

## La Fed: de ser esclava de les seves paraules a ser-ho de les dades

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

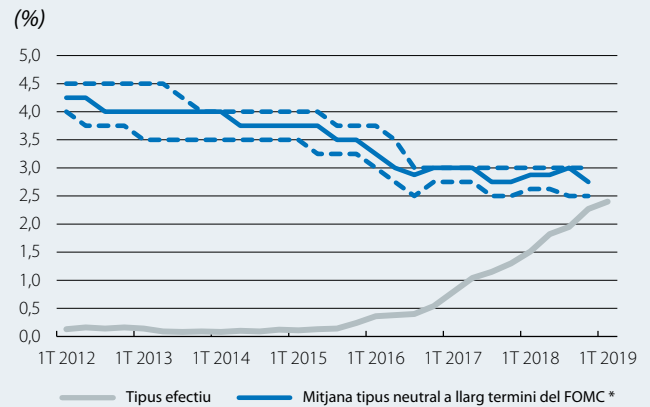
L'ús de la comunicació com a eina de política monetària es va intensificar després de l'esclat de la crisi financera. En estar els tipus d'interès a curt termini emplaçats en el 0%, i davant la impossibilitat de retallar-los més per oferir unes condicions financeres encara més acomodaticies, la Fed va 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 cycle 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 cycle (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

### EUA: tipus d'interès neutral i efectiu



**Nota:** \* Mitjana de la votació del tipus d'interès neutral a llarg termini segons els participants en la reunió de la Fed. Entre les línies discontinues, es troben el 75% dels votants, després d'haver exclòs les dues observacions més altes i les dues més baixes.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

l'estat del cycle 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 pujar 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 dismi-

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.

nuït.<sup>4</sup> D'aquesta manera, és possible que el focus més gran que la Fed posa sobre l'evolució dels indicadors revifiqui 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.

**EUA: monitor d'indicadors**

	Indicador	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Activitat (trimestral)	PIB				
	Índex del cost de l'ocupació				
	Despesa pública				
	Inversió en habitatges				
	Creació d'habitatges unifamiliars				
	Creació d'habitatges multifamiliars				
	Renda disponible				
	Inversió en béns d'equipament				
	Inversió en propietat intel·lectual				

	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Condicions financeres	Índex de condicions financeres				
	S&P 500				
	Índex del dòlar				
	Futurs sobre el tipus d'interès oficial				
	Tipus sobre el deute sobirà a 10 anys				
	Pendent de la corba de tipus (10a -3m)				
	Índex de volatilitat (VIX)				
	Diferencial de crèdit privat (HY - IG)				
	Diferencial de crèdit de risc (IG - Sov.)				

**Nota:** Els colors més verds suggereixen més pujades de tipus a la Fed, mentre que els colors més ataronjats suggereixen el contrari. La determinació del color s'ha realitzat en funció dels valors de cada variable dins els cinc percentils de la seva pròpia mostra. El color blanc indica que no hi ha dades disponibles a la data de l'anàlisi.

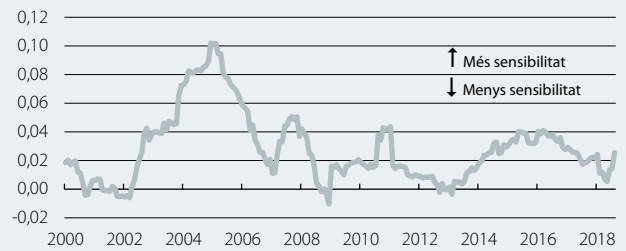
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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.

**EUA: sensibilitat del tipus d'interès del deute sobirà a 2 anys a sorpreses econòmiques**

**Coefficient de sensibilitat**



**Nota:** Estimem l'equació  $\Delta i_t = a + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \epsilon_t$ , 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. Estimem la regressió amb les dades dels 24 mesos anteriors a  $t$  i mostrem el valor del paràmetre  $\beta$  al llarg del temps.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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.

	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Mercat laboral	Creació d'ocupació				
	Taxa d'atur				
	Taxa de subocupació				
	Taxa d'ocupació				
	Nous llocs de treball				
	Renúncies de llocs de treball				
	Salari per hora				
	Producció industrial				
	Hores treballades a la indústria				
Activitat	Visats d'obra nova				
	Compravenda d'habitatges de segona mà				
	Consum				
	Confiança del consumidor				
	Índex d'activitat manufacturera (ISM)				
	Índex d'activitat no manufacturera (ISM)				
Preus	Inflació general (PCE)				
	Inflació subjacent (PCE)				
	Inflació general (IPC)				
	Inflació subjacent (IPC)				
	Expectatives d'inflació 5a - 5a				

6. En concret,  $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1 - \rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) - 0,5(u_t - u_t^n)]$  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 i  $\pi^*=2\%$  és la inflació objectiu,  $u_t$  i  $u_t^n$  són la taxa d'atur observada i natural, respectivament.