

Distorción en el mercado estadounidense de Repos: caso de SETIEMBRE 2019

GUSTAVO RISCO*, CHRISTIAN SANDERS**
Y JEAN PAUL WATSON, CFA***

En setiembre del año pasado, un brusco aumento de las tasas de interés de corto plazo encendió las alarmas de la Reserva Federal de EE.UU. En este artículo se evalúan las causas de este fenómeno y las acciones tomadas por esta institución.



* Especialista, Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP
gustavo.risco@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP
christian.sanders@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP
jeanpaul.watson@bcrp.gob.pe

¿QUÉ OCURRIÓ?

El 17 de setiembre del 2019, dos días después de cumplirse 11 años de la quiebra de Lehman Brothers, un brusco salto en las tasas de interés de corto plazo asustó a los mercados financieros en Estados Unidos (EE.UU.). La protagonista fue la tasa de operaciones de reporte, más conocida como tasa repo, la cual registró un salto de 8% en un solo día, cuatro veces por encima de su nivel promedio en ese mes. Además, esta tasa superó por más de 600 puntos básicos el límite superior de la banda de política monetaria de la FED¹.

Por volumen negociado y número de participantes, la tasa repo es un termómetro de la salud del mercado de fondeo, por lo que este evento generó gran preocupación en los mercados financieros. Además, los inversionistas temían que el banco central hubiera perdido el control de sus tasas de corto plazo, lo cual, de no remediarse pronto, podría generar un efecto contagio a las otras tasas de interés de más largo plazo. Particularmente, un indeseado incremento de los costos de fondeo de la economía iba en contra del ciclo de recortes preventivos en el que se encontraba la FED.

Una operación repo consiste en un préstamo con garantía, en donde el colateral suele ser bonos de gobierno. A diferencia de la tasa de fondos federales (*fed funds*) o la tasa Libor, que reflejan el costo de fondeo interbancario sin garantía, la tasa repo representa el costo de fondeo de un rango más amplio de participantes del sistema financiero como aseguradoras, fondos de inversión e inversionistas institucionales.

Durante la crisis del 2008, el mercado repo también sufrió una disrupción significativa (ver Gráfico 1). Aunque la magnitud del incremento en el

costo de fondeo fue similar a la del 2019, las causas fueron distintas. En el 2008, los bonos que funcionaban como colateral perdieron valor y los bancos de inversión comenzaron a preocuparse por la solvencia de sus contrapartes. En cambio, la disrupción del mercado repo de setiembre del 2019 se generó por fenómenos transitorios y estructurales que afectaron la oferta y la demanda por colateral.

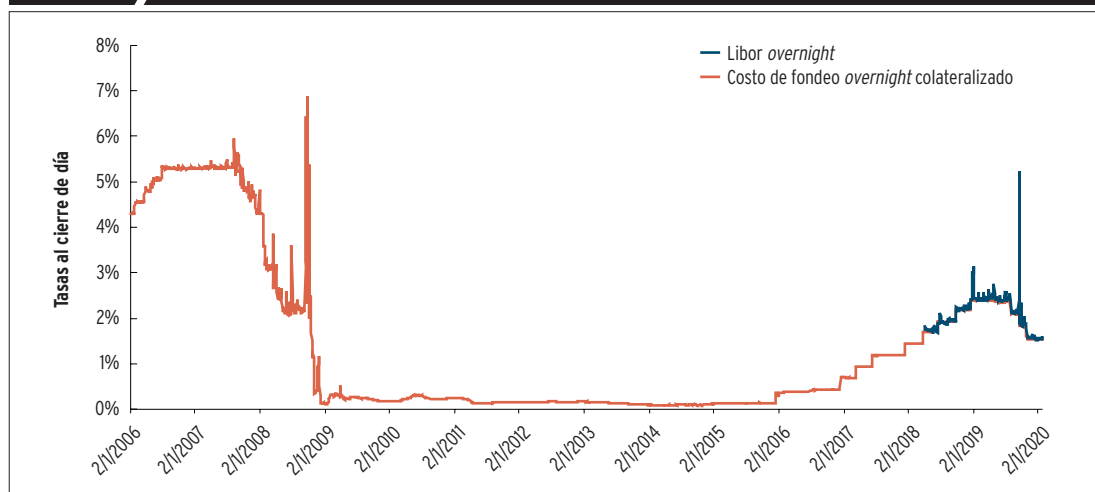
¿CUÁLES FUERON LAS CAUSAS?

