

Análisis Económico

La Fed: ¿La guerra de los mundos o Con la muerte en los talones?

Nathaniel Karp/Boyd Nash-Stacey
1 mayo 2020

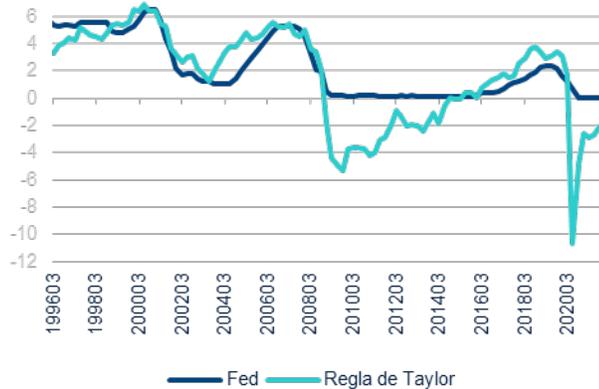
El épico poder de la Fed

El 25 de febrero, el vicepresidente de la Reserva Federal (la Fed), R. Clarida, pronunció un discurso sobre las perspectivas económicas y la política monetaria en el que transmitió la valoración positiva del Banco Central: «En su undécimo año de expansión histórica, la economía estadounidense se encuentra en una buena posición. El mercado laboral se mantiene fuerte, la actividad económica está aumentando a un ritmo moderado y, según las perspectivas de referencia del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), este comportamiento continuará en 2020».

Sin embargo, también destacó los riesgos bajistas: «En particular, estamos muy pendientes de la crisis del coronavirus, que probablemente tendrá un efecto patente en el crecimiento chino, al menos, en el primer trimestre de este año». Además, reconoció la gran incertidumbre en torno a lo que posteriormente se ha convertido en la peor pandemia de nuestro tiempo: «La perturbación que vive [China] podría extenderse al resto de la economía global. Pero aún es demasiado pronto para tan siquiera especular sobre la magnitud o la persistencia de estos efectos, o sobre si desembocarán en un cambio considerable en las perspectivas».

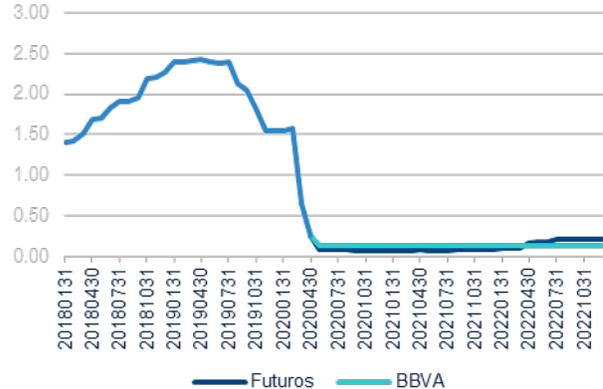
Apenas siete días después, la Fed recortó los tipos de interés en 50 p.b. Esto marcó el inicio del barrido de acciones convencionales y no convencionales, a veces denominadas «bazucas» o «nucleares». La Fed espera que estas medidas mitiguen las secuelas en la actividad económica de la crisis sanitaria, las restricciones gubernamentales y las perturbaciones en el mercado financiero. Algunos ejemplos son el recorte de tipos de interés; el compromiso de mantener los tipos en niveles bajos a largo plazo; la promoción del buen funcionamiento de los mercados financieros; el fomento de los préstamos bancarios; medidas de asistencia para la obtención de préstamos por parte de pequeñas, medianas y grandes empresas, así como hogares y gobiernos estatales y locales; y el alivio de las presiones sobre la demanda externa de USD (véase [Anexo](#) para obtener más información). El apoyo combinado de las compras de activos, las medidas de liquidez y los programas de emergencia podría suponer alrededor de 10 billones de dólares, de los cuales ya se han liberado 2,3 billones.

Gráfica 1. **Tipo de los fondos de la Fed** (efectivo, %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2. **Previsiones de fondos de la Fed** (efectivo, %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

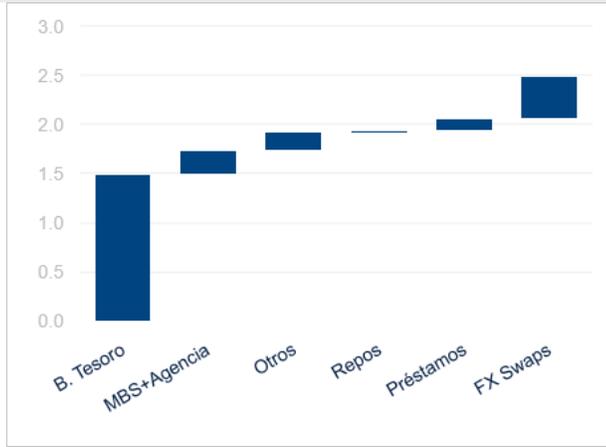
La protección del balance

Incluso antes del comienzo de la crisis, la Fed ya aplicaba una gestión activa en su política de balances. Después de aumentar su balance en 3,5 billones de dólares tras la crisis financiera, la Fed estuvo inmersa en la reducción de su balance hasta septiembre de 2019. Si bien no había un objetivo explícito para las reservas bancarias, la Fed quería reducir el tamaño de su balance al tiempo que mantenía su capacidad para llevar a cabo una política monetaria con amplias reservas (sistema de mínimos) y permitir que los activos crecieran de forma orgánica en línea con el aumento de divisa en circulación.

Sin embargo, la volatilidad que surgió del plazo de presentación de impuestos de septiembre de 2019 y la liquidación de las subastas del Tesoro demostró que, en los momentos de aversión al riesgo, cuando no se considera que las reservas sean abundantes y el reglamento fomente el acaparamiento de activos altamente líquidos, los mercados monetarios se enfrentan a fricciones innecesarias. Para entonces, el balance general había alcanzado los 3,8 billones de USD, unos 600.000 millones por debajo del máximo. Sin embargo, debido a la perturbación de los mercados monetarios y la evidente falta de liquidez, la Fed decidió en primer lugar aumentar las operaciones de repo y, más tarde, las compras de bonos del Tesoro para «finés de gestión de liquidez». A finales de febrero de 2020, antes de que la pandemia escalara hasta convertirse en una crisis económica, el balance ya había regresado a los 4,2 billones de dólares.

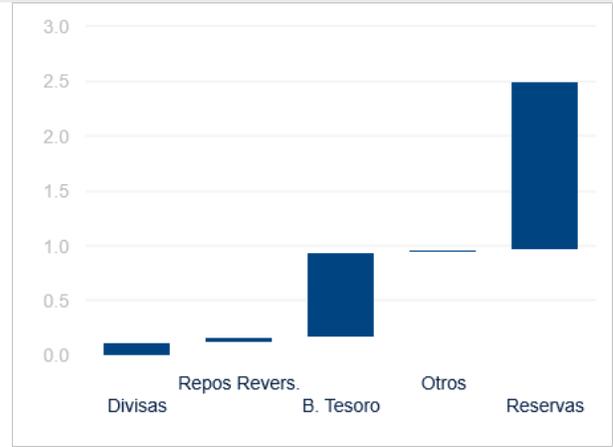
Desde entonces, el balance ha aumentado en 2,5 billones de dólares hasta alcanzar los 6,7 billones. Con respecto a los activos, el 60% son bonos del Tesoro, que han aumentado en un mes más que en ningún período de 12 meses durante las inyecciones de liquidez denominadas QE1, QE2 y QE3. Los swaps de USD con bancos centrales extranjeros representan el 18%, lo que pone de manifiesto la gravedad de la escasez de dólares fuera de EE. UU. El resto se compone de valores con garantía hipotecaria o MBS (9%), préstamos (5%), fondos monetarios y mecanismos de redescuento, y otros activos (8%).

Gráfica 3. **Activos de la Fed**
(variación desde el 26/02/20, en billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 4. **Pasivos de la Fed**
(variación desde el 26/02/20, en billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Es poco probable que las compras de bonos del Tesoro, MBS y CMBS continúen al mismo ritmo. De hecho, la Fed ha ido reduciendo las compras de bonos del Tesoro y MBS cada semana. Ha pasado, de un promedio diario de 75.000 y 50.000 millones de USD entre el 23 y el 27 de marzo, a 15.000 y 10.000 millones de USD entre el 20 y el 24 de abril, respectivamente. Sin embargo, continuarán en los próximos meses. La justificación de las compras de activos a gran escala reside en que las compras de bonos del Tesoro ayudan a restablecer el buen funcionamiento de los mercados financieros, mantienen bajos los tipos de interés y redirigen el ahorro privado a activos con más riesgo. Las compras de MBS y CMBS ayudan a respaldar la actividad del mercado hipotecario residencial y comercial, el cual está empezando a sentir los efectos de las secuelas económicas.

