

## La Fed: de ser esclava de sus palabras a serlo de los datos

La Fed está a punto de cerrar el capítulo de las medidas no convencionales. Tras haber iniciado la reducción de su balance,<sup>1</sup> las últimas declaraciones de los miembros de la Fed muestran la voluntad de dejar más abierta la evolución futura de los tipos de interés. Así, a partir de ahora, la senda esperada de los tipos será más incierta y dependerá en mayor medida de la evolución de los datos económicos y financieros.

### Historia de una comunicación poco convencional

El uso de la comunicación como herramienta de política monetaria se intensificó tras el estallido de la crisis financiera. Al estar los tipos de interés a corto plazo emplazados en el 0%, y ante la imposibilidad de recortarlos más para ofrecer unas condiciones financieras todavía más acomodaticias, la Fed decidió declarar muy explícitamente la intención de mantenerlos en niveles muy bajos por un periodo de tiempo extendido. El objetivo: modificar las expectativas a largo plazo de los inversores y ahorradores y, así, reducir aún más los tipos a largo plazo.

Cuando la recuperación económica se empezó a asentar, la Fed también usó la comunicación para gestionar activamente las expectativas sobre la primera subida del tipo de referencia. Y, una vez despegaron los tipos, la comunicación continuó siendo una herramienta clave para el banco central, que pasó a indicar con bastante claridad la velocidad a la que aumentarían los tipos de interés: una reorientación de la comunicación necesaria para que, ante el contraste entre unas expectativas de mercado escépticas sobre las subidas de tipos y un escenario macroeconómico que las hacía necesarias, el proceso de normalización de los tipos de interés fuese gradual y no condicionara la recuperación económica. Así, la Fed fijó, en cierto modo, un «piloto automático» con el que ha elevado los tipos de referencia hasta el rango 2,25%-2,50%.

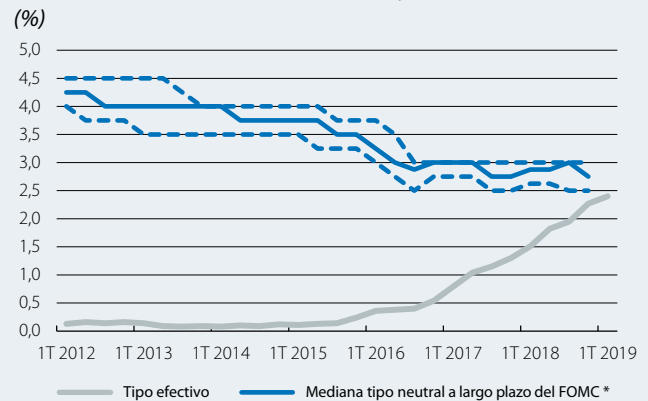
### Normalizada la situación macroeconómica, normalizada la comunicación de la Fed

Llegados a estas cotas, los tipos de interés han dejado de ser acomodaticios y se encuentran en un terreno neutral: es decir, que ni estimulan ni restringen el ciclo económico.<sup>2</sup> Buena muestra de ello es que, como podemos ver en el primer gráfico, el tipo oficial actual se sitúa ya muy cerca de lo que los miembros de la Fed estiman que es el tipo neutral a largo plazo. Así, el fin de la política monetaria acomodaticia, junto con el hecho de que la economía se encuentra en una fase madura del ciclo (donde es más incierto cuál es la senda óptima que debería seguir el banco central), han llevado a la Fed a reorientar la comunicación. En concreto, dado que, en la coyuntura actual, es especialmente importante monitorizar el estado del ciclo

1. La Fed anunció el cese de las compras netas de activos en 2014 y la reducción gradual de las reinversiones en 2017.

2. El tipo neutral es una variable no observable que se encuentra actualmente en el 2,5% según las estimaciones de Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics*, vol. 108.

### EE. UU.: tipo de interés neutral y efectivo



**Nota:** \* Mediana de la votación del tipo de interés neutral a largo plazo según los participantes en la reunión de la Fed. Entre las líneas discontinuas se encuentran el 75% de los votantes, tras haber excluido las dos observaciones más altas y las dos más bajas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

económico para calibrar los próximos movimientos de los tipos de interés, diversas voces dentro de la Fed argumentan que, en los próximos trimestres, la política monetaria debería ofrecer menos orientación futura y depender más de la evolución reciente de los datos económicos y financieros.

