

BANCOS CENTRALES

# Avance Reunión FOMC del 14 y 15 de marzo

Boyd Nash-Stacey

**Alza de tasas inminente, tras utilizar la Fed el período entre reuniones para revivir a los mercados con sus artes de persuasión**

**Los fundamentales del mercado de trabajo y la perspectiva de inflación dan soporte a un nuevo escenario base de tres aumentos en 2017**

**El compromiso con un ritmo “gradual” dependerá de la visión del FOMC sobre las tasas de interés neutrales y los riesgos**

Tras una serie de discursos por parte del FOMC que llamaron la atención por su tono notablemente más agresivo, los mercados pasaron de anticipar una pausa de seis meses en 2017 a esperar que se produzca una subida de tasas en la próxima reunión. Dado que las expectativas implícitas del mercado sobre un aumento de tasas están en el 100%, el último informe de empleo resultaba menos determinante respecto a la decisión de la Fed de subir las tasas en marzo. Con todo, dado que la creación de empleo supera los 200 mil puestos y la tasa de desempleo ha bajado a 4.7%, a lo que se añade una perspectiva de inflación reforzada, se dan las condiciones adecuadas para que la Fed prosiga con su senda gradual de subidas de tasas. Ello implica dos aumentos adicionales de tasas tras la reunión de marzo. Aunque el comité se mantiene neutral sobre las perspectivas de desregulación y expansión fiscal, las condiciones económicas y financieras generales son coherentes con una supresión paulatina, cuando no acelerada, de la política monetaria acomodaticia. Suponiendo que los riesgos se mantengan equilibrados, parece que el comité empezará a debatir la normalización de su balance en lugar de ello.

En cuanto al mercado laboral y su cercanía al empleo pleno, los actuales datos de desempleo sugieren que las condiciones se aproximan a niveles coherentes con el empleo máximo. Aunque cabe argumentar que la tasa natural de desempleo se ha reducido a causa de variaciones estructurales y de largo plazo en el mercado laboral, es improbable que sea más de 40 pb inferior a la actual estimación de 4.7%. Además, hasta los miembros más moderados tendrán problemas para defender que existe una considerable infrautilización de la mano de obra, ya que en 2016 la población activa creció a su nivel más rápido de los últimos diez años, lo que sugiere que tan solo entre 1 y 1.5 millones de trabajadores permanecen fuera de la misma estando dispuestos a trabajar.

Gráfica 1

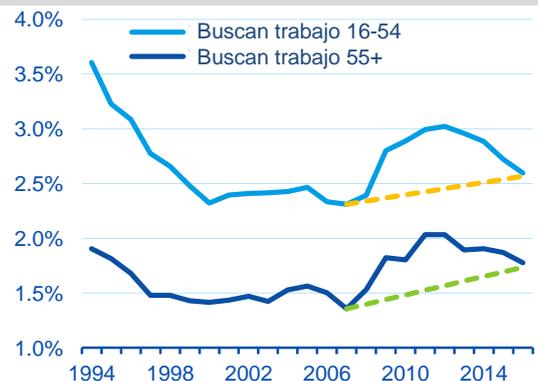
**Probabilidad implícita de un aumento de 25 pb de las tasas de la Reserva Federal\*, %**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg  
\*días restantes hasta la reunión

Gráfica 2

**Personas no población activa dispuestas a trabajar, % de sub-población**

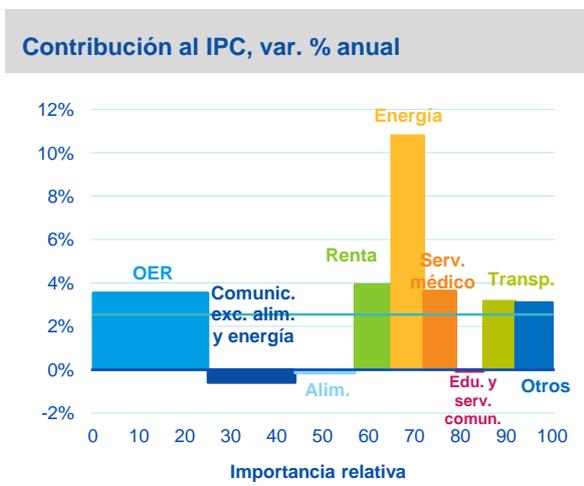


Fuente: BBVA Research y BLS

Asimismo, la tasa —U-6—, el dato más utilizado sobre infrautilización de la mano de obra, está por debajo de su media atendiendo incluso a los datos de infrautilización anteriores a los años 90. De hecho, si el empleo continuara creciendo a su ritmo actual de 175-200 mil puestos, el “trabajador que falta” podría quedar totalmente absorbido al cierre de 2018. La tasa de población activa también continúa aumentando, situándose en el 63% en febrero, lo que sugiere que, a pesar del tibio crecimiento de los salarios reales, el mercado laboral resulta cada vez más atractivo para los trabajadores desocupados.

