

RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS:

¿Qué retos le esperan durante el 2014?

A partir de febrero de este año la economista Janet Yellen asumió la presidencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), el organismo que rige el destino de la política monetaria de ese país. Yellen sucederá en este cargo a Ben Bernanke, quien durante ocho años ocupara la presidencia de la Fed y tuviera que enfrentar la peor crisis financiera de la historia, después de la gran depresión de 1929.

Tal como anunció la Fed el año pasado, 2014 marcará un cambio en el rumbo de la política monetaria de ese país, ya que comenzará la reducción de los estímulos monetarios implementados para impedir el colapso de la economía norteamericana ante la crisis, y que llevaron a que la tasa de interés de fondos federales o *federal funds rate* se ubique hoy en niveles cercanos a cero. Esta decisión no solo tendrá un efecto sobre la capacidad de los Estados Unidos de consolidar su recuperación. Para las economías emergentes y en desarrollo, este cambio en la política monetaria traerá un ajuste en los flujos de capital que migraron desde las economías desarrolladas en busca de una mayor rentabilidad. Así mismo, la salida de estos capitales generará un debilitamiento de las monedas locales con respecto al dólar. Sin embargo, la magnitud de este impacto es incierta y dependerá del momento y la velocidad con que la Fed ajuste su estrategia de política.

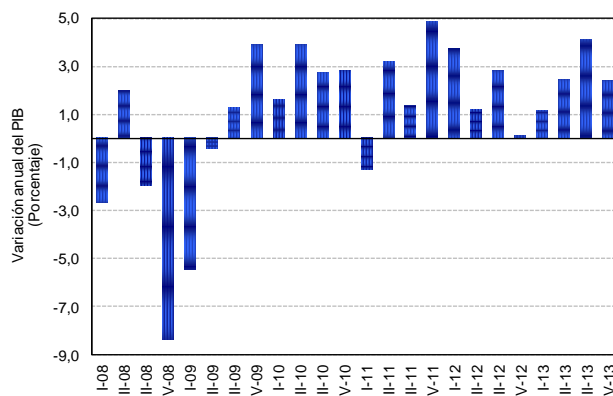
En esta edición de ACTUALIDAD MACROECONÓMICA, analizaremos los indicadores que determinan las decisiones de la Reserva Federal, como lo son las cifras de inflación, de crecimiento del producto interno bruto y de desempleo. Posteriormente, se describirá lo que hemos denominado como la “encrucijada” de la Fed, para finalmente dar una perspectiva respecto a lo que se espera frente a las decisiones de política monetaria y cuáles serán los retos para la Reserva Federal de los Estados Unidos durante el 2014.

Panorama económico de los Estados Unidos

Producto Interno Bruto (PIB)

Según cifras del *Bureau of Economic Analysis* de los Estados Unidos, al cuarto trimestre de 2013 el crecimiento del PIB real anualizado alcanzó un 2,4%, cifra superior al 0,1% registrado en el mismo trimestre de 2012, pero inferior al 4,1% observado en el tercer trimestre de 2013 (Gráfico 1).

Gráfico 1. Evolución de la variación anualizada del PIB trimestral de los Estados Unidos (%)



Fuente: *Bureau of Economic Analysis*. Cálculos ECONCIFRAS.

Según se informó, esta desaceleración respecto al trimestre anterior fue el resultado, principalmente, de la reducción en el crecimiento de la inversión en inventarios por parte del sector privado¹, que para ese periodo había registrado una variación inusual equivalente a 17,2%, y en el último trimestre de 2013 se redujo a 4,5%. Así mismo, se debe tener en cuenta que durante todo el año pasado el gasto de consumo y la inversión bruta del Gobierno tuvo una variación negativa, con lo que al cuarto trimestre de 2013 este rubro disminuyó 5,6%.

En lo que corresponde al gasto de consumo², al último trimestre de 2013 este registró un incremento de 2,6%.