Al igual que en la crisis financiera global de 2008, la respuesta actual incluye mecanismos de liquidez y servicios de préstamo como el Mecanismo de financiación del mercado de pagarés (CPFF), la Línea de crédito para operadores primarios (PDCF) y el Mecanismo de valores respaldados por activos a plazo (TALF). Sin embargo, el alcance de las medidas implantadas para hacer frente a la crisis actual es mucho mayor que el de las aplicadas durante la crisis anterior. Las medidas actuales incluyen operaciones de repo a gran escala, el Mecanismo de liquidez de fondos de inversión del mercado monetario (MMLF), la Autoridad Monetaria Internacional y Extranjera (FIMA), el Mecanismo de liquidez del Programa de protección de salarios (PPPLF), la Línea de crédito corporativo del mercado primario (PMCCF), la Línea de crédito corporativo del mercado secundario (SMCCF) y el Mecanismo de liquidez municipal (MLF).

A medida que los mecanismos de emergencia se pongan en marcha, se volverá a engordar el balance en función de su acogida. En el supuesto de que la Fed consiga maximizar el capital procedente de los bonos del Tesoro (454.000 millones de dólares) con un ratio de apalancamiento promedio de 10 a 1, los activos aumentarían en, al menos, 4,5 billones de dólares, aparte de las compras de activos a gran escala, las repos y los swaps de divisas. Además, si el PPPLF alcanza una cobertura del 100%, los activos aumentarían en otros 670.000 millones de dólares (349.000 millones de dólares en virtud de la Ley CARES y 321.000 millones de dólares en virtud de la Ley PPPHCE).

Sin embargo, cuanto más éxito tenga la Fed a la hora de estabilizar los mercados financieros, menor será la necesidad de comprar activos y de préstamos de emergencia. En otras palabras, el ritmo de crecimiento mensual de los activos podría estar estabilizándose. No obstante, es poco probable que muchos de estos mecanismos alcancen sus umbrales, mientras que la reducción de los préstamos con redescuento, PDCF, MMLF, FIMA y swaps de divisas podría producirse relativamente pronto. Por ejemplo, entre diciembre de 2008 y junio de 2009, los swaps de divisas de emergencia disminuyeron de casi 600.000 millones de dólares hasta algo más de 100.000 millones.

La expansión del activo del balance se financia con divisa en circulación, operaciones de repo inversa, la cuenta de bonos del Tesoro de la Fed y reservas bancarias. El aumento de la cuenta de bonos del Tesoro se puede considerar como una operación puntual, principalmente relacionada con la promulgación de la Ley CARES. Probablemente las operaciones de repo inverso se ralenticen en consonancia con las repos regulares. Mientras tanto, el aumento de la divisa refleja el pánico en los mercados financieros y ya se está estabilizando. Así pues, de cara al futuro, la gran mayoría de los préstamos de emergencia y las compras de valores se financiarán mediante aumentos de las reservas bancarias. El motivo para aumentar las reservas bancarias consiste en respaldar los préstamos y su concesión. Entre finales de febrero y finales de abril, las reservas bancarias aumentaron de 1,6 a 3,2 billones de dólares, superándose el máximo alcanzado en octubre de 2014.

Si bien el aumento de las reservas en 1,6 billones de dólares es considerable, siempre hemos sostenido que el nivel de equilibrio de las reservas bancarias es un objetivo dinámico y que el hecho de operar en un amplio régimen de reservas no supone librarse de episodios de volatilidad. Esto significa que la demanda de reservas, incluso en tiempos «normales», podría ser significativamente mayor que lo que se estimó hace menos de un año, sobre todo si los bancos perciben que estos tipos de riesgos serán más comunes.

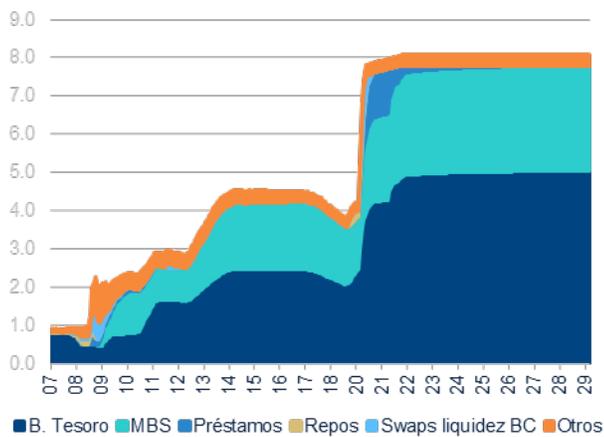
Al considerar diferentes especificaciones relativas a la regla de la política monetaria (regla de Taylor) y nuestras estimaciones respecto a la inflación, la tasa de desempleo, el PIB y el tipo de interés real de equilibrio, concluimos que, en todas ellas, el aumento de la inactividad de los recursos da lugar a tipos muy negativos. De cara a compensar la falta de capacidad para recortar aún más los tipos de interés en el límite inferior igual a cero (ZLB) y suponiendo que la Fed siga considerando el ZLB como una restricción vinculante para evitar los tipos de interés negativos, tiene que producirse una expansión significativa del agregado monetario M2 y en las reservas bancarias. Según el análisis del tipo de interés «en la sombra», un aumento del 3% del M2 equivale a una disminución de alrededor de 100 puntos básicos del tipo de interés oficial. El aumento de las reservas bancarias es de aproximadamente el doble, ya que los hogares (y los fondos de inversión libre) se reparten alrededor del 50% de las reservas bancarias. Por su parte, un aumento del 1% en las tenencias de bonos a largo plazo reduce el tipo de los fondos de la Fed en un 0,018%. Por lo tanto, el incremento de las reservas bancarias tendría que ascender a unos 4 billones de dólares, mientras que las compras de activos tendrían que aumentar 6 billones de dólares.

Sin embargo, dado que la orientación futura también influye en las expectativas de los tipos de interés y los programas de préstamos de emergencia afectan a las decisiones sobre préstamos y concesión de préstamos, el aumento de las reservas y las compras de activos podría ser inferior a las estimaciones anteriores. Además, en el supuesto de que el gobierno levante las restricciones más pronto que tarde y que la economía comience a crecer en la segunda mitad del 2T20, es probable que la expansión del balance se ralentice significativamente.

Por lo tanto, esperamos que el balance crezca a un ritmo mensual promedio de 100.000 millones en los próximos 12 meses, por lo que alcanzaría los 7,9 billones de dólares a finales del 2020 y los 8,1 billones a finales del 2021. En este escenario se considera que las participaciones en bonos del Tesoro contribuirán con un aumento de en torno al

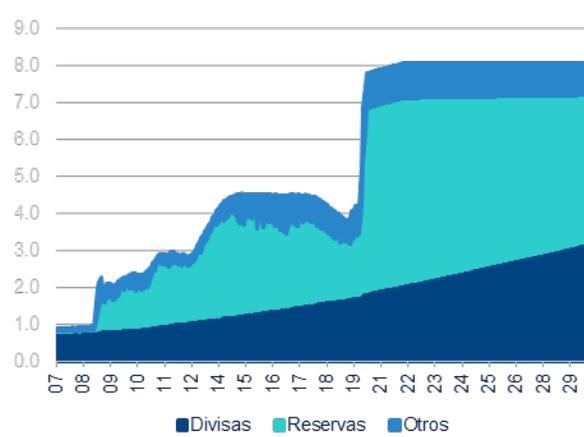
70% y se distribuirán para que se correspondan de forma aproximada con la composición de vencimiento de los títulos del Tesoro en circulación. Asimismo, la Fed continuará reinvertiendo todos los pagos de capital de los títulos del Tesoro en vencimiento con una distribución similar. Las compras de MBS seguirán concentradas en cupones en MBS de agencias a tipo fijo a 15 y 30 años, incluida la reinversión de pagos de capital procedente de deuda de agencias y MBS de agencias.

