

Análisis Económico

El dilema que la Fed podría enfrentar

El Economista (México)

Arnulfo Rodríguez

28 julio 2022

El día de ayer la Fed decidió incrementar la tasa de fondos federales en 75 puntos base para llevarla a un nivel entre 2.25% y 2.50%. Sin lugar a dudas, la Fed está actuando con contundencia para no permanecer por mucho tiempo detrás de la curva y así poder ganarle la carrera a una inflación que ha ido ascendiendo rápidamente en los últimos 16 meses. La inflación anual en junio fue 9.1% y marcó un nuevo máximo que no se había visto desde diciembre de 1981. Para evitar una pérdida de credibilidad que pudiera posteriormente hacer más costoso el control de la inflación, la Fed está reafirmando su compromiso con la estabilidad de precios mediante acciones de apretamiento monetario y una efectiva comunicación sobre cómo ajustará su política monetaria hacia adelante (*forward guidance*).

Si bien existe el riesgo de que la Fed induzca una recesión por el rápido incremento en la tasa de fondos federales que podría llevarla a 4.0% a finales del primer trimestre de 2023, hay que reconocer que el mayor riesgo para Estados Unidos y la economía global sería el fracaso de la Fed en su intento por restablecer la estabilidad de precios. Dada la experiencia de la Gran Inflación en la década de los 70, el considerable apretamiento monetario en la era de Paul Volcker al frente de la Fed y las profundas recesiones de 1980 y 1981, la posibilidad de que la inflación se arraigue firmemente en altos niveles pudiera resultar muy costosa para la producción y el empleo.

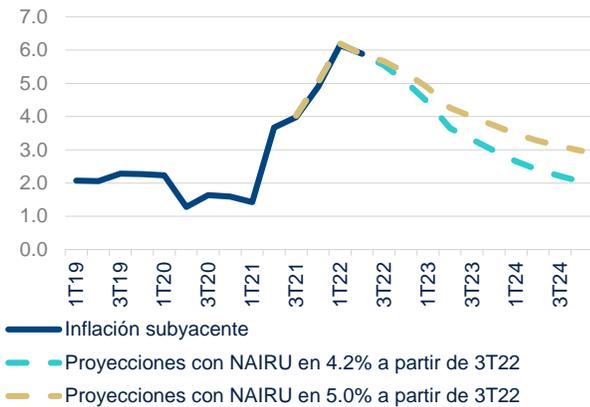
Estimaciones propias señalan que la Fed se quedó muy detrás de la curva en diciembre de 2021. Comparando la tasa de fondos federales con la tasa de interés dada por una regla de Taylor, la Fed se encontraba 450 puntos base por debajo después de haber estado solamente 210 puntos base atrás en septiembre del año pasado. Esta situación alertó a los funcionarios de la Fed, los cuales reconocieron su error al admitir que el significativo incremento en la inflación no había sido de naturaleza transitoria y con *forward guidance* lograron inducir un incremento en las tasas de interés de la curva de rendimientos.

La Fed logrará ponerse por delante de la curva hasta marzo de 2023 según previsiones propias. La distancia y el tiempo que la Fed se mantenga así serán clave para llevar la inflación a niveles cercanos a 2.0% a finales de 2024. No obstante, mayores tasas de desempleo que las previstas por la Fed para 2022-24 podrían ser necesarias para lograr la convergencia de la inflación a ese nivel. Usando el modelo no lineal de Gagnon y Collins (2019a) para estimar la curva de Phillips y manteniendo los supuestos de la Fed para la tasa de desempleo, se requiere que la tasa de desempleo congruente con una inflación estable (NAIRU, por sus siglas en inglés) baje a 4.2% a partir de este año para que la inflación subyacente llegue a 2.0% a finales de 2024 (Gráfica 1). Si la pandemia dejara cicatrices en el mercado laboral, la NAIRU podría ubicarse en 5.0% y la inflación subyacente sería 3.0%.

Para converger a 2.0% con una NAIRU de 5.0%, la tasa de desempleo tendría que elevarse de 3.9% a 4.7% y 4.1% a 5.0% para 2023 y 2024, respectivamente (Gráfica 2). Consecuentemente, la Fed podría enfrentar el dilema de tener que inducir más desempleo o aceptar una mayor inflación. Ante la evidencia de las últimas décadas de que el objetivo

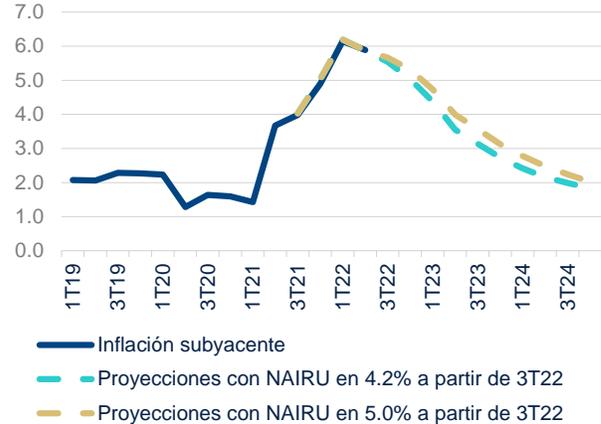
de inflación de 2.0% es demasiado bajo y crea más desempleo del necesario, la Fed debería revisar su marco de política monetaria y proponer una meta de 3.0% una vez que la inflación haya sido controlada.¹

Gráfica 1. **Inflación subyacente con tasas de desempleo de 3.7%, 3.9% y 4.1% para 2022, 2023 y 2024, respectivamente***
(%, variación anualizada de cuatro trimestres)



*/ Se usó el modelo no lineal de Gagnon-Collins (2019) para obtener los pronósticos dinámicos de la inflación subyacente.
Fuente: BBVA Research con datos de FRED

Gráfica 2. **Inflación subyacente con tasas de desempleo de 3.7%, 4.7% y 5.0% para 2022, 2023 y 2024, respectivamente***
(%, variación anualizada de cuatro trimestres)



*/ Se usó el modelo no lineal de Gagnon-Collins (2019) para obtener los pronósticos dinámicos de la inflación subyacente.
Fuente: BBVA Research con datos de FRED

Referencias

Gagnon, J.E. y Collins, C.G. (2019a). Low inflation bends the Phillips curve. Documento de trabajo 19-6. Peterson Institute for International Economics.

Gagnon, J.E. y Collins, C.G. (2019b). The case for raising the inflation target is stronger than you think. Observatorio de temas económicos en tiempo real. Peterson Institute for International Economics.

¹ Gagnon y Collins (2019b) argumentan que una meta de 3.0% para la inflación aportaría alrededor de un margen adicional de 2.5 puntos porcentuales para recortar la tasa de interés de corto plazo en tiempos de recesión económica.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"