

Análisis Macroeconómico

La velocidad de la normalización para la tasa de los fondos federales

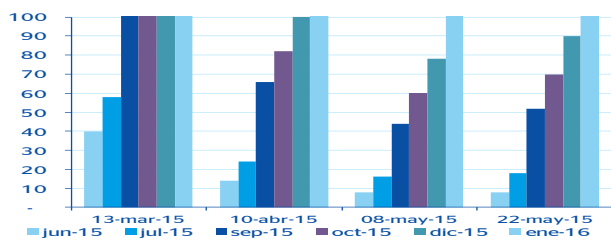
Shushanik Papanyan

- **Con la aproximación del despegue para 2015, esperamos una normalización de la política en lugar de un endurecimiento**
- **El movimiento al alza inicial y el endurecimiento posterior en la política se espera que se produzca con los mismos cambios incrementales de 25 puntos básicos en la tasa de los fondos federales**
- **La trayectoria de la tasa de los fondos federales tendrá entre 8 y 10 aumentos de las tasas para el final de 2017**

El comunicado del Comité del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) destaca 2015 como el año de la normalización de la tasa de los fondos federales (TFF); el periodo en el que dará comienzo el primer aumento tras 7 años en el nivel próximo a cero. Mientras que cualquier medida de política monetaria conlleva consecuencias económicas, el propósito de la Reserva Federal es pasar de puntillas por el proceso de la normalización, como con una capa de invisibilidad, sin que se deriven costos económicos por el cambio de política. El desajuste entre las expectativas del mercado y las acciones de la Fed, así como las opiniones erróneas sobre la capacidad de recuperación económica para soportar un incremento en las tasas de los fondos federales pueden acarrear costos económicos como el endurecimiento de las condiciones financieras, la moderación del crecimiento y los riesgos deflacionarios.

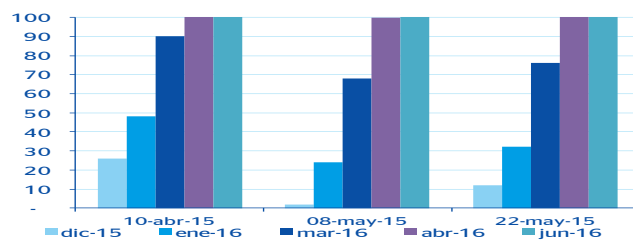
Se plantean dos preguntas cruciales a evaluar para poder ajustar de la mejor manera posible nuestras expectativas con las políticas del FOMC y para evaluar los riesgos potenciales: 1) ¿Se debe concebir el despegue como una normalización o un endurecimiento de las políticas? 2) ¿Cuál será el ritmo de la normalización o del endurecimiento? El mes exacto, en sí mismo, en que se produzca el despegue desde el nivel próximo a cero no es relevante ya que la política monetaria será algo menos acomodaticia después del despegue de lo que lo era antes. Sin embargo, dado que el despegue es una señal de cambio en el régimen de la política monetaria, el vigor con que se produzca el crecimiento económico en el momento del despegue y la trayectoria de la tasa de los fondos federales después del despegue tomarán mayor importancia. Las expectativas de los mercados financieros respecto a la trayectoria de la tasa de interés a corto plazo tendrán una repercusión directa sobre el costo del préstamo, lo cual incluye las tasas en créditos comerciales e industriales, los bonos corporativos, los créditos para vehículos e hipotecas, y por consiguiente, sobre la economía en un ámbito más general.

Gráfica 1
Probabilidades implícitas de los fondos federales, primeros 25pb (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 2
Probabilidades implícitas de los fondos federales, segundos 25pb (%)

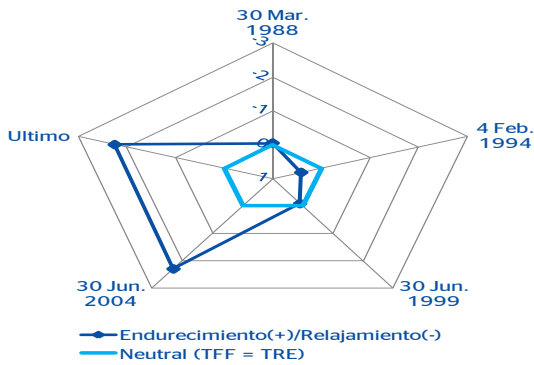


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Normalización vs. endurecimiento