Gráfica 5. **Balance de la Fed: Activos** (En billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 6. **Balance de la Fed: Pasivos** (En billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Al optar por operar en un amplio régimen de reservas o en un sistema de mínimos, la Fed puede administrar su balance sin depender de su tipo de interés objetivo en lo que se ha descrito como el «gran divorcio» entre el balance y los tipos de interés. En este contexto, llegado el momento, la Fed podría mantener amplias reservas al tiempo que aumenta los tipos de interés, al igual que hizo hasta mediados de 2019. En este caso, las reservas bancarias se mantendrían muy por encima de los niveles vistos antes de que la Fed agotara activamente las reservas del sector financiero.

La reducción inicial de las reservas vendrá determinada por el crecimiento orgánico del dinero en circulación, de modo que el total de los pasivos se mantiene relativamente estable. Sin embargo, una vez que la Fed decida acelerar la reducción del balance, la demanda de reservas podría ser significativamente mayor y, por lo tanto, la reducción neta podría resultar insignificante. Dicho de otro modo, una buena parte del aumento actual del balance por parte de la Fed será permanente si desea mantener el sistema de mínimos. Por lo tanto, es posible que la Fed no empiece a reducir el balance hasta dentro de muchos años, e incluso entonces, si comienza a hacerlo, puede que lo haga a un ritmo lento.

Restablecer el equilibrio

El gran aumento del balance de la Fed y la convulsión financiera están engordando los balances de la banca múltiple. Entre finales de febrero y mediados de abril, los activos de los bancos se incrementaron en 2,1 billones de dólares, de los cuales casi 1,4 billones corresponden a activos en efectivo —incluidas las reservas bancarias— y 0,5 billones son

préstamos comerciales e industriales (que representan el 80% del aumento de 0,7 billones de dólares en el total de préstamos). El primer importe refleja el efecto de las compras de activos y los préstamos de emergencia de la Fed, que se han financiado con la creación de reservas bancarias. El último representa las empresas y hogares que tienen líneas de crédito. Con respecto a los pasivos, los depósitos bancarios han repuntado hasta los 1,3 billones de dólares, mientras que la suma de los empréstitos y el importe neto debido a las oficinas extranjeras ha aumentado 0,8 billones de dólares. El aumento de los depósitos se debe a la liquidación de grandes volúmenes de activos por parte de los actores del mercado que depositan los ingresos en los bancos.

El gran incremento de los activos bancarios tiene un efecto significativo en las principales instituciones (GSIB) que están sujetas al ratio de apalancamiento suplementario (SLR), el cual actúa como respaldo con respecto a los requerimientos de capital basados en el riesgo. El aumento de los activos totales tiene un efecto preciso sobre la exposición total al apalancamiento, por lo que se reduce el SLR y exige un incremento repentino y significativo del capital regulatorio. Esto podría tener un devastador efecto en la oferta de préstamos, además de limitar la capacidad de las sociedades de cartera de poseer bonos del Tesoro de forma directa e incrementar los depósitos en la Fed.

Sin embargo, la Fed ha emitido una exclusión temporal de los títulos del Tesoro y los depósitos en la Fed con respecto al SLR con la que pretende permitir que las instituciones financieras sujetas al SLR sigan concediendo préstamos. Según la Fed, esta medida reduciría temporalmente los requerimientos de capital Tier 1 vinculantes en alrededor de 17.000 millones de dólares y la cantidad de capital Tier 1 necesaria para satisfacer el SLR en alrededor de 76.000 millones para las sociedades de cartera bancarias. Se espera que esto aumente la capacidad de exposición al apalancamiento en alrededor de 1,6 billones de dólares y respalde la liquidez del mercado financiero. Puesto que los bonos del Tesoro y los depósitos de la Fed se consideran activos sin riesgo, y el ratio de capital de Tier 1 permanecerá inalterado, no se espera que la exclusión temporal incentive la asunción de riesgos.

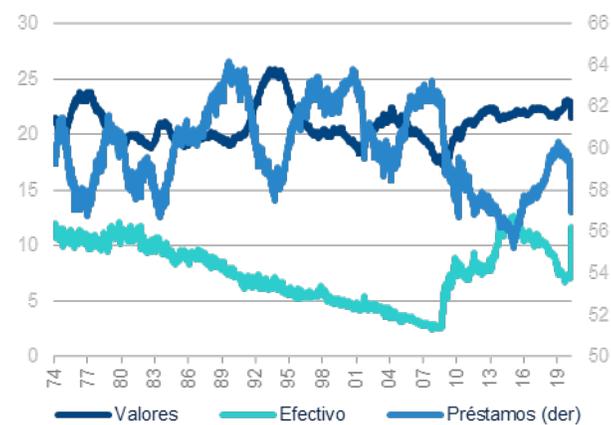
Además, la Fed ha emitido una regla definitiva provisional que permitiría a las entidades bancarias excluir las exposiciones sin posibilidad de recurso adquiridas como parte del MMLF de la exposición total al apalancamiento de una entidad bancaria, el promedio de los activos consolidados totales, los activos medios ponderados por riesgo totales con enfoques avanzados y los activos medios ponderados por riesgo totales estandarizados, según corresponda. De esta forma, los bancos podrán neutralizar los efectos de la compra de activos a través del MMLF en los ratios de capital de apalancamiento y basados en el riesgo.

La Fed también redujo el requisito de reserva al 0%, medida de aplicación a partir del 26 de marzo, para liberar liquidez e incentivar los préstamos. Aunque las reservas requeridas ascendían aproximadamente a 200.000 millones de USD, lo que equivale al 2% del total de préstamos, cerca de 80.000 millones de USD se correspondían con reservas en efectivo, las cuales los bancos aún deberán mantener, aunque en una cantidad menor. En cualquier caso, esto tendría un efecto positivo en los préstamos y depósitos, así como en la reducción de los costes de transacciones.

A pesar de las medidas, los bancos tendrán que hacer frente a los posibles efectos adversos de los cierres de empresas y del alto nivel de desempleo, lo que limitará la capacidad de los bancos para conceder préstamos. Según datos del 1T20, los cuatro bancos más importantes del país aumentaron sus provisiones en 4,5 veces el nivel del 1T19. Si esta proporción se mantiene durante todo el año, las provisiones totales alcanzarían los 226.000 millones de dólares en 2020. Esta cantidad es ligeramente superior a los ingresos operativos netos de 2019, lo que sugiere un efecto considerable en los resultados. Sin embargo, aún hay muchas dudas con respecto a la rapidez y el nivel de deterioro de la calidad de los activos. Por lo tanto, las provisiones totales podrían acabar siendo mucho mayores.

Afortunadamente, los ratios de capital y liquidez de los bancos siguen rondando los máximos históricos, mientras que la calidad de los activos era muy elevada al entrar en la crisis.

Gráfica 7. **Activos bancarios nacionales**
(proporción en %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 8. **Activos de bancos extranjeros**
(proporción en %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En última instancia, el efecto sobre los préstamos bancarios al sector privado depende más de la magnitud y la duración de la contracción económica que del ritmo y la dimensión de la expansión del balance de la Fed. Proporcionar una amplia liquidez, restablecer el funcionamiento de los mercados financieros y relajar algunas regulaciones favorecería la oferta de préstamos. Sin embargo, la demanda de préstamos depende de la rapidez y contundencia con que las empresas y los hogares recuperen la confianza y contribuyan al consumo y la inversión. Una vez que este proceso esté en marcha, los bajos tipos de interés y la QE ayudarán a lograr una recuperación más fuerte y sostenible. Para obtener más información, véase [EEUU | Situación bancaria en medio del Covid-19](#).

En otras palabras, cuanto antes se puedan levantar las restricciones de forma segura, más rápida y sólida será la recuperación. Una recesión menos intensa y prolongada permitirá que más empresas sigan a flote y que las personas abandonen rápidamente la penosa situación de desempleo. Esto, a su vez, contribuirá a limitar el deterioro de la calidad de los activos y favorecerá el flujo de crédito. Con este fin, será crucial una implantación satisfactoria y una evolución efectiva de los programas básicos de apoyo a empresas y hogares para favorecer el préstamo bancario.

¿Defender o atacar?

