

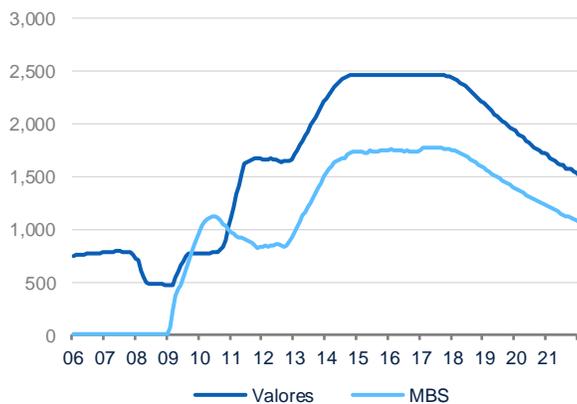
## 7. Efectos de la normalización del balance de la Fed sobre los depósitos

En la reunión de junio de 2017, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) publicó la adenda a los Principios y Planes de Normalización de Políticas, que busca reducir los títulos del Tesoro de la Fed y las tenencias de MBS al disminuir la reinversión de pagos de capital. Esperamos que este proceso comience en el 4T17. El efecto simulado sobre el nivel de los valores en poder de la Fed se presenta en la gráfica 7.1. El compromiso constituye una señal de que la Fed confía en que la economía será capaz de absorber la liquidación del balance sin grandes perturbaciones en los mercados financieros. Sin embargo, el ajuste afectará a los participantes financieros de diferentes maneras. En este artículo analizamos los efectos potenciales sobre los balances de los bancos comerciales, que por un lado tienen 2,2 billones de dólares en reservas con la Fed, y, por otro lado, han experimentado un incremento de 5,1 billones de dólares en depósitos entre 2007 y 2016.

### Flexibilización cuantitativa y depósitos bancarios

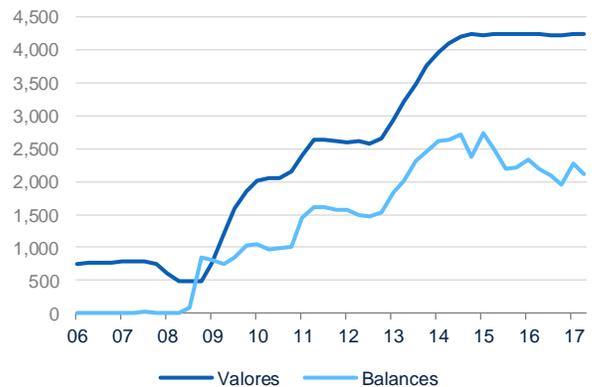
El aumento de las tenencias de valores por parte de la Reserva Federal en el lado del activo de su balance se financió mediante un aumento en los saldos de reservas de los bancos comerciales en el lado del pasivo (gráfica 7.2). Es decir, la Fed pagó las compras de valores al acreditar las cuentas de los bancos en la Fed con reservas. Un ejercicio de cambios contables en los balances de los principales participantes en el proceso de QE sugiere que el nivel de depósitos permanece inalterado cuando los bancos son los vendedores de los valores (gráfica 7.3), ya que lo único que se hace es cambios de valores por reservas en la Fed en el lado de los activos.

**Gráfica 7.1** Valores mantenidos directamente por la Reserva Federal (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research, Haver y FRB.

**Gráfica 7.2** Valores mantenidos directamente y balance de reservas de los bancos (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research, Haver y FRB.

Sin embargo, los bancos no fueron grandes vendedores. De hecho, su papel consistía principalmente en mediar entre la Fed y los vendedores que no eran entidades bancarias. En el caso de los bonos del Tesoro, se trataba principalmente de hogares, fondos de cobertura, agentes de bolsa y compañías de seguros, y en el caso de MBS, eran fundamentalmente hogares, fondos

de cobertura, empresas de inversión y fondos de pensiones.<sup>4</sup> Dado que una parte de los ingresos obtenidos con la venta se depositaba en los bancos comerciales (gráfica 7.4), la liquidación del balance de la Fed podría traducirse en una merma de los depósitos bancarios.