### Las consecuencias de normalizar la comunicación

Un efecto clave de dar una indicación relativamente precisa sobre la orientación futura de la política monetaria es la menor incertidumbre alrededor de la evolución de los tipos de interés. En la medida en que el banco central sea creíble ante inversores y analistas, estos anclarán su senda de tipos de interés esperada a las indicaciones de la Fed y, consecuentemente, las cotizaciones de los activos financieros serán menos volátiles.

Una manera de contrastar esta conjetura es analizar la sensibilidad de las cotizaciones financieras a la publicación de variables económicas. Normalmente, ante un dato económico que sorprende al alza (por ejemplo, un dato de creación de empleo mayor de lo esperado), los inversores asumen que la Fed podría verse obligada a aumentar los tipos de interés más rápidamente. No obstante, si la Fed es creíble en su orientación futura, los inversores deberían ser menos sensibles ante sorpresas en los datos. Efectivamente, cuando examinamos la sensibilidad de los tipos de interés soberanos estadounidenses,<sup>3</sup> vemos cómo, desde que la Fed usa activamente la comunicación para indicar la evolución futura de los tipos de interés, la sensibilidad de los activos financieros a sorpresas económicas ha dis-

3. Concretamente, analizamos las variaciones del tipo de interés soberano en los días en los que se publica el informe mensual del mercado laboral elaborado por el Bureau of Labor Statistics (BLS). La sensibilidad estimada corresponde al coeficiente  $\beta$  de la regresión  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  indica la variación del tipo de interés sobre el bono soberano de EE. UU. a 2 años en el día de publicación del dato de creación de empleo,  $\Delta E_t$  es la creación de empleo publicada por el BLS y  $\Delta E_t^e$  es la creación esperada por el consenso de Bloomberg.

minuido.<sup>4</sup> De este modo, es posible que el mayor foco que la Fed está poniendo sobre la evolución de los indicadores reavive esta sensibilidad, lo que puede ir de la mano de una mayor volatilidad financiera.

**Dependencia de los datos: ¿cuáles son y qué nos dicen?**

A partir de ahora volverá a ser clave analizar con detalle los indicadores en los que los miembros de la Fed se fijan para tomar sus decisiones. Para ello, en la tabla anexa presentamos un listado de los indicadores que la Fed enfatiza especialmente en sus discursos, comunicados y actas de reuniones y mostramos qué sugiere la reciente evolución de cada uno de ellos.

Por un lado, los principales indicadores de actividad y mercado laboral son acordes con una economía robusta y que crece a niveles por encima del potencial. Asimismo, la evolución de la inflación y sus expectativas no ha sido una preocupación para la Fed, en tanto que se encuentra alrededor del objetivo del 2%. Por otro lado, observamos cómo distintos indicadores financieros presentan una evolución menos favorable. En parte, cabría esperar que ello sea resultado del tensionamiento monetario que ha llevado a cabo la propia Fed, que persigue endurecer las condiciones financieras para frenar la emergencia de desequilibrios. Sin embargo, en gran medida, las correcciones financieras también reflejan la erosión provocada por las tensiones geopolíticas globales y el empeoramiento del sentimiento inversor ante el temor a que, fruto de la madurez de la expansión, las fuentes de crecimiento cíclico se agoten y la economía se desacelere más abruptamente.

**EE. UU.: monitor de indicadores**

	Indicador	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Actividad (trimestral)	PIB				
	Índice del coste del empleo				
	Gasto público				
	Inversión en viviendas				
	Creación de viviendas unifamiliares				
	Creación de viviendas multifamiliares				
	Renta disponible				
	Inversión en bienes de equipo				
	Inversión en propiedad intelectual				

