

Qué es y cómo funciona el mercado crediticio primario

Estos días se han manifestado graves problemas de funcionamiento en el llamado coloquialmente “*REPO market*” de EEUU. Nos detenemos a estudiar este mercado porque es el mercado primario del crédito bancario, nos situamos en los cimientos de la arquitectura económico-financiera de nuestra era; por lo tanto si falla lo fundacional del sistema financiero moderno algo nos está queriendo decir sobre el funcionamiento sistémico de toda la economía.

En un entorno digital y a través de software operados desde las mesas de dinero de los bancos privados y bancos centrales, se prestan dinero a corto plazo garantizado por bonos que se consideran casi tan buenos como el dinero efectivo o cash. Coloquialmente dicho: un banco le pasa cash a otro que le entrega como aval un bono, y acuerdan que en un tiempo dado, este le devolverá la plata más un interés, mientras que el otro liberará el aval del bono cuando reciba de vuelta su dinero.

Estos préstamos entre bancos se realizan a través de un tipo de operaciones particulares, mediante pujas por contratos llamados *Acuerdos de Recompra* o *Repurchase Agreement* en inglés, conocidos como REPO. En ellos la institución financiera que vende el título o bono (*security*) se compromete a recomprar el mismo bono a su precio nominal más un interés, de modo que obtiene dinero en efectivo a cambio de sus bonos por un período de tiempo que va desde las 24 horas (*overnight*) a por ejemplo 14, 30 días o más. Estos títulos son bonos del tesoro (TNOTES) o instrumentos de deuda respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities*, MBS). Del otro lado, cuando un banco compra un bono a cambio de cash, con el compromiso de revenderlo en 24 horas a cambio de ese dinero más un interés, se llama *Reverse Repurchase Agreement*, y esto lo hace para obtener una rentabilidad sobre su exceso de reservas en cash.



Los bancos toman este mecanismo de crédito para financiarse a corto plazo, que puede usarse para:

- Conciliar (saldar) sus cuentas intra-diarias con otros bancos
- Mantener el mínimo de encaje bancario requerido por ley (como % de reservas respecto de sus activos)
- Cumplir con sus obligaciones de pago con otras instituciones
- Cualquier otro propósito

Lógicamente si hay más bancos ofreciendo sus bonos (TNOTE, MBS) en busca de cash, que bancos al otro lado ofreciendo cash para comprar esos bonos, el interés subirá, el precio de ese financiamiento primario subirá.

Este es el mercado primario del dinero-crédito, en el que intervienen un grupo selecto de bancos privados, no todos, y además la Reserva Federal. Un banco que ha comprado un bono público mediante un acuerdo de recompra, podrá lógicamente antes del vencimiento hacer lo que quiera con ese bono, por ejemplo venderlo en un mercado secundario a un tercer banco o institución financiera, de ese modo volver a tener ese dinero líquido si quiere. En el mercado primario de crédito a corto plazo el acuerdo está garantizado por cuasi-dinero como títulos de deuda federal, mientras que en el mercado secundario el riesgo crediticio es mayor y por tanto los intereses también.

La tasa de interés de este crédito primario es como el pedal del acelerador y freno de una economía capitalista monetarista actual (especialmente desde los 70' y más aún desde los 90'). Para controlar esta tasa de interés los bancos centrales tienen mecanismos para manipular a su gusto y preferencia económica estos mecanismos, en teoría bajo el mandato de propiciar el pleno empleo y mantener estable el nivel de precios.

Los bancos centrales pueden intervenir si este interés interbancario se sale de los rangos fijados, comprando y vendiendo masivamente estos bonos (TNOTE y MBS) a través de operaciones de mercado abierto (*Open Market Operations* en el caso de la Reserva Federal), de modo que pueden fijar lo que todos conocemos como *Federal Funds Rate*, o en general la tasa de interés de una economía en particular.

La Reserva Federal no tiene jurisprudencia para simplemente fijar por ley la tasa *overnight* a la que se prestan los bancos, de modo que tiene estas herramientas para influir en la liquidez y la cantidad de dinero que pone en la economía a través del sistema bancario. Las principales son:

- Las operaciones REPO temporales
- Las operaciones de compra de activos permanentes
- La tasa de interés que ofrece a los bancos por alojar allá sus excesos de reservas (IOER, en inglés, no se detalla aquí)

REPO temporales

Cuando los bancos tienen suficientes reservas sobre la exigencia legal, prestan a otros bancos en estos mercados de dinero, pero cuando los bancos están justos de reservas, se dice que hay menos liquidez, y a un precio (interés) dado, no prestan, de modo que el premio por prestar sube, es decir el interés.

