

Bancos Centrales

Declaración del FOMC: 15-16 de diciembre

Kim Chase / Nathaniel Karp / Boyd Nash-Stacey

El Despertar de la Fuerza: Yellen y sus colegas Jedi del FOMC suben las tasas

- **Tenemos un incremento de 25 puntos básicos**
- **El FOMC está razonablemente seguro en sus perspectivas**
- **El matiz moderado confirma nuestras expectativas de un enfoque prudente y gradual**

Por fin hemos despegado. Tal como se esperaba, el FOMC ha tomado la valiente decisión de subir la tasa de interés de los fondos federales por primera vez desde el 29 de junio de 2006 (cuando la tasa de interés se incrementó a un tremendo 5.25%). Este anuncio se ha producido como consecuencia del aumento de las señales de los mercados financieros, pero sigue habiendo una incertidumbre generalizada entre los miembros del Comité mientras debaten sobre la inflación persistentemente baja frente a una mejora suficiente en el mercado de trabajo. En última instancia, los miembros del FOMC acordaron por unanimidad que este era el momento apropiado para empezar el largo proceso hacia la normalización de la política. Al hacerlo, impulsan nuestra confianza en que la economía de EEUU es suficientemente fuerte como para manejar tasas de interés más altas, a pesar de que persisten los riesgos del exterior. Con el inicio del proceso de normalización, la Fed apuesta por que los datos económicos seguirán mejorando.

Después de todo este tiempo, ¿qué es lo que ha hecho que por fin el FOMC decida activar la Estrella de la Muerte? En la declaración se destacó que "teniendo en cuenta la evolución nacional e internacional, el Comité considera que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica y para el mercado de trabajo están equilibrados". Sin embargo, las circunstancias actuales son muy diferentes de las que había en ciclos de ajuste anteriores, por lo que es más difícil justificar esta medida histórica. De hecho, algunos miembros moderados han expresado en las últimas semanas su inquietud por que la inflación subyacente del consumo privado (PCE) es mucho más baja ahora que en las últimas décadas. En junio de 2004, por ejemplo, la inflación subyacente del PCE había alcanzado 2.0% antes de que la Fed decidiera que era hora de subir la tasa de interés de los fondos federales. La inflación está hoy tan baja como estaba antes del ciclo de ajuste de julio de 1999, pero la tasa de desempleo estaba entonces en un bajísimo 4.3%. En la actualidad, la tasa de desempleo no está demasiado lejos, pues se sitúa en 5%. La mayor diferencia, no obstante, es que las tasas de interés nunca habían estado tan bajas durante un periodo de tiempo tan prolongado, lo que añade aún más incertidumbre a la decisión. Si las cosas van para abajo después del despegue, queda poco espacio para que la Fed baje de nuevo las tasas de interés para luchar contra otra recesión.

Gráfica 1

Desempleo, inflación y tasa de interés de los fondos federales (% , variación % a/a, %)



Fuente: BLS, BEA, FRB y BBVA Research

En general, el FOMC ha considerado que "ha habido una notable mejora en las condiciones del mercado de trabajo este año", lo que refleja que la mayoría de los miembros están cómodos con la reducción de la capacidad ociosa de la economía. Lo más destacable es que la tasa de desempleo ha caído a 5.0%, el nivel más bajo desde abril de 2008, lo que encaja con las previsiones de equilibrio a largo plazo de la Fed. Además, se ha producido un importante descenso del desempleo a largo plazo (más de 27 semanas), que ha caído por debajo del nivel del desempleo a corto plazo (menos de 5 semanas) por primera vez desde antes de la crisis. El crecimiento de los salarios también muestra indicios de mayor impulso en los últimos meses y el creciente aumento de la disponibilidad del empleo y las horas de trabajo indican que las empresas están casi preparadas para aumentar los salarios con el fin de incentivar su plantilla.

