

FOCUS · Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed

La Reserva Federal (Fed) abordará una tarea compleja a la vuelta de vacaciones: empezar a subir el tipo de interés oficial, tras más de seis años congelado cerca del 0%. Será la primera gran maniobra del proceso de normalización monetaria después del anuncio del *tapering* de las compras de bonos en 2013, que desencadenó fuertes turbulencias en los mercados financieros. Para que no se repitan, la Fed deberá calibrar bien la fecha y la magnitud de cada subida, y cuidar la comunicación de sus decisiones. Pero también resultará crucial que la instrumentación de las operaciones funcione con eficacia y suavidad. Planean dudas razonables al respecto, derivadas de dos factores singulares: el enorme exceso de liquidez en el sistema bancario y los profundos cambios regulatorios y competitivos que han tenido lugar en el seno del sistema financiero durante los últimos años. Ante este desafío, la Fed ha diseñado nuevas herramientas para intervenir en el mercado monetario.

Tradicionalmente, la Fed ha utilizado operaciones de mercado abierto (OMA) para controlar el volumen de reservas bancarias y conducir el tipo de interés al que las entidades bancarias se prestan dinero a un día (conocido como *fed funds rate* o tipo de mercado) hacia el nivel deseado por la propia Fed (*fed funds target rate* o tipo oficial). Sin embargo, la política de expansión del balance de la Fed tras el estallido de la crisis financiera (principalmente compras de bonos) ha disparado el nivel de las reservas bancarias muy por encima de lo normal y necesario. A efectos prácticos, este ingente exceso de reservas resta efectividad a las OMA: para elevar el *fed funds rate* sería necesario que la Fed vendiera bonos (y, así, absorbiera reservas) por un importe tan elevado que los efectos secundarios disruptivos sobre los mercados financieros serían devastadores. Es necesario, por tanto, actuar por otras vías.

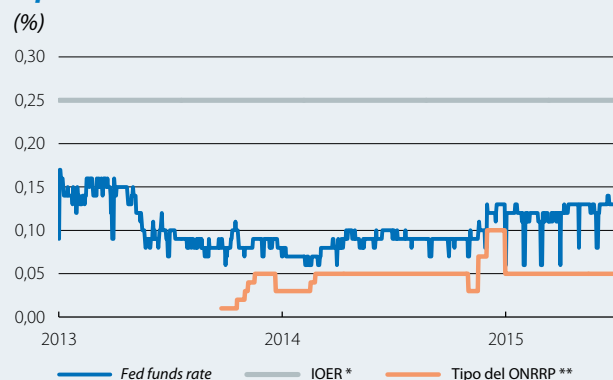
En septiembre de 2014, la Fed perfiló la nueva estrategia para avanzar en la normalización monetaria y anunció que el principal instrumento sería la tasa de interés que paga a los bancos por las reservas excedentarias (IOER). Mediante esta herramienta, la Fed estableció un nivel de interés por debajo del cual cada banco no debería estar dispuesto a prestar dinero a otras entidades financieras. Es decir, el IOER debería actuar como un límite inferior para el *fed funds rate*. Pero la evidencia de los últimos años muestra que el uso del IOER no garantiza, por sí solo, el grado de control deseado del tipo de mercado. Desde 2008, el *fed funds rate* se ha situado sistemáticamente por debajo del IOER. La razón es el gran peso que han alcanzado en el sistema financiero estadounidense las entidades no bancarias (*hedge funds*, fondos de inversión del mercado monetario o agencias hipotecarias públicas como Fannie Mae y Freddie Mac). Estas instituciones, al no tener acceso a una cuenta de reserva en la Fed, están dispuestas a prestar fondos a tipos de interés por debajo del IOER. Con el fin de resolver esa

problemática, la Fed ha diseñado una herramienta complementaria, el *overnight reverse repurchase agreement* (ONRRP), mediante la cual las instituciones financieras no bancarias prestan fondos a un día a la Fed (recibiendo como aval títulos de la cartera de bonos de esta). En consecuencia, los usuarios del ONRRP no tienen incentivos a prestar dinero a tipos de interés por debajo del ofrecido por la Fed. Los ensayos realizados desde septiembre de 2013 muestran que el tipo del ONRRP ha actuado como un límite inferior para el tipo de interés a corto plazo de mercado. Adicionalmente, la Fed tiene preparadas dos herramientas de refuerzo concebidas para retirar temporalmente liquidez de la circulación: la *term deposit facility* (TDF), para convertir las reservas de los bancos en depósitos a plazo, y los *term reverse repurchase agreements* (TRRP), para el resto de entidades financieras.

Si bien el uso combinado de todos estos instrumentos parece teóricamente suficiente para ajustar los tipos de interés a corto plazo, existen dudas respecto a sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera. Un primer temor reside en si el mercado monetario podría atrofiarse como consecuencia del papel hegemónico de la Fed. También preocupa una posible reorientación brusca de las inversiones de las instituciones financieras hacia la seguridad del ONRRP si se atisba un episodio de estrés financiero, lo que reduciría drásticamente la financiación al sector privado y acentuaría las tensiones iniciales.

En definitiva, la Fed dispone de herramientas suficientes sobre el papel para hacer efectivas las subidas de tipos. Sin embargo, las dudas acerca de la suavidad del proceso permanecen, y aún más las relativas a los posibles efectos secundarios. La autoridad monetaria estadounidense deberá vigilar atentamente los pormenores del proceso de implementación y manejar con acierto su ampliada caja de herramientas.

Tipos de interés monetarios en EE. UU.



Notas: * IOER: tipo de interés sobre el exceso de reservas.

** ONRRP: acuerdo de compras reversas a un día.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.