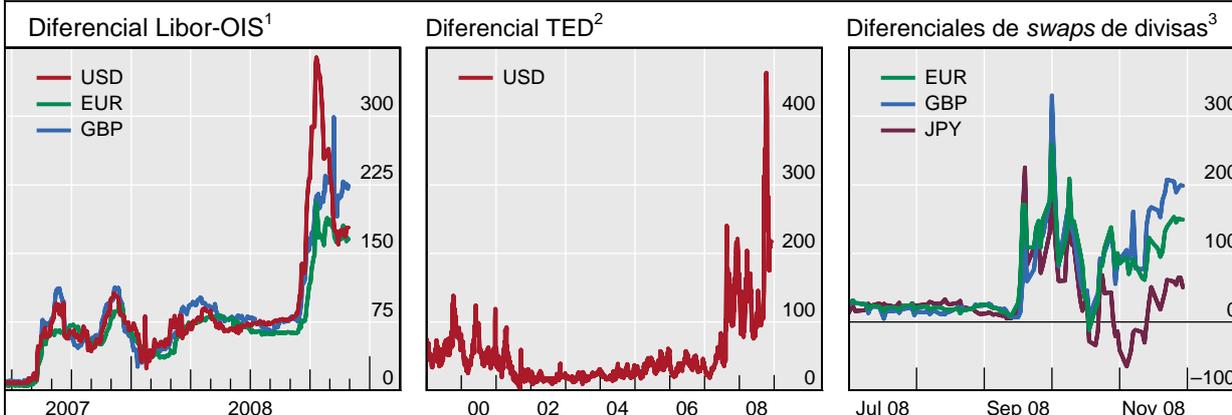
... y de pagarés de empresa

Enfrentados a una creciente demanda de fondos líquidos, tras la contracción del sector de fondos de inversión en el mercado monetario, los mercados interbancarios internacionales se paralizaron, impidiendo el acceso de los bancos a la financiación a corto plazo. Las tensiones habían venido atenazando a los mercados monetarios durante más de un año, sin que éstos se recuperaran pese a las masivas inyecciones de liquidez de los bancos

Paralización de los mercados monetarios...

Diferenciales Libor-OIS, TED y de *swaps* de divisas

En puntos básicos



¹ Panel del Libor, tasas a tres meses. ² Tasa Libor a tres meses menos futuros sobre bonos del Tesoro de EEUU a tres meses. ³ Diferencial entre las tasas en dólares de EEUU implícitas en los *swaps* de divisas a tres meses y la tasa Libor a tres meses; la tasa en dólares de EEUU implícitas en los *swaps* de divisas a tres meses es el costo implícito de obtener dólares de EEUU mediante *swaps* de divisas utilizando la moneda de financiación. Para detalles del cálculo, véase N. Baba et al, «The spillover of money market turbulence to FX market swap and cross-currency swap markets», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2008.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico 7

centrales. Con todo, a mediados de septiembre se produjo un brusco deterioro de la situación, ante el total hundimiento de la confianza en la solvencia de las contrapartes en los mercados monetarios debido a la quiebra de Lehman. En un entorno de atesoramiento de liquidez por los bancos, las tasas de interés interbancarias se dispararon hasta máximos históricos. Los diferenciales entre la tasa Libor en dólares estadounidenses y las correspondientes tasas de los *swaps* sobre índices a un día (OIS), que reflejan una combinación del riesgo de crédito de contraparte y de factores de liquidez, pasaron de casi 80 puntos a comienzos de septiembre a 232 puntos básicos a finales de ese mes. Los diferenciales TED entre la tasa Libor para el eurodólar y la tasa de los valores del Tesoro estadounidense mostraron una reacción similar (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 7). Pese a que las fluctuaciones en otros mercados, como los de fondos en euros y libras, resultaron menos violentas, también mostraron claros síntomas de notable distorsión (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Simultáneamente, la ampliación de los diferenciales de rendimiento del sector financiero y la creciente demanda internacional de fondos en dólares estadounidenses se pusieron de manifiesto en otros mercados relacionados. Así, se observaron diferenciales elevados en el mercado de *swaps* de divisas entre, por una parte, las monedas de importantes países industrializados y emergentes y, por otra, el dólar estadounidense (véase el panel derecho del Gráfico 7).

... que obliga a una primera ronda de medidas de política

Ante las disfunciones registradas en los mercados de crédito mayoristas, las autoridades aceleraron el ritmo y ampliaron la escala de sus iniciativas. El 18 de septiembre, como síntoma de las crecientes presiones, el banco británico HBOS fue obligado por el Gobierno a fusionarse con uno de sus competidores. El mismo día, con el fin de reducir las tensiones en el sistema financiero, la Autoridad de Servicios Financieros británica suspendió la venta en descubierto de acciones de instituciones financieras, una medida imitada al

día siguiente por las autoridades de Estados Unidos. Los principales bancos centrales reaccionaron a su vez con una nueva ronda de medidas coordinadas encaminadas a aliviar la situación de estrangulamiento de la financiación a corto plazo en dólares estadounidenses, destacando la creación de nuevas facilidades de *swaps* de divisas o la notable ampliación de las ya existentes, por un importe de 180.000 millones de dólares (véase en los Recuadros 2 y 3 información detallada sobre los planes públicos de rescate bancario y las medidas adoptadas por la banca central para aliviar la escasez de liquidez en moneda extranjera y, en el Recuadro 4, sobre los efectos de dichas medidas sobre los balances de los bancos centrales). A estas medidas siguió el anuncio por el Tesoro de Estados Unidos, el 19 de septiembre, del establecimiento de una garantía temporal para los inversionistas en fondos del mercado monetario con el fin de contener la escalada de reembolsos sufrida por este sector en ese país. Los reembolsos de participaciones de esos fondos se desaceleraron en respuesta a tal medida, con un aumento gradual de los activos totales hasta los niveles previos a la quiebra de Lehman, hasta situarse en 3,6 billones de dólares a comienzos de noviembre.

Aunque la reacción de los mercados fue de alivio, las presiones sobre los bancos y otras instituciones del sector financiero no cedieron. Las iniciativas de política adoptadas hasta entonces, así como los detalles preliminares de una propuesta del Gobierno estadounidense para adquirir activos tóxicos de los balances de las instituciones financieras por valor de 700.000 millones de dólares, contribuyeron a un retroceso transitorio de los diferenciales de rendimiento desde los máximos alcanzados inmediatamente después de la quiebra de Lehman. Los mercados bursátiles también se recuperaron, alentados en parte por la nueva prohibición de ventas en descubierto. El 19 de septiembre, el índice S&P 500 rebotó un 4%, con repuntes incluso mayores de las cotizaciones de diversos bancos de renombre y ganancias del 8% de las bolsas europeas en la misma fecha. Asimismo, comenzó a prevalecer progresivamente la idea de que las alteraciones observadas en los mercados de fondos serían transitorias, ante el inicio, en los mercados de dólares estadounidenses a plazo, de un lento proceso de descuento de caídas notables en meses posteriores de los diferenciales Libor-OIS a tres meses. Con todo, el domingo 21 de septiembre, y como reflejo del continuo proceso de estrangulamiento de la financiación y la correspondiente preocupación por el riesgo de contraparte, las autoridades estadounidenses permitieron a los bancos de inversión Goldman Sachs y Morgan Stanley convertirse en conglomerados bancarios, con el fin de contener las transferencias en curso hacia terceros de posiciones de contraparte y de fondos de clientes, lo que ocasionó un brusco estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de los CDS de ambas instituciones.

Respuestas de política a una crisis mundial de confianza

Llegados a este punto, los crecientes problemas del sector financiero obligaron a las autoridades de un grupo de países cada vez más numeroso a adoptar medidas decisivas en apoyo de importantes instituciones financieras. El 25 de

Se adoptan
medidas
decisivas...

septiembre, las autoridades de Estados Unidos intervinieron Washington Mutual, la mayor caja de ahorros del país, vendiendo sus activos bancarios a una entidad rival de mayor dimensión. Algunos países europeos también asistieron a rápida sucesión de iniciativas públicas encaminadas a conjurar las amenazas a la estabilidad de determinadas instituciones en el seno de sus sistemas bancarios nacionales. El lunes 29, tras negociaciones celebradas el fin de semana previo, el Reino Unido decidió nacionalizar el establecimiento de préstamo hipotecario Bradford & Bingley, mientras la entidad bancaria y aseguradora Fortis recibía una inyección de capital de los Gobiernos belga, holandés y luxemburgués. Las actividades de Fortis en los Países Bajos fueron posteriormente nacionalizadas y la mayoría de sus activos remanentes adquiridos por una institución financiera francesa. También el 29 de septiembre, el Gobierno alemán facilitó la concesión, por parte de un consorcio de instituciones del sector financiero, de una línea de financiación a la entidad de crédito hipotecario alemana Hypo Real Estate.

