

Análisis Económico

Conforme a principios establecidos, la Fed hace un giro radical en el marco operativo y la estrategia de balance general

Boyd Nash-Stacey / Nathaniel Karp

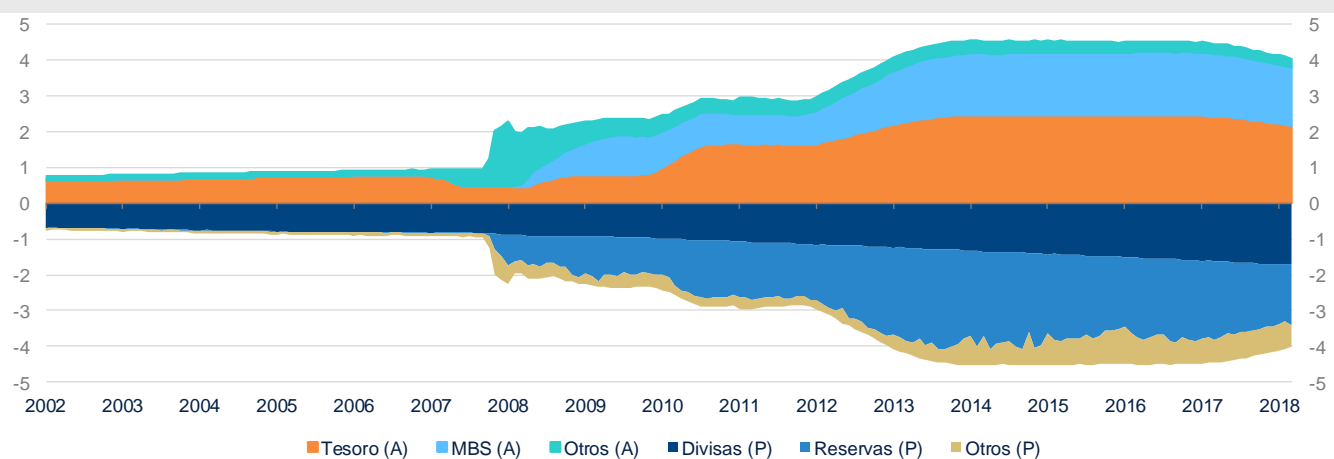
Después de la reunión que se celebró en el mes de enero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció un cambio importante en las políticas. Si bien este giro abrupto provocó sorpresa debido al anhelo de larga data de volver al marco operativo previo a la crisis, la Fed ha ajustado gradualmente su enfoque hacia la normalización a medida que las condiciones fueron evolucionando.

En junio de 2011, la Reserva Federal (Fed) comunicó los “principios de estrategia de salida” clave para normalizar las tasas de interés y su balance general, que había llegado a 2.8 billones de dólares. Conforme a estos principios, se suspenderían las reinversiones y se iniciarían operaciones para agotar las reservas antes del primer aumento en el objetivo de la tasa de los fondos federales. La tasa de interés por exceso de reservas (IOER) y el nivel de reservas se ajustarían para que la tasa de los fondos federales alcance su objetivo. Las ventas de títulos de organismos federales estarían “orientadas a la eliminación de las participaciones de [...] de títulos de organismos federales durante un período de tres a cinco años”.

En septiembre de 2014, después de que el balance general ascendiera a 4.5 billones de dólares, la Fed publicó sus “Principios y Planes de Normalización de Políticas” (PNPP), a través de los cuales se indicó que no realizaría ventas de activos ni llevaría a cabo operaciones para agotar las reservas. En cambio, la Fed se comprometió a suspender la reinversión de capital de la cartera de valores después del inicio de los planes de normalización de los intereses, sin ventas directas de valores de agencias, y a continuar con esta práctica hasta que el comité alcanzara un nivel en el que no se requirieran “más” valores que los necesarios para implementar la política monetaria. Además, la Fed subiría las tasas mediante un aumento de la IOER y el uso de acuerdos de recompra a un día y otras tasas administrativas hasta que “dejaran de ser necesarias”.

En junio de 2017, la Fed actualizó nuevamente su PNPP y anunció los límites para la reinversión de los pagos de capital. Asimismo, la Fed indicó que se reduciría la cantidad de los saldos de las reservas “con el tiempo, hasta un nivel sensiblemente inferior al que se había observado en los últimos años, pero mayor que antes de la crisis financiera”.

