

Controla la Fed els tipus d'interès?

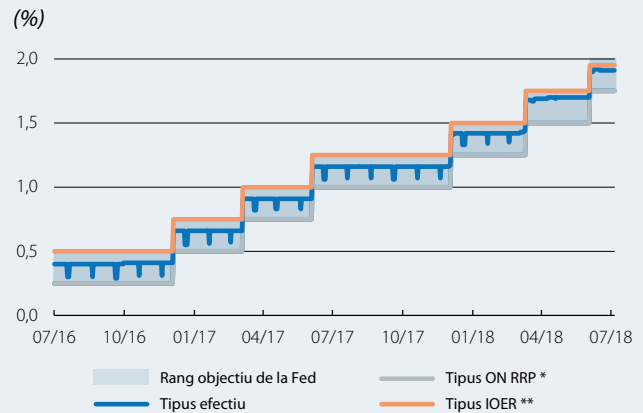
En els últims mesos, el tipus d'interès que la Fed dels EUA utilitza com a referència s'ha acostat al límit superior del seu rang objectiu i ha reduït la diferència entre els dos valors a mínims no vistos des del 2009. És això una anomalia tècnica a la qual no hem de prestar més atenció? O, en canvi, és un signe que les eines utilitzades per la Fed actualment per regular la política monetària estan quedant obsoletes? Aquestes preguntes, que analitzem tot seguit, clarifiquen el futur de la política monetària nord-americana.

Per respondre aquestes qüestions, cal conèixer com ha implementat la Fed la política monetària en els últims anys i explorar si, davant el context actual de reducció del balanç del banc central, els instruments que ha utilitzat fins avui continuen sent eficaços. En els anys previs a la crisi, la Fed establí el tipus d'interès desitjat ajustant el volum de reserves que els bancs mantenien a la Fed mitjançant l'adquisició o la venda d'actius al mercat secundari. Per exemple, si la Fed volia disminuir el tipus d'interès, havia d'augmentar l'oferta de reserves: adquiria valors al mercat secundari, de manera que incrementava la liquiditat al mercat i exercia pressió a la baixa sobre el tipus d'interès. Aquest mecanisme era eficaç en els temps en què la quantitat de reserves que mantenien els bancs a la Fed era relativament petita, de manera que lleugers ajustos per part de la Fed afectaven l'equilibri entre l'oferta i la demanda al mercat de fons federals a molt curt termini (on les institucions financeres es presten reserves) i influenciaven el tipus d'interès (*l'effective federal funds rate*, EFR) fins al seu objectiu.

No obstant això, la irrupció de les mesures de política monetària no convencionals després de l'esclat de la crisi financera, en concret la compra massiva d'actius per part de la Fed,¹ va provocar un augment mai vist de la liquiditat i, per tant, del nivell de reserves bancàries i va restar efectivitat a la implementació tradicional de la política monetària. Per aquest motiu, la Fed va haver de trobar noves formes de fixar el tipus d'interès desitjat. En concret, els instruments amb els quals la Fed va passar a regular la política monetària van ser *l'interest on excess reserves* (IOER), el tipus d'interès amb el qual la Fed remunera els bancs per mantenir les seves reserves al banc central, i el tipus d'interès de *l'overnight reverse repurchase agreement* (ON RRP), un acord entre la Fed i les entitats financeres no bancàries pel qual aquestes últimes reben una compensació per prestar a un dia els seus fons a la

1. A l'agost del 2008, la dimensió del balanç de la Fed era inferior als 0,9 bilions de dòlars, mentre que, al punt màxim, va superar els 4,5 bilions de dòlars.

EUA: tipus d'interès oficials



Notes: * ON RRP: acord de compres reverses a un dia.

** IOER: tipus d'interès sobre l'excés de reserves.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Fed.² Aquests dos tipus d'interès limiten el rang objectiu de la Fed al mercat de fons federals, on els bancs financen les reserves. D'una banda, els agents que poden accedir a les facilitats de l'ON RRP no tenen incentius per prestar a un tipus d'interès EFR inferior al qual la Fed retribueix els seus fons (ON RRP). De l'altra, els bancs amb excés de reserves a la Fed no tenen incentiu per prendre prestat a un tipus EFR superior al que la Fed els remunera (IOER), tot i que sí que desitjarien finançar-se a un tipus inferior, ja sigui per assolir el mínim de liquiditat que exigeix el banc central o per finançar un excés de reserves amb el qual obtindran un rendiment superior al cost de finançament a través de l'IOER.³ Així, al mercat de fons federals, els primers (amb accés a l'ON RRP però no a l'IOER) actuen com a oferents, i els segons (amb accés a l'IOER però no a l'ON RRP), com a demandants. Al primer gràfic podem veure com, efectivament, l'EFR s'ha mantingut, històricament, en l'interval objectiu de la Fed. No obstant això, des del final del 2017, l'EFR s'ha acostat amb fermesa al límit superior. Significa això que han començat a sorgir desajustaments en la implementació de la política monetària de la Fed?