El Comité también se sentía "razonablemente seguro de que la inflación subirá, a mediano plazo, a su objetivo de 2%". Los últimos datos sobre la inflación, aunque bajos, han demostrado al FOMC que los factores transitorios siguen desempeñando un papel importantísimo. Si excluimos el componente más volátil de la energía, la inflación subyacente se muestra estable y la Fed parece creer que los precios aumentarán a un ritmo más rápido una vez que desaparezcan estas dificultades temporales. Según la declaración, el Comité también "reconoce el tiempo que se tarda en que las medidas de la política afecten a los resultados económicos futuros". Esto indica que los ortodoxos han podido ganar a los moderados con la premisa de que el impacto sobre la inflación lleva retraso y podría incluso rebasar el objetivo. Teniendo esto en cuenta, "el Comité sigue vigilando de cerca la evolución de la inflación".

Además de cumplir el doble mandato, la decisión también refleja el análisis costo-beneficio asociado con el retraso del despegue. Yellen y sus colegas han hecho hincapié en la importancia de aumentar las tasas de interés antes para poder efectuar los futuros movimientos al alza a un ritmo más gradual y evitar provocar perturbaciones significativas en los mercados financieros. Con la activación de sus sables de luz, el FOMC da más tiempo para el ajuste, en vez de verse forzado a incrementar las tasas a un ritmo más rápido en trimestres posteriores, con el riesgo de que tal perturbación podría provocar otra contracción en la actividad económica. En la declaración ha quedado bien claro que el FOMC espera "solo incrementos graduales en la tasa de interés de los fondos federales" y que "es probable que se mantenga, por un tiempo, por debajo de los niveles que se espera que prevalezcan a largo plazo". Este sesgo moderado ayuda a frenar las reacciones excesivas en los mercados financieros. Además, el compromiso de seguir renovando los valores vencidos y de reinvertir los pagos de capital refuerza la gran flexibilidad de la postura de la política monetaria.

Gráfica 2

Comparativa de previsiones de la Reserva Federal: comunicados y conferencias de prensa del FOMC de septiembre y diciembre (Tendencia central)

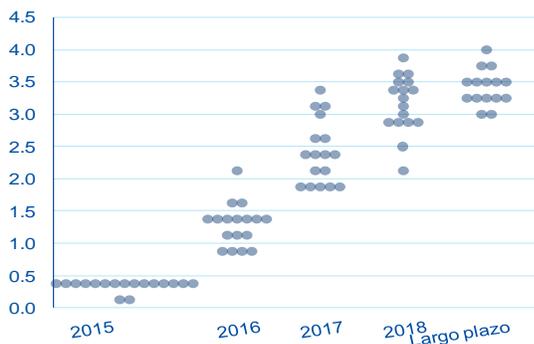
Previsiones del FOMC diciembre 2015						Previsiones del FOMC septiembre 2015					
	2015	2016	2017	2018	Largo plazo		2015	2016	2017	2018	Largo plazo
PIB, 4T variación % anual						PIB, 4T variación % anual					
Baja	2.1	2.3	2.0	1.8	1.8	Baja	2.0	2.2	2.0	1.8	1.8
Alta	2.1	2.5	2.3	2.2	2.2	Alta	2.3	2.6	2.4	2.2	2.2
Tasa de desempleo, 4T %						Tasa de desempleo, 4T %					
Baja	5.0	4.6	4.6	4.6	4.8	Baja	5.0	4.7	4.7	4.7	4.9
Alta	5.0	4.8	4.8	5.0	5.0	Alta	5.1	4.9	4.9	5.0	5.2
PCE subyacente, 4T variación % anual						PCE subyacente, 4T variación % anual					
Baja	1.3	1.5	1.7	1.9		Baja	1.3	1.5	1.8	1.9	
Alta	1.3	1.7	2.0	2.0		Alta	1.4	1.8	2.0	2.0	

Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Junto con la declaración, el FOMC también ha publicado otra ronda de pequeñas revisiones al Resumen de proyecciones económicas. Los cambios más notables se han efectuado en las previsiones de la inflación subyacente del PCE, con revisiones a la baja en las perspectivas de los próximos años. Al mismo tiempo, las previsiones de la tasa de desempleo también se han ajustado ligeramente a la baja en vista de que ya se ha alcanzado el umbral del

