



# CaixaBank

---

**Research**

Artícle Genèric

---

[Política monetària](#)

## La Fed: de ser esclava de les

# seves paraules a ser-ho de les dades

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol



Ricard Murillo Gili

Economista

---

La Fed està a punt de tancar el capítol de les mesures no convencionals. Després d'haver iniciat la reducció del balanç,<sup>1</sup> les últimes declaracions dels membres de la Fed mostren la voluntat de deixar més oberta l'evolució futura dels tipus d'interès. Així, a partir d'ara, la senda esperada dels tipus serà més incerta i dependrà més de l'evolució de les dades econòmiques i financeres.

## Història d'una comunicació poc convencional

L'ús de la comunicació com a eina de política monetària es va intensificar després de l'esclat de la crisi financera. En estar els tipus d'interès a curt termini emplaçats en el 0%, i davant la impossibilitat de retallar-los més per oferir unes condicions financeres encara més acomodaticies, la Fed va decidir declarar molt explícitament la intenció de mantenir-los en nivells molt baixos per un període llarg de temps. L'objectiu: modificar les expectatives a llarg termini dels inversors i dels estalviadors i, així, reduir encara més els tipus a llarg termini.

Quan la recuperació econòmica es va començar a consolidar, la Fed també va usar

la comunicació per gestionar de forma activa les expectatives sobre la primera pujada del tipus de referència. I, quan els tipus es van enlairar, la comunicació va continuar sent una eina clau per al banc central, que va passar a indicar amb força claredat la velocitat a la qual augmentarien els tipus d'interès: una reorientació de la comunicació necessària perquè, davant el contrast entre unes expectatives de mercat escèptiques sobre les pujades de tipus i un escenari macroeconòmic que les feia necessàries, el procés de normalització dels tipus d'interès fos gradual i no condicionés la recuperació econòmica. Així, la Fed va fixar, en certa manera, un «pilot automàtic» amb el qual ha apujat els tipus de referència fins al rang del 2,25%-2,50%.

Normalitzada la situació macroeconòmica, normalitzada la comunicació de la Fed

Arribats a aquestes cotes, els tipus d'interès han deixat de ser acomodaticis i es troben en un terreny neutral: és a dir, ni estimulen ni restringeixen el cicle econòmic.<sup>2</sup> Una bona mostra d'això és que, com podem veure al primer gràfic, el tipus oficial actual se situa ja molt a la vora del que els membres de la Fed estimen que és el tipus neutral a llarg termini. Així, el final de la política monetària acomodaticia, juntament amb el fet que l'economia es troba en una fase madura del cicle (on és més incert quina és la senda òptima que hauria de seguir el banc central), ha empès la Fed a reorientar la comunicació. En concret, atès que, en la conjuntura actual, és especialment important monitorar l'estat del cicle econòmic per calibrar els pròxims moviments dels tipus d'interès, diverses veus dins la Fed argumenten que, en els propers trimestres, la política monetària hauria d'oferir menys orientació futura i dependre més de l'evolució recent de les dades econòmiques i financeres.

Les conseqüències de normalitzar la comunicació

Un efecte clau de donar una indicació relativament precisa sobre l'orientació futura de la política monetària és la menor incertesa al voltant de l'evolució dels tipus d'interès. En la mesura que el banc central sigui creïble davant els inversors i els analistes, aquests ancoraran la senda de tipus d'interès esperada a les indicacions de la Fed i, en conseqüència, les cotitzacions dels actius financers

seran menys volàtils.

Una manera de contrastar aquesta conjectura és analitzar la sensibilitat de les cotitzacions financeres a la publicació de variables econòmiques. Normalment, davant una dada econòmica que sorprèn a l'alça (per exemple, una dada de creació d'ocupació superior a l'esperada), els inversors assumeixen que la Fed es podria veure obligada a apujar els tipus d'interès més ràpidament. No obstant això, si la Fed és creïble en l'orientació futura, els inversors haurien de ser menys sensibles a les sorpreses en les dades. Efectivament, quan examinem la sensibilitat dels tipus d'interès sobirans nord-americans,<sup>3</sup> veiem que, des que la Fed usa activament la comunicació per indicar l'evolució futura dels tipus d'interès, la sensibilitat dels actius financers a les sorpreses econòmiques ha disminuït.<sup>4</sup> D'aquesta manera, és possible que el focus més gran que la Fed posa sobre l'evolució dels indicadors revifi aquesta sensibilitat, la qual cosa pot comportar un increment de la volatilitat financera.