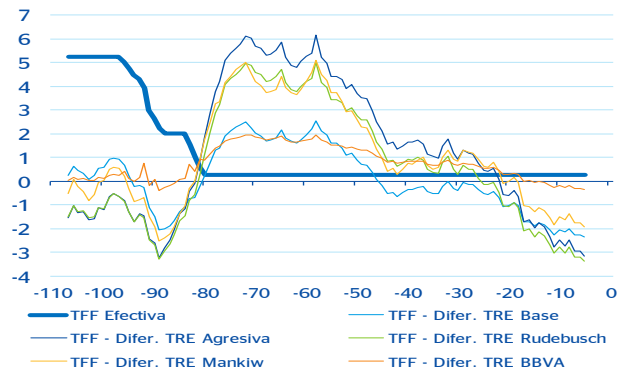
Los directivos de la Fed, entre los que se incluye la presidenta Yellen, usan términos como "normalización" y "endurecimiento" indistintamente cuando se refieren al despegue y a la trayectoria futura de las tasas de los fondos federales. Sin embargo, si aplicamos una línea general de política basada en la Regla de Taylor,¹ la normalización o el endurecimiento de la política monetaria dependerá de la tasa de los fondos federales en el momento en el que se produzca el cambio de política con respecto a la posición de la economía en el ciclo empresarial relevante. Para mayor información, "normalización" se define como un incremento en la tasa de los fondos federales en un momento en el que la política monetaria podría calificarse de flexible. Por tanto, la diferenciación entre la tasa de los fondos federales y la tasa de referencia de la estimación de la Regla de Taylor (TRE) sería negativa. Por el contrario, "endurecimiento" se define como un incremento en la tasa de los fondos federales cuando la política monetaria podría calificarse de estricta o neutral. Por tanto, la diferenciación entre la tasa de los fondos federales y la tasa de referencia de la estimación de la Regla de Taylor estaría cerca de cero o sería positiva.

Gráfica 3
Medida de endurecimiento de la política (% , fechas del comienzo del endurecimiento de la política)



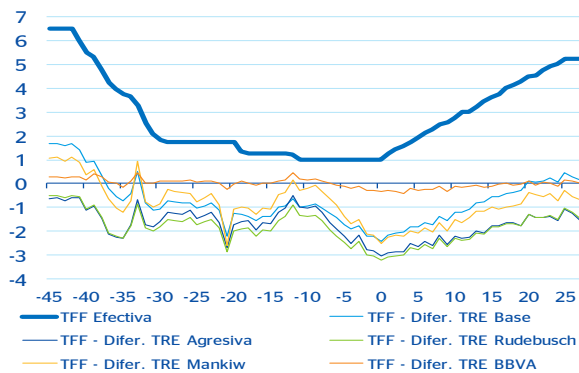
Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
Diferenciación de los fondos federales y Regla de Taylor: ciclo presente (% , fecha del comienzo del endurecimiento de la política = 0)



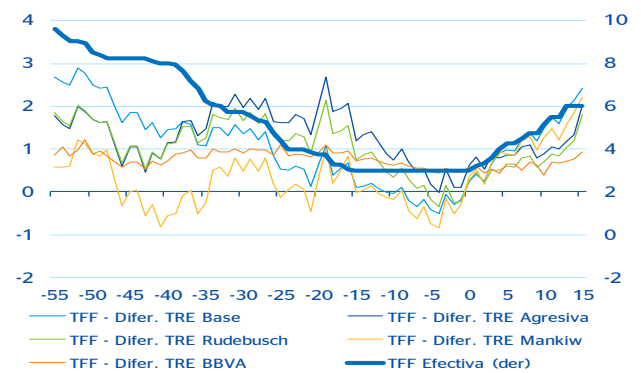
Fuente: Banco de la Reserva Federal, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 5
Diferenciación de los fondos federales y Regla de Taylor: ciclo 2004 (% , fecha del comienzo del endurecimiento de la política = 0)



Fuente: Banco de la Reserva Federal, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 6
Diferenciación de los fondos federales y Regla de Taylor: ciclo 1994 (% , fecha del comienzo del endurecimiento de la política = 0)



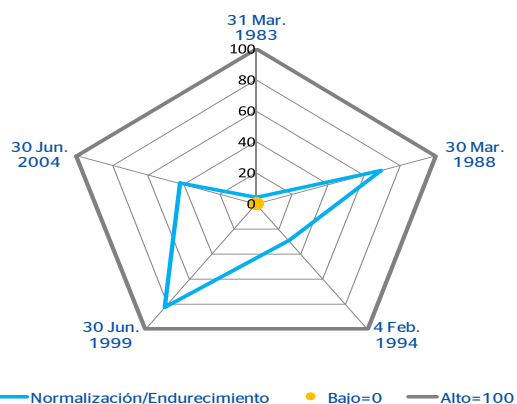
Fuente: Banco de la Reserva Federal, Bloomberg y BBVA Research

¹ Una norma de política monetaria que especifica en qué medida debe modificarse la tasa de interés nominal como respuesta a los cambios en la inflación y la producción.