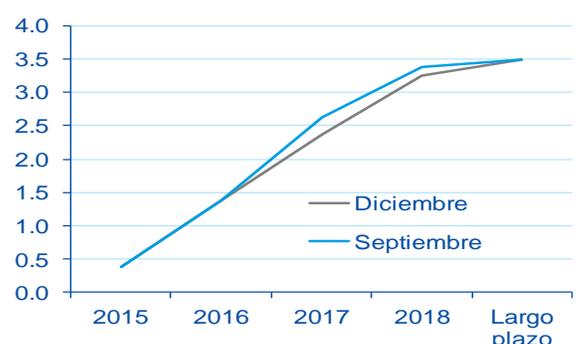
5.0%. Las pequeñas revisiones de las previsiones de crecimiento del PIB indican una visión más centralizada de que la economía mantendrá un ritmo de crecimiento de 2.5% o más bajo. La trayectoria prevista de los aumentos de las tasas en el futuro se mantiene prácticamente sin cambios. El Comité en su conjunto considera que habrá al menos otros tres incrementos en 2016, naturalmente, partiendo del supuesto de que los datos económicos evolucionen en línea con sus previsiones. En cualquier caso, la gráfica de puntos sigue mostrando una gran dispersión, lo que refleja una diversidad de opiniones sobre el significado de "gradual" en lo que se refiere a la velocidad de la normalización.

Gráfica 3
Previsión de la tasa objetivo de los fondos federales, septiembre (Fin de año, %)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 4
Previsión de la tasa media de los fondos federales (Septiembre vs. diciembre, % fin de año)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

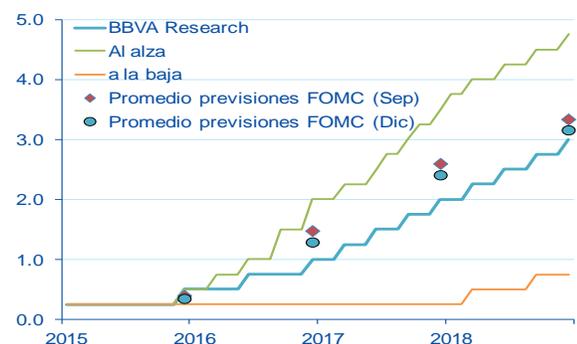
En la rueda de prensa, Yellen ha intentado restar importancia a la decisión de política que se ha tomado, haciendo hincapié en que la política monetaria seguirá siendo flexible durante algún tiempo después del despegue. Ha confirmado que se han "cumplido" los objetivos de mejora económica que habían establecido y, por tanto, se justifica un aumento de las tasas en este momento. Aunque el Comité sigue viendo riesgos procedentes de la evolución mundial, Yellen argumentó que la fortaleza de la actividad interna era suficiente para contrarrestar los aspectos negativos de sus perspectivas. Lo más relevante es que Yellen abordó cuestiones sobre la trayectoria futura de los aumentos de las tasas y la toma de decisiones de política. Dio a entender que aumentar las tasas de interés de forma gradual no significa necesariamente que se haga de forma "mecánica": el FOMC desde luego no se ha comprometido a efectuar aumentos en plazos ni tamaños regulares, sino que seguirá respondiendo según sea apropiado a los datos económicos entrantes.

A pesar de las estrategias divergentes de otros bancos centrales, la decisión de la Fed también ha tenido en cuenta que los mercados ya habían descontado un incremento y que el Congreso está preparado para aprobar un proyecto muy importante sobre impuestos y gasto. A diferencia de la reunión de septiembre, la mejor preparación de los mercados probablemente ha ayudado a la Fed a calmar las preocupaciones por que se produjera un choque importante en el sistema después del anuncio. Los mercados han reaccionado inmediatamente, los índices bursátiles han cerrado la jornada con fuerza. Los rendimientos del Tesoro también se han incrementado: los valores del Tesoro a 2 años han subido a su nivel más alto desde abril de 2010, cerrando en 1.0045%, mientras que el rendimiento del Tesoro a 10 años ha terminado el día solo un poco por encima de su nivel de apertura, en 2.3%. Además, las expectativas de nuevas ganancias en el dólar estadounidense han hecho caer los precios del petróleo 3.3%.