Aunque la Fed se ha comprometido esencialmente a ofrecer un respaldo a casi todos los sectores de la economía, la puesta en marcha de algunos mecanismos puede llevar tiempo y es posible que una parte de estos no resulte tan eficaz como se esperaba. Por lo tanto, la Fed puede presentar medidas adicionales para continuar mitigando los riesgos de contagio y evitar una crisis sistémica.

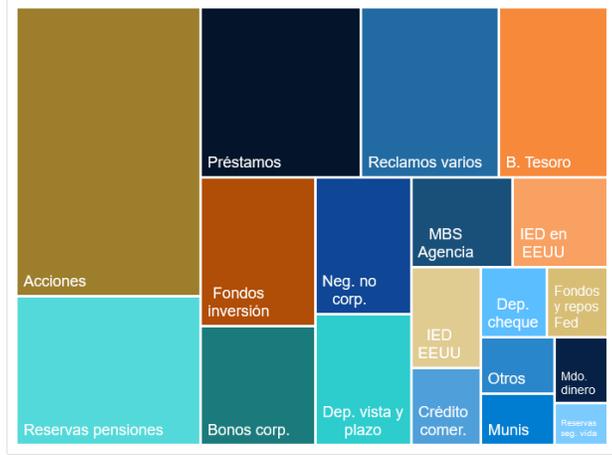
En un primer momento, el Tesoro prometió 50.000 millones de dólares del Fondo de Estabilización Cambiaria para proteger a la Fed de las pérdidas. Más tarde, al amparo de la Ley CARES, el Congreso concedió 454.000 millones de

dólares al Tesoro destinados a respaldar los programas de la Fed. Hasta ahora, la Fed ha utilizado alrededor de 215.000 millones de dólares. En parte, esto refleja la intención de la Fed de dejar efectivo disponible («dry powder») ante la incertidumbre acerca de qué medidas se antojarán más eficaces o si el estrés financiero en otros sectores requerirá la implantación de nuevos programas.

Además de incrementar la potencia de los servicios de préstamos de emergencia mediante el aumento del capital riesgo, la Fed podría ampliar la cobertura de los actores con acceso, el alcance de los activos que se están comprando o reducir los precios. Por ejemplo, la Fed podría permitir que otros intermediarios, como los fondos de inversión libre, tengan acceso a la línea de crédito de los operadores primarios o proporcionen liquidez a proveedores no bancarios de hipotecas que podrían enfrentarse a presiones significativas si los prestatarios incurren en suspensión de pagos. Además, la Fed podría restablecer el Mecanismo de subastas de crédito a plazo (TAF), que fue utilizado durante la crisis financiera global como una alternativa para proporcionar liquidez a una amplia gama de contrapartes sin el estigma del redescuento.

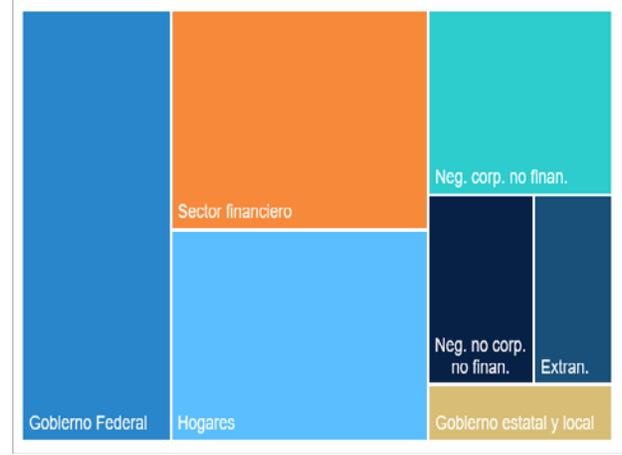
Asimismo, la Fed podría otorgar acceso a prestamistas no convencionales y corregir los límites. Por ejemplo, aunque el programa PPP de la Administración de pequeñas empresas estadounidense (SBA) no establece ningún importe mínimo de los préstamos, el MSLP de la Fed dispone un mínimo de 1 millón de dólares. Además, el programa MSLP solo estaba disponible para los bancos, pero la Fed recientemente anunció que se está planteando ampliar su alcance a otros prestamistas que la SBA considere aptos. Si bien este dato es positivo, también podría desencadenar otras preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera o la supervisión.

Gráfica 9. **Deuda pendiente por instrumento**
(2019, en billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 10. **Deuda pendiente por sector** □
(2019, en billones de USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

La Fed también podría redirigir las compras de activos para centrarse en el tramo a largo y a medio plazo de la curva y así mantener estas rentabilidades por debajo de un umbral determinado. Esta estrategia se empleó durante la Segunda Guerra Mundial para reducir el coste de financiar la contienda. En el entorno actual, esto ayudaría a reducir el coste de un estímulo fiscal masivo, al tiempo que incentivaría la asunción de riesgos.

La Fed ha tomado medidas que parecían inconcebibles en el pasado, tales como la compra de deuda municipal sin restricciones de calificación, de bonos corporativos sin grado de inversión (o bonos basura) y de grado de inversión, CMBS no de agencia y obligaciones garantizadas por préstamos (CLO). La Fed podría extender el alcance a valores con menor calificación ampliando la lista de valores aptos, incluidos los títulos de renta variable. Esto último parece inverosímil por ahora, aunque el expresidente Yellen lo propuso en 2016 y, de nuevo, el mes pasado. El Banco de Japón, por ejemplo, lleva más de una década comprando acciones a través de ETF y todo apunta a que se convertirá en el principal titular de acciones nacionales a finales de año.

Aunque los tipos de interés se sitúan en el 0%, la Fed podría considerar establecer tipos de interés negativos. En el pasado, la Fed mantuvo una ambigüedad provechosa dadas las grandes incertidumbres sobre su eficacia y sus imprevistas consecuencias de índole política, financiera, legal y económica. Sin embargo, en las condiciones actuales, no se puede descartar por completo. De hecho, otros bancos centrales importantes, como el BCE, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo ya han fijado su tipo de interés oficial por debajo del 0%. Esta alternativa adquiere aún más importancia en un entorno desinflacionario, ya que, en última instancia, el tipo de interés real es lo más relevante para la política monetaria. Si la inflación fuera negativa, los tipos nominales al 0% implicarían la adopción de una política restrictiva.

La Fed también podría ser más explícita en cuanto a su compromiso de mantener los tipos de interés a niveles bajos y su estrategia en torno a la compra de activos. La transparencia y la credibilidad permitirán a la economía recuperar suficiente fuerza y minimizar los riesgos bajistas de una recaída. Para ello, es necesaria una orientación futura más ambiciosa que vincule la estrategia a una fecha futura, a las condiciones económicas o a umbrales para variables específicas. Todas las opciones tienen sus ventajas y sus inconvenientes, pero la panacea no existe. Sin embargo, dado el entorno actual, parece que la Fed necesita ser más clara acerca de cómo planea proceder. En el pasado, la Fed siempre se dio suficiente flexibilidad y terminó haciendo cambios significativos. Si bien las cuestiones más apremiantes a corto plazo continúan recuperando el control y estabilizando los mercados financieros, los actores se seguirán preguntando hasta dónde está dispuesta a llegar la Fed.

El arca perdida

Los críticos sostienen que, para garantizar un buen funcionamiento de la política monetaria —en este caso, el sistema de mínimos—, la Fed necesita fijar el interés por el exceso de reservas (IOER) al mismo nivel o por encima de los tipos del mercado para que la demanda de reservas sea totalmente elástica con respecto al tipo de los fondos federales. Esto mismo ocurrió entre 2008 y 2018, cuando la Fed amplió su balance, lo que permitió modificar la cantidad de reservas proporcionadas para crear movimientos idénticos en la cantidad demandada, permaneciendo constantes el resto de variables.

Sin embargo, esto plantea dos posibles problemas. En primer lugar, que el IOER se pueda establecer por encima del tipo de interés natural, limitando el ritmo de expansión de la demanda agregada y, en segundo lugar, que pueda conducir a un reequilibrio de las carteras bancaria por el cual la oferta de préstamos termine siendo inferior a lo que habría sido si se hubiera procedido de otra forma. Si la Fed fijara el IOER por debajo de los tipos de mercado, se produciría un coste de oportunidad para los bancos con reservas y la demanda de reservas ya no sería tan elástica. En este caso, el sistema de mínimos podría verse sometido a presión, como ocurrió en septiembre del año pasado.