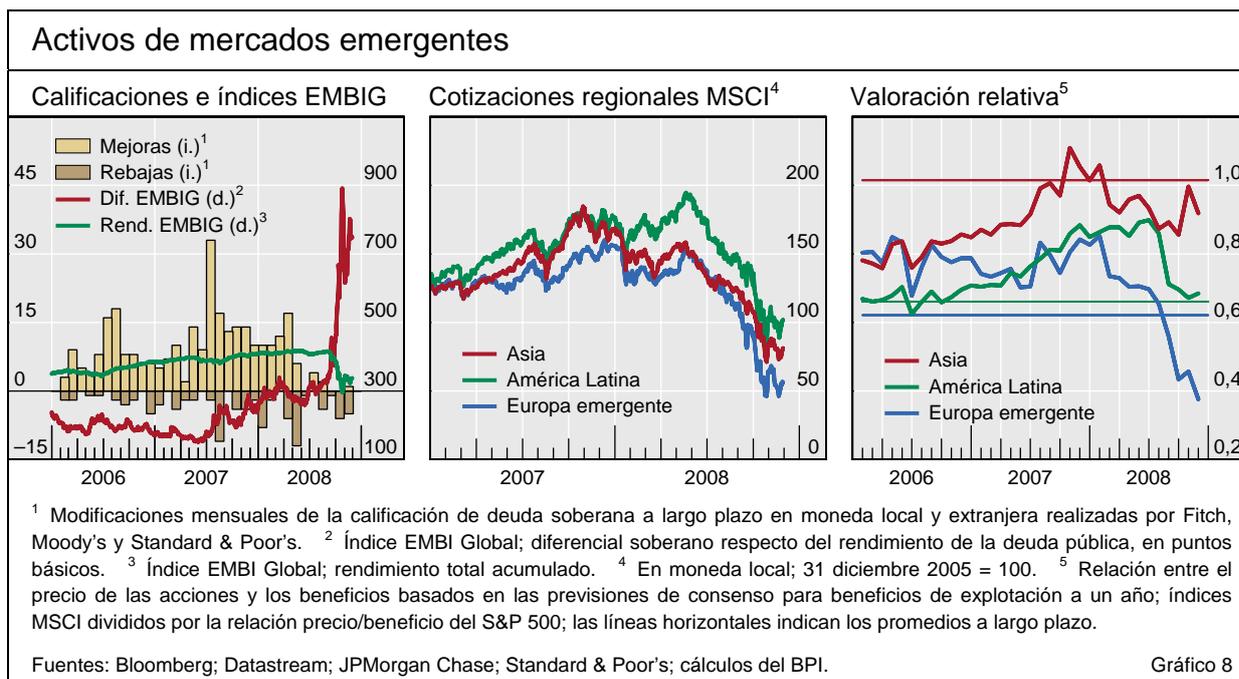
... aunque el rechazo de un paquete integral convulsiona los mercados

Pese a estas dramáticas medidas de apoyo a instituciones individuales, los mercados financieros anticipaban ya la necesidad de enfoques integrales. Ese mismo 29 de septiembre la Cámara de Representantes de Estados Unidos rechazó la primera versión del plan de rescate del sector financiero del país por importe de 700.000 millones de dólares elaborado por el Tesoro (aprobado luego, con modificaciones, al final de la semana). La respuesta de los mercados al rechazo de la Cámara fue inmediatamente visible en las bolsas estadounidenses, con fuertes caídas en cuestión de minutos y ventas generalizadas a lo largo de toda la jornada. El índice S&P 500 cayó un 8,8%, lastrado de nuevo por las acciones de las instituciones financieras, mientras otros índices encajaban retrocesos porcentuales similares aunque menores (véase el panel izquierdo del Gráfico 4).

Los rescates de bancos individuales...

Las pérdidas se agudizaron en días posteriores a medida que las noticias desfavorables sobre la solvencia del sector financiero debilitaban aún más la confianza de los inversionistas. En este entorno, el 30 de septiembre se anunció una inyección de capital al grupo financiero Dexia por parte de los Gobiernos belga, francés y luxemburgués, a la que siguió una iniciativa del Gobierno de Irlanda y, a continuación y en respuesta, la constitución en otros países de nuevas garantías de los depósitos bancarios y activos similares o la ampliación de las ya existentes. Las autoridades del Reino Unido anunciaron amplias medidas para recapitalizar los bancos del país, ofrecer liquidez a corto plazo y asegurar la disponibilidad de financiación suficiente a medio plazo al sistema bancario mediante un sistema de avales a las nuevas emisiones de deuda bancaria preferente no garantizada. Con todo, y pese al acelerado ritmo de intervención pública, los mercados financieros continuaron convulsionados, con pérdidas generalizadas en los mercados crediticios y bursátiles hasta bien avanzado octubre. La escala mundial del episodio de ventas generalizadas se puso especialmente de manifiesto en los índices bursátiles internacionales más amplios, con pérdidas récord a finales de septiembre y principios de octubre. Mientras el índice S&P 500 cedía alrededor del 25% entre el 22 de septiembre y el 10 de octubre, el índice MSCI World se desplomaba más del 28% durante el mismo periodo. La renta variable de mercados emergentes

... el fortalecimiento de las garantías de los depósitos...



retrocedió en cuantías similares, perdiendo un 24% en moneda local (véase el panel central del Gráfico 8); las presiones vendedoras resultaron más intensas en los países con abultados déficit por cuenta corriente y una dependencia relativamente alta del endeudamiento del sector privado en moneda extranjera. Como muestra de la persistencia de alteraciones extremas en los mercados monetarios, los diferenciales Libor-OIS también registraron nuevos récords diarios (véase el panel izquierdo del Gráfico 7).

Llegados a este punto, las medidas de política no coordinadas adoptadas por las autoridades nacionales parecían ya no ser suficientes para contener la creciente crisis de confianza. La primera respuesta de política coordinada a escala internacional se produjo el 8 de octubre, en forma de una inédita ronda de bajadas de los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos por seis de los principales bancos centrales, incluidos el Banco de Inglaterra, el BCE y la Reserva Federal (véase el Gráfico 9). Los indicadores basados en los mercados de futuros reflejaron de inmediato esta medida en las expectativas sobre política monetaria, en especial en Europa (véase el Gráfico 10).

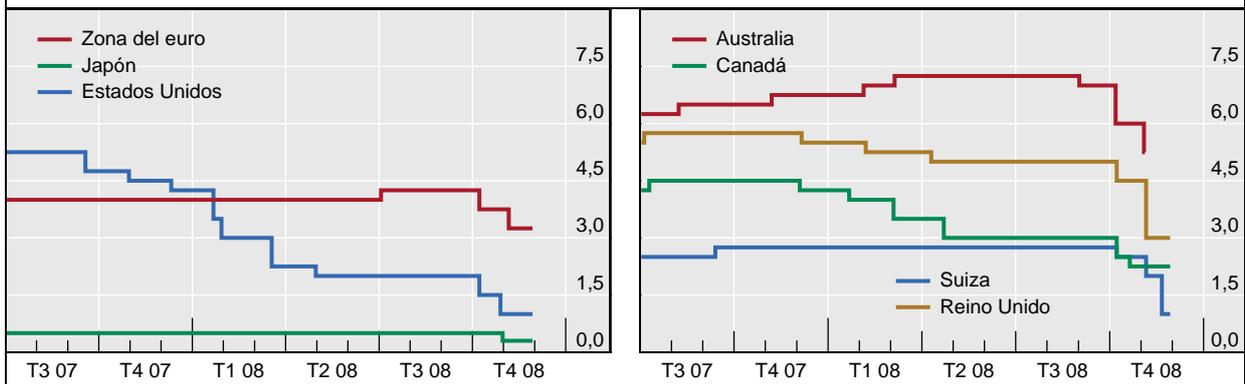
Los esfuerzos por aplicar medidas de política más coordinadas y adaptadas al conjunto del sistema continuaron en días sucesivos, conforme ilustra el anuncio conjunto, el 13 de octubre, de la provisión, por parte de la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo, de financiación en dólares estadounidenses a vencimientos de siete, 24 y 84 días a tasas de interés fijas y en la cuantía demandada por las contrapartes, con el fin de aliviar las tensiones en los mercados monetarios. Simultáneamente, se ampliaron las líneas de swaps de divisas entre la Reserva Federal y el resto de los principales bancos centrales para acomodar cualquier volumen demandado de financiación en dólares estadounidenses. Ese mismo día, los países miembros de la zona del euro realizaron inéditos anuncios coordinados de constitución de avales e inyecciones de capital encaminadas a restablecer el

... las bajadas de tasas de interés coordinadas a escala mundial...

... y la recapitalización del conjunto del sistema bancario...

Tasas de interés oficiales¹

En puntos porcentuales



¹ Para el BCE, tasa mínima de puja de las operaciones principales de financiación; para el Banco de Japón, tasa objetivo para préstamos sin garantías; para la Reserva Federal, tasa objetivo de los fondos federales; para el Banco de la Reserva de Australia, tasa objetivo para préstamos al contado; para el Banco de Canadá, tasa objetivo a un día; para el Banco Nacional de Suiza, punto medio del intervalo objetivo del Libor a tres meses; para el Banco de Inglaterra, tasa interbancaria.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9

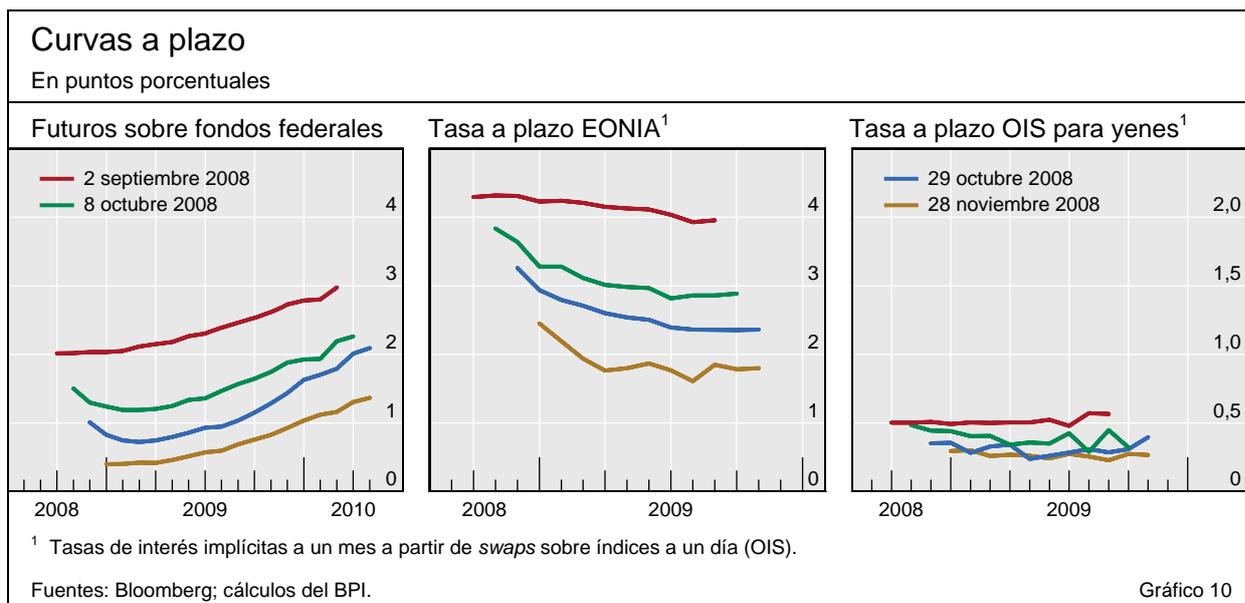
crédito interbancario y a reforzar el capital de los bancos. A estas medidas les siguió, el 14 de octubre, la decisión del Tesoro estadounidense de utilizar 250.000 millones del paquete de rescate previamente aprobado por el legislador para recapitalizar los principales bancos.

