

Algunos aspectos técnicos y evolución reciente del Euribor

David Martín

Analista económico. Servicios de Estudios. Santander

Introducción

Los bancos europeos consideraron que la introducción del euro en 1999 hacía necesario establecer una nueva tasa de interés de referencia en la Unión Económica y Monetaria: el Euribor (Euro Interbank Offered Rate) o tipo de interés de referencia del mercado monetario de la Zona Euro. El Euribor es el tipo de interés al que se ofrecen depósitos a plazo sin garantía o colateral en el mercado interbancario por un banco “prime” a otro banco “prime”.

Algunos aspectos técnicos

El Euribor está esponsorizado por la Federación Bancaria Europea (EBF), que representa a aproximadamente 5.000 bancos de europeos, y la Asociación del Mercados Financieros (ACI).

Con periodicidad diaria, un panel de bancos suministra el tipo de interés que estima que los bancos del panel están demandando a los otros bancos del panel por depósitos interbancarios dentro de la Eurozona. Se suministran varios plazos para los tipos de interés, que van de una semana, dos semanas, tres semanas, un mes,... hasta doce meses. Por lo que cada día se publican quince datos de Euribor.

Para el cálculo del Euribor (llevado a cabo por Reuters) se eliminan los extremos de la muestra, en total un 15% de los tipos suministrados. Tras los cálculos, a las 11 de la mañana, Reuters publica los Euribor medios para cada plazo y los propios datos suministrados por cada uno de los bancos del panel.

Existe un código de conducta que fija reglas sobre: qué bancos pertenecen al panel; las obligaciones de los bancos del panel y las funciones y composición del Comité de Dirección, que es responsable de supervisar el Euribor, lo que trata de asegurar la transparencia y la gestión eficiente de los bancos del panel.

La elección de los bancos del panel se basa en criterios de Mercado. Los bancos son seleccionados para tratar de que la diversidad de los mercados monetarios del euro se refleja adecuadamente, haciendo de esta forma que el Euribor sea una referencia representativa. Los contribuyentes son los bancos con los mayores volúmenes de negocio en los mercados monetarios. La idea que subyace es “el mejor precio entre los mejores bancos”.

Euribor, Eonia, Eurepo, Eonia Swaps...

Además del Euribor, conviene recordar que existen otras referencias en el mercado monetario del Euro. El Eonia (Euro OverNight Index Average) es el tipo de referencia efectivo a 1 día. Se computa como la media ponderada de todas las transacciones de crédito (sin garantía) a un día en el mercado interbancario. Los bancos que reportan son los mismos que en el Euribor.

El Eonia Swap es un swap de tipos de interés, donde una de las partes recibe un tipo de interés fijo a cambio de pagar un tipo flotante, que es el Eonia, a la otra parte. También se calcula un índice de Eonia Swap diario a partir de las contribuciones de un panel de bancos. Los índices Eonia Swaps son importantes no solo porque supongan una referencia para los mercados de derivados o una referencia para los tipos de swaps a más largo plazo. En momentos como el actual, en el que se registran tensiones anormales en los mercados monetarios, permiten crear definiciones de diferenciales o spread contra el Euribor u otros tipos de interés, que informan sobre el grado y tipo de las tensiones en los mercados.

El Eurepo es el tipo de interés a que un banco “prime” ofrece financiación en la Zona Euro a otro banco “prime” si a cambio el primero recibe del segundo una garantía (o colateral). El colateral tiene que ser el mejor posible medido en términos de rating y liquidez.

La curva de tipos de interés interbancarios - Euribor

Por lo tanto, el Eonia, o tipo de interés a un día del mercado interbancario sin garantía, representa el principio o tipo de interés de más corto plazo de la curva de tipos de interés de este mercado. El resto de los plazos, desde una semana hasta un año, son los diferentes Euribor y en conjunto componen lo que se denomina la curva de tipos. Es posible representar gráficamente esta curva para cada momento (ver gráfico 1).

El Eonia es una pieza clave en el sistema financiero ya que:

- El mecanismo de transmisión de la política monetaria comienza en el Eonia. El Banco Central Europeo desempeña tres funciones principales: Controlar los tipos de interés; enviar señales al mercado sobre la orientación de la política monetaria; Y garantizar un funcionamiento ordenado del mercado monetario, facilitando a las en-

tidades de crédito sus necesidades de liquidez. Controlar los tipos de interés en la práctica quiere decir mantener el tipo de interés Eonia cercano al tipo de interés oficial fijado cada mes por el Banco Central Europeo en su reunión del consejo de Gobierno.