Además, el paso a un sistema de mínimos prácticamente eliminó el mercado interbancario, que permitía a los bancos estar al corriente acerca de sus homólogos y, por lo tanto, suponía un indicador del estado de salud de las instituciones que formaban parte de dicho mercado. Como demuestran los recientes episodios de volatilidad del mercado monetario, aunque los requisitos de capital, liquidez y reservas han logrado salvaguardar el sistema financiero, también han resultado ser impedimentos para una correcta transmisión de los tipos de interés de referencia en tiempos de estrés financiero. Además, aunque en teoría el sistema de mínimos puede funcionar con niveles muy bajos de reservas, en la práctica no ha sido el caso.

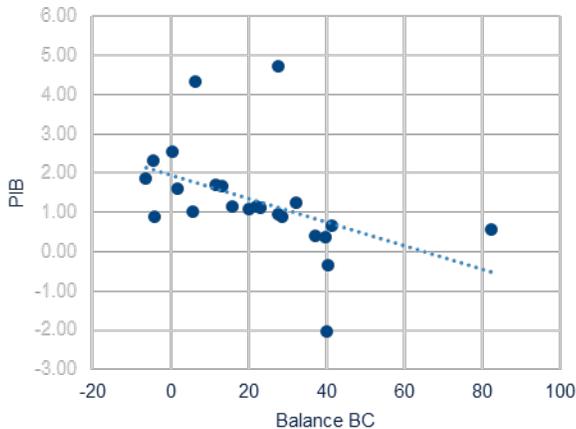
De cara al futuro, si el sistema requiere niveles elevados de reservas, podría incentivar una reasignación de recursos en el sector público antes que en prestatarios del sector privado, lo que a su vez podría dar lugar a tasas de crecimiento más bajas. Por último, dado que el nivel de reservas no está directamente correlacionado con la postura de la política monetaria y no existen normas relativas a las reservas, la Fed se arriesga a interferir a nivel político con aquellos interesados en usar el balance para monetizar la deuda o como excusa para limitar la independencia de la Fed.

La Fed volverá a enfrentarse a una situación que pondrá a prueba la rapidez con la que puede aumentar los tipos de interés y devolverlos a un nivel que, en caso de que se produzca otra crisis, se pueda recortar lo suficiente como para respaldar la economía. Si el próximo ciclo se produce más pronto que tarde, la Fed podría encontrarse con unos tipos en el ZLB o valores próximos, así como un gran balance que tendría que volver a ampliar. Este escenario se asemeja a lo que se conoce como la *japonización* de la política monetaria estadounidense.

De hecho, el balance de la Fed aumentó del 6% del PIB previo a la crisis financiera global al 25% en 2014, en el punto álgido de la expansión de la compra de activos. Dado el reciente aumento del balance de la Fed y la caída del PIB, esta proporción será de alrededor del 29% en el 1T20 y podría superar el 35% a finales de año. Sin embargo, en relación con otros países, esta proporción no es inusual. Por ejemplo, en el Reino Unido, el total de activos del Banco Central representa alrededor del 28% del PIB. En la zona del euro es del 39%, mientras que en Japón y Suiza es del 104% y del 123%, respectivamente. Si bien son elevados, resultan insignificantes en comparación con el 300% de Noruega. Por el contrario, esta proporción es inferior al 10% en Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

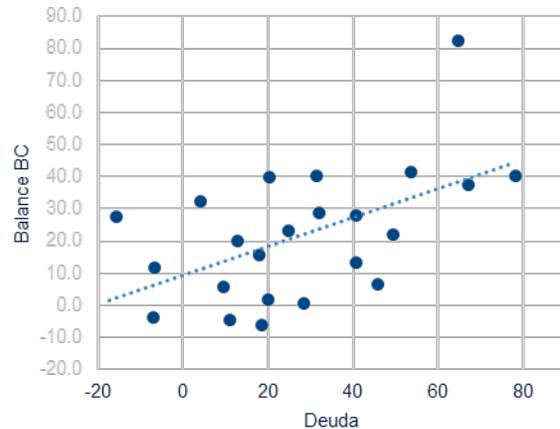
Curiosamente, existe una correlación negativa entre el tamaño de los balances de los bancos centrales y el crecimiento del PIB. Esto implica que la expansión agresiva de los balances no está asociada a un mayor rendimiento económico. Además, parece haber una correlación positiva entre el crecimiento de la deuda pública y los balances de los bancos centrales. Sin embargo, el rendimiento económico sigue siendo esencialmente el mismo independientemente de lo que se incremente con mayor rapidez. Esto confirma que, salvo a efectos de estabilización financiera, ni la ampliación del balance ni la modificación del marco operativo de un sistema de banda a un sistema de mínimos ofrecen ventajas a largo plazo. Sin embargo, los datos sugieren riesgos considerables derivados de la monetización de la deuda.

Gráfica 11. **Balances de bancos centrales desarrollados y crecimiento del PIB** (comparativa 2007-2019 y variación en % 2008-2019)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 12. **Balances de bancos centrales desarrollados y deuda pública** (comparativa 2007-2019)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Aunque la mayoría de los economistas coincidirían en que se necesitaba una intervención agresiva de la Fed para proporcionar respaldo a las secuelas económicas, otros sostendrían que la Fed ha ido demasiado lejos, mientras que otros bancos centrales se han quedado cortos. Por un lado, parece que la Fed mantiene la cautela a la hora de no prestar ante garantías de mala calidad, aunque ya han traspasado el límite. Por ejemplo, al amparo de la PMCCF, la Fed está extendiendo crédito a los llamados «ángeles caídos», mientras que la SMCCF comprará ETF con exposición a bonos corporativos de alto rendimiento. Mientras tanto, el MLP, destinado a respaldar la deuda municipal, no tiene restricciones de calificación con respecto a los valores que puede comprar.

Adentrarse en activos con más riesgo genera un problema de riesgo moral, ya que muchas empresas o gobiernos con calificación inferior al grado de inversión no están generando ingresos suficientes o han acumulado niveles de deuda insostenibles. En muchos casos, el aumento del apalancamiento ayudó a financiar las recompras de acciones u otras actividades en lugar de inversiones. Los críticos defenderían que quienes asumen riesgos deberían haber planificado tiempos económicos más aciagos y que el contribuyente no debería ser responsable de su rescate.

Por otra parte, al establecer demasiadas restricciones, la Fed se está olvidando de algunas clases de activos, por lo que decide qué activos ganan y cuáles pierden. Por ejemplo, mediante el TALF, solo comprará CMBS no de agencia heredados y CLO únicamente estáticos. Asimismo, el MSLP fija el nivel mínimo de préstamos en 0,5 millones de dólares y el préstamo solo se realiza a través de bancos. Además, el tamaño máximo de los préstamos es cuatro veces mayor que el EBITDA para los préstamos nuevos y seis veces mayor que el EBITDA para los préstamos prioritarios y ampliados. Este enfoque puede parecer razonable, ya que es evidente que existe una estrategia para evitar riesgos de suceso extremo como la microfinanciación o el apoyo a acuerdos de capital privado. Sin embargo, podría generar distorsiones en el mercado o reducir la eficacia de los programas. Aun así, se podría argumentar que la Fed, al respaldar de forma directa a algunos sectores, también está apoyando indirectamente a otros.

Las críticas también reprochan el posible efecto en las finanzas federales, estatales y locales. El respaldo de la Fed lanza un mensaje a los responsables políticos de que las consecuencias para el tamaño del estímulo fiscal son pocas y, por lo tanto, demuestra qué parte es más generosa a la hora de sentar precedente. En última instancia, aumentar el déficit y la deuda pública en 2 o 6 billones de dólares es irrelevante para los dirigentes electos si la Fed va a comprar una gran parte de estos valores y minimizar los posibles efectos negativos —a saber, tipos de interés más altos, acumulación de la inversión privada, impuestos más altos y gasto discrecional más bajo—, así como aumentar el precio que deberán pagar las generaciones futuras. Además, esta demanda «permanente» de valores públicos favorece la emisión de deuda pública sobre emisores privados, lo que puede distorsionar la asignación de recursos y la eficiencia económica.

En el caso de los gobiernos estatales y locales, la pandemia supondrá graves problemas si los ingresos fiscales se desploman. Sin embargo, la financiación de la Fed y el gobierno sin incentivos adecuados para propiciar el cambio debilita la voluntad de estos gobiernos de mejorar sus finanzas, redirigir los recursos a áreas con mayores rendimientos o tomar decisiones difíciles para impulsar los fundamentales económicos. Por último, en un sistema de mínimos en el que las reservas deben permanecer en niveles altos y sin límites ni directrices, el papel de la Fed y su independencia podría quedar en entredicho. En consecuencia, la Fed podría reconsiderar su marco operativo actual.