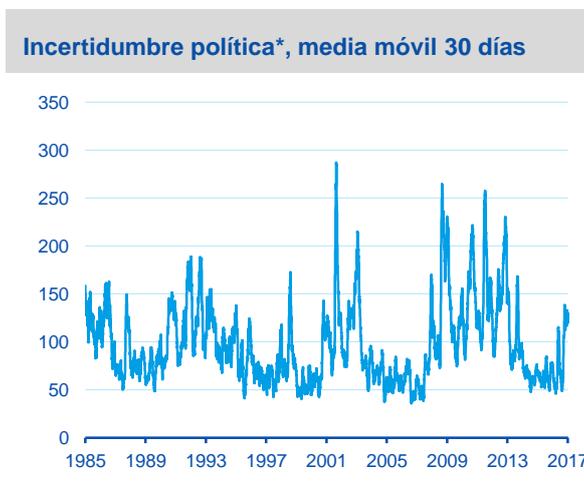
En cuanto a la inflación, aunque los mercados laborales se han estrechado y los datos general y subyacente están subiendo, el riesgo de que se rebase considerablemente el objetivo del 2% es reducido. Pero el hecho es que el grueso de las recientes presiones sobre el IPC general sigue proviniendo del encarecimiento del petróleo en 2016. De hecho, el componente energético del índice de precios al consumidor generó un tercio del incremento anual del IPC, tras su repunte del 4.0% mensual en enero. Otro tercio se debió al aumento de los precios de la vivienda, que sigue creciendo a una tasa superior a la media. Sin embargo, de cara al futuro, está previsto que los precios de la energía aumenten a un ritmo menor, pudiendo incluso estabilizarse, lo que eliminaría la gran contribución de la energía al IPC, mientras que se espera que los precios de las viviendas se desaceleren, lo que debería aliviar parte de las actuales presiones inflacionarias.

Gráfica 3



Fuente: BBVA Research y BLS  
\*días restantes hasta la reunión

Gráfica 4



Fuente: BBVA Research y Bloom, y otros  
100 = media

Además, desde el punto de vista de la presión sobre los costos, las presiones salariales siguen siendo modestas en varios sectores, como los de comercio minorista y transporte, e inexistentes en otros, lo que sugiere que cualquier nuevo dato de desempleo inferior a lo previsto no elevará la inflación muy por encima del objetivo del 2%. Todos estos factores subyacen en las previsiones del FOMC sobre una tasa de inflación ligeramente inferior al objetivo del 2% en 2019, a pesar del ritmo gradual de normalización.

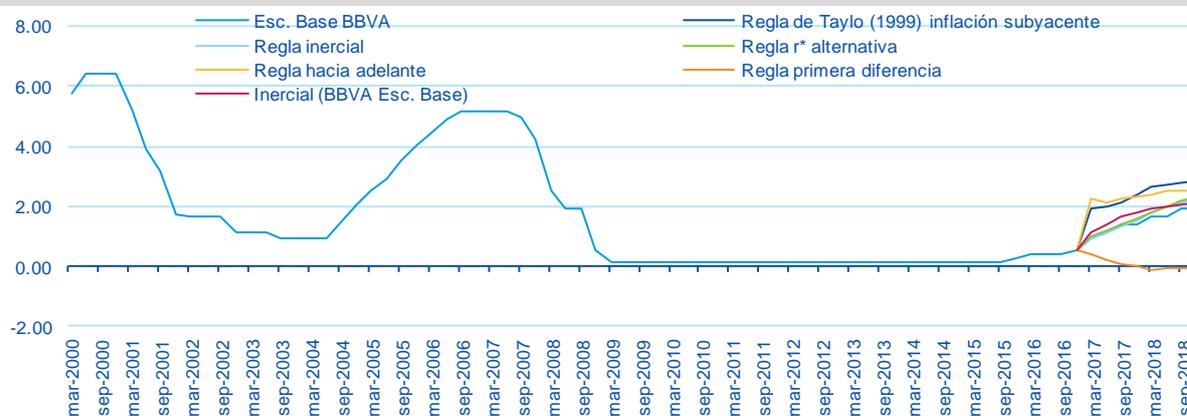
Dado que la economía presenta casi empleo pleno y de que la inflación está solo ligeramente por debajo del objetivo, el debate ha pasado en cierta medida de la infrautilización del mercado laboral a las tasas de interés reales neutrales presentes y a largo plazo. Esta perspectiva será fundamental a la hora de que el comité determine el alcance y la velocidad de sus medidas, suponiendo que las tendencias de producción e inflación continúen estables. Los análisis actuales más citados por los miembros del consejo de la Fed (Laubach y Williams, 2016) apuntan que las actuales tasas reales neutrales oscilan entre el 0 y el 1%, siendo su estimación actual de alrededor de 0.25%. Esto constituye una notable desviación respecto a las tasas históricas, que se movían más cerca del 2-3%, si bien también supone un nivel más elevado que las estimaciones de consenso de los últimos años.