Dependència de les dades: quines són i què ens diuen?

A partir d'ara, tornarà a ser clau analitzar amb detall els indicadors en què es fixen els membres de la Fed per prendre les seves decisions. Per aquest motiu, a la taula annexa, presentem un llistat dels indicadors que la Fed emfatitza especialment en els discursos, en els comunicats i en les actes de les reunions i mostrem què suggereix l'evolució recent de cada indicador.

D'una banda, els principals indicadors d'activitat i de mercat laboral són coherents amb una economia robusta i que creix a nivells per damunt del potencial. Així mateix, l'evolució de la inflació i les seves expectatives no han estat una preocupació per a la Fed, ja que es troben al voltant de l'objectiu del 2%. De l'altra, observem que diferents indicadors financers presenten una evolució menys favorable. En part, caldria esperar que això sigui resultat del tensionament monetari que ha dut a terme la pròpia Fed, que busca endurir les condicions financeres per frenar l'emergència de desequilibris. No obstant això, en gran part, les correccions financeres també reflecteixen l'erosió provocada per les tensions geopolítiques globals i l'empitjorament del sentiment inversor davant el temor que,

arran de la maduresa de l'expansió, les fonts de creixement cíclic s'esgotin i l'economia es desacceleri de forma més abrupta.

Atesa aquesta combinació d'incertesa, volatilitat financera i indicadors que apunten en diferents direccions, és probable que la Fed aturi el ritme actual d'increments de tipus per valorar amb més deteniment els efectes macroeconòmics de les pujades realitzades fins avui.<sup>5</sup> No obstant això, cal no oblidar que, a l'altre costat de la balança, hi ha un mercat laboral més enllà de la plena ocupació i el risc d'un sobreescalfament de l'economia. En aquest sentit, la regla de Taylor<sup>6</sup> ens suggereix que el tipus d'interès oficial es troba encara, en l'actualitat, 0,4 p. p. per sota del tipus prescrit per la inflació i per l'atur, de manera que aquesta pausa no hauria d'impedir que la Fed apugi encara una mica més els tipus d'interès en aquest cicle.

1. La Fed va anunciar el final de les compres netes d'actius el 2014 i la reducció gradual de les reinversions el 2017.

2. El tipus neutral és una variable no observable que es troba, en l'actualitat, en el 2,5%, segons les estimacions de Holston, K., Laubach, T. i Williams, J. C. (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics*, vol. 108.

3. En concret, analitzem les variacions del tipus d'interès sobirà en els dies en què es publica l'informe mensual del mercat laboral elaborat pel Bureau of Labor Statistics (BLS). La sensibilitat estimada correspon al coeficient  $\beta$  de la regressió  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \varepsilon_t$ , on  $\Delta i_t$  indica la variació del tipus d'interès sobre el bo sobirà dels EUA a 2 anys en el dia de publicació de la dada de creació d'ocupació,  $\Delta E_t$  és la creació d'ocupació publicada pel BLS i  $\Delta E_t^e$  és la creació esperada pel consens de Bloomberg.

4. L'augment de la sensibilitat observat entre el 2014 i el 2015 coincideix amb el període en què la Fed va subordinar la primera pujada de tipus a la disminució de la taxa d'atur fins a un cert llindar.

5. S'estima que la política monetària triga, almenys, entre 6 i 12 mesos a transmetre's al conjunt de l'activitat. Vegeu, per exemple, George, E. L. (2019), «Are We There Yet?», The U.S. Economy and Monetary Policy.

6. Concretament, 
$$i_t^{\text{Taylor}} = \rho \left( i_{t-1}^{\text{Taylor}} \right) + \left( 1 - \rho \right) \left[ \left( r_t^n + \pi_t \right) + 1,5 \left( \pi_t - \pi^* \right) - 0,5 \left( u_t - u_t^n \right) \right]$$
 on  $\rho = 0,5$  és el paràmetre d'allisament,  $r_t^n$  és el tipus d'interès natural estimat segons el model Holston-Laubach-Williams (2017),  $\pi_t$  és la inflació subjacent actual y  $\pi^* = 2\%$  és la inflació objectiu,  $u_t$  i  $u_t^n$  són la taxa d'atur observada i natural, respectivament.



Ricard Murillo Gili

Economista

Etiquetes

Estats Units

Política monetària no convencional

Reserva Federal (Fed)

Tipus d'interès