Conclusión

En respuesta a la pandemia de la COVID-19, la Fed ha anunciado el barrido de acciones convencionales y no convencionales. Habida cuenta de la aceptación de las ofertas de la Fed hasta la fecha y de nuestras expectativas en torno al camino que tomará la actividad económica, el balance de la Fed está preparado para aumentar rápidamente hasta unos 8 billones de dólares, antes de estabilizarse en torno a ese nivel. Aunque la agresiva respuesta de la Fed a la insólita crisis parece adecuada, con el tiempo sabremos si estas medidas fueron suficientes y eficaces. Mientras tanto, el engorde del balance ayudará a estabilizar los mercados financieros y a respaldar las condiciones de los préstamos. El nivel de eficacia dependerá de la duración de las restricciones y de la confianza de los consumidores y las empresas a la hora de consumir e invertir de forma consistente. En términos de política monetaria, si alguien todavía esperaba una vuelta al sistema de bandas, la crisis de la COVID-19 prácticamente ha garantizado que la Fed operará en un sistema de mínimos con reservas abundantes y un gran balance durante muchos años. Esto no será ni más ni menos beneficioso para la economía, siempre que el resto de condiciones no varíe. Lo que en última instancia determinará la eficacia de las medidas es que la Fed mantenga su independencia y credibilidad, y siga centrándose en su doble mandato de máxima estabilidad del empleo y los precios.

Anexo

Tipos de interés en el límite inferior igual a cero

El 3 de marzo, la Fed recortó los tipos de interés en 50 p.b. hasta un rango entre el 1% y el 1,25%. El 15 de marzo, la Fed recortó los tipos en 100 p.b., lo que los situó entre el 0% y el 0,25%. La Fed se mantiene reacia a trasladar los tipos de interés a territorio negativo, al igual que otros bancos centrales de relevancia.

Expansión cuantitativa (QE)

El 12 de marzo, la Fed anunció que redirigía 60.000 millones de dólares de compras mensuales de letras del Tesoro —implantadas el 11 de octubre de 2019 con fines de «gestión de reservas»— a títulos del Tesoro con diferentes vencimientos. El 15 de marzo, la Fed anunció que compraría al menos 500.000 millones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense y 200.000 millones de dólares de valores respaldados por hipotecas de agencias «en los próximos meses». El 23 de marzo, la Fed suspendió estos límites y afirmó que compraría activos «en las cantidades necesarias» para respaldar la economía, incluidos los valores respaldados por hipotecas comerciales de agencias.

Acuerdos de recompra (repo)

Desde septiembre pasado, la Fed ha ofrecido acuerdos de recompra (repos) para aliviar las presiones en el mercado de préstamos interbancarios a corto plazo. El 9 de marzo, la Fed aumentó sus operaciones diarias de repo a 1 día de 100.000 millones a 150.000 millones de dólares y, de nuevo el 11 de marzo, hasta los 175.000 millones de dólares, e instituyó 3 operaciones de repo a 1 mes de 50.000 millones de dólares cada una. El 16 de marzo, la Fed anunció otros 500.000 millones de dólares en repos a 1 día, los cuales se ampliaron al día siguiente a 2 operaciones diarias hasta el 20 de marzo. El 20 de marzo, prorrogó los 500.000 millones de dólares de las 2 operaciones a 1 día diarias hasta el 13 de abril. Además de aumentar las operaciones de repo a 1 día, la Fed instituyó operaciones a 1 mes. El 11 de marzo, anunció que mantendría 3 operaciones a 1 mes de 50.000 millones de dólares cada una. Al día siguiente, estableció otra operación a 1 mes por valor de 500.000 millones de dólares y declaró que mantendría operaciones a 1 mes semanales por valor de 500.000 millones de dólares cada una hasta el 13 de abril. La Fed también llevó a cabo operaciones a 3 meses. El 12 de marzo, anunció 2 operaciones a 3 meses de 500.000 millones de dólares y operaciones a 3 meses semanales de 500.000 millones de dólares cada una hasta el 13 de abril. Ese mismo día, la Fed de Nueva York anunció una ampliación de las operaciones semanales hasta el 4 de mayo, tras lo cual las operaciones se realizarían cada 2 semanas en lugar de cada semana. El límite agregado combinado aumentó a 6,1 billones de dólares durante la semana del 23 al 27 de marzo; sin embargo, la respuesta nunca llegó a este nivel.

Líneas de swap en dólares estadounidenses

El 15 de marzo, la Fed anunció el aumento de la liquidez del USD mediante acuerdos de líneas de swap en vigor para garantizar la disponibilidad de la divisa mundial de reserva. El acuerdo con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo redujo los precios en 25 p.b. al tipo OIS («overnight index swap») más 25 p.b. Además, los bancos centrales extranjeros comenzaron a ofrecer subastas semanales con un vencimiento a 84 días, además de las operaciones a 1 semana que se ofrecen desde el 31 de octubre de 2013. Las nuevas ofertas de precios y vencimientos permanecerán vigentes durante el tiempo necesario para favorecer el buen funcionamiento de los mercados de financiación en USD. El 19 de marzo, la Fed amplió las líneas de swap en USD en hasta 60.000 millones de dólares con el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Brasil, el Banco de Corea, el Banco de México, la Autoridad Monetaria de Singapur y el Sveriges Riksbank, y hasta 30.000 millones de dólares con respecto al Danmarks Nationalbank, el Norges Bank y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda. Estos acuerdos se llevarán a cabo durante al menos seis meses. El 20 de marzo, la Fed incrementó la frecuencia de las operaciones con vencimiento a 7 días de los swaps anunciados en días anteriores con los cinco bancos centrales principales, pasando de celebrarse semanalmente a diariamente, al menos hasta finales de abril.

Flexibilización regulatoria

El 15 de marzo, la Fed alentó a los bancos a aprovechar sus reservas de capital y liquidez para prestar dinero a la economía. La Fed también rebajó los requisitos de reserva a cero a partir del 26 de marzo. El 17 de marzo, anunció una regla definitiva provisional que revisa la definición de ingreso retenido apto para escalar más las limitaciones automáticas a las distribuciones de capital que podían aplicarse bajo las reglas de capital de las agencias. El 19 de marzo, anunció una regla definitiva provisional para modificar las reglas de capital de las agencias de forma que las entidades financieras reciban crédito por el bajo riesgo de sus actividades de MMLF. Esto supone un reflejo del hecho de que las instituciones no asumirán créditos ni riesgo de mercado vinculado a tales actividades. El 23 de marzo, la Fed reajustó las regulaciones sobre los recursos propios para que los bancos pudieran prestar sus ingresos retenidos con mayor flexibilidad. El 27 de marzo, permitió la adopción temprana de una nueva metodología para medir los contratos de derivados de riesgo crediticio de las contrapartes y dispuso una extensión opcional de la transición de capital regulatorio para la nueva norma contable de pérdidas crediticias.

Redescuento

El 15 de marzo, la Fed redujo el tipo de interés de los préstamos con redescuento en 150 p.b. (recorte de 100 p.b. al tipo de los fondos federales y reducción de 50 p.b. en el diferencial con la banda superior del tipo objetivo) hasta el 0,25%. La Fed también anunció que las instituciones depositarias podrían solicitar préstamos del redescuento por períodos de hasta 90 días, pagaderos por adelantado y renovables por el prestatario diariamente.

Mecanismo de financiación del mercado de pagarés (CPFF)

El 17 de marzo, la Fed estableció una entidad con fines especiales (SPV) con 10.000 millones de dólares de inversión en renta variable del Tesoro estadounidense para comprar pagarés a 3 meses de alta calificación (al menos A-1/P-1/F-1), incluidos emisores estadounidenses con una sociedad matriz extranjera. Este mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 17 de marzo de 2021. Los precios se basarán en el tipo OIS a 3 meses vigente en ese momento más 110 p.b. El 23 de marzo, la Fed amplió el alcance del CPFF para incluir algunos bonos municipales a corto plazo. La SPV realizará compras de pagarés (hasta la cantidad pendiente el 17 de marzo de 2020) a emisores que reúnan los requisitos pertinentes a fecha del 17 de marzo de 2020 y con una calificación mínima de A-2/P-2/F-2 en la fecha de compra. Estas compras estarán sujetas al tipo OIS a 3 meses vigente en ese momento más 200 p.b. Además, cada emisor debe pagar una comisión por el mecanismo equivalente a 10 p.b. del importe máximo del pagaré que pueda poseer la SPV. El Tesoro proporcionará 10.000 millones de dólares de protección crediticia.