Gráfica 1. Factores que afectan los saldos de las reservas federales, billones de dólares



Fuente: BBVA Research

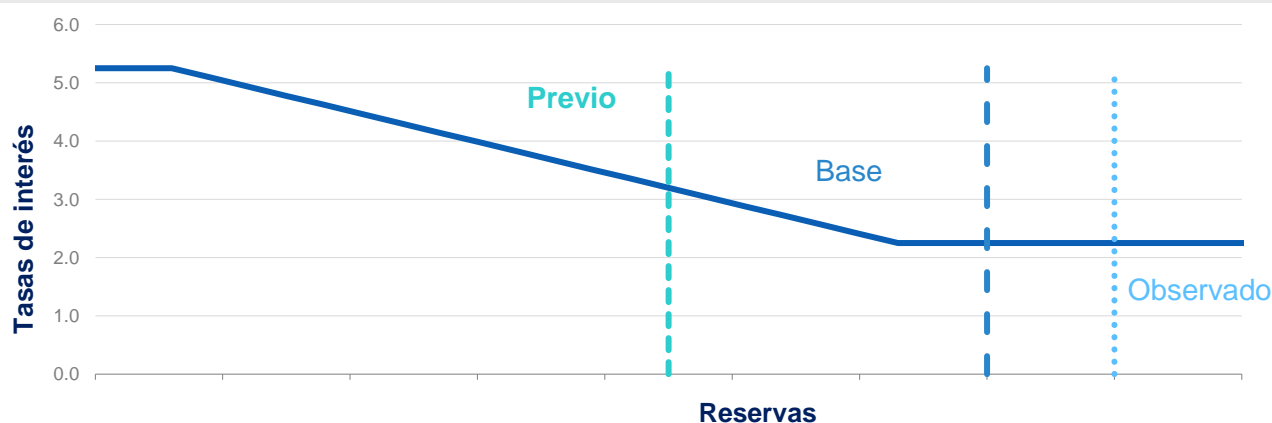
Modificaciones en la estrategia de balance general y el marco operativo de la Fed

Durante años, dada la importante expansión del balance general de la Fed y la necesidad de responder de manera eficaz a las crisis futuras, donde la probabilidad de alcanzar el Límite Inferior Cero (ZLB) es alta, el comité debatió cuál sería el marco operativo apropiado. Para determinar el volumen deseado del balance general, la Fed tiene que evaluar dos cuestiones. La primera cuestión es si la Fed prefiere operar en un entorno de muchos o pocos retrocesos. La segunda cuestión, que depende de la elección del marco operativo, es determinar las preferencias del banco por las reservas y en qué puntos cambia la elasticidad de la curva de demanda.

Para pasar a un entorno en el que las reservas son escasas, como quedó reflejado en la estrategia que se mantuvo hasta el año 2018, la Fed enfrentó una cantidad de desafíos. La Fed debe prever a qué nivel el sistema bancario inicia la transición desde el marco actual, en el que las reservas son abundantes, a uno en el que las reservas son escasas. Si, por ejemplo, la Fed no pudo prever la transición y el nivel de demanda de reservas aumenta abruptamente, es probable que exista un incremento en las tasas. Si la demanda de reservas se derrumba, las tasas bajarán de forma significativa. Por lo tanto, a menos que la Fed tenga una estimación precisa de la demanda de reservas en todo momento, la probabilidad de experimentar una transición volátil es alta.

Las estimaciones sugieren que las operaciones negociadas en el mercado de los Fondos Federales son aproximadamente un tercio mayores que antes de la crisis. Además, la Fed no tiene objetivo explícito ni precedente para la demanda de activos seguros dado los cambios en los requisitos de seguridad (LCR y SLR) y el marco operativo. De hecho, incluso antes de la crisis con un marco operativo más parsimonioso, la demanda de reservas era difícil de pronosticar y era impredecible. En la mayoría de los casos, las operaciones de mercado abierto se realizaban de forma diaria. Por último, si la reducción del balance general disminuía las reservas por debajo del nivel que los bancos consideraban “relativamente” escaso, las sanciones normativas asociadas con los requisitos de reservas y los déficits de capital podían determinar las fluctuaciones en la tasa de interés en lugar de las condiciones de la oferta y de la demanda.