A medida que la batería de medidas de política inéditas adoptadas en los diversos países hasta mediados de octubre se traducían paulatinamente en una respuesta integral, los precios de mercado terminaron por responder. Ante la virtual conversión en deuda semipública de fuertes volúmenes potenciales de pasivos preferentes de instituciones financieras, los diferenciales de rendimiento del sector financiero cayeron desde las cotas máximas alcanzadas en etapas anteriores del periodo analizado (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). La recuperación del crédito financiero contribuyó inicialmente a arrastrar a la baja los índices de diferenciales de rendimiento más amplios (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 3). Sin embargo, los mercados permanecieron tensionados debido al proceso de liquidación de carteras en curso acometido por inversionistas apalancados acuciados por exigencias de reposición de garantías y amortizaciones.

Los síntomas de una relajación gradual de las tensiones también fueron patentes en otros mercados. El diferencial Libor-OIS a tres meses para el dólar estadounidense alcanzó el 10 de octubre una cota máxima de 364 puntos básicos, sosteniendo luego una tendencia bajista hasta entrado noviembre, para situarse en torno a los 170 puntos básicos. Una dinámica de precios similar se observó en los diferenciales Libor-OIS para el euro y la libra esterlina, en señal de que los mercados interbancarios comenzaban por fin a estabilizarse (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Simultáneamente, los principales mercados bursátiles dieron muestras de alivio al menos transitorias (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 4), con un rebote del 11% en una sola jornada —el 13 de octubre— del índice Dow Jones Industrial Average, su mayor subida porcentual diaria desde 1933. Otros índices bursátiles también remontaron desde mínimos previos, al igual que las

... evitan una quiebra total de la confianza

Los síntomas de alivio resultan transitorios



acciones y los bonos de mercados emergentes (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 8).

Al mismo tiempo, ciertos efectos secundarios indeseados de las recientes iniciativas de política comenzaron a hacer aparición en mercados como el de valores de agencias estadounidenses. Tras una caída inicial, los diferenciales de la deuda y de los MBS de esas agencias escalaron incluso por encima de los máximos registrados antes de la intervención pública de Fannie Mae y Freddie Mac a comienzos de septiembre (véase el panel derecho del Gráfico 1). Ante los nuevos avales anunciados por la FDIC para la deuda bancaria no garantizada admisible que se emitiera hasta el 30 de junio de 2009, los inversionistas comenzaron a anticipar un fuerte volumen potencial de una nueva categoría de activos de deuda bancaria con calificación AAA que competiría directamente con los valores de las agencias. Las incertidumbres sobre la naturaleza exacta del aval público de la deuda de las agencias con mayores plazos de vencimiento y el proceso de ventas en curso inducido por los reembolsos de fondos de inversión introdujeron nuevas presiones alcistas sobre los diferenciales de rendimiento de las agencias. Similares efectos secundarios se observaron en los mercados de crédito garantizado, especialmente en los de operaciones con pacto de recompra (véase un análisis en el artículo monográfico de P. Hördahl y M. King).

El alcance y la magnitud de los paquetes de rescate bancario implicaban también la transferencia de riesgos sustanciales a los balances de los sectores públicos. Esta consecuencia revistió especial protagonismo en el mercado de CDS de la deuda soberana de los países implicados en el rescate de algunos grandes bancos o en la concesión de paquetes de apoyo generalizado al sector financiero, incluido Estados Unidos. Pese a los reducidos diferenciales de rendimiento con que cotizaban esos CDS con anterioridad al anuncio de los paquetes de rescate, dichos diferenciales registraron una ampliación repentina ante la mayor demanda de protección crediticia, al tiempo que se estrechaban los correspondientes diferenciales del sector financiero (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

Los temores a una recesión cobran protagonismo

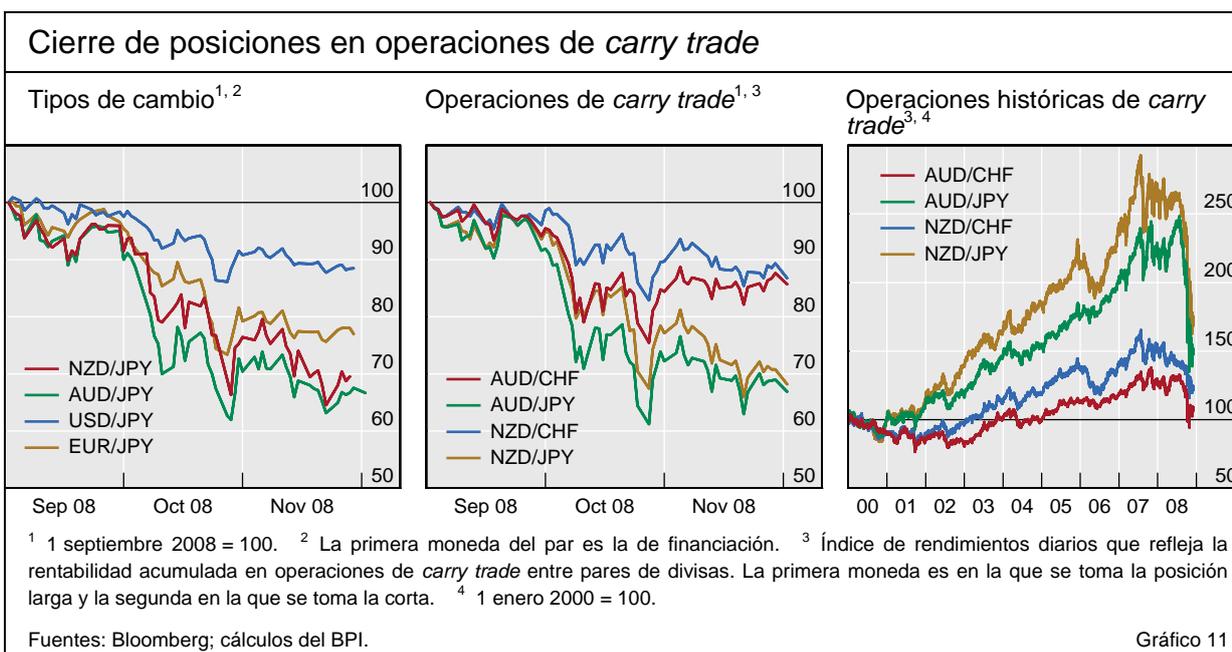
Los temores a una recesión...

... alentados por las desfavorables noticias macroeconómicas...

... empujan los diferenciales de rendimiento al alza...

Hacia mediados de octubre, la evidencia acumulada procedente de los datos macroeconómicos publicados comenzaba a eclipsar los efectos inmediatos de las iniciativas públicas en los distintos mercados. Los informes de actividad económica confirmaron que un buen número de las principales economías había entrado oficialmente en recesión o estaba a punto de hacerlo. En consecuencia, aun cuando la combinación de medidas adoptadas por bancos centrales y Gobiernos parecía haber conjurado con éxito la crisis internacional de confianza, las ganancias en la mayoría de las clases de activos se revelaron efímeras. La principal excepción a esta regla fueron los mercados de financiación a corto plazo, donde las condiciones continuaron recuperándose de forma gradual, con una estabilización de los activos de los fondos del mercado monetario estadounidense y una caída de los diferenciales Libor-OIS, aunque a niveles aún superiores a los previos a la crisis crediticia.

Los mercados crediticios se reajustaron con rapidez ante las expectativas de una recesión mundial en ciernes y el concomitante aumento de las pérdidas por impagos. Las menores emisiones de deuda y el reducido crédito bancario estuvieron en consonancia con la creciente preocupación por la insuficiencia del crédito a los hogares y a las empresas no financieras. Tras la debilidad de los datos macroeconómicos publicados el 16 de octubre en Estados Unidos, los diferenciales de rendimiento retomaron su anterior deriva alcista. En realidad, la ampliación de los diferenciales de rendimiento no sólo reflejó los temores a una recesión, sino, también en ocasiones, la incertidumbre sobre las medidas de política. El anuncio, a mediados de noviembre, de la reasignación de fondos TARP previamente comprometidos en la compra de activos tóxicos hacia el sector de la financiación al consumo —con una actividad crediticia cada vez más frágil ante el desplome de los volúmenes de activos titulizados— empujó los diferenciales de los CDS hacia nuevos máximos, en reflejo de las expectativas de que las adquisiciones de activos previstas no llegaran a



