

## Per què la Reserva Federal ha abaixat els tipus d'interès?

- La Fed ha retallat els tipus d'interès el 2019 per primera vegada en 11 anys. No obstant això, amb prou feines ha rebaixat les perspectives de creixement per als EUA i ha justificat la retallada amb la feblesa de la inflació i la persistència de riscos.
- És possible que la Fed hagi canviat la seva funció de reacció? Els resultats de l'anàlisi d'aquest article així ho suggereixen. No obstant això, no és la primera vegada que la Fed respon més als riscos que a les pròpies dades, i aquest gir es pot explicar per canvis estructurals de l'economia, com l'aplanament de la corba de Phillips.

### De la *forward guidance* a la dependència de les dades

Quan la Reserva Federal dels EUA va iniciar el cicle de pujades dels tipus d'interès el 2015, ho va fer de manera gradual i previsible i va oferir una orientació clara sobre l'evolució esperada dels tipus (*forward guidance*). Després d'augmentar-los en 225 p. b. i d'aconseguir el nivell del tipus d'interès natural segons les estimacions d'alguns membres del FOMC (vegeu el primer gràfic), la Fed va comunicar, al final del 2018, la seva intenció d'abandonar la *forward guidance* i d'[adoptar una actitud més dependent de les dades econòmiques i financeres](#).<sup>1</sup>

Després d'aquest canvi d'estratègia, i en un entorn de desacceleració global i de pressions inflacionistes contingudes, durant la primera meitat del 2019, la Fed es va mostrar pacient i no va modificar els tipus d'interès, malgrat la robustesa del mercat laboral. No obstant això, **al juliol, la intensificació de la incertesa geopolítica** (a causa, principalment, de la intensificació de les tensions comercials entre els EUA i la Xina i del que semblava un augment de la probabilitat d'un *bretxit* dur) i **la caiguda de les expectatives d'inflació van empènyer la Fed a abaixar els tipus** en 50 p. b. en el 3T i en 25 p. b. més a l'octubre.

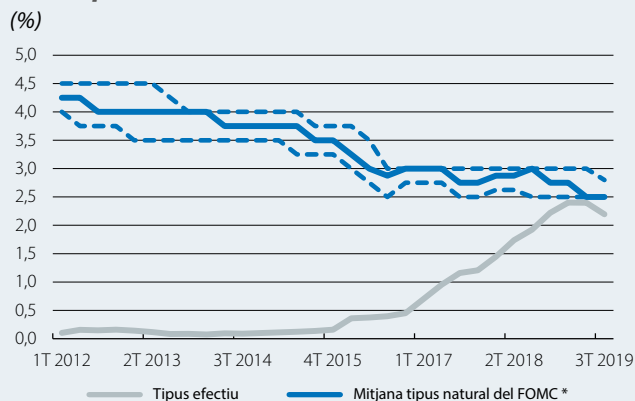
### De la dependència de les dades a la gestió dels riscos

Els lectors més perspicaces s'hauran adonat que la Fed va abaixar els tipus d'interès no solament per l'evolució de les dades (feblesa de la inflació i de les seves expectatives), sinó **també per canvis en el mapa de riscos**. De fet, les previsions de creixement econòmic dels analistes (i dels propis membres de la Fed) no han variat de manera significativa des de l'octubre del 2018, la qual cosa suggereix que la reacció de la Fed hauria d'haver estat menys agressiva. En concret, si utilitzem una regla que relacioni els moviments dels tipus d'interès oficials del passat amb els canvis en les previsions de creixement que els van acompanyar, la Fed hauria d'haver abaixat els tipus d'in-

1. Vegeu «[La Fed: de ser esclava de les seves paraules a ser-ho de les dades](#)», a l'IM02/2019.

2. Estimem  $\Delta i_t = \beta_1 \Delta g_t^e + \beta_2 \Delta g_{t-1}^e + v_t$ , on  $\Delta i_t$  és el canvi en el tipus d'interès de la Reserva Federal,  $\Delta g_t^e$  és el canvi en la previsió del creixement del PIB per part de l'FMI al *World Economic Outlook* en relació amb l'anterior, i  $v_t$  és un terme d'error. Introduïm les revisions realitzades per l'FMI des de l'octubre del 2018.