Gráfica 2. Nivel final real y esperado de reservas y IOER, billones de dólares y porcentajes



Fuente: BBVA Research

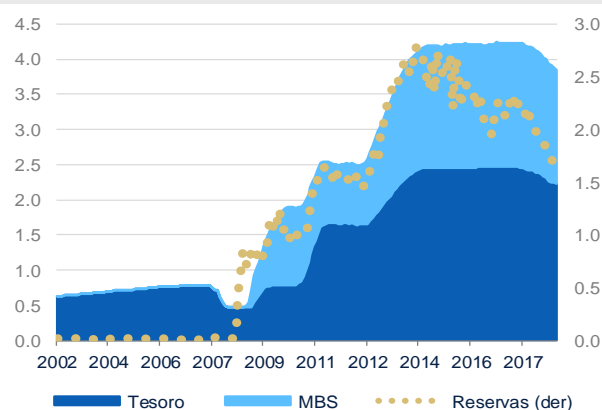
En función de estos desafíos, la Fed mantuvo su sistema de piso actual a través del cual el “control sobre el nivel de la tasa de los fondos federales y otras tasas de interés a corto plazo se ejerce principalmente mediante la fijación de las tasas administradas, IOER, y la tasa en los acuerdos de recompra de un día (ON RRP), y en el que no se requiere una administración activa del suministro de reservas”. En definitiva, la postura en materia de política monetaria permanece vinculada a la cantidad de reservas que demandan los bancos en lugar del suministro de reservas. La Fed se dio cuenta de que la probabilidad de separar completamente su estrategia de normalización del marco operativo a largo plazo no era posible a mediano plazo y que la mejor estrategia requeriría un nivel final superior del balance general al que se necesitaría en un sistema de banda, como sucedió en la Gran Recesión.

La decisión de mantener el sistema de piso elimina la necesidad de estimar con precisión el impacto que los cambios de regulación y estructurales han tenido en la demanda de reservas. Asimismo, el suministro de reservas y la política de tasas de interés serán independientes, lo que significa que la Fed podrá utilizar su balance general para responder a una crisis de liquidez sin afectar sus otros objetivos. Las tasas administradas también se han utilizado de manera eficaz en otros bancos centrales: Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, BCE, Banco de Noruega, Banco de la Reserva de Australia, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y Banco de Suecia.

La Fed planea alcanzar el nivel final del balance general en 2019

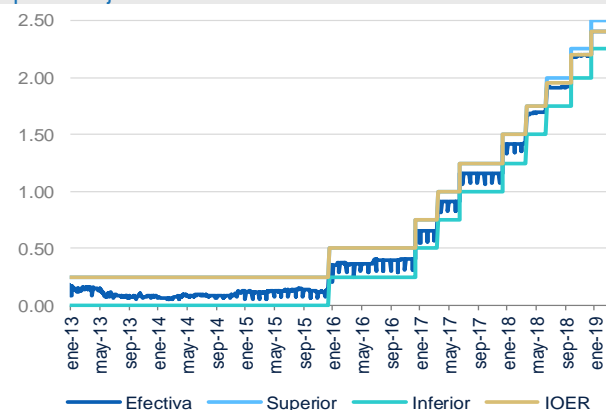
Como se ha mencionado anteriormente, hasta hace poco, el plan de la Fed era volver las reservas a niveles que coincidieran con la parte decreciente de la curva de demanda del banco o, en el lenguaje de la Fed, a un nivel que sacie el apetito de reservas del banco, pero que no proporcione “más” de lo necesario. Esto implicaba que la Fed reduciría su balance general a aproximadamente 2.5 billones de dólares, en cuyo caso las reservas disminuirían a 200,000 millones de dólares, suponiendo que el crecimiento en la moneda en circulación continúe siendo coherente con las tasas de crecimiento nominal. Este nivel de pasivos totales era coherente con el promedio previo a la crisis más un ajuste de riesgo pequeño que reflejaba el cambio estructural en la demanda de reservas.