¹ *Gross private domestic investment.*

² *Personal consumption expenditures.*

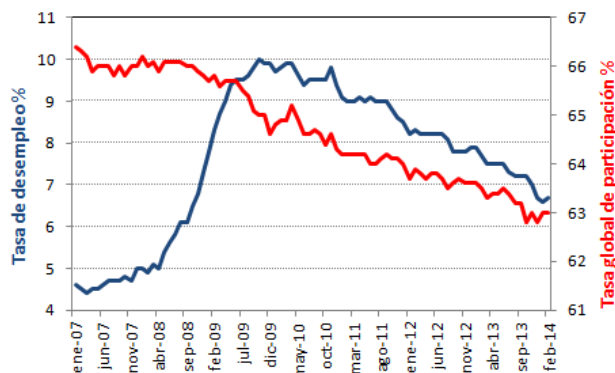
Esta cifra no solo supera el 2% observado en el trimestre inmediatamente anterior, sino que también representa un aumento con respecto al cuarto trimestre de 2012, cuando llegó a 1,7%. Este resultado no es menor, ya que el consumo privado ha sido históricamente uno de los más importantes jalonadores del crecimiento económico estadounidense.

En total, al cierre de 2013 el crecimiento del PIB anual de los Estados Unidos fue de 1,9%. En la última revisión de sus proyecciones de crecimiento económico, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronosticó que para el 2014 esta cifra llegará a 2,8%, lo que representa 0,2 puntos porcentuales más que la proyección realizada por esta misma entidad en el mes de octubre de 2013. Este optimismo se fundamenta, principalmente, en un mejor desempeño esperado en la demanda doméstica.

Empleo

Como se observa en el gráfico 2, después de los niveles alcanzados a finales de 2009, la tasa de desempleo de los Estados Unidos ha venido registrando una tendencia decreciente. Mientras que en octubre de 2009 este indicador alcanzó un máximo de 10%, a febrero de 2014 su nivel se ubicó en 6,7%. No obstante, la tasa de desempleo actual aún se encuentra muy por encima del nivel observado antes de la crisis, inferior al 5%.

Gráfico 2. Tasa de desempleo de los Estados Unidos (%)



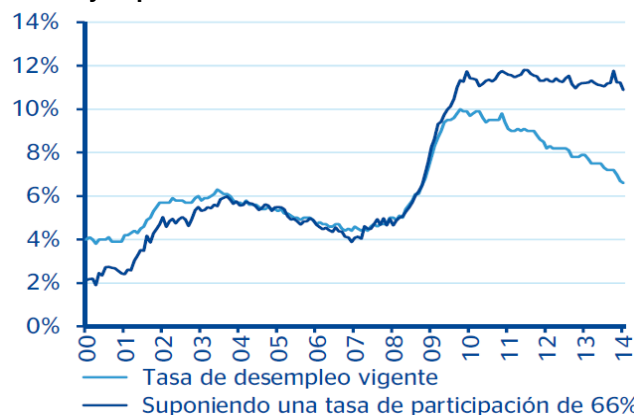
Fuente: Bureau of Labor Statistics. Cálculos ECONCIFRAS

Algunos analistas, entre ellos el Servicio de Estudios Económicos de BBVA o el *Brookings Institution* de los Estados Unidos, manifiestan que si bien es evidente la recuperación del mercado laboral, existe cierta incertidumbre frente a este resultado, ya que podría estar asociado a una menor tasa global de participación (TGP) y no a la mayor generación de puestos de trabajo.

Antes de la crisis, el porcentaje de la población en edad de trabajar respondía en forma moderada a cambios demográficos o a los ciclos en el mercado laboral. No obstante, después del estallido de la crisis en 2008 este ha venido decreciendo en lugar de recuperarse (gráfico 2), lo que podría estar indicando que, como resultado de una recesión tan fuerte y prolongada, parte de la fuerza laboral se habría desvinculado del mercado de forma permanente, ya sea de manera voluntaria o por las condiciones laborales actuales.

