

## ¿Controla la Fed los tipos de interés?

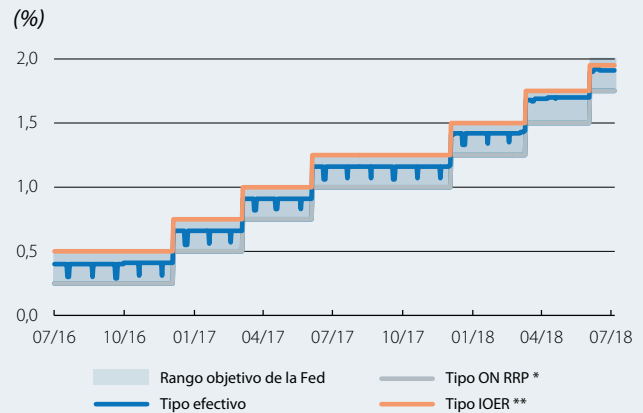
En los últimos meses, el tipo de interés que la Fed de EE. UU. utiliza como referencia se ha acercado al límite superior de su rango objetivo, estrechando la diferencia entre ambos valores a mínimos no vistos desde 2009. ¿Es esto una anomalía técnica a la que no debemos prestar más atención? ¿O por el contrario es un signo de que las herramientas utilizadas por la Fed actualmente para regular su política monetaria están quedando obsoletas? Estas preguntas, que analizamos a continuación, arrojan luz sobre el futuro de la política monetaria estadounidense.

Para responder a estas cuestiones es necesario conocer cómo ha implementado la Fed su política monetaria en los últimos años y explorar si, ante el contexto actual de reducción del balance del banco central, los instrumentos que ha utilizado hasta la fecha continúan siendo eficaces. En los años previos a la crisis, la Fed establecía el tipo de interés deseado ajustando el volumen de reservas que los bancos mantenían en la Fed mediante la adquisición o venta de activos en el mercado secundario. Por ejemplo, si la Fed quería disminuir el tipo de interés, debía aumentar la oferta de reservas: adquiría valores en el mercado secundario, lo que aumentaba la liquidez en el mercado y ejercía presión a la baja sobre el tipo de interés. Este mecanismo era eficaz en los tiempos en los que la cantidad de reservas que mantenían los bancos en la Fed era relativamente pequeña, de modo que ligeros ajustes por parte de la Fed afectaban al equilibrio entre oferta y demanda en el mercado de fondos federales a muy corto plazo (donde las instituciones financieras se prestan reservas) e influenciaban el tipo de interés (el *effective federal funds rate*, EFFR) hasta su objetivo.

Sin embargo, la irrupción de las medidas de política monetaria no convencionales tras el estallido de la crisis financiera, concretamente la compra masiva de activos por parte de la Fed,<sup>1</sup> provocó un aumento nunca visto de la liquidez y, por lo tanto, del nivel de reservas bancarias, restando efectividad a la implementación tradicional de la política monetaria. Por ello la Fed tuvo que encontrar nuevas maneras de fijar el tipo de interés deseado. En concreto, los instrumentos con los que la Fed pasó a regular la política monetaria serían el *interest on excess reserves* (IOER), el tipo de interés con el cual la Fed remunera a los bancos por mantener sus reservas en el banco central, y el tipo de interés del *overnight reverse repurchase agreement* (ON RRP), un acuerdo entre la Fed y las entidades financieras no bancarias por el cual estas últimas reciben una compensación por prestar a un día sus fon-

1. En agosto de 2008 el tamaño del balance de la Fed era inferior a 0,9 billones de dólares, mientras que en su punto máximo superó los 4,5 billones de dólares.

### EE. UU.: tipos de interés oficiales



Notas: \* ON RRP: acuerdo de compras reversas a un día.

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

dos a la Fed.<sup>2</sup> Estos dos tipos de interés limitan el rango objetivo de la Fed en el mercado de fondos federales, donde los bancos financian sus reservas. Por un lado, los agentes que pueden acceder a las facilidades del ON RRP no tienen incentivos a prestar a un tipo de interés EFFR inferior al cual la Fed retribuye sus fondos (ON RRP). Por otro lado, los bancos con exceso de reservas en la Fed no tienen incentivo a tomar prestado a un tipo EFFR superior al que la Fed los remunera (IOER), aunque sí que desearían financiarse a un tipo inferior, ya sea para alcanzar el mínimo de liquidez que exige el banco central o bien para financiar un exceso de reservas con el que obtendrán un rendimiento superior al coste de financiación a través del IOER.<sup>3</sup> Así, en el mercado de fondos federales, los primeros (con acceso al ON RRP pero no al IOER) actúan como ofertantes y los segundos (con acceso al IOER pero no al ON RRP), como demandantes. En el primer gráfico podemos ver cómo, efectivamente, el EFFR se ha mantenido históricamente en el intervalo objetivo de la Fed. Sin embargo, desde finales de 2017 el EFFR se ha acercado con firmeza al límite superior. ¿Significa ello que han empezado a surgir desajustes en la implementación de la política monetaria de la Fed?