Gráfica 3. Reservas y activos del balance general, billones de dólares



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 4. Tasas administradas por la Reserva Federal, porcentaje



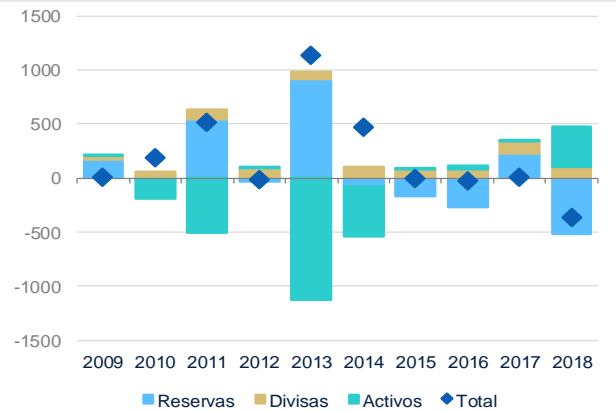
Fuente: BBVA Research y FRB

Sin embargo, con el compromiso de la Fed orientado al sistema de piso, el valor final del balance general será sustancialmente superior al que se necesitaría para ejecutar un sistema de corredor verdadero. En función del cambio en el marco operativo y el cambio en las preferencias del banco por los activos similares al dinero en efectivo, esperamos que el balance general de la Fed disminuya a aproximadamente 3.6 billones de dólares antes de aumentar nuevamente. Es poco probable que se cambien los límites de reinversión para los títulos del Tesoro y los Títulos Respaldados por Hipotecas (MBS) implementados en el año 2017, dado que en la mayoría de los meses no eran obligatorios y, por lo tanto, el ajuste de los límites en este momento probablemente produciría más incertidumbre que grandes beneficios a los mercados. Como resultado, según el pago proyectado de la cartera de títulos del Tesoro y los MBS, la Fed alcanzará su objetivo en diciembre de 2019, momento en el cual aproximadamente el 60 % de la cartera estará integrada por títulos del Tesoro y casi el 40 % serán MBS.

En cuanto a los pasivos, el nivel de reservas bancarias en la Fed ya ha disminuido de 2.8 billones de dólares en el año 2014 a 1.2 billones de dólares en la actualidad. La disminución sustancial es el resultado de tres factores. Primero, la combinación de una economía sólida y el mayor costo de oportunidad relativo a la tenencia de dinero en efectivo en la Fed provocó que los bancos disminuyeran los saldos de las reservas a principios del año 2014. Segundo, la disminución en las reservas se aceleró en el año 2018 cuando la reducción en el balance general comenzó en octubre de 2017. Para igualar la caída en los activos, los pasivos deben disminuir en un importe equivalente como mínimo, lo que implicaría aproximadamente una tasa de disminución de 1:1. Sin embargo, en el año 2018 los activos disminuyeron 375,000 millones de dólares, mientras que las reservas descendieron en

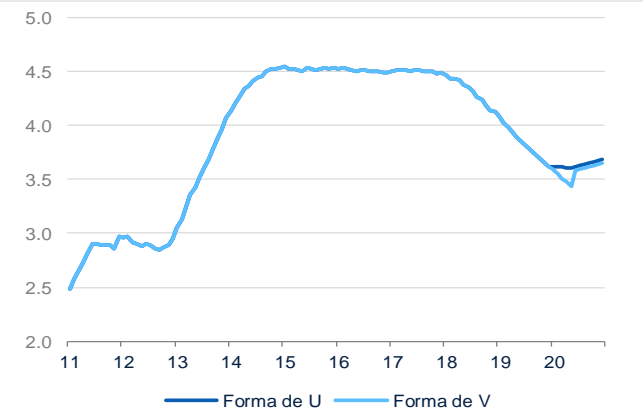
515,000 millones de dólares. La diferencia se explica por el crecimiento en la moneda en circulación, el último factor. La moneda en circulación ha aumentado a un ritmo estable en torno al 6.5 % durante los últimos cinco años, coherente con las fluctuaciones en el crecimiento del PIB nominal. Como consecuencia, los pasivos en moneda en la Fed aumentaron aproximadamente 100,000 millones de dólares, lo que provocó una menor disminución en los activos de la que podría surgir por la reducción en las reservas.

