

Flash Note:
19/09/2019

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

Sobre el tensionamiento reciente en la liquidez en el sistema bancario USA. Q&As

- **¿Qué ha pasado?** En los últimos tres días, el Tesoro de los EUA ha succionado cerca de US\$200bn del sistema bancario (ya sea porque las empresas han tenido que pagar la liquidación de impuestos de septiembre –e ingresarlas en el TGA (Treasury General Account)-, o porque el propio Tesoro también ha tenido que reservarse liquidez para el pago de cupones de sus propias letras –por unos US\$85bn-). Todo esto ha dejado al conjunto de dealers sin esos US\$200bn, justo en un momento en que la demanda de liquidez es elevada (pues hay un uso excesivo de colateral empleado en operaciones financieras que debe ser financiado a día; unos 1.32T (300bn más que hace un año). La consecuencia de este “mismatch” entre necesidad y capacidad ha provocado un descalabro en la armonía que debe darse siempre entre los 5 principales referencias de interés en el interbancario: ON repo rate (tipo al que los bancos se prestan a un día), GC repo rate (tipo implícito de la cesta de títulos estándar usados como colateral), SOFR rate (Coste de tomar prestado con colateral), IOER (interés on Excess reserves) y el Fed fund rate (tipo de equilibrio fijado por la Fed). Esta armonía entre estas tasas saltó por los aires el martes, con el GC repo rate llegando al 10%, ante el temor que el Tesoro no pudiera “reciclar” todos esos ingresos rápidamente en el sistema, ya sea porque una parte de ese capital se va a fuera –por pago de cupones a tenedores internacionales-, o porque el Tesoro debe usar esos ingresos para “rellenar” el nivel de cash de su balance (una exigencia del Congreso tras la última discusión sobre el techo de la deuda).
- **¿Qué opina la Fed de este tensionamiento en el interbancario y en la liquidez?** Power dijo que la Fed está estudiando el vínculo entre la situación actual y la política de reducción de reservas que lleva a cabo la Fed. Según él, en 6 semanas tendremos las conclusiones.

- **¿Hay riesgo de descontrol?** La buena noticia es que la Fed está respondiendo rápidamente mediante provisiones de liquidez temporal (ha inyectado ya cerca de US\$150 entre el martes y el miércoles), y quizás más importante, empieza a parecer que este evento conllevará un cambio en la política de balance de la Fed (expansión). Esto es algo que se pudo intuir en las palabras de Powell ayer, que dejó abierta la idea de un “retorno anticipado al crecimiento orgánico del balance de la Fed”.
- **¿Crecimiento orgánico del balance de la Fed significa un QE4 que produzca un nuevo festival de liquidez?** En una versión corta, respondería que no (aunque sí que supone un factor de liquidez marginal positivo). Ya en una respuesta más trabajada les diría que, tras la decisión de la Fed en agosto de acabar con el QT (Quantitative Tightening ó endurecimiento monetario) decidió dejar congelado el tamaño del balance de la Fed, sin embargo la economía, y la demanda asociada de dinero, ha seguido creciendo. El resultado es que el exceso de reservas (tercer elemento dentro del pasivo de la Fed) ha sido desplazado gradualmente por los otras dos categorías del pasivo (Reservas requeridas y Moneda en circulación), generando el consecuente desequilibrio (pues el Excess reserves son de libre disposición). Para evitar un problema de liquidez, la Fed puede hacer dos cosas: 1) A corto plazo comprar activos a través de OMOs – Open market operations-, y a cambio ofrecer liquidez (que los bancos volverán a depositar en la categoría de “Excess Reserves” para uso libre disposición. 2) Permitir una expansión del balance a un ritmo equiparable a la demanda de dinero (y que debería coincidir con el crecimiento del PIB). Es por ello que Powell se refiere a esto como “crecimiento orgánico del balance de la Fed”, y nosotros decimos que no se trata de un QE4. Goldman Sachs cifra esta intervención en unos US\$10bn mensuales durante 10 meses para fijar el nivel de liquidez en un nivel adecuado.

En resumen, y a riesgo de equivocarme, no parece que este tema vaya a descontrolarse.

Cordiales saludos