Estos acuerdos se realizan en una especie de subastas digitales, donde los bancos pujan por comprar estos bonos, de modo que el precio (interés) del dinero está determinado por la oferta y demanda por parte de quienes demandan dinero y quienes ofrecen dinero (*bid-ask*).

Ejemplo de una operación REPO sobre un bono público del tesoro español:

```
<HELP> for explanation.                               Corp RRRRA
Enter <1><GO> to send screen via <MESSAGE> System.
REPO/REVERSE REPO ANALYSIS
Repo Type 1 REPO          AS OF: 3/17/10 8:24          ISIN: ES00000120G4
SPANISH GOV'T          SPGB 3.15 01/16          100.6558/100.7058 (3.02/3.01) BGN @ 3/16
CUSTIP: EF0843138

SETTLEMENT DATE 1/11/10          RATE ( 360) 0.6500%          SPREAD 0.0000
<SETTLEMENT PRICE> <MARKET PRICE>
PRICE 99.0725007 100.093000 1          FIXED TENOR R
YIELD 3.3197187 3.1311061
ACCRUED 2.9773973 2.9773973 2          YHOLD COLL/HAIRCUT YBUMP DATES
FOR 345 DAYS          ROUNDING 1 1 = NOT ROUNDED
TOTAL 102.0498980 103.070397 3          2 = ROUND TO NEAREST 1/ 8

FACE AMT M 1000 <OR> SETTLEMENT MONEY 1020498.98
<OR> To solve for PRICE: Enter NUMBER of BONDS, SETTLEMENT MONEY & COLLATERAL
TERMINATION DATE 3/16/10 <OR> TERM (IN DAYS) 64 T
ACCRUED 0.379726 FOR 345 DAYS.          OPEN TRADE N          CALL OPTION NO

MONEY AT TERMINATION
WIRED AMOUNT 1,020,498.98
REPO INTEREST 1,179.24
TERMINATION MONEY 1,021,678.22
NOTES:

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
6764-323-0 17-Mar-10 8:25:54
```

Cuando hay escasez de bancos ofreciendo comprar bonos a cambio de cash, es decir hay más bancos o más cantidad de bonos ofrecidos que dinero ofrecido a cambio de estos, el interés sube, y si se escapa del rango objetivo del banco central, este tiene que intervenir creando dinero nuevo, con el que compra estos bonos ofrecidos por los bancos que buscan cash. Por ejemplo, si la FED desea mantener los tipos de interés por debajo del 2%, y no hay suficientes bancos que compren TNOTES a través de estos contratos REPO al 2%, el interés subirá hasta encontrar quien acepte un contrato REPO a un interés mayor,

digamos al 3%. La FED, que a través de su política monetaria ha determinado que quiere los intereses más bajos, entrará como comprador a aceptar estos contratos a partir del 2%, manteniendo los intereses de corto plazo en la banda deseada, o al menos intentándolo.

La FED es el banco de los bancos, prestador de última instancia y propietario del monopolio de la emisión de dinero; en la FED los bancos tienen una cuenta donde alojan sus reservas de cash. Cuando la FED quiere entrar en el mercado REPO, retiene los bonos ofrecidos como garantía y anota –de la nada- dinero efectivo en la cuenta del banco, añadiendo ceros en la cuenta. Al vencer el plazo, por ejemplo al día siguiente si es una REPO overnight, retira el dinero de la cuenta del banco más el interés y desbloquea los TNOTES o los MBS que servían de garantía (colateral). En este caso la FED crea dinero nuevo para uso de los bancos, y ese dinero nuevo desaparece nuevamente cuando el contrato REPO expira, es una especie de *flash-cash*.