En equilibrio, la tasa oficial se aproxima a la suma de la tasa de interés real neutral más el objetivo de inflación. Si las tasas de interés reales neutrales estuvieran ahora más cerca del 2-3%, su nivel histórico, entonces la actual tasa oficial podría verse como excesivamente acomodaticia. Con todo, dado que la tasa actual está, a todos los

efectos, próxima a cero, la tasa de interés real implícita actual de alrededor de -1.15% difiere en solo 140 pb de este objetivo, frente a los 365 pb en que lo haría si la tasa real neutral estuviera más cerca del 2.5%. Teniendo esto en cuenta, la Fed podría alcanzar este nivel fácilmente realizando dos aumentos de tasas de 25 pb al año en 2017 y 2018, y una en 2019.

Gráfica 5

## Proyecciones sobre tasas oficiales de la Fed basadas en reglas, %



Fuente: BBVA Research y Fed de Cleveland

Aunque la utilización de distintas hipótesis acerca de las reglas que rigen la Fed puede dar lugar a conclusiones muy dispares sobre la senda y velocidad del endurecimiento, la solidez y el compromiso con sus anuncios de intenciones hacen improbable que se produzca un ciclo de endurecimiento más agresivo. Si partimos de una aplicación estricta de la regla de Taylor, obtendríamos un ciclo de endurecimiento más rápido e inmediato, mientras que otras reglas basadas en valores más bajos de tasas de interés reales neutrales ( $r^*$ ) implicarían una senda más progresiva. Aunque algunos de los discursos realizados desde la reunión de febrero muestran un tono algo más optimista respecto a  $r^*$ , parece que la mayoría de los miembros coincide todavía en que la evolución actual de su política no es excesivamente acomodaticia.

Además, cabe que los responsables de la Fed no solo disientan sobre la tasa de interés real neutral a largo plazo, sino también acerca de las explicaciones para mantener la tasa baja o elevarla. E incluso aquellos que coincidan en que la tasa es baja también podrían discrepar sobre las causas de ello. Si se mantuviera un elevado nivel de incertidumbre, resultará menos probable que el comité alcance un consenso sobre la necesidad de proceder con mayor celeridad. Aún así, algunos responsables podrían estar prestando menos atención a estos asuntos y centrándose en otros temas, como el actual repunte de las bolsas y el nivel todavía relativamente bajo de los bonos del Tesoro, especialmente si percibieran que los mercados financieros están comenzando a sobrecalentarse.

Aunque la actual postura del comité sobre la incertidumbre política parece ser optimista, existe la posibilidad de que su buen ánimo se enfrie pronto por los riesgos sobre el calendario de la Fed en 2017. De hecho, el comité parece inclinarse por una estrategia expectante dado el elevado grado de polarización política, a pesar de que la Casa Blanca y el Congreso comparten el mismo signo político. Asimismo, apenas conocemos detalles sobre la política fiscal y los calendarios de las administraciones para instrumentar la reforma fiscal. Por ello, parece que no se aprobará ninguna legislación fiscal importante hasta finales de año o 2018 si los republicanos continúan centrados en derogar y sustituir la Ley de Cuidados de la Salud Asequibles (*Affordable Care Act*) a través de una conciliación, lo que limitaría la capacidad del partido para sacar adelante leyes sin el apoyo de los demócratas. Este escenario suscitaría posiblemente un retroceso de las expectativas y del optimismo, así como una mayor prudencia por parte de la Fed. Además, las elecciones en Europa y la menor integración de los mercados globales plantean riesgos adicionales para esta perspectiva.