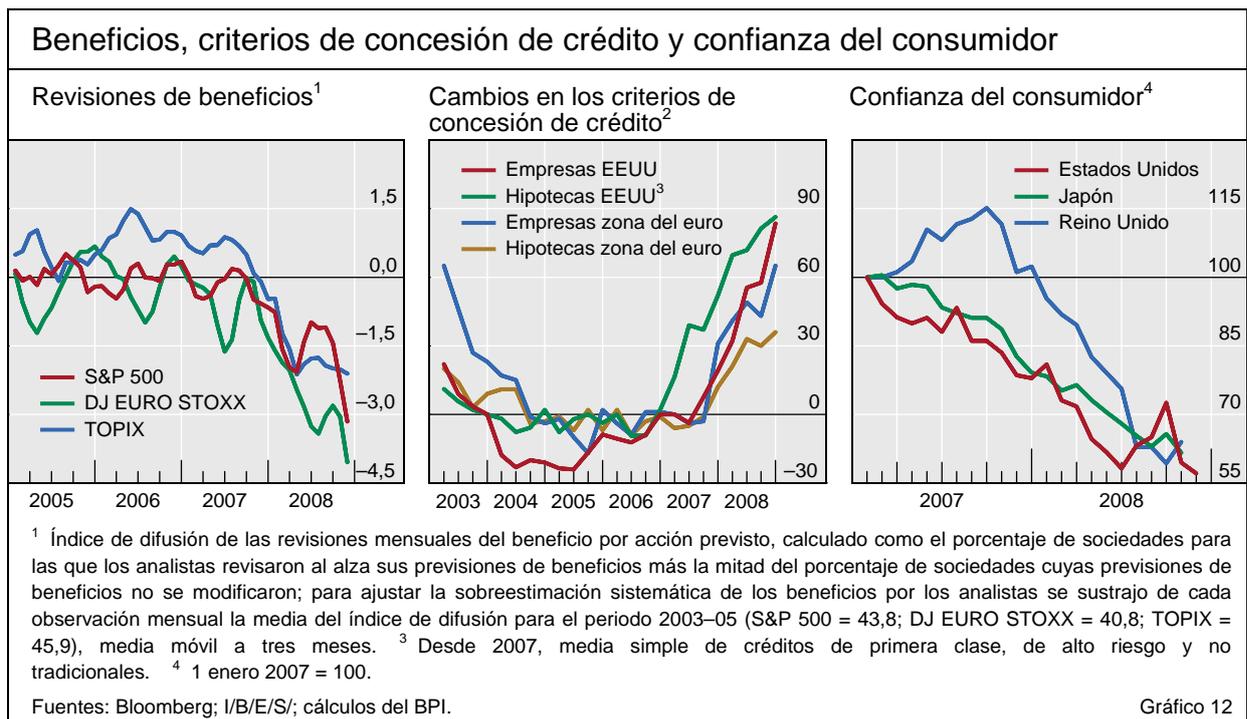
materializarse (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 3). Sólo a finales de noviembre aparecieron señales de recuperación de los diferenciales de rendimiento, tras el anuncio de un paquete de apoyo a Citigroup y de medidas de estímulo de los mercados de bonos de titulización de activos y de deuda de las agencias estadounidenses. Las tensiones, con todo, persistieron, como sugiere la ampliación sostenida de los diferenciales de rendimiento de sectores en dificultades, como el sector inmobiliario de uso comercial.

Simultáneamente, el proceso de liquidación de operaciones de *carry trade* en divisas, iniciado tras el episodio de Lehman, cobró mayor dinamismo ante la elevada volatilidad del mercado y la retirada de los inversionistas de los activos de riesgo (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 11). Las monedas de menor rentabilidad se apreciaron y los rendimientos de las operaciones de *carry trade* se tornaron muy negativos, erosionando las ganancias acumuladas durante unos seis años (véase el panel derecho del Gráfico 11).

Los mercados bursátiles también reflejaron el protagonismo adquirido a finales de octubre y durante noviembre por los temores a una recesión, con caídas de las bolsas mundiales durante el trimestre superiores a las de cualquier otra crisis desde la década de 1930. Los principales índices sufrieron acusados descensos ante el cariz negativo de los anuncios de beneficios en casi todo el mundo, el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito y las vertiginosas caídas de la confianza de los consumidores (véase el Gráfico 12). A finales de noviembre, pese a la relajación monetaria adicional aplicada por diversos bancos centrales y a la recuperación registrada en la última parte del mes, las bolsas internacionales perdían alrededor de un 35% respecto a sus niveles de finales de agosto. En consecuencia, las relaciones precio/beneficio de los principales índices descendieron a niveles no vistos desde hacía por lo menos una década.

... y los mercados bursátiles a la baja

Conforme los inversionistas se repliegan...



... y la preocupación por los riesgos políticos se dispara...

Los precios de los activos de mercados emergentes continuaron ajustándose a una combinación de hundimiento de las exportaciones, menor acceso del sector privado a la financiación y veloz caída de los precios de los productos básicos. A mediados de octubre se observaron signos de ventas indiscriminadas de activos, conforme el desplome del apetito por el riesgo y la preocupación por la disponibilidad de crédito comercial se traducían cada vez más en amortizaciones a gran escala de activos de mercados emergentes. Las presiones alcanzaron un punto crítico en la semana del 21 de octubre, ante el creciente temor al riesgo político inducido por la especulación acerca de la nacionalización del sistema público de pensiones argentino, y pese a los esfuerzos de los bancos centrales de países emergentes por mejorar sus operaciones de financiación en moneda local y extranjera y al anuncio de garantías totales o parciales de los depósitos bancarios en diversas economías.

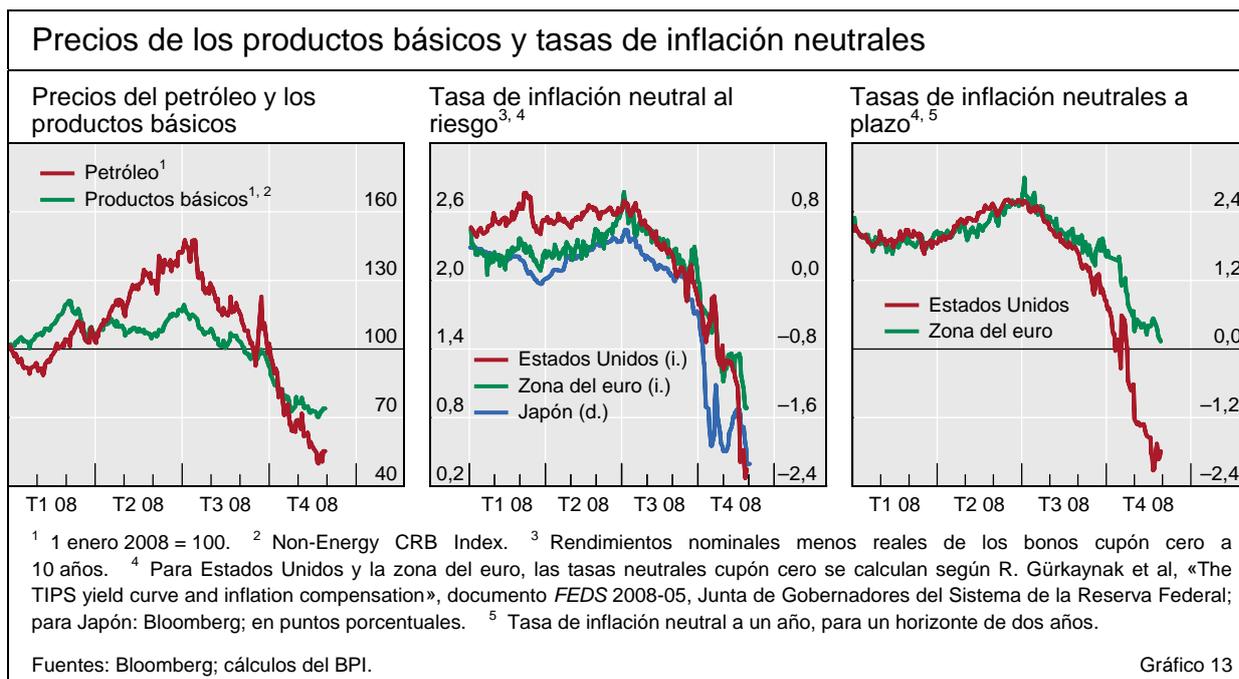
... se producen ventas generalizadas de activos de los mercados emergentes

El clima de confianza en los mercados emergentes experimentó una recuperación transitoria a finales de octubre y comienzos de noviembre, que luego quedó contrarrestada por los temores a una recesión durante el resto del periodo analizado. El 24 de octubre, los diferenciales EMBIG escalaron hasta un máximo cercano a los 891 puntos básicos, alcanzando su cota más alta desde 2002, para luego descender alrededor de 276 puntos básicos a comienzos de noviembre. Los mercados bursátiles emergentes también prorrogaron su anterior tendencia bajista, estableciendo nuevos mínimos el día 27 de octubre. La situación sólo se estabilizó tras el anuncio, el 28 de octubre, de un paquete de apoyo financiero a Hungría por importe de 25.000 millones de dólares y de la noticia, al día siguiente, del establecimiento de líneas *swaps* de dólares entre la Reserva Federal y las autoridades monetarias de Brasil, Corea, México y Singapur (véanse los paneles central e izquierdo del Gráfico 8). A finales de noviembre, los mercados crediticios y bursátiles de las economías emergentes exhibían una recuperación parcial respecto a sus niveles de últimos de octubre, en consonancia con la evolución de sus homólogos de los países industrializados. Con todo, como reflejo de las fuertes pérdidas registradas desde agosto, el ajuste de los múltiplos precio/beneficio de las economías de mercado emergentes fue por lo general más intenso que el observado en Estados Unidos y otros mercados principales, con un retorno de las valoraciones relativas en las diferentes áreas geográficas a niveles básicamente en línea con los descuentos habituales respecto al mundo industrializado (véase el panel derecho del Gráfico 8).

Caída de los rendimientos de la deuda...

Al mismo tiempo, los temores a una recesión situaron directamente los rendimientos a corto plazo en una trayectoria descendente. La reducción de las tasas de interés oficiales, así como un repliegue hacia activos seguros, impulsaron las rentabilidades fuertemente a la baja tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, hasta el 0,96% y el 2,1%, respectivamente, a finales de noviembre. Las expectativas sobre la senda de las tasas de interés oficiales a corto plazo fueron igualmente revisadas a la baja. Como resultado, los precios de los futuros sobre fondos federales traslucieron expectativas de tasas oficiales reducidas y básicamente estables en Estados Unidos durante gran parte de 2009, congruentes con un crecimiento estancado o negativo

... como resultado de menores tasas de interés oficiales...



durante los próximos trimestres (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). En la zona del euro, los precios del *swap* de EONIA indicaban una reducción adicional de las tasas oficiales del BCE en los próximos 12 meses (véase el Gráfico 10, panel central), en parte acorde con su mayor margen de maniobra, comparado con el de Estados Unidos, para ulteriores ajustes de las tasas de interés. En Japón, la tasa de interés oficial se redujo 20 puntos básicos el 31 de octubre, alcanzando un nivel de 30 puntos básicos por vez primera desde marzo de 2001. A su vez, las tasas de interés a plazo japonesas dejaban traslucir expectativas de estabilidad de las tasas oficiales durante gran parte de 2009.