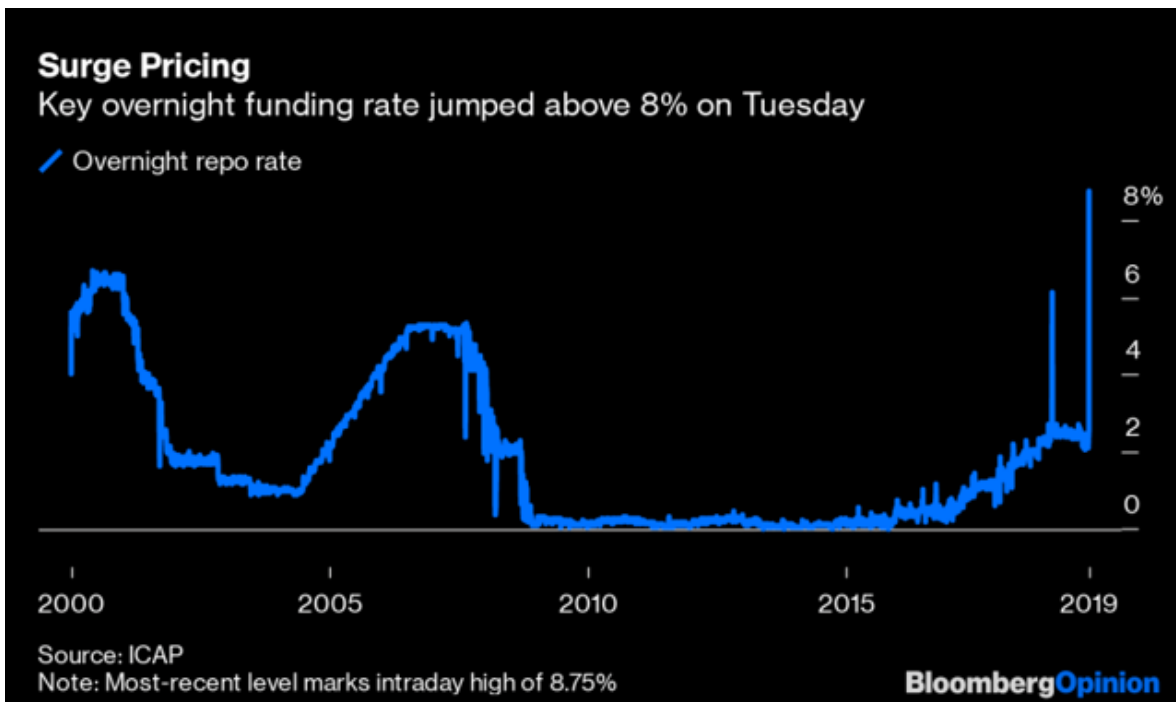
Operaciones de compras de activos permanentes

Cuando la FED demanda cantidades más grandes de bonos de las que los bancos ofrecen, o lo que es lo mismo, cuando la FED pone a disposición más dinero nuevo de lo que los bancos necesitan, no hay problema, nadie toma ese sobrante. Pero cuando la FED ofrece una cantidad de dinero y los bancos requieren más, el interés sigue subiendo, y la FED se ve obligada a crear y ofrecer cantidades más grandes, masivas, de dinero a cambio de bonos. Esto se ha llamado *Quantitative Easing*, que es una creación masiva e inflacionaria de dinero. Además, si las necesidades bancarias de liquidez son estructurales, la FED se ve forzada a mantener estas compras de manera permanente, atesorando más y más bonos y títulos de deuda en su balance que son comprados con la creación de dinero nuevo. Esto es una monetización pura y dura de la deuda. En este caso no se lleva a cabo el contrato REPO, la FED retiene los activos y el dinero no desaparece de la cuenta del banco privado en la FED, sino que queda de forma permanente. Esto han sido los programas de QE, un experimento monetario surgido a partir de la crisis financiera desde 2007. Estos bonos tienen un valor nominal, un cupón y un vencimiento. El banco central puede mantener una cantidad permanente de bonos en su balance, comprando nuevos bonos cuando los anteriores vayan venciendo, o puede no sustituir estos bonos cuando lleguen al vencimiento.