Como lo establece un ejercicio realizado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA, el reciente descenso de la TGP ha jugado un importante papel en el retroceso, más rápido de lo previsto, de la tasa de desempleo. Si la tasa de participación se hubiese mantenido en un nivel similar a su media pre-crisis (2000-2007), cercana al 66%, partiendo del supuesto de tendencias demográficas y de empleo constantes, el índice de desempleo estaría todavía por encima de 10% (Gráfico 3).

Gráfico 3. Tasa de desempleo vigente para los Estados Unidos y suponiendo una TGP del 66%



Fuente: "Situación Estados Unidos" Servicio de Estudios Económicos del Grupo BBVA

Según las proyecciones de la Fed, en el largo plazo se espera que la tasa de desempleo se ubique en un nivel de entre 5,2% a 5,8%.

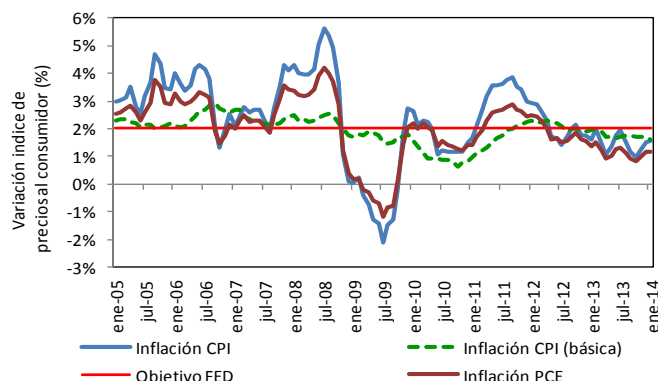
Inflación

El análisis que realiza la Fed con respecto a la evolución del índice de precios al consumidor se basa en dos tipos de indicadores. Por una parte, se evalúa

el comportamiento del *PCE³ Price Index*, el cual al mes de enero de 2014 tuvo una variación anual de 1,2%, lo que lo ubica por debajo de la meta de largo plazo del 2% establecida por la Reserva Federal. Por su parte, la inflación medida según el *Consumer Price Index* se ubicó en 1,6%, cifra similar a la inflación núcleo que no incorpora el efecto de los alimentos y la energía dentro de su cálculo.

Como se observa en el gráfico 4, los diferentes indicadores de inflación vienen mostrando una tendencia decreciente. No obstante, en las minutas de su reunión del mes de enero de este año la Fed anticipó que durante 2014 estos tendrían un repunte, pero que probablemente se mantendrán por debajo de la meta de 2%.

Gráfico 4. Variación en el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos: PCE, CPI y CPI sin energía ni alimentos vs. Nivel óptimo de largo plazo de la Fed



Fuente: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis. Cálculos ECONCIFRAS

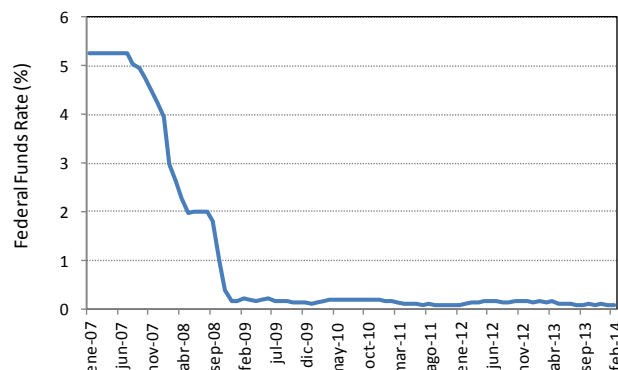
La “encrucijada” de la Fed

El Congreso de los Estados Unidos le ha otorgado a la Fed el mandato de promover, en el largo plazo, la estabilidad de precios y el máximo nivel de empleo.

La tasa de inflación de largo plazo está determinada, principalmente, por la política monetaria que implementa la Fed y cuyo instrumento ha sido tradicionalmente la tasa de fondos federales de corto plazo. Por su parte, el nivel de empleo de largo plazo se rige, principalmente, por la estructura y la dinámica del mercado laboral, si bien las acciones de la Fed pueden tener una influencia a través de su impacto sobre los salarios reales.