- Los cambios en el Eonia se trasladan a toda la curva de tipos, por lo que los cambios en el más corto de los plazos afectan a los plazos más largos. La mayoría de economistas están de acuerdo en que hay dos principales factores que afectan a la pendiente de la curva de tipos o las diferencias de tipos a distintos plazos. Estos son las expectativas futuras de los tipos de interés y ciertas primas de riesgo demandadas por los prestatarios.
- Los tipos de interés de los plazos más largos son las variables relevantes para las decisiones de gasto, inversión y ahorro de familias y empresas.

De acuerdo con la teoría de las expectativas puras, los tipos de interés a diferentes plazos reflejan las expectativas de tipos de interés de los agentes. Bajo esta teoría, los tipos de interés a un plazo n , son la media de los tipos esperados para cada uno de los n periodos, posiblemente ajustada por una prima de riesgo. Esta teoría se complementa con la preferencia por la liquidez. Esta sostiene que los tipos de interés a un plazo mayor no solo reflejan las expectativas futuras de tipos de interés, también contienen una prima, la prima de liquidez, que compensa por mantener la liquidez amarrada por un periodo de tiempo más largo, incluida la mayor incertidumbre asociada a este hecho.

En época “normal” durante la mayor parte del tiempo, la curva de tipos tendrá una pendiente positiva (los tipos a plazos más cortos serán más bajos que los tipos a plazos más largos). Esto es, si los agentes creen que los tipos (Eonia) van a permanecer estables, la pendiente de la curva será positiva y las diferencias entre tipos reflejan solo las primas de riesgo. Si los agentes creen que los tipos van a subir, la pendiente será positiva y más elevada, ya que a las primas de riesgo se suman los tipos previstos mayores. Y en el caso de que los agentes esperen bajadas de tipos,

“ Los tipos de interés de los plazos más largos son las variables relevantes para las decisiones de gasto, inversión y ahorro de familias y empresas ”

si los tipos esperados superan las primas de riesgo, la pendiente será negativa.

Así, desde 2000 hasta verano de 2007, mientras el Eonia oscilaba en torno al tipo oficial, el tipo a 3 meses se mantuvo en unos rangos que daban un diferencial medio de 0,17 puntos porcentuales (que reflejaba las expectativas de variaciones de tipos en los 3 meses subsiguientes, más las primas de riesgo) y en los tipos a 12 meses 0,33 puntos porcentuales (que reflejaba las expectativas de variaciones de tipos en los 12 meses subsiguientes, más las primas de riesgo, mayores que en el 3 meses, ya que el plazo es mayor).

Evolución reciente de los tipos interbancarios – Euribor

A partir del verano de 2007 los mercados interbancarios sin garantía han pasado a ocupar un sitio principal en la actualidad económica. El estallido de la crisis financiera ha afectado de manera especial a los mercados interbancarios. En agosto 2007 los tipos de interés interbancarios comenzaron a incrementarse fuertemente, alcanzando niveles que no pueden ser explicados completamente por los factores que han determinado los diferenciales durante los años precedentes.

GRÁFICO 1. EUROZONA: CURVA DE TIPOS

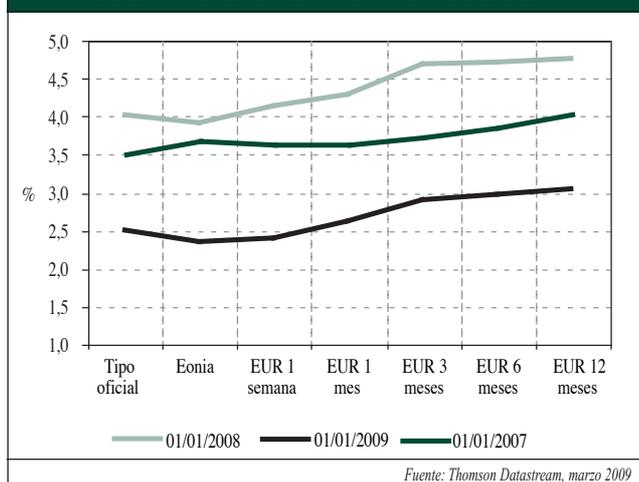


GRÁFICO 2: EUROZONA: SPREADS EURIBOR-EONIA (puntos porcentuales)

