

## FOCUS · Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente

El pasado 17 de octubre, la Reserva Federal (Fed) dejó claro que es muy posible que decida subir el tipo oficial (*fed funds rate*) en su próxima reunión, el 16 de diciembre. Ante la inminencia del inicio del proceso de normalización monetaria, cobran ahora mayor relevancia dos factores: a qué velocidad y hasta qué nivel subirán los tipos en los próximos años. Mirar por el retrovisor pasados ciclos alcistas nos podría aportar algunas pistas, pero debemos tener presente que el contexto actual es distinto y muy particular.

Desde mediados de los años cincuenta, EE. UU. ha experimentado 12 fases alcistas del tipo oficial de interés. Durante estos ciclos de subida, la trayectoria del tipo oficial se ha caracterizado por una duración con un promedio superior a los dos años y un incremento de casi 5 p. p. Si calculamos un «índice de velocidad» de normalización monetaria que resultase de dividir el incremento del tipo de interés por la duración del ciclo de subida, obtendríamos una velocidad media de 2,4 p. p. al año. Sin embargo, este promedio histórico proyecta una imagen sesgada al alza, puesto que incluye los años noventa y ochenta, de sustancial ajuste monetario, durante los cuales la Fed transformó la implementación de su política monetaria. Si nos centramos en los cuatro últimos ciclos, el tipo oficial experimentó, en promedio, una subida total ligeramente superior a 3 p. p. en menos de dos años, lo que da como resultado un índice de velocidad más cercano a 1,7 p. p. al año.

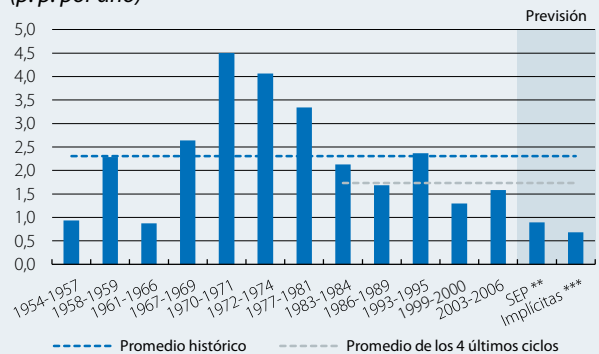
Actualmente, la trayectoria del tipo oficial proyectada por los miembros del comité de política monetaria de la Fed deja entrever una normalización aún más lenta, con un índice de velocidad de 0,9 p. p. al año (véanse los gráficos). Esta proyección puede parecer muy conservadora, pero esta vez existen varios factores que aconsejan un ritmo de ajuste especialmente gradual. En primer lugar, el contexto macroeconómico estadounidense obliga a actuar con cautela: a diferencia de lo que se observaba al comienzo de los ajustes de mediados de las décadas de 1990 y 2000, la inflación actual y sus expectativas siguen todavía por debajo del objetivo del 2% y, a pesar de la recuperación económica de los últimos años, el PIB observado aún se sitúa por debajo de las estimaciones del PIB potencial. Por otra parte, teniendo en cuenta que el BCE está considerando aportar mayor flexibilidad, una excesiva divergencia en las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico podría provocar que el dólar se apreciara demasiado.

La situación coyuntural de algunas de las principales economías emergentes no solo permite, sino que también favorece, que la Fed se tome la normalización monetaria con tranquilidad. En particular, un ajuste rápido de los tipos de interés de EE. UU. podría provocar episodios de inestabilidad financiera en aquellos países emergentes con una situación macroeconómica y financiera más vulnerable, como Brasil.

Por último, cabe tener en cuenta que, en esta ocasión, la Fed dispone de un instrumento adicional al *fed funds rate* para influir sobre los tipos de interés: la gestión activa de su balance. Si lo estimara necesario, la Fed podría vender parte de los bonos que ha adquirido en los últimos años. Esta estrategia más agresiva permitiría hacer efectivas las subidas de tipos en todas las partes de la curva si fallan las otras herramientas que la institución monetaria tiene a su disposición (véase el Focus «Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed» del IM07/2015).

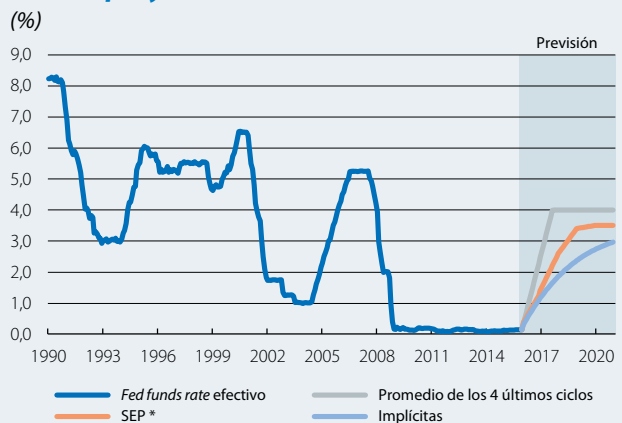
En definitiva, los factores que suelen guiar las decisiones de la Fed se encuentran esta vez en niveles que sugieren que una normalización más paulatina que en otras ocasiones es necesaria y apropiada. Así lo corrobora también el mercado, cuyas expectativas implícitas perfilan una senda algo más parsimoniosa que la que dibujan los miembros de la Fed.

### Índice de velocidad de normalización monetaria \* (p. p. por año)



**Notas:** \* Medido como el incremento del tipo de interés dividido por la duración del ciclo de subida en base anual. \*\* SEP (Summary of Economic Projections): mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed el 17 de septiembre de 2015. \*\*\* Estimado a partir de las tasas implícitas en la curva de tipos del 6 de noviembre de 2015.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y de Bloomberg.

### EE.UU.: proyecciones del fed funds rate



**Nota:** \* SEP (Summary of Economic Projections): mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed el 17 de septiembre de 2015.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y de Bloomberg.