En este marco, las tasas de inflación neutrales derivadas a partir de las rentabilidades de los bonos nominales e indicados con la inflación cayeron sustancialmente a lo largo de toda la gama de vencimientos. Las caídas fueron particularmente acusadas en Estados Unidos, con una disminución de la tasa neutral a 10 años de 1,9 puntos porcentuales entre finales de agosto y últimos de noviembre, aunque los descensos en la zona del euro y Japón también fueron notables (véase el panel central del Gráfico 13). Las caídas resultaron incluso más pronunciadas en los plazos más cortos de la gama de vencimientos, con, por ejemplo, descensos de 3,5 puntos porcentuales en Estados Unidos durante este periodo de las tasas de inflación neutrales implícitas a un año para un horizonte de dos años, hasta niveles bien adentrados en territorio negativo (véase el panel derecho del Gráfico 13). Dado que las tasas de inflación neutrales suelen considerarse indicadores de las expectativas de inflación de los inversionistas, las caídas observadas parecieron concordar con los crecientes indicios de una desaceleración mundial generalizada. Asimismo, los descensos observados en los plazos más cortos de la curva de tasas de inflación neutrales fueron básicamente reflejo de la evolución de los precios del petróleo y de otros productos básicos, con

... expectativas de inflación más reducida...

... descenso de los precios de los productos básicos...

caídas superiores al 50% y al 30%, respectivamente, entre finales de agosto y últimos de noviembre (véase el panel izquierdo del Gráfico 13).

Con todo, las crecientes primas de liquidez y las presiones vendedoras derivadas de la cancelación de posiciones por inversionistas apalancados parecen haber sido otros destacados factores explicativos de las pronunciadas caídas de las tasas de inflación neutrales. En consonancia con esta hipótesis, buena parte del descenso de las tasas neutrales registrado en Estados Unidos durante septiembre y octubre obedeció a un incremento de la rentabilidad de los bonos reales por encima de la de los bonos nominales, lo que sugiere la presencia de más factores técnicos potencialmente explicativos de la dinámica de las tasas neutrales durante este periodo. No obstante, pese a la estabilización de las rentabilidades reales a primeros de noviembre, las rentabilidades nominales volvieron a caer conforme crecían los temores a una recesión y la preocupación por la solvencia del sector financiero, generando nuevas presiones bajistas sobre las tasas de inflación neutrales.

... y temores a una
recesión

Recuadro 1: Tres implicaciones de la quiebra de Lehman Brothers para el mercado

Ingo Fender, Allen Frankel y Jacob Gyntelberg

El 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers Holdings Inc (LBHI) se declaró en quiebra, con una deuda bancaria y financiera por valor superior a los 600.000 millones de dólares, y días después su filial de intermediación y gestión de valores fue adquirida por Barclays. El anuncio supuso la primera quiebra de un gran banco de inversión desde Drexel Burnham Lambert en febrero de 1990. Los problemas para Lehman comenzaron con pérdidas y depreciaciones a gran escala en sus posiciones en activos dudosos y se agravaron ante el temor a que las pérdidas futuras sobrepasaran sus intentos de recapitalización (véase el panel central del Gráfico A). La quiebra de Lehman Brothers reavivó el debate sobre el elevado apalancamiento de los bancos de inversión y su dependencia de la financiación mayorista, que ya se planteó cuando Bear Stearns estuvo al borde del colapso a principios de 2008. Al desaparecer la confianza en la viabilidad del Banco (panel izquierdo del Gráfico A), se le cerró el acceso a los mercados de capitales y tuvo que declararse en quiebra¹.

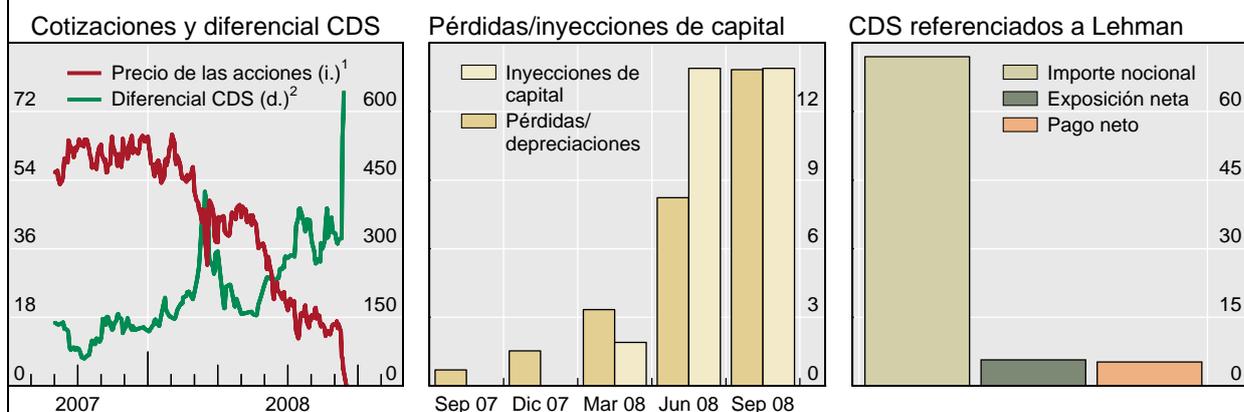
Un acontecimiento de esta magnitud plantea sin duda multitud de cuestiones, dadas las dimensiones de la entidad y su preponderancia como intermediario y contraparte en diversos mercados financieros. En este recuadro se analizan en concreto tres implicaciones de esta quiebra para el mercado que podrían haber alterado la liquidez sistémica: (1) su impacto en el mercado de CDS, (2) la liquidación de fondos de inversión del mercado monetario a raíz de sus pérdidas en deuda de Lehman y (3) las consecuencias de la quiebra para sus clientes de *prime brokerage*.

(1) Los mercados de CDS

Las posibles repercusiones de la quiebra de Lehman Brothers para el mercado de CDS, cuyo volumen asciende a 57,3 billones de dólares², centraron toda la atención en los días inmediatamente anteriores y posteriores a su anuncio, dada su enorme importancia como entidad de contrapartida y de referencia en dicho mercado. En concreto, se temía que su quiebra tuviera dos efectos inmediatos: activar las cláusulas de impago de los CDS referenciados al banco y extinguir los contratos en los que la entidad era contraparte. Asimismo, la compensación, liquidación y sustitución de las correspondientes posiciones aumentaban los riesgos operacionales. Además, en el momento de la quiebra no se conocía el volumen exacto de los CDS referenciados a Lehman ni las cantidades netas necesarias para su liquidación, lo que generó una enorme incertidumbre sobre la capacidad del mercado monetario —ya de por sí debilitado— para satisfacer las necesidades de liquidez previstas.

Para hacer frente a esta situación y aliviar la incertidumbre se lanzaron diversas iniciativas. En primer lugar, se organizó una sesión extraordinaria de contratación el domingo 14 de septiembre, justo antes de declararse la quiebra, con el fin de que los principales intermediarios compensaran

Indicadores para Lehman Brothers



¹ En dólares de EEUU. ² En puntos básicos. ³ En miles de millones de dólares de EEUU.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico A

sus posiciones en CDS frente a Lehman y reequilibraran su cartera reemplazando operaciones.

En segundo lugar, siguiendo las pautas establecidas por la ISDA (International Swaps and Derivatives Association), el 10 de octubre se celebró una subasta entre operadores de CDS para determinar la tasa de recuperación aplicable a la liquidación en efectivo de CDS referenciados a Lehman y, por ende, las cantidades netas a intercambiar entre las partes⁹. En tercer lugar, la DTCC (Depository Trust and Clearing Corp) informó de que el valor de los CDS en circulación referenciados a Lehman Brothers se calculaba en 72.000 millones de dólares y que los pagos netos por su liquidación se estimaban en 6.000 millones de dólares, aunque finalmente, el 21 de octubre, ascendieron a 5.200 millones (panel derecho del Cuadro A). Aunque estos volúmenes relativamente moderados no afectaron considerablemente a las condiciones de liquidez en el momento de la liquidación, la incertidumbre que previamente los había rodeado podría haber avivado la volatilidad en los mercados monetarios tras el anuncio de la quiebra. A todo ello se unió el amago de quiebra de la aseguradora AIG, que sólo pudo evitarse con un paquete de ayuda pública.

(2) Fondos del mercado monetario

Una importante fuente de financiación para Lehman Brothers era la emisión de efectos comerciales y otro tipo de deuda a corto plazo. Los fondos de inversión del mercado monetario elegían este tipo de activos por su elevada calificación crediticia y sus primas de rendimiento en comparación con la deuda pública estadounidense. Los inversionistas también se sentían protegidos frente a pérdidas gracias a las restricciones reguladoras impuestas a sus gestores y a la habilidad de éstos para evitar pérdidas hasta entonces.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, 25 de estos fondos tomaron medidas para proteger a sus inversionistas frente a pérdidas en los títulos de deuda del banco. Esto no evitó que uno de ellos, Reserve Primary, viera caer el valor liquidativo de su participación por debajo de 1 dólar, lo que obligó a su liquidación y a distribuir el patrimonio neto entre los inversionistas a medida que iba recuperando dinero al ir venciendo, o vendiendo, los activos de su cartera de inversiones.

La liquidación de este fondo provocó la retirada masiva del mercado monetario de inversionistas de otros fondos estadounidenses, especialmente de los «*prime*» que invertían en efectos comerciales. Para detener esta fuga, el Tesoro de Estados Unidos creó temporalmente un seguro para las inversiones en este tipo de fondos, al que siguieron diversos programas de rescate por parte de la Reserva Federal destinados a la compra directa de efectos comerciales y deuda a corto plazo de estos fondos (véase el Recuadro 2 sobre las iniciativas gubernamentales más recientes).

(3) Prime brokerage

Lehman Brothers operaba en régimen de multinacional, centralizando en concreto sus actividades de financiación en Estados Unidos. Pese a su carácter internacional, la entidad presentó diversas solicitudes de quiebra y administración concursal fuera de Estados Unidos y de su sociedad matriz en Nueva York, lo que hace de este incidente una de las primeras quiebras realmente mundial de una institución financiera grande y compleja. La complejidad de la operativa de Lehman Brothers y la adquisición de su filial de intermediación y gestión de valores inmediatamente tras la quiebra de la matriz levantaron dudas sobre la aplicación de diversos procedimientos jurídicos en distintos países por una empresa en quiebra que previamente operaba mediante líneas de negocio internacionales.