Este anuncio del FOMC, que marca un hito, permite a la Fed cambiar el foco de atención de la fecha del despegue al ritmo de normalización de la política. La Fed ha superado un enorme obstáculo con este primer aumento de las tasas, pero ahora tienen que enfrentarse a la reacción y tener la esperanza de que la economía siga avanzando en línea con sus perspectivas. Mientras no haya mayores consecuencias para el aumento de las tasas efectuado, la Fed puede continuar con su estrategia supeditada a los datos y adoptar medidas adicionales. Sin embargo, si se produjeran reacciones no deseadas, como una mayor agitación en los mercados financieros o una fuerte contracción de los datos económicos, la Fed tendría que utilizar algunas herramientas adicionales de la política monetaria para frenar

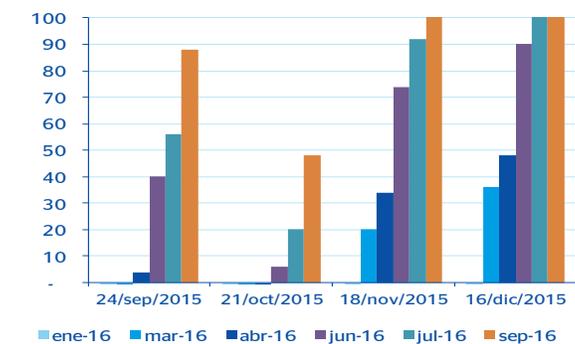
algunos de estos riesgos. De cara al futuro, prevemos que la Fed adoptará un enfoque muy gradual en los futuros aumentos de las tasas de interés y que solo se producirán otros dos incrementos más hasta cerrar 2016 en 1.0%. Es probable que aplacen el segundo incremento hasta el 2T16, mientras evalúan el impacto del despegue.

Gráfica 5
Previsión de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 6
Probabilidad implícita de los futuros de al tasa de los fondos federales (Segundo aumento 25 pb, %)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Por último, tal como había prometido, la Fed ha publicado una nota de implementación junto a la declaración como medio para comunicar mejor el lado operativo de sus decisiones de política monetaria, de modo que "aumente la conciencia pública y el entendimiento". La nota describe los detalles del anuncio que ha hecho la Fed, incluido el aumento de la tasa de interés sobre los excedentes de reservas a 0.5%, así como el mantenimiento de las operaciones de recompra inversa a un día a una tasa de interés de 0.25%. Ambas medidas entrarán en vigor el 17 de diciembre de 2015. Otra novedad que se revela en la nota de implementación es la retirada del techo en las operaciones de recompra inversa, que la mesa del mercado abierto utiliza según sea necesario para mantener la tasa de los fondos federales en el rango del FOMC.

Conclusión: el primer aumento de tasas es solo el inicio de la saga

El aumento de la tasa de interés de los fondos federales que se ha efectuado es una decisión importante para la Fed, pero todavía están luchando contra el lado oscuro de la inflación. Es probable que la incertidumbre continúe incluso después de este incremento inicial, pues el Comité analizará cada aumento adicional de tasas reunión a reunión. Ahora que el rango objetivo es 25 puntos básicos más alto, la Fed tiene que evaluar la reacción de los mercados y si la economía puede manejar ese cambio. Esto llevará tiempo, y la Fed se mantendrá firme en su estrategia de dependencia de los datos, vigilando los datos económicos que lleguen para confirmar que la medida se está desarrollando según lo previsto. Para ello, seguirán recalcando y comunicando que el ritmo futuro de los aumentos de las tasas de interés será gradual. Por consiguiente, no esperamos que se produzca un nuevo incremento de tasas hasta el 2T16. El próximo año también será interesante porque la Fed comenzará a debatir en serio la implementación de otras herramientas de política monetaria para reducir el tamaño de su balance, lo que justificará un procedimiento de prueba y error mientras la Fed evalúa la eficacia de cada herramienta y si es necesario introducir nuevas herramientas o cambiar las que ya están en marcha. ¡Que la Fuerza los acompañe!

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.