De la experiencia pasada aprendemos que el endurecimiento prematuro antes de una recuperación completa de la economía tras una recesión y, por tanto, con una brecha de producción negativa, conlleva un alto precio económico, como ocurre con el ejemplo del endurecimiento de la política en 1994 por parte de la Fed. Por otra parte, un atraso en la normalización de la política monetaria podría asimismo traer consecuencias negativas, como un apalancamiento excesivo de los mercados financieros y burbujas de precios de los activos, lo que provocó la gran recesión que siguió al episodio más reciente de endurecimiento de las políticas en 2004.

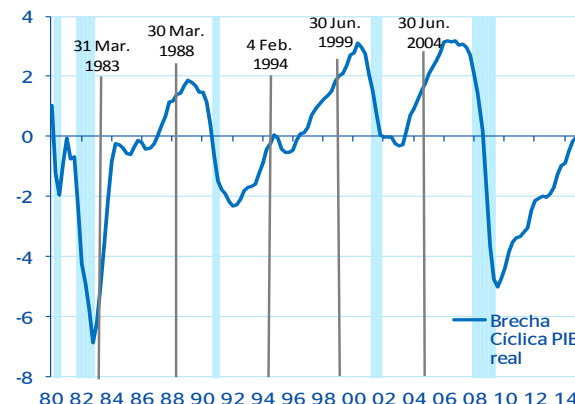
La llegada en 2015 del despegue desde el nivel próximo a cero representará la normalización de las políticas a juzgar por la diferenciación entre la tasa de los fondos federales y el promedio de las tasas de referencia de la estimación de la Regla de Taylor. Al mismo tiempo, en lo referente a los ciclos económicos históricos, el ritmo de recuperación tras la gran recesión fue lento. La brecha de producción está a punto de cerrarse y se debería alcanzar el nivel de pleno empleo en 2015 tras aproximadamente 6 años de recuperación. Por consiguiente, existe cierta posibilidad de que la normalización de la política traiga consigo costos económicos, una limitación del crecimiento y el empleo y una baja inflación. Por otra parte, la valuación de activos en algunos mercados sugiere una potencial falta de ajuste, lo que podría implicar que las tasas de intereses sean demasiado bajas.

Gráfica 7
Punto de vista del ciclo económico (%), fechas del comienzo del endurecimiento de la política



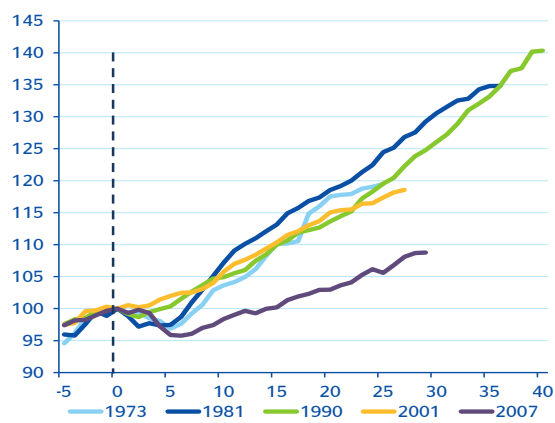
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8
Brecha del producto (PIB actual-potencial, %, fechas comienzo del endurecimiento de la política)



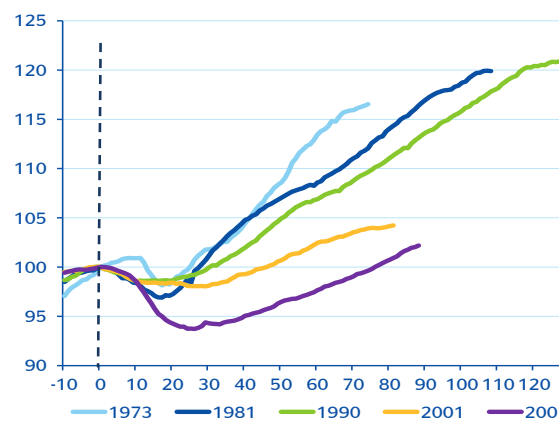
Fuente: BBVA Research

Gráfica 9
Ciclos reales del PIB (normalizado al inicio de la recesión = 100, fecha de inicio de la recesión = 0)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10
Ciclos del empleo no agrícola (normalizado al inicio de la recesión=100, fecha inicio recesión=0)