Una manifestación de lo anterior tiene que ver con los servicios de *prime brokerage* que el banco prestaba a numerosos *hedge funds* y que les permitían invertir en distintas jurisdicciones a través de sus filiales de intermediación y gestión de valores. Los activos así invertidos, constituidos como garantías en operaciones de financiación, eran después reutilizados por Lehman Brothers

⁹ Para conocer otros casos con efectos similares a la retirada masiva de fondos bancarios, véase C. Borio, «Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options», *BIS Working Paper* n° 158, julio de 2004. ¹⁰ El tamaño del mercado de CDS suele medirse en términos nominales, mientras que el coste de sustitución se estima mediante el valor de mercado bruto (estimado en torno al 5,5% del tamaño nominal del mercado a mediados de 2008). ¹¹ El proceso de subasta, definido en el protocolo de la ISDA de 2008 para CDS de Lehman, fijó el valor recuperable de los bonos de la entidad en el 8,625%, basado en las cotizaciones facilitadas por 14 intermediarios. Al ir depreciándose la deuda de Lehman Brothers tras el anuncio de quiebra, el precio de subasta apenas estuvo por debajo de la cotización de sus bonos justo antes de su celebración, limitando así el «riesgo de brecha» resultante del proceso de subasta.

para satisfacer sus propias obligaciones de pago, lo que se conocía como proceso de «rehipoteca». Tras declararse insolvente, muchos de sus clientes de *prime brokerage* perdieron de repente el acceso a sus garantías (e incluso sus derechos sobre ellas) mientras durara el procedimiento concursal. Así pues, se vieron atrapados en posiciones volátiles cuyo futuro dependía de diferentes procedimientos jurídicos y de acuerdos contractuales en distintas jurisdicciones. En la medida en que ello modificara el volumen y destino de las inversiones de los *hedge funds* a través de sus *prime brokers*, la reasignación de fondos entre jurisdicciones, unida a los esfuerzos por reducir el nivel de apalancamiento, podría acabar generando importantes ventas de activos y retiradas de las cuentas de *prime brokerage*. Todo ello, a su vez, presionaría aún más sobre los mercados de financiación y préstamo de valores tras la quiebra del banco.

Recuadro 2: Iniciativas gubernamentales para el rescate de bancos

Dietrich Domanski y Srichander Ramaswamy

Las iniciativas de distintos gobiernos para reforzar la solvencia de los bancos han pasado de responder a las necesidades de entidades individuales a convertirse en intervenciones sistémicas. Hasta el mes de septiembre, los gobiernos inyectaron capital en distintas instituciones para evitar su quiebra y facilitar fusiones, esperando que el apoyo masivo a través de inyecciones de liquidez por los bancos centrales reavivara el préstamo interbancario. Al percatarse de que estas medidas no lograban frenar la rápida erosión de la confianza en los mercados, los gobiernos de casi todas las economías avanzadas anunciaron a finales de septiembre y principios de octubre iniciativas más ambiciosas para estabilizar sus sistemas bancarios.

El objetivo de las autoridades era atajar la crisis de confianza desde dos frentes: por un lado asegurar la financiación de los bancos mediante la protección explícita de los depósitos minoristas y otros pasivos bancarios, y por el otro reducir su nivel de apalancamiento con la compra de activos dudosos o inyecciones de capital (véase el cuadro de la página siguiente).

El anuncio de estos programas oficiales tuvo gran repercusión. Los diferenciales de los CDS de bancos se estrecharon y las condiciones en los mercados de capitales se estabilizaron. No obstante, dichos programas han tenido que modificarse a medida que avanzaba la crisis y en muchos casos todavía se ignoran detalles concretos de algunos de ellos. Así pues, aún no se conoce su impacto real sobre la competencia y los incentivos en el sector financiero, ni se sabe si lograrán reactivar la intermediación financiera en la economía en su conjunto.

Componentes de los programas oficiales anunciados en septiembre y octubre

Ampliación del seguro de depósitos minoristas. Una medida muy utilizada para asegurar el acceso continuo a la financiación mediante depósitos ha sido garantizarlos. Las cantidades cubiertas por los fondos de garantía han variado considerablemente entre países, concediéndose en algunos casos una protección completa de los depósitos minoristas.

Aval de pasivos mayoristas. Para luchar contra la escasez de fondos en los mercados de capitales, numerosos gobiernos han anunciado avales públicos para la deuda bancaria mayorista. La gama de pasivos avalados y la estructura de las comisiones aplicadas varían considerablemente entre países, y mientras que algunos cobran una tasa fija independientemente de la cantidad avalada, otros la determinan en función de los diferenciales de los CDS de cada banco.

Inyecciones de capital. Las inyecciones directas de capital han sido el mecanismo principal para reforzar los balances bancarios, aunque de nuevo con importantes diferencias entre países en cuanto a los instrumentos utilizados y las condiciones aplicadas. Por ejemplo, los dividendos de las acciones preferentes en manos de los gobiernos varían entre el 5% y el 12,5%, y algunos países imponen restricciones sobre la retribución de los ejecutivos o los dividendos abonados a los accionistas ordinarios.

Compras de activos. Aunque diversos gobiernos han optado por eliminar los activos dudosos de los balances bancarios, esta medida todavía no se ha utilizado de forma sustancial. Uno de los problemas en este sentido ha sido determinar cuánto debe pagar el Gobierno por ellos, que en algunos casos podría ascender al valor facial, lo que en la práctica supondría una recapitalización encubierta. Además, para poder espolear significativamente la confianza del mercado de forma inmediata, podría tener que incluirse toda la gama de activos perjudicados, lo que exigiría programas muy amplios.

Efectos indirectos de la intervención pública

Repercusión en los mercados crediticios en su conjunto. Los avales públicos afectan al precio relativo del crédito. La ampliación de dichos avales a un mayor número de títulos de deuda podría encarecer *ceteris paribus* la financiación mediante instrumentos de renta fija cuasi perfectamente sustitutivos de la deuda bancaria. Así se explicaría, por ejemplo, la ampliación de los diferenciales de la deuda de agencias semipúblicas a principios de octubre. Asimismo, la interacción de diferentes medidas oficiales puede complicar la evaluación y valoración del riesgo crediticio en

distintos tipos de pasivos bancarios. Con las inyecciones de capital, los gobiernos suelen tomar posiciones de baja prelación en el capital bancario, lo que podría interpretarse como un aval estatal implícito sobre el conjunto de las obligaciones de los bancos. Aunque la estabilización que aportan estas medidas probablemente compense las distorsiones que generan a medio plazo, sería conveniente contar con una clara estrategia de salida para paliar sus efectos adversos sobre los mercados de crédito en el medio plazo.

Aspectos transfronterizos. Aunque los planes de rescate siguen una serie de principios comunes, las diferencias concretas a la hora de diseñarlos y ponerlos en práctica en cada país son considerables. Las diferencias en cuanto a la cobertura y el precio de los avales públicos para nuevas emisiones de deuda pueden poner en desventaja a los bancos de algunas jurisdicciones a la hora de financiarse en los mercados, ya que el coste de dicha financiación dependerá de la estructura de comisiones que aplique el país avalista y de su solvencia. En casos extremos, el riesgo soberano podría considerarse sintomático del riesgo de crédito de la deuda bancaria. Otro aspecto a tener en cuenta son los depósitos minoristas en bancos de propiedad extranjera, pues en muchos casos no está claro cómo les afectaría la quiebra del banco matriz. Además, los instrumentos y las condiciones de las inyecciones de capital también pueden afectar a la competitividad de los bancos en los mercados mundiales. Por un lado, están las diferencias en el coste efectivo del capital inyectado por los gobiernos. Por otro, los términos y condiciones de estas operaciones, que pueden afectar a la disponibilidad de capital privado.

Componentes de los planes de rescate bancarios en las economías desarrolladas¹

País	Ampliación del seguro de depósitos minoristas	Aval de pasivos mayoristas ²		Inyecciones de capital ³	Compras de activos
		Deuda nueva	Deuda en circulación		
Australia	✓	✓	✓		✓
Austria	✓	✓		✓	
Bélgica	✓	✓			
Canadá		✓			✓
Dinamarca	✓	✓	✓		
Finlandia	✓				
Francia		✓		✓	
Alemania	✓	✓		✓	✓
Grecia	✓	✓		✓	
Irlanda	✓	✓	✓		
Italia		✓		✓	
Países Bajos	✓	✓		✓	
Nueva Zelanda	✓				
Noruega					✓
Portugal	✓	✓			
España	✓	✓		✓	✓
Suecia	✓	✓		✓	
Suiza				✓	✓
Reino Unido	✓	✓		✓	
Estados Unidos	✓	✓		✓	✓

¹ A mediados de mayo de 2008. ² Incluye la emisión de bonos, el préstamo interbancario y otros pasivos mayoristas. La cobertura de los avales varía en función del país. ³ Sólo programas anunciados (excluye las actuaciones aisladas).

Fuente: BPI.

Recuadro 3: Medidas de los bancos centrales para aliviar la escasez de financiación en divisas

Corrinne Ho y François-Louis Michaud

Lo que comenzó siendo principalmente un problema de liquidez en dólares estadounidenses para bancos europeos acabó generalizándose a otras regiones en septiembre de 2008. El mayor recurso a los mercados monetarios en la segunda quincena de septiembre y principios de octubre dificultó extraordinariamente el acceso a la financiación en dólares estadounidenses con y sin activos de garantía. Los bancos de economías emergentes, que hasta entonces habían sorteado relativamente bien las tensiones en los mercados monetarios en dólares, también se vieron afectados por la escasez de fondos. Además, no sólo escaseaba la financiación en dólares, sino que algunas entidades financieras con pasivos en divisas como el euro o el franco suizo también sufrieron problemas de financiación similares.