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



**Nota:** \* Mitjana de la votació del tipus d'interès natural 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.

terès en 15 p. b. el 2019, en lloc de 75 p. b.<sup>2</sup>

A més a més, cal tenir en compte que reduir els tipus d'interès en 75 p. b. el 2019 esgota una part substancial del marge d'actuació a la baixa que té la Fed en comparació amb el que tenia l'any 2000, per exemple. El descens del tipus d'interès natural redueix el marge de maniobra de la Reserva Federal (i d'altres bancs centrals) per estimular l'economia mitjançant mesures convencionals, és a dir, **no és el mateix reduir els tipus d'interès 2 p. p. quan la taxa natural és l'1% que quan és el 5%**. Per aquest motiu, si ajustem la caiguda acumulada en el tipus d'interès pel nivell del tipus d'interès nominal natural<sup>3</sup> i comparem la reacció de la Fed amb altres cicles de baixades de tipus, veiem que la reacció de la Fed ha estat una mica exagerada: **mentre que la revisió de les previsions en la Gran Recessió va ser 17 vegades superior a l'actual, la resposta de la política monetària va ser només 3 vegades més reactiva**. És cert que, en aquella ocasió, la Fed va estimular de forma addicional l'economia mitjançant eines no convencionals (QE i *forward guidance*). Però, si fem la mateixa anàlisi per al cicle de baixades del 1992 o del 2002, observem que la revisió de les previsions va ser 15 i 9 vegades

3. Dividim la baixada acumulada de tipus per part de la Fed per la taxa d'interès natural nominal vigent abans de la primera baixada amb la intenció d'aproximar l'espai de política monetària convencional consumit.

superior a l'actual i que la resposta de la política monetària va ser només 2 i 3 vegades més reactiva, respectivament. A més a més, a aquesta baixada de tipus se li ha d'afegir el canvi en les expectatives. La Fed, en la segona meitat del 2018, no solament descartava reduir els tipus d'interès, sinó que apuntava a diversos increments en els tipus el 2019 que els situessin en el 3,1%.

**La funció de reacció de la Fed ha canviat, però no és una cosa nova**

Aquesta evidència ens suggereix que la Reserva Federal ha canviat la seva funció de reacció i ara pondera menys el seu escenari central i més els riscos sobre les seves previsions. De fet, així ho han reconegut diversos membres de la Fed,<sup>4</sup> que defensen una política monetària que es mogui amb precaució en un entorn com l'actual (és a dir, en què coexisteixen importants riscos baixistes amb un funcionament raonablement bo de l'activitat).

D'altra banda, no és la primera vegada que la Reserva Federal actua d'aquesta forma. Segons ho relaten les pròpies actes de les reunions de la Fed, des del 1987, s'ha al·ludit, en diverses ocasions, a la incertesa per no efectuar una modificació en els tipus d'interès que, d'una manera o altra, s'hauria dut a terme. Per exemple, el 1998, els temors a un repunt de la inflació donaven suport a un increment de tipus, però, davant el risc que la crisi del deute rus d'aquell mateix any afectés de forma substancial la demanda exterior, la Fed va fer just el contrari i els va reduir. En aquell moment, els membres del FOMC van interpretar que el cost d'un sobreescalfament de l'economia era inferior al d'una sobreacció de la política monetària.<sup>5</sup>

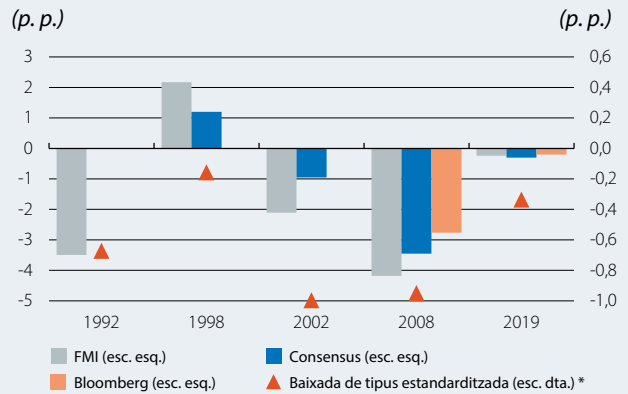
**Ha canviat la Fed... o el món que l'envolta?**

El canvi de comportament de la Fed també es pot explicar per canvis en el funcionament de l'economia. D'una banda, fa anys que la inflació està continguda i tendeix a situar-se per sota de l'objectiu simètric del 2%, malgrat que la taxa d'atur es troba en mínims històrics des de fa 50 anys. Això suggereix que la corba de Phillips no actua amb els mateixos paràmetres amb què solia fer-ho històricament, de manera que és natural que la Fed actuï de manera diferent per estimular la inflació.