Fuente: BBVA Research

Cuadro 1

Ciclos de endurecimiento vs. ciclos empresariales

Fecha anuncio FOMC	1 mes antes del endurecimiento			1 trimestre antes del endurecimiento			
	Inflación IPC (%)	Var. empleo no agrícola (PM6M, miles)	Tasa de desempleo (%)	TIDNA* (BBVA)	TIDNA* (CBO)	Brecha producto (BBVA)	Brecha producto (CBO)
						% restantes para cerrar (-) BP o % mayor a cero BP (-100%) - BP baja y (100%) - BP alta	
31 marzo 1983	3.5	-74	10.4	7.2	6.1	-100	-100
30 marzo 1988	3.9	299	5.7	6.3	6.0	0.6	12
04 febrero 1994	2.5	255	6.6	5.9	5.5	-53	-68
30 junio 1999	2.1	263	4.2	5.4	5.0	0.7	53
30 junio 2004	2.9	203	5.6	5.8	5.0	-100	-100
Promedio para 2015**	0.6	208	5.3	5.1	5.4	-1.7	-34

* * TIDNA = Tasa de Inflación de Desempleo No Acelerada, se refiere al nivel de desempleo por debajo del aumento en la inflación

** Pronósticos

Fuente: BBVA Research

La velocidad de la normalización de la tasa de referencia

El FOMC querría apuntar a dos objetivos diferentes en la trayectoria de las tasas de los fondos federales tras el incremento inicial de las tasas. En primer lugar, el FOMC querría poner de manifiesto que el endurecimiento de la política depende de datos como pueden ser que "la trayectoria real de la política evolucionará según evolucionen las condiciones económicas y el endurecimiento de la política podría acelerarse, desacelerarse, pausarse o incluso cambiar su rumbo en función del desarrollo real y previsto en la actividad e inflación efectivas", según comentó Yellen el 27 de marzo de 2005. En segundo lugar, el FOMC querría evitar sorpresas en los mercados, tal como quedó patente con la reducción de estímulos por los rápidos incrementos en las tasas de interés a largo plazo a causa de la falta de ajuste entre las expectativas de las políticas de los mercados financieros y las medidas de la FOMC.

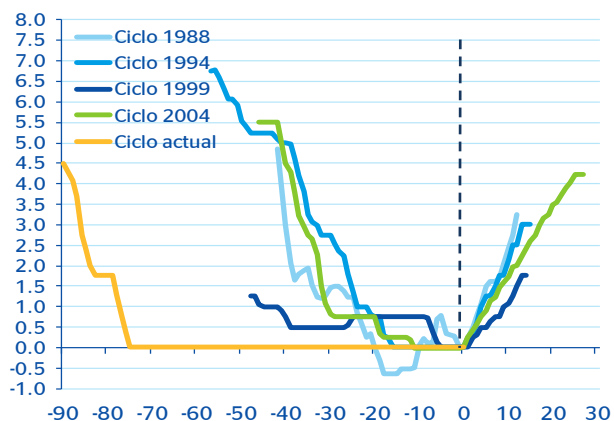
Estos dos objetivos podrían ir de la mano si la economía sigue creciendo al ritmo moderado actual o incluso a un ritmo más animado, con una capacidad ociosa laboral que sigue en descenso y la inflación que se estabiliza a la tasa objetivo del 2% de la Fed. En tales circunstancias, es seguro concluir que la trayectoria de la TFF se corresponde estrechamente con las proyecciones de endurecimiento de la política que adelantó el FOMC en marzo, donde la Fed se moverá a una velocidad de entre 4 y 5 incrementos de la TFF cada año durante los próximos dos años con aumentos iguales de 25pb. Se puede inferir una trayectoria similar para la TFF en los resultados de la encuesta de comerciantes de abril. Esto conlleva que la TFF se situará en torno a 2% para finales de 2016 y a 2.9%-3% para finales del 2017. Sin embargo, si las condiciones económicas no se definen en una dirección clara y firme, el FOMC lo tendrá complicado a la hora de alinear las expectativas. Los mercados en estos momentos están preparados para un incremento de la TFF mucho más gradual y cauto respecto a las proyecciones del FOMC de marzo. Por ejemplo, el contrato de futuros de los fondos federales para mayo de 2015 conlleva tasas de fondos federales de 1.1% y 1.7% respectivamente para finales de 2016 y de 2017.