Gráfica 5. Reservas y activos del balance general, Cambio anual. Billones de dólares



Fuente: BBVA Research y FRB

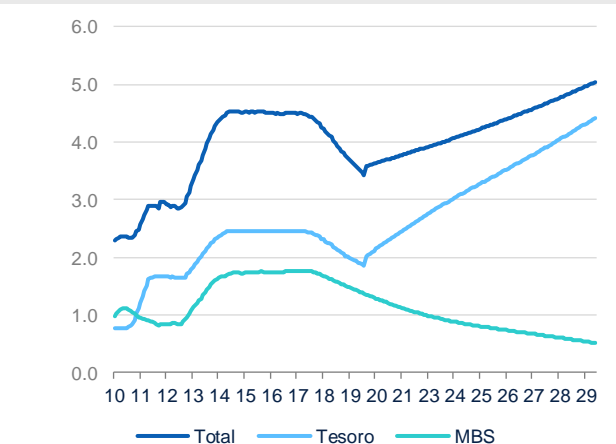
Gráfica 6. Escenarios de balances generales, Activos. Billones de dólares



Fuente: BBVA Research y FRB

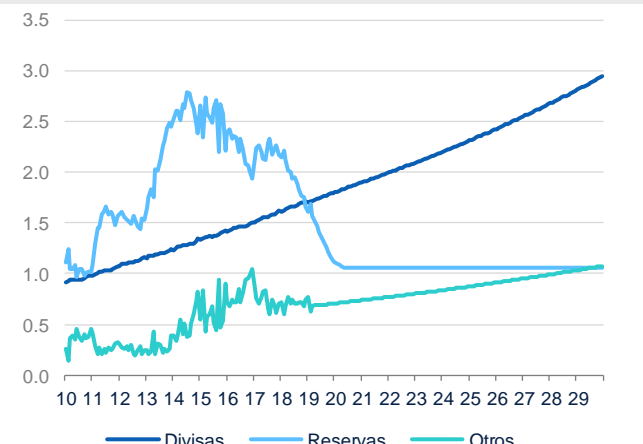
Es posible que la disminución acelerada en las reservas haya provocado que la Fed reduzca al mínimo su estrategia de normalización y tenga en cuenta un enfoque más cauteloso. De hecho, según las actas y el enfoque excesivamente cauteloso de la Fed relativo a la normalización de la política, esperamos que la Fed también pueda lograr el cumplimiento de sus objetivos en torno al balance general. Esto implicaría dejar que los activos disminuyan un poco más antes de estabilizarse durante un breve período de tiempo. Esto permitirá que la moneda siga creciendo a una tasa determinada por el mercado, pero dejará que el nivel de las reservas se reduzca a un ritmo más lento mientras siguen siendo abundantes. Luego de que las reservas alcancen un nivel estable, los activos comenzarán a aumentar en paralelo con la moneda en circulación. Esto implicará la compra de títulos del Tesoro de manera directa o la posibilidad de reinvertir los pagos de capital en la cartera del Tesoro por encima de los límites actuales. Como resultado, esperamos que la Fed persiga una vía de normalización del balance general que siga el rumbo en forma de U en lugar del rumbo en forma de V que tenía consenso con anterioridad.

Gráfica 7. Proyecciones del balance general, Activos. Billones de dólares



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 8. Proyecciones del balance general, Pasivos. Billones de dólares



Fuente: BBVA Research y FRB

A largo plazo, todavía prevemos que la Fed intentará realizar la transición a una cartera más tradicional, que se compone principalmente los títulos de deuda pública. En la revisión de la política de normalización del balance general:

Los participantes comentaron que, en vista del plan de larga data del Comité de mantener principalmente títulos del Tesoro a largo plazo, una vez que finalice el rescate de activos sería adecuado reinvertir la mayor parte, si no la totalidad, de los pagos de capital recibidos de los MBS de agencias en títulos del Tesoro.

Esto requerirá que la Fed compre títulos del Tesoro a un ritmo equivalente a la disminución en la cartera de MBS de agencias, más el crecimiento en la moneda en circulación. En promedio, esto implicaría 21,000 millones de dólares por mes de aquí hasta el 2029. Por otra parte, es posible que la Fed decida realizar ventas de MBS si la disminución es demasiado lenta o si decide que no es necesario mantener grandes cantidades de MBS para contribuir al mercado hipotecario.