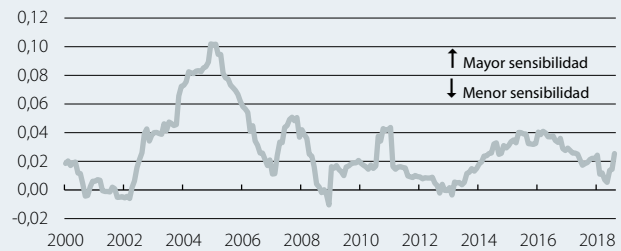
	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Condiciones financieras	Índice de condiciones financieras				
	S&P 500				
	Índice del dólar				
	Futuros sobre el tipo de interés oficial				
	Tipos sobre la deuda soberana a 10 años				
	Pendiente de la curva de tipos (10a -3m)				
	Índice de volatilidad (VIX)				
	Diferencial de crédito privado (HY - IG)				
	Diferencial de crédito de riesgo (IG - Sov.)				

**Nota:** Colores más verdes sugieren más subidas de tipos a la Fed, mientras que colores más anaranjados sugieren lo contrario. La determinación del color se ha realizado en función de los valores de cada variable dentro de los cinco percentiles de su propia muestra. El color blanco indica que no hay datos disponibles a la fecha del análisis.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

4. El aumento de la sensibilidad que se observa entre 2014 y 2015 coincide con el periodo en el que la Fed subordinó la primera subida de tipos a que la tasa de desempleo disminuyera hasta un cierto umbral.  
 5. Se estima que la política monetaria tarda, al menos, entre 6 y 12 meses a transmitirse al conjunto de la actividad. Véase, por ejemplo, George, E. L. (2019), «Are We There Yet?», The U.S. Economy and Monetary Policy.

**EE. UU.: sensibilidad del tipo de interés de la deuda soberana a 2 años a sorpresas económicas**

**Coefficiente de sensibilidad**



**Nota:** Estimamos la ecuación  $\Delta i_t = a + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \epsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  indica la variación del tipo de interés sobre el bono soberano de EE. UU. a 2 años en el día de publicación del dato de creación de empleo,  $\Delta E_t$  es la creación de empleo publicada por el BLS y  $\Delta E_t^e$  es la creación esperada por el consenso de Bloomberg. Estimamos la regresión con los datos de los 24 meses anteriores a t y mostramos el valor del parámetro  $\beta$  a lo largo del tiempo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Ante esta combinación de incertidumbre, volatilidad financiera e indicadores que apuntan en distintas direcciones, es probable que la Fed pause el ritmo actual de incrementos de tipos para valorar más detenidamente los efectos macroeconómicos de las subidas realizadas hasta la fecha.<sup>5</sup> Sin embargo, no hay que olvidar que, al otro lado de la balanza, se encuentran un mercado laboral más allá del pleno empleo y el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía. En este sentido, la regla de Taylor<sup>6</sup> nos sugiere que el tipo de interés oficial todavía se encuentra, en la actualidad, 0,4 p. p. por debajo del tipo que la inflación y el desempleo prescriben, por lo que esta pausa no debería impedir que la Fed eleve todavía algo más los tipos de interés en este ciclo.

	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018	
Mercado laboral	Creación de empleo					
	Tasa de desempleo					
	Tasa de subempleo					
	Tasa de empleo					
	Nuevos puestos de trabajo					
	Renuncias de puestos de trabajo					
	Salario por hora					
	Producción industrial					
	Horas trabajadas en la industria					
Actividad	Visados de obra nueva					
	Compraventa de viviendas de segunda mano					
	Consumo					
	Confianza del consumidor					
	Índice de actividad manufacturera (ISM)					
	Índice de actividad no manufacturera (ISM)					
	Precios	Inflación general (PCE)				
		Inflación subyacente (PCE)				
		Inflación general (IPC)				
Inflación subyacente (IPC)						
Expectativas de inflación 5a - 5a						

6. Concretamente,  $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1 - \rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) - 0,5(u_t - u_t^n)]$  donde  $\rho=0,5$  es el parámetro de alisamiento,  $r_t^n$  es el tipo de interés natural estimado según el modelo Holston-Laubach-Williams (2017),  $\pi_t$  es la inflación subyacente actual y  $\pi^* = 2\%$  la inflación objetivo,  $u_t$  y  $u_t^n$  son la tasa de desempleo observada y natural, respectivamente.