**Gráfica 7.3** Compras de la Fed a los bancos. Efectos del balance. Ejemplo

FEDERAL RESERVE		TREASURY	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities +\$1	Reserves held by banks +\$1	Cash held at the Fed	Treasury securities
	Cash held by the Treasury		

BANKING SECTOR		PUBLIC	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities -\$1	Deposits	Deposits	Wealth
Reserves at the Fed +\$1		Treasury securities	

Note: Linked effects are assigned the same color.

Fuente: Leonard, D., Martin, A, Potter S. (2017) How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet. <https://goo.gl/ap6xMw>

**Gráfica 7.4** Compras de la Fed al sector público. Efectos del balance. Ejemplo

FEDERAL RESERVE		TREASURY	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities +\$1	Reserves held by banks +\$1	Cash held at the Fed	Treasury securities
	Cash held by the Treasury		

BANKING SECTOR		PUBLIC	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities	Deposits +\$1	Deposits +\$1	Wealth
Reserves at the Fed +\$1		Treasury securities -\$1	

Note: Linked effects are assigned the same color.

Fuente: Leonard, D., Martin, A, Potter S. (2017) How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet. <https://goo.gl/ap6xMw>

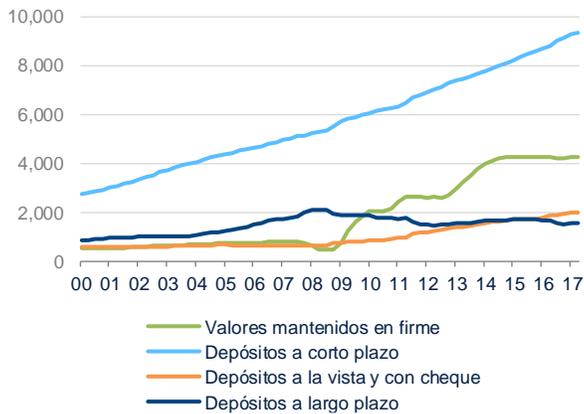
Si examinamos de manera detenida los datos podemos confirmar que el efecto de las tres rondas de QE sobre la demanda y los depósitos disponibles fue contundente y positivo. El impacto sobre los depósitos a plazo también fue fuerte pero negativo. Mientras tanto, los efectos sobre el ahorro y los pequeños depósitos a plazo parecen insignificantes. Después de sumar todos los depósitos, los efectos del QE sobre los depósitos pierden su importancia (gráfica 7.5). Esto sugiere que el impacto del QE puede haber impulsado algunos depósitos, pero al mismo podría haber mermado otros, con un impacto neto cercano a cero.

Una revisión de las correlaciones cruzadas de los cambios porcentuales intertrimestrales en los niveles de valores en poder de la Fed y de los depósitos bancarios confirma que existe una correlación significativa sólo en los casos de depósitos a la vista y de grandes depósitos a plazo (gráfica 7.6). Estas categorías representan alrededor de 1/3 del total de los depósitos, y con su dispar respuesta a los cambios en el balance de la Fed tienen un impacto agregado menor. Curiosamente, el cambio en los depósitos da lugar al cambio en las tenencias de valores de la Fed. Esto podría reflejar otros acontecimientos ocurridos durante la última década, además del QE, como la bajada de los tipos acometida por la Fed hasta dejarlos cerca del 0 %, la inflación y las expectativas de inflación en niveles históricamente bajos, una recuperación económica muy lenta y un mayor apetito por activos seguros tanto en los EE.UU. como en el extranjero. En este sentido, estos otros factores pueden haber repercutido sobre los depósitos bancarios en mayor medida que el nivel de la cartera de valores de la Fed.