En la misma línea de los ciclos económicos del pasado, donde destaca el último por ser el más lento del que se tiene constancia, se espera que la llegada del endurecimiento de la política sea más lenta en comparación con los ciclos de endurecimiento anteriores. Además, la previsión de incrementos de 25pb por parte de la Fed hacen pensar que el proceso de endurecimiento sea similar, pero más gradual si se compara con el último ciclo de endurecimiento. Si se aumentaran los incrementos de las tasas de los fondos federales a 50pb y 75pb, parecido a los ciclos de endurecimiento de 1994 y 1999, conllevaría una aceleración del endurecimiento de la política y no es nada probable. Por tanto, en circunstancias favorables se esperan pausas en la normalización, lo que de hecho desaceleraría el ritmo de la normalización, pero una aceleración o cambio de rumbo no sería probable.

La Fed sigue favoreciendo la política discrecional sobre la política basada en reglas. Por tanto, con desviaciones respecto a las proyecciones económicas de referencia de la Fed, el FOMC lo tendría más complicado a la hora de desarrollar una estrategia que no conlleve sorpresas y una comunicación clara que permita la adopción de medidas preventivas cuando sea necesario. La Fed deberá elegir entre adoptar medidas urgentes para encajar las noticias económicas negativas y correr el riesgo de sorprender a los mercados o bien, actuar más despacio de forma que se pueda desarrollar una extensa comunicación previa para explicar el cambio de política. Mientras que la probabilidad de riesgos a la baja para la estrategia de salida de la Fed es escasa, puede haber situaciones extremas que pudieran perturbar el avance gradual del endurecimiento de la política como un aumento inesperado de la inflación (lo cual aceleraría el ritmo de la normalización) o una caída importante, similar a una recesión, en el crecimiento de la producción y el empleo (lo que podría provocar un cambio de rumbo de la normalización).

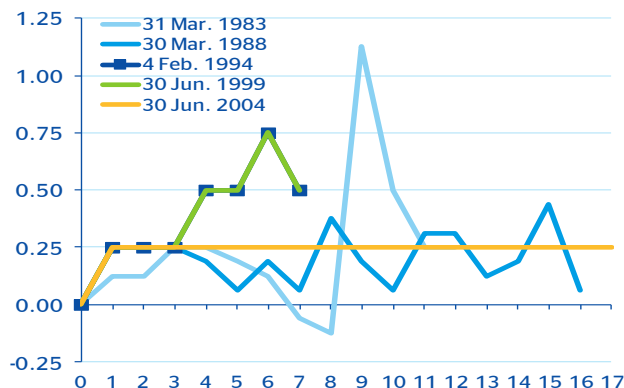
"Tan solo una sencilla norma es suficiente como punto de partida para las decisiones que toma el FOMC, pero para tomar una decisión respecto a su tasa de interés, los miembros del comité deben servirse de su propio criterio al objeto de identificar las circunstancias especiales a las que hace frente la economía y cómo reaccionar ante ellas".
Fischer, vicepresidente, 23 de marzo de 2015.

Gráfica 11
Ciclos de los fondos federales (% , fecha del comienzo del endurecimiento de la política = 0)



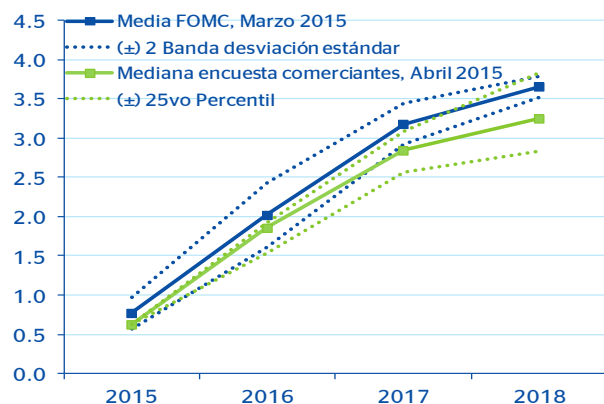
Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 12
Cambios en las tasas de los fondos federales previstos (% , fecha comienzo del endurecimiento de la política=0)