El EFFR se determina, como casi todos los bienes y servicios, por la oferta y la demanda. Así pues, si el tipo de inte-

2. Ejemplos de entidades financieras no bancarias son los *hedge funds*, fondos de inversión del mercado monetario o agencias hipotecarias públicas. Estas entidades tienen acceso a las facilidades del ON RRP, pero no pueden mantener sus reservas en la Fed y beneficiarse del IOER, mientras que lo inverso les sucede a las entidades bancarias. Para una descripción más detallada de estas herramientas, véase el Focus «Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed» del IM07/2015.  
3. Referente a esta oportunidad de arbitraje, el ex presidente de la Fed, Ben Bernanke, argumenta en su artículo «The Fed's interest payment on banks» que la magnitud del mismo es muy pequeña dados los diversos costes de transacción que se asocian a estas operaciones.

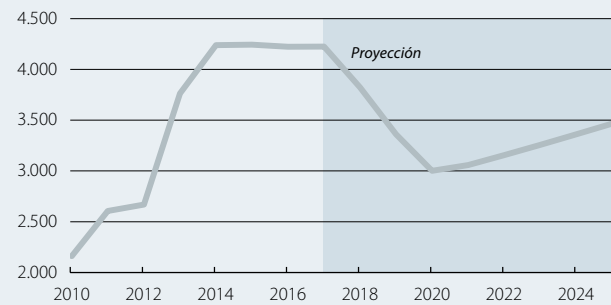
rés de este mercado se ha incrementado puede ser debido a un aumento de la demanda de esta financiación o bien a una reducción de la oferta de fondos. Existen argumentos sólidos<sup>4</sup> para pensar que es una disminución de la oferta la causante de este acercamiento del EFFR al límite superior del intervalo objetivo de la Fed. El estrechamiento entre el EFFR y el IOER se está produciendo en un contexto en el que la emisión de deuda soberana estadounidense (*treasuries*) está aumentando de la mano de la expansión fiscal llevada a cabo por parte de la Administración de los EE. UU. Este hecho, juntamente con la disminución de *treasuries* en manos de la Fed (por la reducción de su balance), ha provocado que la rentabilidad de estos bonos haya incrementado y, dada la relevancia que tiene este activo en el sistema financiero, se haya transmitido al resto de tipos de interés de la economía.

Asimismo, hay indicios que nos hacen pensar que desde el lado de la demanda también se está ejerciendo (y se ejercerá todavía más) presión al alza en el EFFR. La Fed está poniendo fin a las medidas no convencionales de política monetaria mediante la no renovación de los activos a su vencimiento, lo que implica una disminución de las reservas que los bancos mantienen en la Fed. Frente a esta situación, aquellos bancos con menor excedente de reservas tendrán más dificultades para cumplir con los requerimientos de liquidez mínimos que exige la Fed e intentarán financiarse en el mercado de fondos federales, aumentando la demanda y por ende el EFFR. Como podemos ver en el segundo gráfico, la reducción del balance por parte de la Fed ha sido testimonial hasta la fecha, pero se espera que en los próximos trimestres se acentúe. Así, aunque, en el actual contexto de exceso de liquidez, los bancos no se han tenido que preocupar por los requerimientos mínimos de reservas, a medida que la disminución del balance de la Fed drene el exceso de liquidez y las reservas disminuyan, aquellos bancos con menor exceso de reservas acudirán al mercado de fondos federales para financiar los requerimientos mínimos, aumentando la demanda de fondos federales y presionando el EFFR al alza. De hecho, según estimaciones de economistas de la Fed de Nueva York,<sup>5</sup> a lo largo de este proceso el tipo de interés de referencia incluso podría llegar a situarse por encima del IOER, hecho insólito desde la introducción de estas herramientas.

Por el momento, la Fed ha reaccionado a esta circunstancia situando desde junio el IOER 5 p. b. por debajo del límite superior de su objetivo, logrando así acercar el EFFR al centro del intervalo deseado. Sin embargo, como hemos

## EE. UU.: expectativas sobre el tamaño del balance de la Fed

(Miles de millones de dólares)



**Nota:** Hasta 2017 mostramos datos históricos a final de año. Desde 2018 se muestran los resultados de la encuesta que la Fed de Nueva York realizó a diversas instituciones financieras sobre el tamaño que estiman que tendrá la Fed en los próximos años. Se muestra el valor mediano de las respuestas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

visto, la retirada del exceso de liquidez seguirá presionando al alza el EFFR. Así, fruto de la interacción entre los distintos instrumentos de política monetaria que hemos analizado, la retirada de las medidas no convencionales abre la puerta a que en el futuro la autoridad monetaria estadounidense revise, de nuevo, las herramientas con las cuales implementa su política monetaria. Además, una vez más, la comunicación será clave para evitar que este reajuste de las herramientas pueda generar cierta sensación de descontrol sobre los tipos de interés de la Fed.

4. En las actas de la reunión de junio de la Fed, el subdirector del sistema de mercado abierto de la Fed, Lorie K. Logan, afirmó que el repunte de los tipos de interés *repo* asociados a los *treasuries* estaban detrás del repunte del EFFR.

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