Línea de crédito para operadores primarios (PDCF)

El 17 de marzo, la Fed anunció una Línea de crédito para operadores primarios que ofrecerá financiación a un día y a plazo con vencimientos de hasta 90 días. Estará en vigor al menos hasta septiembre de 2020, pero puede prorrogarse si las condiciones lo permiten. El crédito extendido bajo este mecanismo se puede garantizar mediante compromisos de valores en operaciones del mercado abierto, valores de deuda corporativa con grado de inversión, valores de agencias internacionales, pagarés, títulos municipales, valores respaldados por hipotecas y valores respaldados por activos (con calificación AAA) para valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS), obligaciones garantizadas por préstamos (CLO) y obligaciones garantizadas por deuda (CDO). Se aceptan otros valores aptos si tienen calificación de grado de inversión (valores BBB- y con calificación superior) como pagarés con calificación A1/P1 y A2/P2. También se aceptan valores de renta variable, excepto fondos cotizados y fondos de inversión. El tipo de interés cobrado será la tasa de crédito primaria, o tasa de descuento, y no hay límite en cuanto a las dimensiones de este mecanismo.

Mecanismo de liquidez de fondos de inversión del mercado monetario (MMLF)

El 18 de marzo, la Fed implantó el Mecanismo de liquidez de fondos de inversión del mercado monetario para prestar a prestatarios aptos, empleando como garantía determinados tipos de activos comprados por el prestatario en los mercados monetarios principales. La fecha de vencimiento de un anticipo se corresponderá con la fecha de

vencimiento de la garantía apta comprometida para garantizar el anticipo, pero en ningún caso superará los 12 meses. La garantía apta incluye bonos del Tesoro y agencias estadounidenses totalmente garantizadas, valores emitidos por entidades patrocinadas por el gobierno de EE. UU. (GSE), pagarés respaldados por activos y pagarés no garantizados con una calificación no inferior a A1/F1/P1. El 20 de marzo la Fed anunció que ampliaría el MMLF para hacerse cargo del corto plazo (con vencimientos a un año o menos) mediante determinados activos de alta calidad adquiridos a un solo estado y otros fondos de inversión del mercado monetario municipal exentos de impuestos. Los anticipos garantizados por bonos del Tesoro y GSE se realizarán a un tipo equivalente a la tasa de crédito primaria. Todos los demás anticipos se realizarán al tipo de crédito primario más 100 p.b. El Tesoro proporcionará 10.000 millones de dólares de protección crediticia.

Línea de crédito corporativo del mercado primario (PMCCF)

El 23 de marzo, la Fed estableció la Línea de crédito corporativo del mercado primario para comprar bonos corporativos con grado de inversión (con vencimientos a cuatro años o menos) directamente de emisores aptos y ofrecerles un préstamo. Las empresas que acceden al PMCCF pagan los intereses de la Fed sobre el préstamo, pero se les permitirá mantener los pagos de intereses durante un máximo de seis meses, en los cuales no se le permitirá pagar dividendos ni acciones de recompra. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 30 de septiembre como mínimo. El 9 de abril, el Tesoro amplió su respaldo de 10.000 a 50.000 millones de dólares, ya que la Fed expandió el alcance del programa para cubrir la deuda corporativa de los «ángeles caídos» con calificaciones por debajo de grado de inversión de BB-/Ba3. Los precios de los bonos corporativos se basarán en las condiciones del mercado más una comisión por el mecanismo de 100 p.b. Para los préstamos sindicados, será el mismo precio que otros miembros sindicados más una comisión por el mecanismo de 100 p.b. con respecto a la parte de la sindicación. Para ser un emisor apto, no debe haber recibido asistencia específica de conformidad con la Ley CARES o cualquier legislación federal pertinente.

Línea de crédito corporativo del mercado secundario (SMCCF)

El 23 de marzo, la Fed implantó la Línea de crédito corporativo del mercado secundario con el fin de proporcionar respaldo en el mercado secundario a la deuda corporativa con grado de inversión y a parte de la deuda corporativa de alto rendimiento amparada por el PMCCF (con vencimientos a cinco años o menos). El SMCCF también puede asumir algunos ETF que cotizan en EE. UU. con una «amplia exposición» al mercado de bonos corporativos estadounidenses con grado de inversión, así como algunos ETF con exposición a bonos corporativos de alto rendimiento. Los emisores aptos deben tener una calificación mínima de BBB-/Baa3 a fecha del 22 de marzo de 2020, o si se rebajó con posterioridad, de BB-/Ba3 en la fecha de la compra. El mecanismo cesará las compras a más tardar el 30 de septiembre de 2020, a menos que se prorrogue. El 9 de abril, el Tesoro amplió su apoyo de 10.000 a 25.000 millones de dólares.

Mecanismo de préstamo de valores respaldados por activos a plazo (TALF)

El 23 de marzo, la Fed estableció el Mecanismo de préstamo de valores respaldados por activos a plazo para otorgar préstamos a empresas a través de operadores primarios a cambio de garantías en forma de valores respaldados por activos (ABS) con la mayor calificación crediticia posible. La exposición de los ABS incluye préstamos y arrendamientos de automóviles, préstamos estudiantiles, cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, préstamos y arrendamientos de equipos, préstamos mínimos («floorplan loans»), préstamos de financiación de primas de seguros, ciertos préstamos de pequeñas empresas garantizados por la Agencia Federal de Pequeños Negocios de Estados Unidos, préstamos apalancados e hipotecas comerciales. El 9 de abril, la Fed amplió el TALF para aceptar garantías con exposiciones crediticias subyacentes a préstamos apalancados (tales como obligaciones garantizadas por créditos) e hipotecas comerciales. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 30 de septiembre como mínimo. El Tesoro proporcionará 10.000 millones de dólares de protección crediticia.

Mecanismo de repos de la Autoridad Monetaria Internacional y Extranjera (FIMA)

El 31 de marzo, la Fed anunció un acuerdo de swap en USD con más de 200 autoridades monetarias internacionales y extranjeras (FIMA) con cuentas en la Fed de Nueva York. A través de FIMA, estas instituciones podrán intercambiar temporalmente sus títulos del Tesoro estadounidense en poder de la Fed por USD, que podrán ponerse a disposición de las instituciones en sus jurisdicciones. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta principios de octubre como mínimo.

Servicio de préstamo del Programa de protección de salarios (PPPLF)

El 6 de abril, la Fed anunció el Servicio de préstamo del Programa de protección de salarios para proporcionar financiación a plazo respaldado por préstamos PPP. El 9 de abril, la Fed detalló el programa mediante el cual prestará a prestatarios aptos sin posibilidad de recurso, tomando como garantía los préstamos del Programa de protección de salarios (PPP) de la Ley de Asistencia, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus («Ley CARES»). Solo los préstamos PPP garantizados por la SBA son aptos como garantía. La fecha de vencimiento de la ampliación del crédito se corresponderá con la fecha de vencimiento del préstamo PPP y se acelerará si se incumple un préstamo subyacente y el prestatario apto vende el préstamo a la SBA para obtener la garantía. La fecha de vencimiento de la ampliación del crédito también se acelerará si al prestatario se le condona el reembolso del préstamo. Las ampliaciones de crédito se harán a un tipo de 35 p.b. y sin comisiones. En virtud de la Ley CARES, a un préstamo PPP se le asignará una ponderación de riesgo del 0% según las reglas de capital basadas en riesgo de las agencias bancarias federales. El 9 de abril de 2020, los reguladores publicaron una regla definitiva provisional para permitir a las organizaciones bancarias neutralizar el efecto de los préstamos PPP sobre los ratios de capital de apalancamiento. El 23 de abril, la Fed anunció que está trabajando para ampliar el acceso a más prestamistas que la SBA considere aptos lo antes posible. El 30 de abril, la Fed amplió formalmente el mecanismo para incluir instituciones no depositarias, como cooperativas de crédito, instituciones financieras de desarrollo comunitario y algunas empresas de tecnofinanzas (fintech), así como la garantía que se puede comprometer, como préstamos PPP íntegros comprados como garantía para el PPPLF. No se realizarán ampliaciones de crédito adicionales después del 30 de septiembre de 2020, a menos que se prorrogue.