No existe una única explicación de lo ocurrido el 17 de setiembre. Al inicio, la justificación mayormente aceptada en el mercado fue que la crisis de fondeo se dio por la combinación de dos factores transitorios: la fecha límite del pago de impuestos trimestrales para las corporaciones americanas y la fecha de liquidación² de una fuerte cantidad de bonos del tesoro americano.

Ambos factores tuvieron como efecto disminuir la liquidez en el sistema financiero de EE.UU. La llegada de la fecha límite del pago de impuestos ocasionó que las corporaciones americanas retiren efectivo de sus cuentas, disminuyendo las reservas³ de los bancos y restringiendo la oferta de fondos disponibles. Por su parte, la liquidación de USD 78 mil millones de instrumentos recientemente emitidos por el Tesoro de EE.UU. generó que los compradores de estos instrumentos busquen liquidez en el mercado de repos para hacer frente a estos pagos. Se estima que entre USD 100 y USD 125 mil millones de las reservas fueron usadas ese día debido a la combinación de ambos factores. De esta manera, se creó un escenario de menor oferta y mayor demanda.

Sin embargo, un artículo publicado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés) argumenta que estos factores transitorios no

GRÁFICO 1 ■ Costo de fondeo de corto plazo

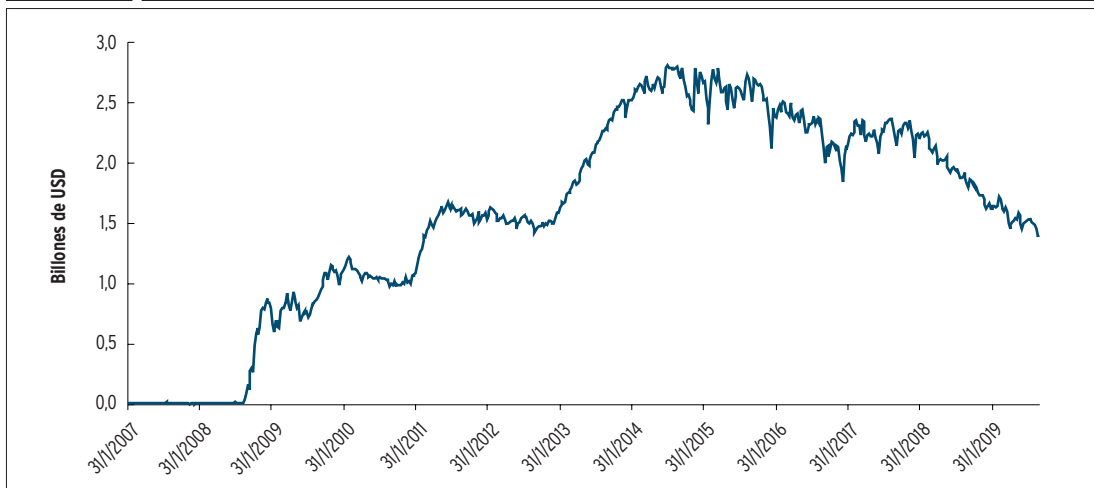


¹ En setiembre del 2019, el rango de política monetaria se ubicaba en 2%-2.25%.

² La fecha de liquidación se refiere a la fecha en la que los inversionistas hacen efectivo el pago por los bonos comprados.

³ Las reservas de la FED corresponden a los fondos que las entidades captadoras de depósitos mantienen en la FED. Este concepto funciona de manera similar al encaje en el Banco Central de Reserva del Perú.

GRÁFICO 2 ■ Exceso de reservas en la FED
(En billones de USD)



podrían haber causado un choque de esta magnitud por sí mismos y propone factores estructurales.