Conforme ha ido generalizándose la escasez de divisas, los bancos centrales de numerosos países han ido tomando cartas en el asunto. Básicamente, los bancos centrales pueden proporcionar moneda extranjera a sus contrapartes de tres maneras distintas: recurriendo a sus reservas de divisas, utilizando divisas tomadas en préstamo en los mercados, o tomándolas prestadas de otro banco central (incluido el de emisión)[®]. Aunque estas tres opciones ya se han utilizado en el pasado, la primera y la última han sido las más empleadas durante la reciente crisis financiera[®]. En concreto, obtener moneda extranjera de otros bancos centrales a través de *swaps* o préstamos respaldados por activos puede ser recomendable cuando las reservas en dicha moneda son insuficientes o simplemente no se desea utilizarlas, o cuando se teme que la venta de activos de reserva menos líquidos agrave la situación en el mercado. Asimismo, los acontecimientos recientes han demostrado que las operaciones entre bancos centrales también responden al deseo de atajar el problema mediante la cooperación, como alternativa o complemento a la utilización de las reservas propias de divisas.

Líneas de swaps y préstamos garantizados entre bancos centrales

Durante el periodo analizado, las líneas de *swaps* entre bancos centrales han recibido considerable atención, especialmente aquellas con la Reserva Federal[®], no sólo porque el dólar haya estado en el epicentro de la crisis, sino también porque estas facilidades han aumentado considerablemente su volumen y alcance en el último año (véase el cuadro de la página siguiente). Entre diciembre de 2007 y mediados de septiembre de 2008, sólo el BCE y el Banco Nacional de Suiza (SNB) habían utilizado líneas de *swap* con la Fed para proporcionar dólares a sus contrapartes, como complemento de la *Term Auction Facility* (TAF). Estas dos líneas transatlánticas fueron ampliándose para posibilitar operaciones en dólares cada vez más voluminosas. A mediados de septiembre, conforme se intensificaba y ampliaba la escasez de dólares, las líneas de la Reserva Federal aumentaron en número (de dos a 14), cobertura horaria y geográfica (de uno a cinco continentes) y tamaño. Para mediados de octubre, ya se habían eliminado los topes máximos con el SNB, el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, para que pudieran cubrir por completo sus necesidades de dólares a tasas de interés fijas. También se amplió la gama de operaciones que ofrecían los bancos centrales participantes, que pasó de ser principalmente a largo plazo (entre uno y tres meses) a incluir operaciones a una semana e incluso durante algún tiempo también intradía[®], y de consistir principalmente en *repos* y préstamos garantizados a incluir *swaps* de divisas.

También se han creado mecanismos en euros y francos suizos, aunque a escala más regional. En mayo de 2008, los bancos centrales de Suecia, Noruega y Dinamarca anunciaron un acuerdo para intercambiar euros por coronas islandesas con el Banco Central de Islandia. En octubre, el BCE y el SNB concertaron una línea de *swaps* en francos suizos para la zona del euro, especialmente destinada a bancos pequeños que no gozaban de acceso directo a las operaciones de mercado del SNB. Ese mismo mes, el BCE abrió una línea de *swaps* con el Banco Nacional de Dinamarca para ayudarle a mejorar la liquidez en euros a corto plazo en sus mercados y se comprometió a proporcionar euros al Magyar Nemzeti Bank de Hungría a través de *repos*. En noviembre, el SNB y el BCE firmaron sendos acuerdos para canalizar francos suizos y euros respectivamente hacia el Banco Nacional de Polonia.

Acuerdos anunciados entre bancos centrales ¹				
Participantes	Primer anuncio	Tope máximo	Utilizado	Gama de operaciones ²
Oferta de USD de la Fed a:				
Banco Nacional de Suiza	12 dic 07	–	Sí	1M, 3M, 1S
Banco Central Europeo	12 dic 07	–	Sí	1M, 3M, 1S; <i>swaps</i> FX
Banco de Inglaterra	18 sep 08	–	Sí	1M, 3M, 1S
Banco de Japón	18 sep 08	–	Sí	1M, 3M
Banco de Canadá	18 sep 08	\$30 mm		–
Banco de la Reserva de Australia	24 sep 08	\$30 mm	Sí	1M, 3M
Sveriges Riksbank	24 sep 08	\$30 mm	Sí	1M, 3M
Banco Nacional de Dinamarca	24 sep 08	\$15 mm	Sí	1M, 3M
Banco Central de Noruega	24 sep 08	\$15 mm	Sí	1M, 3M
Banco de la Reserva de Nueva Zelandia	28 oct 08	\$15 mm		–
Banco Central de Brasil	29 oct 08	\$30 mm		–
Banco de México	29 oct 08	\$30 mm		–
Banco de Corea	29 oct 08	\$30 mm		–
Autoridad Monetaria de Singapur	29 oct 08	\$30 mm		–
Oferta de CHF del SNB a:				
Banco Central Europeo	15 oct 08	–	Sí	<i>swaps</i> FX ; 1S, 3M
Banco Nacional de Polonia	07 nov 08	–	Sí	<i>swaps</i> FX ; 1S, 3M
Oferta de EUR del BCE a:				
Magyar Nemzeti Bank	16 oct 08	€5 mm ³	–	<i>swaps</i> FX a 1 día ⁴
Banco Nacional de Dinamarca	27 oct 08	€12 mm	Sí	1M, 3M ⁵
Banco Nacional de Polonia	21 nov 08	€10 mm ³	–	–
Oferta de EUR de bancos centrales nórdicos a:				
Banco Central de Islandia	16 may 08	€1,5 mm	Sí	–

¹ Información disponible a 21 de noviembre de 2008; se refiere a líneas de *swaps* salvo mención en contrario; una raya (–) indica dato no especificado. ² Se refiere a las operaciones para proporcionar divisas a otras contrapartes, y no a las transacciones entre bancos centrales. Los bancos centrales pueden contar con otras facilidades para inyectar divisas recurriendo a sus reservas. Consiste en *repos* y préstamos respaldados por activos de garantía, salvo mención en contrario. 1M = a un mes; 3M = a tres meses; 1S = a una semana. ³ Mediante *repos*. ⁴ Se anunció la facilidad pero su utilización es confidencial. ⁵ Está prevista una subasta a tres meses para el 10 de diciembre de 2008.

Fuente: bancos centrales.

Algunos de estos acuerdos, pese a anunciarse públicamente, aún no han sido utilizados, lo que indicaría que se crearon más como medida de precaución y de respaldo que por la necesidad inmediata de financiación externa.

Utilización de las reservas de divisas

Los bancos centrales también han recurrido a sus propias reservas para aliviar la escasez de divisas en los mercados. Desde que comenzara la fase más aguda de la convulsión financiera a mediados de 2008, la mayoría de los bancos centrales de los países emergentes ha llevado a cabo ventas directas de sus reservas para cubrir las necesidades de los mercados locales y para aliviar la presión sobre el tipo de cambio⁶. Asimismo, algunos bancos centrales han optado por ofrecer parte de sus reservas a través de *repos*, como por ejemplo Brasil y Filipinas. Otro método empleado han sido los *swaps* de divisas. Para aquellos bancos centrales en los que estos *swaps* forman parte de su operativa habitual en el mercado monetario, como es el caso de Australia, este método no supone una novedad y no es necesario crear ningún instrumento nuevo.

Otros bancos centrales (Corea e Indonesia) han tenido que modificar sus facilidades actuales de swaps de divisas (por ejemplo ampliando la gama de contrapartidas admisibles o los plazos de las operaciones) para distribuir las divisas de forma más eficiente y flexible. Algunos han creado nuevas líneas de swaps (Brasil, Chile y Polonia) o han anunciado su disposición a crearlas cuando sea necesario (Hong Kong RAE). Por último, algunos bancos centrales también se han mostrado dispuestos a realizar swaps de divisas desde ambos lados de la operación (Hungría), aliviando así el riesgo de crédito de contraparte.

^① En algunos casos, estos préstamos pueden ir acompañados de otros programas oficiales de ayuda financiera, como por ejemplo los del FMI. ^② Además de inyectar divisas, el banco central también puede modificar el nivel de reservas obligatorias para mejorar la disponibilidad de moneda extranjera en el sistema financiero. ^③ Las líneas de swaps no constituyen ninguna novedad, aunque tradicionalmente se han utilizado para intervenir en los mercados de divisas y no tanto para resolver problemas de liquidez en moneda extranjera. ^④ Las subastas diarias de dólares a un día celebradas por el BCE, el SNB y el Banco de Inglaterra entre mediados de septiembre y mediados de noviembre de 2008 (de octubre en el caso del BCE) tenían por objetivo aliviar la escasez de dólares al comienzo de la jornada en los mercados europeos. ^⑤ Al bloquearse los canales tradicionales de financiación en dólares (préstamos y el mercado de swaps de divisas), muchos bancos habrían decidido comprar dólares en los mercados de contado, provocando marcadas depreciaciones en la moneda local.

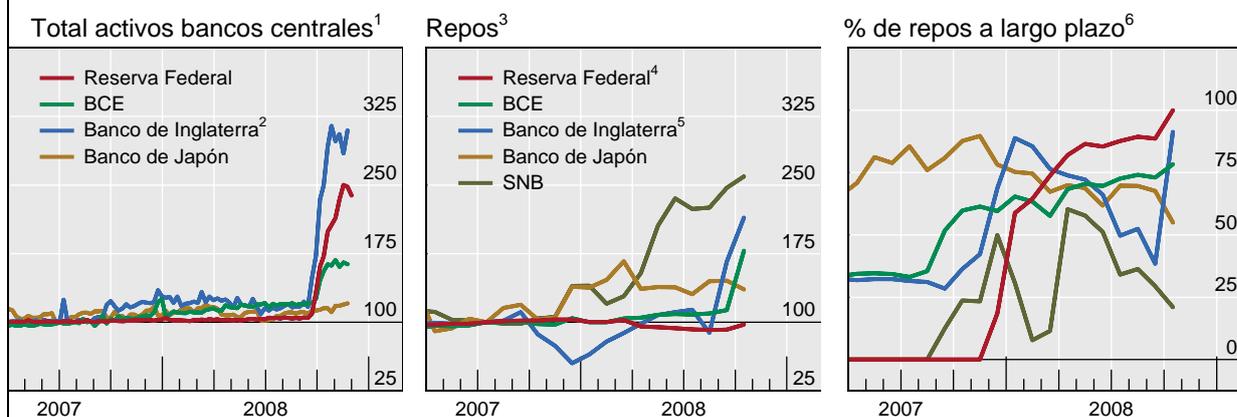
Recuadro 4: La situación financiera de los bancos

Francois-Louis Michaud y Gert Schnabel

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas han intentado por distintos medios rebajar la presión sobre los mercados interbancario y monetario desde agosto de 2007. El resultado ha sido un cambio considerable en el tamaño, la composición y el perfil de riesgo de sus balances. Los principales bancos centrales han proporcionado más financiación a plazo a un mayor número de instituciones y a cambio de activos de garantía más variados que de costumbre. En algunos casos, han prestado fondos directamente a las instituciones más necesitadas y han adoptado otras medidas excepcionales para mejorar las condiciones de financiación en los mercados de crédito. En este recuadro analizamos cómo han repercutido todas estas medidas en la situación financiera de los bancos centrales.