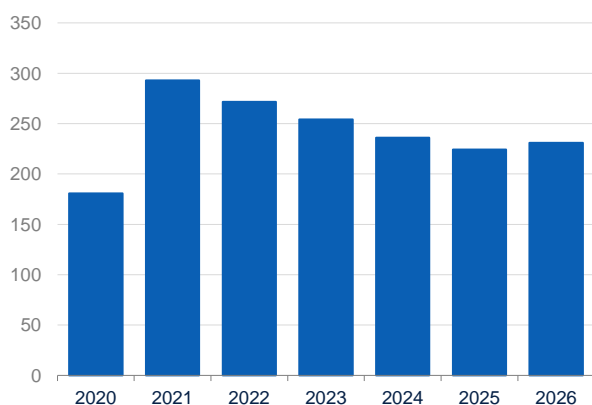
El nuevo enfoque de principios no se implementa sin riesgos

Si bien los funcionarios de la Fed creen que la reducción actual del balance general tiene un impacto limitado en los mercados financieros, algunos participantes han comentado que la ambivalencia de la Fed provocó una fuerte corrección del mercado durante el cuarto trimestre de 2018. En cierto modo, los mercados interpretaban la falta de flexibilidad en el balance general como una señal de cambio más extremista en la política. En el futuro, agregar otra dimensión a la estrategia de cambio de dirección podría afectar la capacidad de la Fed para administrar su comunicación y la economía real. Sin embargo, el cambio a un suministro abundante de reservas aplacaría estos riesgos a mediano plazo, como lo demuestra el repunte en los mercados financieros tras el repentino abandono de la postura extremista de la Fed a comienzos del año 2019.

Si bien el cambio a un sistema de piso con un suministro abundante de las reservas tiene muchas ventajas, podría presentar algunos riesgos en el futuro. Además, no está claro si el cambio generaría un beneficio neto para la economía o requeriría un mayor ajuste en el futuro. Primero, llevar un balance general grande implica comunicar a los mercados la estrategia del comité con respecto a su volumen, composición e influencia prevista en la economía real.

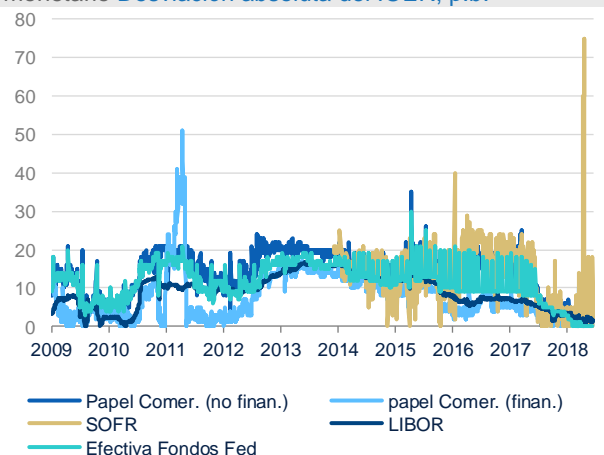
Segundo, preocupa el hecho de que ampararse en tasas administrativas para una comparativa de mercado cuando hay un suministro amplio de reservas puede reducir la supervisión inter pares entre las instituciones financieras, dado que habría poco incentivo para realizar un control mutuo si no se evalúan de manera continua los riesgos de contraparte en el mercado interbancario. Sin embargo, las fallas que provocaron la crisis financiera de 2008 sugieren que este beneficio puede estar sobrevalorado.

Gráfica 9. Compras proyectadas de títulos del Tesoro, mil millones de dólares anuales



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 10. Dispersión de la tasa de interés del mercado monetario Desviación absoluta del IOER, p.b.



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Tercero, el sistema de piso puede ser menos efectivo para transmitir la política monetaria a la economía real. Mientras que la volatilidad que rodea a las tasas administradas tiende a disminuir con el sistema de piso, la capacidad para transmitir estas tasas a los mercados de capitales y la economía más amplia tiende a atenuarse. De hecho, Duffe y Krishnamurthy (2016) demostraron que la dispersión entre las tasas del mercado monetario aumentó 10 puntos básicos después de que la Fed subió los índices del ZLB en 2015. Además, las regulaciones de Basilea como, por ejemplo, la ratio de apalancamiento complementario (SLR) y el índice de cobertura de liquidez (LCR) también podrían frenar la repercusión si el suministro de activos seguros no puede seguir el ritmo de la mayor demanda.