El primer factor estructural fue el cambio en la composición y el nivel de las tenencias de activos líquidos de los bancos americanos. Como consecuencia de la Crisis Financiera, entre 2008 y 2014 la FED implementó herramientas de política monetaria no convencional mediante las cuales inyectaba liquidez en el sistema a través de programas de expansión cuantitativa (conocidos como QE, por sus siglas en inglés), los cuales incrementaban su hoja de balance. Debido a esto, el manejo de su política monetaria tradicional cambió a una política basada en un amplio nivel de reservas.

Luego que en 2014 la FED decidiera detener el programa de compra de activos y en el 2017 decidiera disminuir su hoja de balance, el nivel de reservas en el sistema cayó rápidamente, de USD 2,72 billones en su punto máximo, a USD 1,26 billones en setiembre 2019 (ver Gráfico 2), punto en el cual empezaron los problemas. Al haber menos reservas, existía menos oferta de liquidez

para compensar una mayor demanda por fondos en el mercado repo.

El segundo factor estructural fue que el mercado repo dependía de un número limitado de bancos para proveer liquidez al sistema, los cuales tenían una cantidad desproporcionalmente baja de reservas. Únicamente los cuatro bancos más grandes en EE.UU. eran prestamistas netos en el mercado repo y concentraban a mediados del 2019 tan solo el 25% de las reservas totales. Si bien existen otros agentes que brindan liquidez a este mercado, como los fondos de mercado de dinero, estos no tienen la misma escala.

Además, el BIS agrega dos factores estructurales secundarios. Uno es la mayor importancia de otros participantes del mercado, como los *hedge funds*, los cuales habían aumentado su demanda por repos desde un par de trimestres atrás. El otro factor es que cuando un banco central expande su hoja de balance de forma prolongada se reduce la actividad del mercado de dinero y afecta su funcionamiento adecuado.

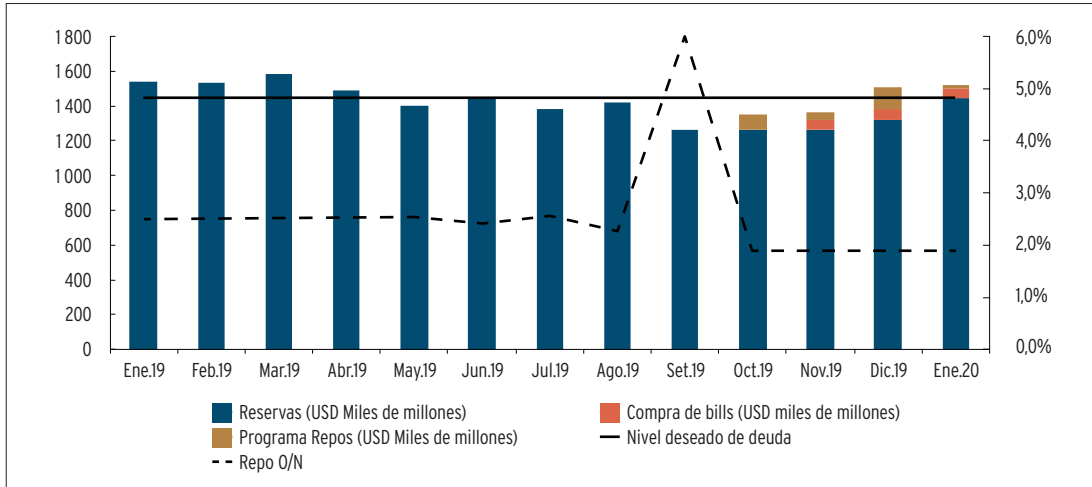
“ **Una operación repo consiste en un préstamo con garantía**, en donde el colateral suele ser bonos de gobierno. A diferencia de la tasa de fondos federales (fed funds) o la tasa Libor (...) la tasa repo representa el costo de fondeo de un rango más amplio de participantes del sistema financiero (...) ”

¿CÓMO ACTUÓ LA FED?

Con la finalidad de calmar al mercado monetario y compensar la falta de liquidez de manera inmediata, la FED decidió realizar operaciones de reporte por primera vez en una década, inyectando de esta manera USD 75 mil millones a la economía en los dos días posteriores al evento, además de comprometerse a mantener este programa por el tiempo que sea necesario para solventar la falta de liquidez.