En los primeros compases de la reciente crisis, aproximadamente hasta mediados de septiembre de 2008, estas medidas no ampliaron significativamente sus balances, aunque sí se produjo un cambio apreciable en la composición de su activo, al inyectar liquidez con más frecuencia y a más largo plazo de lo habitual (véase el Gráfico A). En algunos casos, incluso se amplió la gama de colateral admisible.

Activos de bancos centrales y operaciones de mercado abierto



¹ Final T2 2007 = 100; datos semanales. ² Ajustado por el BPI para las estimaciones de partidas en trámite de liquidación relacionadas con operaciones en dólares sin límite de cantidad. ³ Operaciones con pacto de recompra en circulación (y *term auction credit*, TAF, en el caso de la Fed), incluidas subastas de divisas; medias mensuales, junio 2007 = 100. ⁴ Suma de los importes en circulación de repos, TAF y títulos del Tesoro de EEUU mantenidos por la Fed. ⁵ El descenso entre agosto y diciembre de 2007 contrarresta la oferta de reservas al mercado a través del préstamo a Northern Rock (NR). El incremento posterior contrarresta el drenaje de reservas cuando el Gobierno británico, aunque también NR, amortizaron su deuda con el Banco de Inglaterra. ⁶ Operaciones con pacto de recompra en circulación (y TAF en el caso de la Fed) incluidas subastas de divisas a 28 días o más en porcentaje del total de repos en circulación (y TAF para la Fed); medias mensuales.

Fuente: bancos centrales.

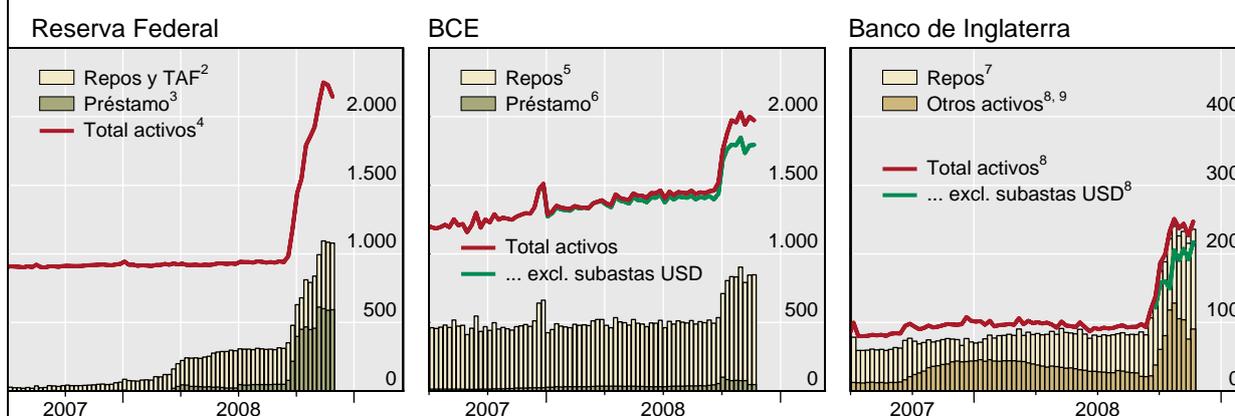
Gráfico A

En Estados Unidos, la Reserva Federal alargó el vencimiento de sus operaciones de refinanciación. También elevó su volumen, lo que compensó reduciendo sus tenencias de títulos del Tesoro. Estos últimos los prestó en mayor medida a *primary dealers* a cambio de una amplia gama de valores menos líquidos, con el fin de inyectar liquidez en los balances de éstos a través de la *Term Securities Lending Facility*, sin efecto neto en las reservas bancarias ni en el tamaño de su balance. De forma similar, el Banco de Inglaterra (BoE), a través de su *Special Liquidity Scheme*, también permutó con sus bancos activos menos líquidos por otros con mayor liquidez. El BoE, junto con el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Nacional de Suiza (SNB), acortaron los plazos de sus operaciones de mercado abierto. Aunque el BCE y el SNB establecieron líneas de *swap* con la Fed para proporcionar dólares a bancos europeos, las cantidades acordadas fueron relativamente pequeñas y apenas se utilizaron sus facilidades permanentes de crédito.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, muchos de los principales bancos centrales vieron crecer sus balances con fuerza al incrementar su presencia en los mercados monetarios. En apenas unas semanas, los activos de la Fed y del BoE se duplicaron con creces, mientras que los del BCE y el SNB crecieron más de un 30%. En el caso de la Reserva Federal, esta evolución se

debió a sus préstamos directos a entidades bancarias e intermediarios financieros a través de sus facilidades habituales, pero también mediante canales nuevos, como el préstamo indirecto a los fondos del mercado monetario o la adquisición de efectos comerciales a través de sociedades de gestión especializadas (SPV), y reflejó además la utilización de sus líneas de *swaps* de dólares por otros bancos centrales. En Europa, también aumentó el recurso a las facilidades permanentes de los bancos centrales, aunque en menor medida. Sus balances crecieron sobre todo por el mayor volumen neto de sus operaciones de mercado abierto para inyectar liquidez en dólares y en moneda local, en su mayoría a plazo (véase el Gráfico B). También se celebraron más «subastas» a interés fijo con adjudicación plena y se incrementó el volumen máximo de las líneas de *swaps* en dólares y de otras operaciones similares para inyectar liquidez en esa moneda, que más tarde se hicieron ilimitadas. Entre finales de agosto y finales de septiembre, las líneas de *swaps* de la Fed con el BCE, el BoE y el SNB crecieron en más de 300.000 millones de dólares, la mitad de los cuales se destinaron al préstamo.

Operaciones de mercado abierto y préstamos de los bancos centrales¹



¹ En miles de millones de unidades de moneda nacional. ² Operaciones con pacto de recompra y *term auction credit* (TAF). ³ *Primary discount credit, primary dealer credit facility*, crédito a Maiden Lane (Bear Stearns) y a AIG, y medidas de apoyo a efectos comerciales y fondos de inversión del mercado monetario. ⁴ Oferta total de reservas. ⁵ Operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a largo plazo y operaciones de ajuste en euros. ⁶ Facilidad marginal de crédito y otros activos en euros frente a instituciones de crédito de la zona del euro. ⁷ *Repos* inversos en libras esterlinas a corto y largo plazo. ⁸ Ajustado por el BPI para las estimaciones de partidas en trámite de liquidación relacionadas con operaciones en dólares sin límite de cantidad. ⁹ Incluye préstamos en dólares de Estados Unidos y préstamos para garantizar depósitos en el Reino Unido.

Fuente: bancos centrales.

Gráfico B

La correspondiente expansión del pasivo en los bancos centrales se produjo por distintas vías. En muchos casos, aumentaron las reservas de los bancos comerciales en el banco central, como ocurrió en el BCE, cuya facilidad de depósito creció con fuerza. Asimismo, numerosos bancos centrales adoptaron medidas para flexibilizar la gestión de sus obligaciones. En Estados Unidos, el Tesoro emitió más letras, cuyos ingresos, cercanos a los 500.000 millones de dólares, mantuvo en la Fed. Ésta, por su parte, comenzó a remunerar las reservas bancarias (en la actualidad, a una tasa equivalente al objetivo medio (mínimo) fijado por el FOMC para el periodo de mantenimiento (por encima) del coeficiente mínimo de reservas), lo que facilitó la ampliación de su balance a tasas de interés positivas. El BoE y el BCE estrecharon la banda entre las tasas de sus facilidades de préstamo y de depósito (de 200 a 50 puntos básicos el primero y a 100 el segundo). Además el BCE anunció un posible aumento de la tasa de los depósitos a una semana. Otros bancos centrales comenzaron a emitir sus propias letras, como el BoE, el Riksbank y el SNB.

Los avales públicos para deuda bancaria podrían frenar el crecimiento de los balances de los bancos centrales y reducir su riesgo. En la medida en que las facilidades con respaldo estatal ayuden a estabilizar los mercados, pueden animar a los proveedores de liquidez privados a prestar a los bancos, lo que permitiría al banco central retirarse del mercado gradualmente. Además, a medida que los bancos centrales comiencen a aceptar como colateral deuda respaldada por el Gobierno, también mejorará el perfil de riesgo de sus cuentas.

La mayor preponderancia de los bancos centrales en la intermediación financiera suele

considerarse como una solución temporal a la interrupción de la financiación privada. Sin embargo, ni la mayor intermediación por el banco central ni los avales públicos han conseguido reactivar el préstamo interbancario ni devolver a la normalidad a los mercados monetarios. Sin duda, esto podría obedecer a las continuas limitaciones impuestas a los balances y al capital de los bancos, aunque también podría explicarse por las diferencias en el tipo de avales públicos concedidos en cada país y en su proceso de implementación. También podría estar evolucionando la gestión de la liquidez por los bancos, que se estarían alejando de los mercados de capitales. Por último, el mayor peso de los bancos centrales en la intermediación financiera podría desincentivar el regreso a escena de los bancos comerciales, que, al obtener financiación del banco central a tasas cercanas a la oficial y sin riesgo de contraparte, podrían no tener prisa por financiarse en los mercados. Además, la estrechez de los diferenciales entre las tasas objetivo de los bancos centrales y las que abonan sobre las reservas que superen el coeficiente mínimo también podría desanimar el préstamo interbancario. En cualquier caso, no está claro hasta dónde tendrán que seguir ampliando sus balances los bancos centrales, ni por cuánto tiempo.