Cuarto, la capacidad de la Fed para mantener un suministro abundante de reservas requiere el pago de la tasa de interés por el exceso de reservas (IOER). Se trata de un cambio importante desde la época anterior a la crisis, puesto que la Fed tenía prohibido pagar la IOER. En definitiva, el cambio de política permite pasar de un sistema en el que se gravaba el exceso de reservas a uno en el que se subsidia dicho exceso.

Quinto, uno podría argumentar que, si la Reserva Federal mantiene su política actual de invertir principalmente en títulos del Tesoro de los Estados Unidos, el banco central fomentaría el gasto deficitario mediante la supresión de los costos asociados con la política fiscal expansionista. Por ejemplo, durante el período en el que la Fed utilizaba herramientas de política monetaria poco convencionales, las tasas de interés y la inflación se mantuvieron extremadamente bajas a pesar de la fuerte expansión en los pasivos de los bancos y los incrementos en los déficits fiscales relativos al PIB. Esto sugiere que la política de reservas abundantes podría frenar la señal del mercado asociada con el apalancamiento excesivo como, por ejemplo, costos de préstamos más altos. Sin embargo, no hay garantía de que las expansiones futuras del balance general se produzcan en las mismas condiciones macroeconómicas favorables, especialmente si mengua la demanda de activos de los Estados Unidos.

Una política que podría limitar esta distorsión sería ampliar las clases de activos que la Fed estaría dispuesta a mantener en su balance general. El Banco de Japón implementó un Programa de Compra de Valores en 2002 con cierto éxito. No obstante, la reducción de estos valores fue un desafío dado que, a diferencia de los títulos de deuda, no hay fecha de vencimiento y, por lo tanto, se necesitan ventas directas. Aunque es posible, este rumbo de la política indicaría un desvío aún mayor del marco operativo tradicional y expondría a la Fed a un riesgo político importante.

Sexto, si bien los niveles elevados de reservas bancarias son necesarios para cumplir con las regulaciones financieras, existe una compensación entre la estabilidad financiera y la financiación bancaria de las actividades privadas. En la medida en que los niveles elevados de reservas terminen financiando la deuda pública a través de los bonos del Tesoro que tiene la Fed, podría haber menos inversiones y préstamos privados que en un entorno de reservas escasas. Asimismo, es posible que los rendimientos del gasto público sean inferiores que las alternativas privadas. En otras palabras, podría haber pérdidas de eficiencia a nivel global de la economía a causa de un sistema de reservas abundantes si se distorsiona la asignación de recursos.

Séptimo, no está claro cuál sería la mejor composición de la cartera de títulos del Tesoro de la Fed. Una composición más neutral sería una distribución que refleje la emisión. Sin embargo, si se produce un decrecimiento, es posible que la Fed no tenga espacio suficiente para aumentar su tenencia de títulos a largo plazo como lo hizo durante los programas QE, que disminuyeron la prima de riesgo. Por el contrario, una cartera de corta duración que proporcione más flexibilidad durante los decrecimientos podría crear distorsiones importantes del mercado e influir en la emisión de deuda del Tesoro.

Conclusiones

Dados los desafíos que la Fed enfrenta actualmente como, por ejemplo, una mayor volatilidad financiera, la ralentización del crecimiento nacional y mundial, la incertidumbre política, las empresas en declive y la confianza de los consumidores, y los cambios en la regulación financiera, el traspaso a un sistema de piso parece prudente. Los costos a corto plazo para restringir la liquidez del banco y potencialmente introducir a los participantes del mercado en un mercado de fondos federales escasos presentó un riesgo significativo para la estabilidad financiera y la capacidad de la Fed para cumplir con su doble mandato. Como resultado, la Fed se dispone a terminar sus planes de normalización del balance general mucho antes de lo que anticiparon los participantes del mercado con un balance general sustancialmente superior. Esperamos que la Fed comience a preparar en breve a los mercados para la transición y que termine su política de normalización del balance general en el cuarto trimestre de 2019. El cambio en el marco operativo y la estrategia, si bien parece prudente a corto plazo, podría complicar la capacidad de la Fed para implementar de manera eficaz la política monetaria a largo plazo. Si este fuera el caso, la Fed nuevamente tendría que ajustar la estrategia para lograr un rumbo más eficiente.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.