Programa de préstamo para pymes (MSLP)

El 6 de abril, la Fed anunció el Programa de préstamo para pymes que ofrece respaldo financiero a pequeñas y medianas empresas. El programa incluyó en un primer momento dos mecanismos (el MSNLF y el MSELF) para financiar empresas medianas con hasta 600.000 millones de dólares. El 30 de abril, la Fed agregó una tercera opción (el MSPLF) y amplió el alcance del programa.

Nuevo mecanismo de préstamo para pymes (MSNLF)

El 9 de abril, la Fed estableció el Nuevo mecanismo de préstamo para pymes que pretende respaldar los préstamos a las empresas del fondo de 600.000 millones de dólares. El 30 de abril, la Fed amplió el alcance del programa para incluir empresas que tuvieran menos de 15.000 empleados o que obtuvieran unos ingresos anuales de hasta 5.000 millones. La SPV comprará el 95% de las participaciones y los bancos conservarán el 5% del crédito. El Mecanismo de préstamo para pymes permitirá a las empresas obtener un préstamo a 4 años de al menos 0,5 millones de dólares con pagos de intereses diferidos en el primer año, siempre y cuando «hagan esfuerzos razonables» para retener a los empleados. A las empresas se les permitirá tomar un préstamo PPP al mismo tiempo que un préstamo a través del mecanismo de la Fed. El importe máximo del préstamo será el que resulte inferior de los siguientes: 25 millones de dólares o una cantidad que, al añadirla a la deuda pendiente y no utilizada disponible, no supere el cuádruple del EBITDA ajustado del 2019. El tipo del préstamo será el LIBOR (a 1 o 3 meses) más 300 p.b. Un prestamista apto pagará una comisión de 100 p.b. del principal de la participación del préstamo adquirida por la SPV. El prestamista puede requerir que el prestatario pague esta comisión. Un prestatario apto pagará al prestamista una comisión de concesión de hasta 100 p.b. del principal del préstamo. La SPV pagará al prestamista 25 p.b. por la

gestión de préstamo. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 30 de septiembre como mínimo. Los mecanismos MSNLF, MSELF y MSPLF están respaldados por 75.000 millones de dólares en renta variable del Tesoro de EE. UU.

Mecanismo de préstamo ampliado para pymes (MSELF)

El 9 de abril, la Fed estableció el Mecanismo de préstamo ampliado para pymes con el que se permite a los bancos aumentar el tramo de los préstamos existentes a plazos que les permitan financiar el préstamo con el fondo de 600.000 millones de dólares. El 30 de abril, la Fed amplió el alcance del programa. La SPV comprará participaciones del 95% en el tramo ampliado de los préstamos aptos a prestamistas aptos. Los prestamistas aptos retendrán el 5% del tramo ampliado de cada préstamo apto. Los prestatarios deberán cumplir los siguientes requisitos: tener menos de 15.000 empleados o que obtuvieran unos ingresos anuales de hasta 5.000 millones. Mientras que el MSNLF cubre nuevos préstamos a prestatarios que pueden no tener un préstamo pendiente, el MSELF permitirá a los prestatarios negociar con su prestamista para reestructurar sus préstamos existentes. El MSELF permitirá a los prestatarios obtener un préstamo mayor: la cantidad que resulte inferior de 200 millones de dólares, el 35% de la deuda pendiente y no disponible, o una cantidad que, cuando se añade a la deuda pendiente y no utilizada disponible, no sea seis veces mayor que el EBITDA ajustado del 2019. El tipo del préstamo será el LIBOR (a 1 o 3 meses) más 300 p.b. Un prestamista apto pagará una comisión de 75 p.b. del principal de la participación del préstamo adquirida por la SPV. El prestamista puede requerir que el prestatario pague esta comisión. Un prestatario apto pagará al prestamista una comisión de concesión de 100 p.b. del principal del préstamo. La SPV pagará al prestamista 25 p.b. por la gestión de préstamo. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 30 de septiembre como mínimo. Los mecanismos MSNLF, MSELF y MSPLF están respaldados por 75.000 millones de dólares en renta variable del Tesoro de EE. UU.

Mecanismo de préstamo prioritario para pymes (MSPLF)

El 30 de abril, la Fed estableció el Mecanismo de préstamo prioritario para pymes como parte de la ampliación del Programa de préstamo para pymes, que ofrece hasta 600.000 millones de dólares para apoyar a las pequeñas y medianas empresas. El nuevo mecanismo se ha concebido para permitir préstamos máximos mayores a cambio de prestamistas que retengan una proporción mayor del préstamo. La SPV comprará participaciones del 85% en préstamos aptos de prestamistas aptos. Los prestamistas aptos retendrán el 15% de cada préstamo apto. El importe máximo del préstamo será el que resulte inferior de los siguientes: 25 millones de dólares o una cantidad que, al añadirla a la deuda pendiente y no utilizada disponible, no sea seis veces mayor que el EBITDA ajustado del 2019. El importe mínimo del préstamo es de 0,5 millones de dólares a un plazo de 4 años. El tipo de interés será el LIBOR (a 1 o 3 meses) más 300 p.b. Un prestamista apto pagará una comisión de 100 p.b. del principal de la participación del préstamo adquirida por la SPV. El prestamista puede requerir que el prestatario pague esta comisión. Un prestatario apto pagará al prestamista una comisión de concesión de 100 p.b. del principal del préstamo. La SPV pagará al prestamista 25 p.b. por la gestión de préstamo. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 30 de septiembre como mínimo. Los mecanismos MSNLF, MSELF y MSPLF están respaldados por 75.000 millones de dólares en renta variable del Tesoro de EE. UU.

Mecanismo de liquidez municipal (MLF)

El 9 de abril, la Fed estableció el Mecanismo de liquidez municipal para comprar deuda municipal a corto plazo (con vencimiento inferior a dos años). El 27 de abril, la Fed amplió el mecanismo con el fin de aumentar la ayuda a los estados y municipios para que puedan gestionar las restricciones de flujo de efectivo a causa de la pandemia. Los pagarés aptos incluyen los pagarés fiscales anticipados (TAN), los pagarés fiscales y de ingresos anticipados (TRAN), los pagarés de bonos anticipados (BAN) y otros pagarés similares a corto plazo emitidos por emisores aptos, siempre que dichos pagarés tengan un vencimiento máximo de 36 meses a partir de la fecha de emisión. Un emisor apto que no sea una entidad multiestatal debe contar con una calificación de, por lo menos, BBB-/Baa3 a fecha de 8 de abril de 2020 por parte de dos o más organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (NRSRO). Un emisor apto que no sea una entidad multiestatal y que tenga una calificación mínima de BBB-/Baa3 a fecha de 8 de abril de 2020, pero que se haya rebajado con posterioridad, debe contar con una calificación mínima de BB-/Ba3 por

parte de dos o más NRSRO relevantes en el momento en que el mecanismo realice una compra. Un emisor apto que sea una entidad multiestatal debe contar con una calificación de, por lo menos, A-/A3 a fecha de 8 de abril de 2020 por parte de dos o más NRSRO relevantes. Una entidad multiestatal que tenga una calificación mínima de A-/A3 a fecha de 8 de abril de 2020, pero que se haya rebajado con posterioridad, debe contar con una calificación mínima de BBB-/Baa3 por parte de dos o más NRSRO relevantes en el momento en que el mecanismo realice una compra. Los estados y las ciudades estadounidenses con más de 250.000 residentes y los países con una población superior a 500.000 habitantes serán aptos para el programa, el cual prestará asistencia con hasta 500.000 millones de dólares en préstamos respaldados por 35.000 millones de dólares en bonos de renta variable del Tesoro. Cada emisor debe pagar una comisión de concesión de 10 p.b., que podrá abonarse con cargo al producto de la emisión. La Fed está considerando permitir que un número limitado de entidades gubernamentales que emiten bonos respaldados por sus propios ingresos participen directamente en el MLF como emisores aptos. El mecanismo se mantendrá en vigor hasta el 31 de diciembre como mínimo.

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.