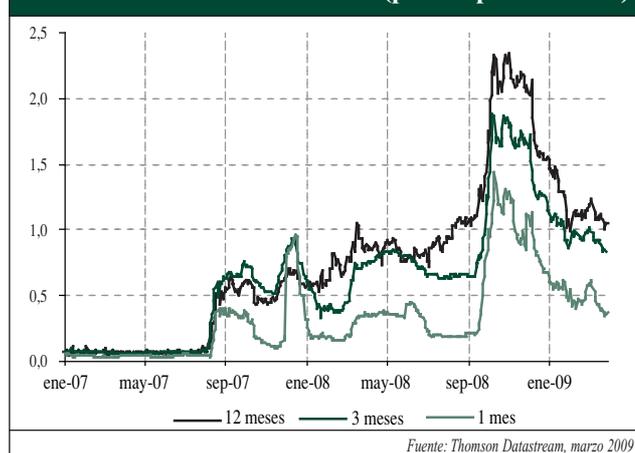


TABLA 1. PANEL DE BANCOS PARA LA ELABORACIÓN DE LOS TIPOS DE REFERENCIA

PAÍS	BANCOS	
Austria	Erste Bank der Österreichischen Sparkassen	RZB - Raiffeisen Zentralbank Österreich AG
Bélgica	Dexia Bank KBC	
Finlandia	Nordea	
Francia	BNP - Paribas Société Générale HSBC France	Natixis Crédit Agricole s.a. Crédit Industriel et Commercial CIC
Alemania	Landesbank Berlin Bayerische Landesbank Girozentrale Deutsche Bank Dresdner Bank Landesbank Hessen - Thüringen Girozentrale	West LB AG Commerzbank DZ Bank Deutsche Genossenschaftsbank Landesbank Baden-Württemberg Girozentrale Nordeutsche Landesbank Girozentrale
Grecia	National Bank of Greece	
Irlanda	AIB Group	Bank of Ireland
Italia	Banca IntesaBci Monte dei Paschi di Siena	UCI Milan
Luxemburgo	Banque el Caisse d'Epargne de l'État	
Holanda	ABN Amro Bank ING Bank	Rabobank
Portugal	Caixa Geral De Dpósitos (CGD)	
España	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Banco Santander Central Hispano	Confederación Española de Cajas de Ahorro
Otros bancos de la UE	Barclays Capital Svenska HHandelsbanken	Den Danske Bank
Bancos internacionales	Bank of Tokyo - Mitsubishi Citibank	J.P. Morgan Chase & Co. UBS (Luxembourg) S.A.

Fuente: EBF y ACI

En primer lugar, dichos movimientos no obedecen a perspectivas de incrementos de tipos. En verano de 2007 con el tipo oficial situado en un nivel de 4,25%, los mercados ya no descontaban más subidas del tipo oficial. En segundo lugar, tenemos las primas de riesgo. Tras el estallido de la crisis financiera se produjo una revaloración generalizada de los riesgos inherentes a los mercados financieros y las primas de riesgo en los distintos mercados se elevaron de forma muy considerable. Este efecto se observa perfectamente en el diferencial entre el Euribor y el Eonia Swap (como los swaps son operaciones que se pueden considerar garantizadas, la prima de riesgo se minimiza y la diferencia entre Euribor y Eonia Swap aproxima la prima de riesgo del mercado interbancario no garantizado). Como podemos observar en el gráfico 2, de oscilar en valores inferiores a 0,1 puntos porcentuales, tras la quiebra de la entidad Lehman Brothers, momento de máximo riesgo en los mercados, las primas de riesgo del Euribor a 12 meses alcanzaron los 2,5 puntos, esto es un valor 25 veces superior a los de la mayor parte de la presente década.

La perspectiva de problemas en el sector financiero empujó al alza la probabilidad de quiebra de las entidades del sector descontada por los agentes. Pero el denominado riesgo de crédito, esto es, el riesgo de que el préstamo no sea devuelto en plazo debido a la quiebra de la contraparte tampoco es capaz de explicar por sí sólo todo el diferencial entre el Euribor y el tipo oficial. De acuerdo con los cálculos del Banco Central

Europeo, en la situación actual se dan una serie de circunstancias que hacen que las entidades solo se presten a unas tasas que compensen por lo que se denomina riesgo de financiación de la liquidez. En la crisis financiera actual, la posibilidad de un shock de liquidez es significativa y la probabilidad de quiebra de la entidad en cuestión si sufre un shock de liquidez es también significativa. En estas circunstancias las entidades solo se prestan dinero aplicando tipos que compensan estos riesgos y por ese motivo, a un tipo de interés oficial dado, los tipos de interés Euribor se sitúan en niveles mucho más elevados. Gracias a las medidas adoptadas por las autoridades económicas en los últimos meses, los riesgos se han moderado. Pero los diferenciales se mantienen aún en niveles anormalmente elevados, por lo que la situación está lejos de haberse normalizado.

Para saber más...

- Página de información del Euribor: www.euribor.org
- Página de información del Eurepo: www.eurepo.org
- Página de información del Eoniaswap: www.eoniaswap.org
- Banco Central Europeo: www.ecb.int
- Banco de España: www.bde.es
- Federación Europea de Banca: www.fbe.be