4: Carpenter, S., Demiralp, S., Ihrig, J., Klee E. (2015). Analyzing Federal Reserve asset purchases: From whom does the Fed buy? Journal of Banking & Finance, Volume 52, March 2015, Pages 230-244

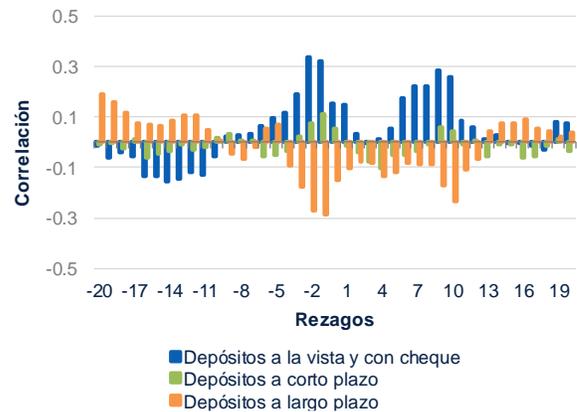
En el futuro, los bancos podrían convertirse en grandes compradores del Tesoro. La razón de esto son las nuevas regulaciones relacionadas con el índice de cobertura de liquidez y la cantidad de activos líquidos de alta calidad. Si la cantidad de reservas que los bancos mantienen se reduce y estas entidades quieren mantener la misma cantidad de activos seguros, tendrán que comprar bonos del Tesoro.

**Gráfica 7.5** Valores mantenidos por la Fed y depósitos (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

**Gráfica 7.6** Correlaciones cruzadas entre los cambios intertrimestrales en los niveles de tenencias de valores y depósitos de la Reserva Federal



Fuente: BBVA Research.

## Efectos de la normalización del balance de la Fed sobre los depósitos bancarios

A fin de analizar más a fondo la importancia estadística y la fortaleza de la relación entre los cambios en la cartera de valores de la Fed y los depósitos bancarios, desarrollamos modelos VAR y realizamos regresiones lineales para depósitos disponibles y a la vista, depósitos de ahorro y depósitos a corto y largo plazo, así como depósitos totales. Las variables independientes incluyen las tenencias de valores de la Fed, el PIB, las primas de riesgo y los tipos de interés. Basándonos en los modelos VAR, también realizamos pruebas de causalidad de Granger.

Nuestros resultados sugieren que, en primer lugar, la relación entre los cambios en las tenencias de valores de la Reserva Federal y las tasas de crecimiento de depósitos en la mayoría de los casos no es significativa cuando se toman en consideración otras variables macroeconómicas. En segundo lugar, los cambios en los depósitos totales se deben principalmente a factores macroeconómicos como el crecimiento económico y la inflación. Sobre la base de estos hallazgos, podemos concluir que la normalización del balance no debería tener un efecto significativo, si es que tiene alguno, directo sobre el crecimiento global de los depósitos, mientras la economía continúe expandiéndose y la inflación permanezca en terreno positivo. Sin embargo, por tipo de depósitos, debemos esperar que los balances de los bancos experimenten alguna sustitución entre depósitos disponibles/a la vista y depósitos a largo plazo.

Conforme a nuestro escenario macroeconómico básico y a las expectativas de normalización del balance de la Fed, esperamos que los depósitos bancarios crezcan ligeramente por debajo del 5 % en 2017 y entre el 5 % y el 6 % anual en el período 2018-2020.

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

**BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

**Economista Jefe de Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbva.com  
+1 713 881 0663

Filip Blazheski  
filip.blazheski@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey  
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

Shushanik Papanyan  
shushanik.papanyan@bbva.com

**BBVA Research**  
**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**China**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**DATOS DE CONTACTO:**

BBVA Research USA  
2200 Post Oak Blvd.  
Houston, TX 77025  
Estados Unidos

Correo electrónico: [bbvaresearch\\_usa@bbva.com](mailto:bbvaresearch_usa@bbva.com)  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)  
[www.bbvacompass.com/compass/research/](http://www.bbvacompass.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVAResearchUSA](https://twitter.com/BBVAResearchUSA)  
[bbvaresearchusa.podbean.com](http://bbvaresearchusa.podbean.com)