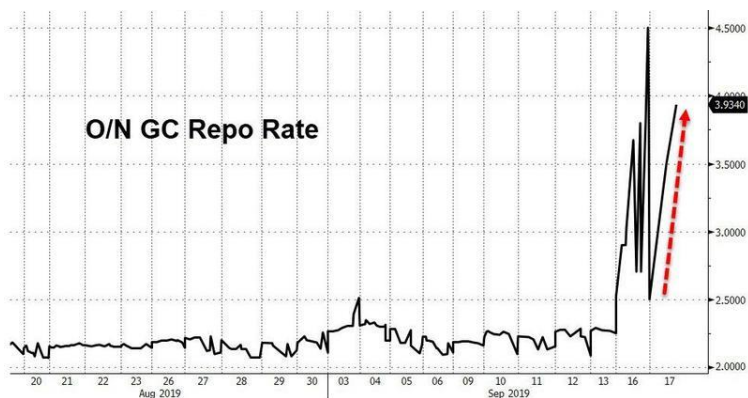
Si no renueva las compras de bonos en la práctica significa que el balance de la FED disminuirá, e irá habiendo menos cash en el sistema. Bajo la hipótesis de que la economía se estaba definitivamente recuperando de la crisis, esto fue lo que hizo la FED desde 2014 y guarda una clara correlación con la caída de las reservas bancarias (ver gráfico).



En las últimas semanas se había visto presión en el mercado primario REPO empujando los intereses sobre la banda superior del tipo objetivo de la FED al 2,25%. Pero lo visto desde el pasado 16 de septiembre ha encendido todas las alarmas, ya que en un momento simplemente los bancos buscaron masivamente financiamiento a corto plazo pero del otro lado simplemente los prestadores (compradores REPO como hemos visto), no aparecieron. Esto se puede ver en el gráfico a continuación:



Lógicamente la FED tuvo que intervenir de urgencia comprando masivamente bonos en el mercado, y cruzar los dedos para que fuera una situación puntual debido al pago trimestral de impuestos por parte de las grandes empresas que requiere de grandes sumas de dinero efectivo. Pero lo que vimos después de la primera intervención es esto:



De esta forma los problemas de liquidez interbancaria no parecen tener que ver con una situación esporádica y anómala, sino con un problema estructural del sistema financiero. La FED ha intervenido con compras masivas en este mercado primario como podemos ver a continuación, extraído de la propia web de la FED de NY:

Schedule of Overnight and Term Repurchase Agreement Operations

OPERATION DATE	OVERNIGHT	14-DAY TERM	TERM MATURITY DATE
Monday, 9/23/2019	\$75 billion	No term operation	
Tuesday, 9/24/2019	At least \$75 billion	At least \$30 billion	Tuesday, 10/08/2019
Wednesday, 9/25/2019	At least \$75 billion	No term operation	
Thursday, 9/26/2019	At least \$75 billion	At least \$30 billion	Thursday, 10/10/2019
Friday, 9/27/2019	At least \$75 billion	At least \$30 billion	Friday, 10/11/2019
Monday, 9/30/2019 – Thursday, 10/10/2019	At least \$75 billion	No term operations	

For Monday, September 23, 2019, the Desk will conduct an overnight repo operation for an aggregate amount of up to \$75 billion. The operation will be conducted from 8:15 AM ET to 8:30 AM ET. Primary Dealers will be permitted to submit up to two propositions per security type. There will be a limit of \$10 billion per proposition submitted in this operation.

Conclusiones:

El presente estudio sólo busca una aproximación para principiantes de cómo funcionan los mercados primarios de dinero-crédito, no tanto analizar la coyuntura actual. En todo caso:

- Parece claro que hay una relación entre la caída de las reservas bancarias desde 2014 y la falta de liquidez interbancaria
- A su vez la falta de liquidez se relaciona con las puntas del mercado primario REPO y la necesidad de inyección de nuevo dinero por parte de la FED
- En la medida de que estas operaciones se están repitiendo, y por ende puedan hacerse permanentes, estamos ante un nuevo y silencioso programa de *Flexibilización Cuantitativa*
- Esto en la práctica, en la medida de que se transforme en algo permanente, supone una monetización de la deuda existente
- El crecimiento exponencial de la deuda pública y privada es a todas luces insostenible, especialmente si hablamos del gigantesco tamaño de sus derivados financieros y el apalancamiento (deuda que financia nueva deuda)
- Deuda que financia nueva deuda es un esquema piramidal
- La única manera de salir teóricamente de un esquema piramidal de deuda sería si el crecimiento se mantiene por encima del interés, de forma que se pueda ir asumiendo el coste del servicio de la deuda
- Si en la economía, en términos agregados, el rendimiento (ingresos) que se obtiene del endeudamiento es menor que el costo de ese endeudamiento (egresos), en principio estaríamos sentenciados a una espiral de quiebras y desinversiones.
-