

**Director: Mauricio Santamaría**  
Nelson Vera

Enero 28 de 2020

## Liquidez en el mercado de Repos de Estados Unidos: ¿QE o no QE?

En ocasiones recientes hemos comentado cómo la “pirueta monetaria del Fed” (pasando de proyectar alzas en sus tasas de interés a recortes precautelativos de 75pbs) ha inflado las valorizaciones de la mayoría de activos-financieros durante 2019 e inicios de 2020, ver *Informe Semanal* No. 1492 de enero de 2020. Un elemento adicional de estímulo monetario ha provenido del reinicio del incremento en los “activos” de la hoja de balance del Banco Central. Ello por cuenta de las inyecciones de liquidez en el mercado de repos de corto plazo, implementadas desde finales de 2019 para contrarrestar faltantes puntuales de liquidez. En esta nota evaluaremos la coyuntura que derivó en esa acción del Fed y abordaremos la reciente discusión sobre si ello constituye un nuevo estímulo monetario de relajamiento cuantitativo-QE.

En el pasado mes de septiembre se tuvieron agudos faltantes de liquidez en el mercado de repos de Estados Unidos, elevándose su tasa de interés momentáneamente hacia niveles del 4.5% (vs. los niveles “usuales” más cercanos al 1.5%-2%). El Fed debió intervenir en ese mercado (por primera vez en una década), al verse la tensión trasladada al mercado de Reservas Bancarias y a la tasa objetivo del Fed (la Federal-Funds Rate-FFR), incluso con desviaciones transitorias respecto del rango meta actual de 1.5%-1.75%.

Recordemos que, desde octubre de 2017, el Fed venía desmontando sus paquetes de compras de activos, incluso reduciendo su tenencia de Tesoros al dejar cumplir sus vencimientos. Esa menor demanda por bonos públicos debió ser reemplazada

por mayor absorción de los “creadores de mercado” (principalmente bancos), lo cual, por principios básicos de contabilidad, venía reduciendo el nivel de los llamados “Excesos de Reservas Bancarias” (al seguir incrementando la cantidad de efectivo en el pasivo del Fed).

Esas tensiones en el mercado repo indicaban “bolsillos” de iliquidez en sectores clave del sistema financiero norteamericano, confluyendo allí elementos estructurales referentes a: i) la plantilla regulatoria de Basilea III-Dodd Frank, elevando los requerimientos de capital-liquidez y el apetito del sistema financiero por activos seguros de corto plazo; ii) mayor oferta de Tesoros ante el incremento del déficit-fiscal de Estados Unidos, drenando mayor efectivo del sistema; y iii) la mencionada trayectoria de normalización monetaria del Fed, contrayendo el nivel de Reservas Bancarias, ver gráfico adjunto.

El Fed había identificado que, en algún momento, esa tendencia de menores reservas llegaría al piso de la demanda bancaria por motivos de precaución-liquidez. En septiembre de 2019, coyunturas puntuales de necesidades de financiamiento para absorción de Tesoros y cronogramas impositivos dieron la respuesta a ese nivel: el sector financiero luce averso a niveles de Reservas Bancarias (excesos vs. los mínimos regulatorios) inferiores a los US\$1.5 billones.

Esos expedientes de iliquidez en mercados particulares también tienen que ver con cambios en el funcionamiento operativo de la política monetaria del

Continúa

**Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.**

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en [www.avillas.com.co](http://www.avillas.com.co) / Banca Empresarial

**Director: Mauricio Santamaría**

*Nelson Vera*

Fed durante la última década. En la era pre-Lehman, el Fed controlaba el corredor de la tasa-FFR mediante techos de la tasa-repo de Operaciones de Mercado Abierto-OMAS (siendo el piso el 0%, al no darse retornos a los excesos de Reservas parquedadas en el sistema del Fed). La crisis financiera de 2008-2009 cambió esa operatividad monetaria con sus paquetes de inyecciones de liquidez (QE1-3), incrementando el lado activo de su balance hasta picos históricos de US\$4.5 billones en 2017 (vs. niveles inferiores a US\$0.8 billones antes de la crisis).