Como resultado del estallido de la crisis financiera en 2008, la estrategia de política monetaria de la Fed ha sido plenamente expansiva, en la medida que la tasa de interés de corto plazo de los fondos federales o *federal funds rate* registró una reducción gradual que la llevó de un 5,25% que registró en enero de 2007 al 0,07% que se observó a febrero de 2014 (Gráfico 5).

Gráfico 5. Evolución de la tasa de interés mensual efectiva de fondos federales de la Fed (%)



Fuente: Federal Reserve Board. Cálculos ECONCIFRAS

Para mantener ancladas las expectativas de inflación y las tasas de interés de largo plazo, en un contexto de tasas de interés cercanas a cero, la estrategia de la Fed ha sido la de realizar compras de activos financieros⁴ y proporcionar información a los mercados a través de una estrategia denominada como *forward guidance*, la cual tiene como objetivo reducir la incertidumbre e influenciar las expectativas de los mercados respecto a los niveles de las tasas de interés.

Como se mostró anteriormente, si bien la tasa de desempleo ha venido reduciéndose, la inflación aún no repunta y se mantiene por debajo del objetivo de largo plazo de la Fed, fijado en 2%. Una vez la Reserva Federal retome sus incrementos en la tasa de fondos federales, bajo el escenario ya descrito, se genera lo que hemos denominado como una “encrucijada”.

Por una parte, si la Fed incrementa su tasa de intervención de manera acelerada, corre el riesgo de sofocar la incipiente recuperación de la economía y con esto la generación de empleo. Esto, a su vez hará más difícil que la inflación pueda alcanzar su nivel

³ Personal Consumption Expenditure.

⁴ Incluye principalmente deuda respaldada en hipotecas y bonos de largo plazo del tesoro de los Estados Unidos.

óptimo y, por el contrario, acercaría a la economía estadounidense a una deflación.

Así mismo, si se toma mucho tiempo en actuar, las expectativas de inflación se verían exacerbadas, con un impacto al alza en las tasas de interés de largo plazo en la medida que los tenedores de bonos van a exigir mayores intereses por sus inversiones para compensar por el riesgo de inflación.

La política implementada por la Fed hasta el momento, si bien parece haber encaminado a la economía norteamericana por el camino correcto, introduce distorsiones a la economía que no pueden sostenerse en el largo plazo. En un contexto en el cual la economía se ha recuperado, mantener tasas de interés bajas para irrigar liquidez y de sostener el consumo debilita el ahorro y promueve la adopción de riesgos por parte de instituciones financieras e inversionistas, quienes disponen de financiación a bajo costo que a su vez les permite apalancar inversiones riesgosas.

Qué se espera de la política monetaria estadounidense en 2014

En su último comunicado del 29 de enero de 2014, la Fed manifestó que con la información disponible para ese momento, su expectativa respecto al desempleo es que este seguiría disminuyendo en forma gradual hasta su nivel óptimo, en línea con una recuperación a un ritmo moderado de la economía. En cuanto a la inflación, el comunicado reconoce que mantener un nivel consistentemente por debajo del objetivo de largo plazo (2%) podría significar un riesgo para el desempeño económico, por lo cual este indicador será objeto de seguimiento para garantizar que la variación del índice de precios retorne a su nivel óptimo.

En nuestra opinión, las cifras más recientes en lo referente al crecimiento del PIB, el desempleo y la inflación, parecerían indicar que la Reserva Federal no tendrá problemas en alcanzar sus objetivos de mediano plazo. A esto debería contribuir el hecho de que a medida en que la economía norteamericana se recupera, el aumento en los niveles de gasto propiciará una mayor utilización de capital y la mano de obra que hasta el momento ha permanecido ociosa. Esto, a su vez, llevaría a que, indirectamente, se incremente la inflación, dado que los precios y los salarios permanecían bajos en respuesta a una lenta dinámica de la demanda y del mercado laboral. No obstante, y como ya se dijo, el éxito

de la estrategia de la Fed dependerá del ritmo al cual esta realice el desmonte de los estímulos monetarios.