2. Exemples d'entitats financeres no bancàries són els *hedge funds*, fons d'inversió del mercat monetari o agències hipotecàries públiques. Aquestes entitats tenen accés a les facilitats de l'ON RRP, però no poden mantenir les reserves a la Fed i beneficiar-se de l'IOER, mentre que el contrari els succeeix a les entitats bancàries. Per a una descripció més detallada d'aquestes eines, vegeu el Focus «Normalització monetària als EUA: la nova caixa d'eines de la Fed», a l'IM07/2015.

3. Pel que fa a aquesta oportunitat d'arbitratge, l'expresident de la Fed, Ben Bernanke, argumenta, al seu article «The Fed's interest payment on banks», que, atesos els diversos costos de transacció associats a aquestes operacions, la magnitud és molt petita.

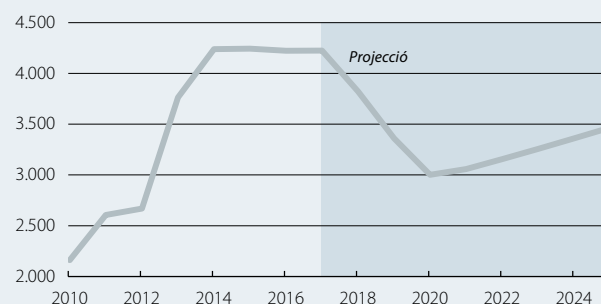
L'EFFR es determina, com gairebé tots els béns i serveis, per l'oferta i la demanda. Així, doncs, si el tipus d'interès d'aquest mercat s'ha incrementat, pot ser per un augment de la demanda d'aquest finançament o per una reducció de l'oferta de fons. Existeixen arguments sòlids⁴ per pensar que la causant d'aquest acostament de l'EFFR al límit superior de l'interval objectiu de la Fed és una disminució de l'oferta. L'apropament entre l'EFFR i l'IOER es produeix en un context en què l'emissió de deute sobirà nord-americà (*treasuries*) augmenta arran de l'expansió fiscal duta a terme per part de l'Administració dels EUA. Aquest fet, juntament amb la disminució de *treasuries* en mans de la Fed (per la reducció del seu balanç), ha provocat que la rendibilitat d'aquests bons s'hagi incrementat i que, atesa la rellevància que té aquest actiu en el sistema financer, s'hagi transmès a la resta de tipus d'interès de l'economia.

Així mateix, hi ha indicis que ens fan pensar que, des del costat de la demanda, també s'exerceix (i s'exercirà encara més) pressió a l'alça sobre l'EFFR. La Fed està posant fi a les mesures no convencionals de política monetària mitjançant la no renovació dels actius en el seu venciment, la qual cosa implica una disminució de les reserves que els bancs mantenen a la Fed. Davant d'aquesta situació, els bancs amb menys excedent de reserves tindran més dificultats per complir els requeriments de liquiditat mínims que exigeix la Fed i intentaran finançar-se al mercat de fons federals, de manera que augmentaran la demanda i, per tant, l'EFFR. Com es pot veure al segon gràfic, la reducció del balanç per part de la Fed ha estat testimonial fins avui, però s'espera que, en els propers trimestres, s'intensifiqui. Així, malgrat que, en l'actual context d'excés de liquiditat, els bancs no s'han hagut de preocupar pels requeriments mínims de reserves, a mesura que la disminució del balanç de la Fed dreni l'excés de liquiditat i les reserves disminueixin, els bancs amb menys excés de reserves acudirán al mercat de fons federals per finançar els requeriments mínims, augmentaran la demanda de fons federals i pressionaran l'EFFR a l'alça. De fet, segons les estimacions d'economistes de la Fed de Nova York,⁵ al llarg d'aquest procés, el tipus d'interès de referència fins i tot es podria arribar a situar per damunt de l'IOER, fet insòlit des de la introducció d'aquestes eines.

Ara com ara, la Fed ha reaccionat a aquesta circumstància situant, des del juny, l'IOER 5 p. b. per sota del límit superior del seu objectiu i ha aconseguit, així, acostar l'EFFR al

EUA: expectatives sobre la dimensió del balanç de la Fed

(Milers de milions de dòlars)



Nota: Fins al 2017, mostrem dades històriques al final de l'any. Des del 2018, es mostren els resultats de l'enquesta que la Fed de Nova York va realitzar a diverses institucions financeres sobre la dimensió que estimen que tindrà la Fed en els propers anys. Es mostra el valor mitjà de les respostes.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.

centre de l'interval desitjat. No obstant això, com hem vist, la retirada de l'excés de liquiditat continuarà pressionant a l'alça l'EFFR. Així, arran de la interacció entre els diferents instruments de política monetària que hem analitzat, la retirada de les mesures no convencionals obre la porta a la possibilitat que, en el futur, l'autoritat monetària nord-americana revisi, de nou, les eines amb què implementa la política monetària. A més a més, de nou, la comunicació serà clau per evitar que aquest reajustament de les eines pugui generar una certa sensació de descontrol sobre els tipus d'interès de la Fed.

4. En les actes de la reunió del juny de la Fed, el sotsdirector del sistema de mercat obert de la Fed, Lorie K. Logan, va afirmar que el repunt dels tipus d'interès *repo* associats als *treasuries* explicava el repunt de l'EFFR.

5. Afonso, G., Armenter, R. i Lester, B. (2018) «Size is not all: Distribution of Bank Reserves and Fed Funds Dynamics», Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.