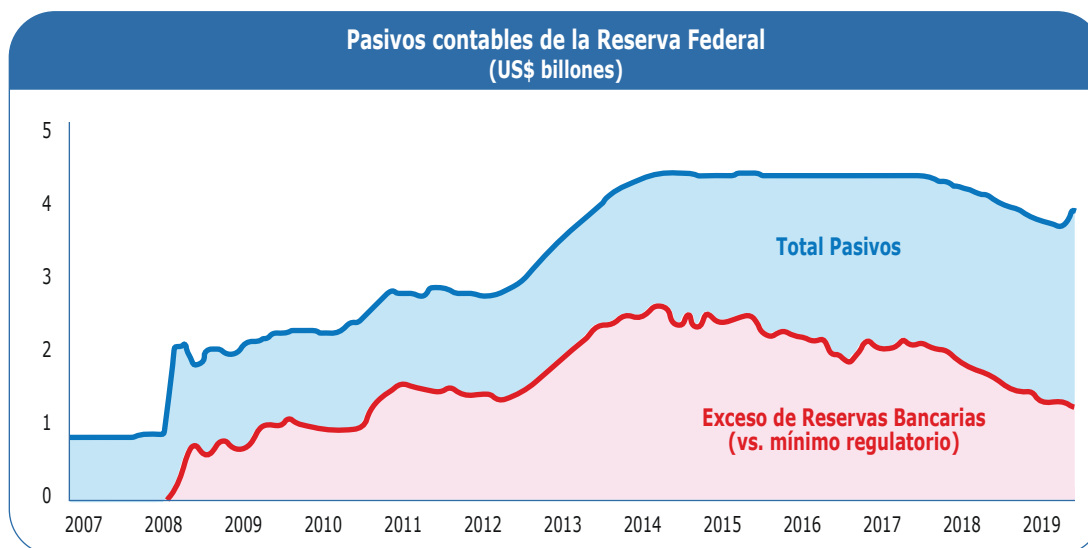
Consecuentemente, los antiguos tenedores de Tesoros (generalmente bancos) vieron sus tenencias de Reservas y efectivo incrementarse marcadamente (el consecuente aumento en el pasivo del Fed). Esos excesos de liquidez implicaron efectos clave en el mencionado corredor de tasas: i) el Fed debió incrementar la tasa “piso”, implementando el pago de intereses sobre el Exceso de la Reserva Bancaria; y ii) la tasa techo-repo se volvió redundante, dejando sin uso la participación del Fed en ese mercado (normalmente buscando elevar las tasas retirando liquidez).

El Fed ha buscado revertir esos faltantes de liquidez, inyectando US\$60.000 millones/mes en compras de Tesoros de corto plazo, elevando nuevamente el nivel de Reservas Bancarias (y con ello, los activos de su balance). Muchos agentes del mercado han calificado esas acciones como un

“QE-soterrado”, contribuyendo al inflamiento de los mercados de capitales.

La defensa técnica del Fed argumenta (correctamente) que, a diferencia del QE, el actual programa trata de solucionar un tema puntual de liquidez. Al limitarse a la compra de Tesoros de corto plazo (inferiores a 12 meses), no busca reducciones en las tasas de largo plazo (vs. el objetivo-QE de mayor acomodación monetaria al “empujar” a los inversionistas a asumir mayores riesgos). En otras palabras, el Fed ha buscado clarificar que el mercado no debería extraer de estas intervenciones ningún mensaje sobre la postura fundamental de la política monetaria.

A pesar de las aclaraciones técnicas, el mercado ha leído el programa como una mayor acomodación monetaria (“huele a QE... Sabe a QE... Debe ser QE”), siendo un elemento evidente de las ganancias en los mercados de capitales. El problema radica en potenciales desvalorizaciones ante el desmonte de esa intervención a mediados de año (como lo ha dejado entrever el Fed). Esa potencial señal de “apretón monetario” (así no sea lo buscado por el Fed) será un elemento adicional a tener en cuenta, en un mercado que aún parece optimista en sus pronósticos del crecimiento de utilidades de las firmas-listadas, cercanas al 10% anual, y valorizaciones del mismo orden en el S&P500 para 2020.



Fuente: Fed.