D'altra banda, la revisió de les perspectives econòmiques, tant per part del consens d'analistes com de l'FMI o de la pròpia Fed, ha estat moderada, a causa, en part, de l'expectativa que una política monetària més acomodàcia

4. Vegeu, entre d'altres, Williams, J. (2019), «Monetary Policy and the Economic Outlook», discurs a Euromoney Real Return XIII: The Inflation-Linked Products Conference, Nova York, i Evans, C. (2019), «Revisiting Risk Management in Monetary Policy», discurs a la conferència de Credit Suisse Asian Investment, Hong Kong.  
5. Evans, C., Fisher, J., Gourio, F. i Krane, S. (2015), «Risk management for monetary policy near the zero lower bound», Brookings Papers on Economic Activity, 141-219.

**EUA: revisions de previsions de creixement del PIB**

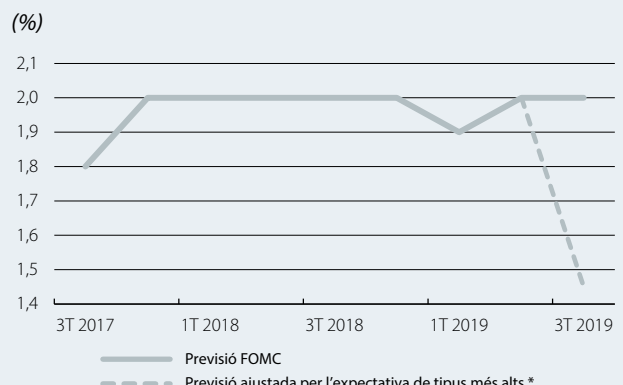


Notes: Canvis en la previsió de creixement del PIB dels EUA al voltant dels cicles de baixades de la Fed. \* Dividim la baixada acumulada en el tipus oficial de la Fed pel tipus d'interès natural nominal estimat segons Holston, Laubach i Williams (2017).  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de Consensus Economics i de l'FMI.

compensaria una part de la desacceleració. En concret, s'ha produït un canvi en les expectatives de política monetària que ha ajudat a esmoreir el que podria haver estat una revisió molt més brusca de les previsions de creixement del PIB: al setembre del 2018, el membre mitjà de la Fed estimava que el tipus d'interès oficial se situaria en el 3,4% al final del 2020, mentre que, en l'última actualització del setembre, l'estimava en l'1,9%. Amb aquesta revisió, si tenim en compte l'impacte que, històricament, han tingut els moviments en el tipus d'interès de la Reserva Federal sobre el creixement del PIB i el sostraiem de la previsió actual de la Fed, veiem que la revisió a la baixa de les previsions hauria estat molt major (vegeu l'últim gràfic).<sup>6</sup>

**I, d'ara endavant, què podem esperar?**

**Reserva Federal: previsió de creixement del PIB en el 4T 2020**



Notes: Evolució de la previsió de creixement interanual per al 4T 2020 segons el votant mitjà del FOMC. \* Sostraiem d'aquesta previsió la reacció del creixement del PIB a un descens del tipus d'interès coherent amb la revisió de les expectatives del FOMC (van passar del 3,4% a l'1,9% al setembre del 2019).  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de Willis, J. i Cao, G. (2015).

6. En concret, utilitzem els resultats del vector autoregressiu de Willis, J. L. i Cao, G. (2015), «Has the US economy become less interest rate sensitive?», Economic Review (01612387), 100(2), amb el qual estimen la reacció del PIB dels EUA a un canvi en el tipus d'interès de la Fed.

Si predir l'evolució dels tipus d'interès ja s'havia complicat d'ençà que la Reserva Federal va abandonar la *forward guidance*, la major sensibilitat als riscos sobre l'escenari afegeix més incertesa a les decisions del FOMC. A més a més, a aquest còctel s'afegeix la pressió sobre la independència de la Reserva Federal en un any d'eleccions presidencials als EUA, en què és molt probable que el president i futur candidat, Donald Trump, exigeixi estímuls monetaris addicionals. Així, malgrat que la Fed insisteixi que el nivell dels tipus d'interès és l'apropiat i no prevegi modificar-lo si es compleixen les seves expectatives sobre l'economia (un creixement del PIB proper al 2%, un mercat laboral robust i un acostament de la inflació cap al seu objectiu), és possible que **la Fed mantingui el biaix acomodatiu al llarg del 2020** i faci algun ajustament a la baixa addicional en els tipus d'interès davant un augment de la incertesa o davant majors signes de desacceleració de l'economia. De fet, les previsions que mostrem en aquest *Informe Mensual* així ho recullen.

*Ricard Murillo Gili*