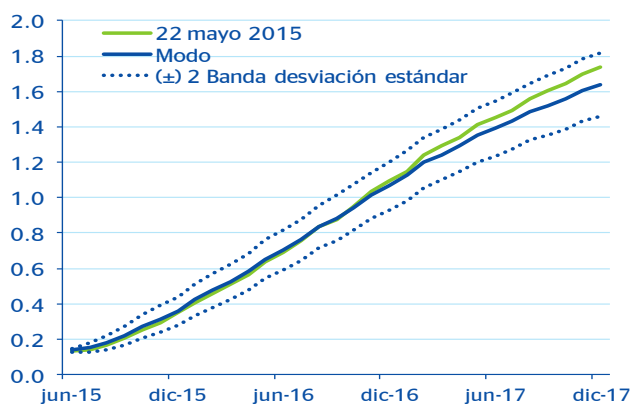
Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 13
Ritmo proyectado del endurecimiento de la política (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal, BRFNY y BBVA Research

Gráfica 14
Futuros de los fondos federales (% , modo: 3 de abril a 22 de mayo de 2015)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Cuadro 2

Endurecimiento de la política de los ciclos de endurecimiento anteriores (PB = puntos básicos; M = meses)

Fecha anuncio FOMC	Duración anterior de bajas tasas (M)	Periodo de endurecimiento (M)	Velocidad de endurecimiento (Prom. PB/M)	Cambio efectivo en la TFF (PB)
31 marzo 1983	--	18	17	313
30 marzo 1988	--	13	25	173
04 febrero 1994	16	13	23	300
30 junio 1999	6	12	15	177
30 junio 2004	12	25	17	421
Estimaciones FOMC, Marzo 2015	81-85	34	10.4	354

Fuente: BBVA Research

Conclusiones: la normalización previsible con cambios pendulares a incrementos de 25pb

Según la Regla de Taylor, la normalización de la política es oportuna si no va con retraso. No obstante, si se tiene en cuenta la anémica recuperación económica tras la recesión, si no se procede a una normalización cauta y gradual, las condiciones financieras podrían endurecerse y generar costos económicos importantes. Los costos pueden ser elevados en el entorno financiero actual en el que la prima por plazo de bonos a largo plazo se ha visto reducida a causa de los programas de flexibilización cuantitativa que se implementaron en EEUU y en el extranjero, y las reacciones de los mercados a los cambios de la política de la Fed no se entienden por completo. Por tanto, al alejarse de una política basada en reglas, el FOMC se apoyará en gran medida en una comunicación clara y en la transparencia para alinear los mercados financieros con la trayectoria de la tasa de referencia esperada. La brecha entre la trayectoria del FOMC para la TFF y el camino implícito de los futuros para la TFF sugiere que la comunicación de la Fed hasta el momento no está siendo tan eficaz ya que las expectativas del mercado difieren enormemente de las proyecciones del FOMC independientemente de la fecha real del despegue. Por tanto esperamos que la Fed refuerce o incluso cambie su estrategia de comunicación para reducir estos desajustes.

Yellen ha resaltado la dependencia de los datos en el proceso de normalización: "el rumbo actual de la política quedará determinado por los datos que se reciban y lo que desvelen sobre la economía. No tenemos intención de seguir un rumbo preestablecido de incrementos en las tasas de los fondos federales tras el aumento inicial", 22 de mayo de 2015. Sin embargo, prevemos que la trayectoria de los incrementos de las tasas de los fondos federales será previsible con cambios pendulares a incrementos de 25pb. Si la trayectoria prevista del curso de la TFF incorpora entre 8 y 10 movimientos al alza para las tasas para finales de 2017, los incrementos de la tasa de referencia para 2015-2016 probablemente se produzcan en las reuniones que siguen a las ruedas de prensa.

Cuadro 3

Endurecimiento de la política: reacción del mercado (% , PB = puntos básicos)

Fecha anuncio FOMC	Periodo de endurecimiento TFF efec. (PB)	Rend. NT 10a 1er M cambio (PB)	Pendiente rend. NT 10a-2a NT 1er M cambio (PB)	Rend. NT 10a 6M cambio (PB)	Pendiente rend. NT 10a-2a 6M cambio (PB)	S&P500 6M cambio (%)	USD/Principales divisas 6M cambio (%)
31 marzo 1983	79	-33	26	114	1	10.1	4.1
30 marzo 1988	173	37	2	61	-58	0.8	5.6
04 febrero 1994	300	44	-2	155	-44	-4.6	-5.6
30 junio 1999	177	11	-1	38	-10	8.0	-2.7
30 junio 2004	421	-14	-10	-50	-75	5.9	-8.5

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.