De acuerdo a la FED, el nivel de reservas con el cual el mercado debería funcionar con normalidad es alrededor de USD 1,4 –1,5 billones. De esta manera, las operaciones repo se encargarían de llevar las reservas a dicho nivel deseado (ver Gráfico 3). Sin embargo, este programa es solo una solución temporal dado que las operaciones de reporte de la FED tienen un vencimiento de 1 a 14 días.

GRÁFICO 3 Programa de repos y compra de bills



Debido a esto, poco después la FED anunció un Programa de Recompra de Letras del Tesoro (conocidos como *T-bills*) mediante el cual se inyectaría liquidez al mercado de forma permanente, ya que la compra sería continua de acuerdo a un cronograma establecido. Sin embargo, la brecha entre el nivel de reservas de ese momento y el nivel de reservas deseado era de aproximadamente USD 300 mil millones, alrededor del 13% del monto total de *T-bills* vigentes, por lo que una compra muy agresiva generaría una distorsión abrupta en el mercado. Para evitar una disrupción de esta magnitud, la FED anunció un programa de compra mensual de USD 60 mil millones de *T-bills* por los próximos 6 meses y mantuvo el programa de repos, con el objetivo de cubrir temporalmente la brecha de reservas hasta llegar al nivel deseado y normalizar el nivel de las tasas de corto plazo.

Tal como se puede ver en el Gráfico 3, gracias a estos programas, el nivel de reservas aumentó hasta converger al nivel deseado. Se espera que la FED busque un nivel superior a este para tener un colchón de reservas que permita evitar un nuevo evento de falta de liquidez.

En diciembre volvieron a coincidir los factores transitorios que detonaron la crisis de liquidez de setiembre: fecha de pago de impuestos y liquidación de instrumentos emitidos por el tesoro. A pesar que el nivel de reservas era ya aproximadamente USD 1,4 billones, la FED decidió anunciar mayores operaciones de reporte con la finalidad de mitigar la escasez de liquidez en el mercado: durante la última semana de diciembre se llegó

ofrecer hasta USD 260 mil millones en repos. Sin embargo, esto no fue usado en su totalidad, ya que el mercado demandó apenas la mitad de dichos fondos y las tasas de corto plazo se mostraron bastante estables, lo que demostró la efectividad de las medidas tomadas hasta ahora.

Hacia el futuro, la FED se encuentra evaluando alternativas para proveer liquidez al mercado en momentos de estrés. Una de las alternativas consideradas por la FED es implementar facilidades de ventanilla para operaciones repo (conocidas como SRF por las siglas en inglés de *standing repo facility*). A diferencia de las inyecciones de liquidez vía repos que comenzaron el 17 de setiembre, las cuales son iniciadas por la FED en forma de subasta y dependen de las condiciones del mercado, las operaciones de ventanilla se ejecutan por iniciativa del banco que requiere los fondos.

Los miembros del Comité de Política Monetaria de la FED discutieron la implementación del SRF en su reunión de octubre del 2019. Por un lado, destacaron que este mecanismo aseguraría el control sobre la tasa de fed funds en momentos de alta demanda por fondos. Sin embargo, también consideraron la posibilidad de que los bancos incurran en un nivel de riesgo de liquidez inadecuado al saber que tendrían acceso permanente a financiamiento en la ventanilla de la FED.

La alternativa al SRF sería continuar con operaciones de mercado abierto, es decir, subastas de repo periódicas. En este caso, la Fed deberá monitorear más exhaustivamente el mercado para proveer los fondos suficientes en momentos de alta demanda por liquidez.

REFERENCIAS

- **Avalos, F., Ehlers, T., y Eren, E. (2019).** "September stress in dollar repo markets: passing or structural?" BIS Quarterly Review, diciembre.
- **Comité de Federal de Mercado Abierto (2019).** Minutas del Comité Federal de Mercado Abierto del 29-30 de Octubre, 2019, Reserva Federal, noviembre.
- **Gorton, G., Laarits, T., y Metrick, A. (2018).** "The run on repo and the Fed's response", National Bureau of Economic Research, julio.
- **Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (2019).** Reporte Trimestral de la Hoja de Balance de la Reserva Federal. Noviembre.