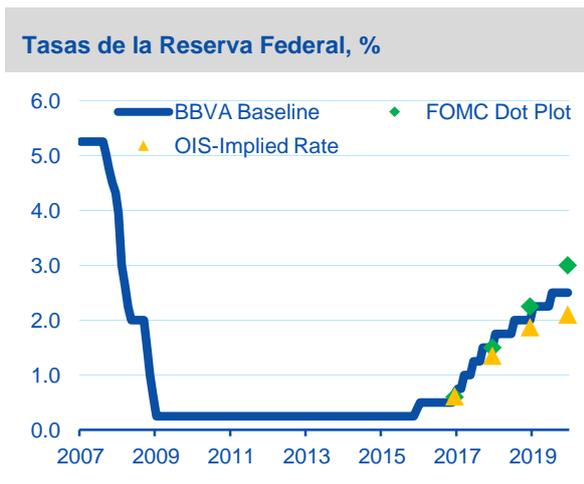
Por el contrario, varios responsables de la Fed están comenzando a incorporar algunas medidas fiscales en sus previsiones, lo que implicaría mayores tasas de inflación y crecimiento. Si las medidas lograran impulsar la productividad, el PIB potencial y la inflación, podría haber un endurecimiento más rápido y una tasa neutral a largo plazo más elevada. Con todo, estos miembros de mentalidad agresiva tendrán a su lado a sus colegas para recordarles que, de forma igualmente importante, no conviene ignorar los riesgos a la baja que el proteccionismo comercial entraña.

## Conclusiones

Después de que el informe sobre empleo de febrero cumpliera las previsiones, y de que varios importantes miembros con derecho a voto de la Fed ofrecieran discursos de tono agresivo, actualmente esperamos que la Fed suba las tasas de interés en 25 pb en su reunión de marzo. Aunque la actual fortaleza del mercado laboral y las expectativas de una inflación al alza sustentarán su decisión, el entorno de riesgo favorable probablemente contribuirá a que el comité adopte esta medida la próxima semana. Diversos enfoques basados en reglas que parten de la base de unas tasas de interés a largo plazo más bajas también dan soporte a un ciclo de endurecimiento algo más rápido.

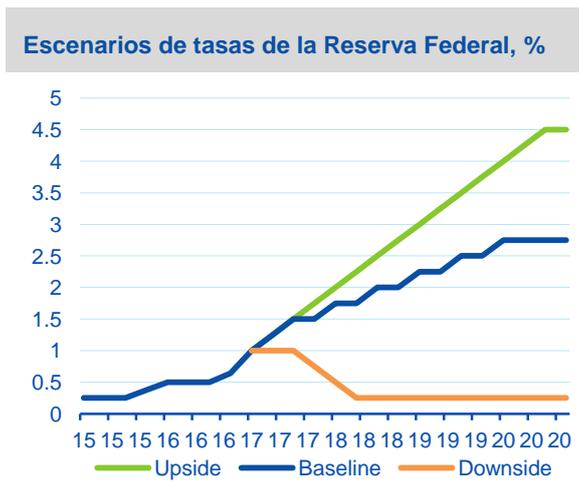
Teniendo esto en cuenta, suponiendo que los riesgos se mantengan equilibrados, y que las vulnerabilidades financieras y los riesgos geopolíticos sigan contenidos, esperamos dos incrementos de tasas adicionales en 2017. Si la desregulación surtiera efecto y la política fiscal se instrumentara de forma oportuna y lo suficientemente profunda para impulsar el crecimiento, existe una pequeña posibilidad de que la Fed articule un ciclo de endurecimiento más pronunciado hasta alcanzar una tasa a largo plazo superior. La rueda de prensa de Yellen debería arrojar luz sobre qué entiende el comité por un ritmo gradual en el próximo año y acerca de si el FOMC podría comprometerse a un ciclo de endurecimiento más agresivo, o a un repliegue de su balance en el futuro inmediato.

Gráfica 6



Fuente: BBVA Research y Bloomberg  
\*días restantes hasta la reunión

Gráfica 7



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.