En lo que se refiere a las compras de deuda respaldada en hipotecas, la Reserva Federal anunció una reducción gradual, con lo que a partir de febrero de este año las compras mensuales de este tipo de activos se reducirían de US\$35 miles de millones a US\$30 miles de millones. De manera similar, para los bonos del tesoro el ritmo de las compras pasaría de US\$40 miles de millones a US\$35 miles de millones por mes.

Por otra parte, el último comunicado de la Fed estableció que su estrategia de mantener la tasa de interés de fondos federales en un rango de entre 0% y 0,25% seguirá siendo apropiada aún si la tasa de desempleo sigue reduciéndose y alcanza un nivel inferior a 6,5%, especialmente si la inflación proyectada continúa por debajo del nivel óptimo de largo plazo.

La línea que planteó el Comité de la Fed en su último comunicado es muy similar a la que estableció la recién posesionada Janet Yellen en su intervención ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara el pasado 11 de febrero. En opinión de la nueva presidenta de la Fed, la recuperación del crecimiento, la disminución del desempleo y el incremento de la inflación hacia su objetivo de 2% seguirá aún ante la volatilidad observada en los mercados financieros, la cual si bien representa un riesgo menor, será monitoreada de cerca para reevaluar su impacto en caso de requerirse.

Con respecto al momento en el cual comenzaría el incremento en las tasas de interés, Yellen enfatizó que estas podrían mantenerse en sus niveles actuales aún mucho después de que finalicen las compras de activos por parte de la Fed. Así mismo, aseguró que si bien se ha considerado que los niveles de la tasa de interés son adecuados, los cambios en los indicadores como la tasa de inflación, la tasa de desempleo o las expectativas de inflación no generarán una respuesta inmediata de la Fed, sino que indicarán al Comité de la Reserva Federal que es el momento apropiado para realizar una evaluación del entorno económico como un todo y establecer si se justifica o no el comienzo de la estrategia de incremento de los intereses.

¿Cuáles son los retos de la Fed para el 2014?

Al momento en el cual se redactó este artículo el mercado se encontraba a la expectativa de lo que sería la segunda reunión de la Fed en lo que va del año⁵. En nuestra opinión, no se hará ningún anuncio intempestivo, y el lenguaje del comunicado que emitirá la Fed después de este encuentro seguirá una línea similar a la del que se emitió el pasado mes de enero: continuar con el monitoreo de la inflación y el empleo para decidir el momento adecuado para llevar a cabo el incremento gradual de las tasas de interés, y seguir con la reducción en las compras mensuales de activos financieros.

Sin embargo, independientemente de cuándo la Fed inicie su ciclo al alza de las tasas de interés, consideramos que el mayor riesgo en el que dicho organismo podría incurrir es el de enfrentarse a un escenario en el cual los estímulos monetarios se reduzcan a través de un incremento, antes de tiempo, de su tasa de intervención.

Si la Fed se toma un tiempo mayor del necesario en activar su plan de normalización, eventualmente podrá combatir la inflación mediante alzas en la tasa de interés de corto plazo de los fondos federales, habida cuenta de que ya el empleo y el crecimiento se han normalizado. No obstante, tomar acciones respecto a un mayor deterioro del crecimiento y del desempleo asociadas a un retiro, antes de tiempo, de los estímulos monetarios, resultará mucho más complejo. Esto considerando que la inflación actual en los Estados Unidos está por debajo de su nivel óptimo, y que nuevas reducciones en la *federal funds rate* para corregir esta decisión podría estar condenando a los Estados Unidos a una deflación si el margen para disminuirla se estrecha a medida que su nivel se acerque a cero.

Un reto adicional que enfrentará la Fed al momento de tomar sus decisiones es el de mantener una adecuada transmisión de información al mercado que permita mantener controladas las expectativas de inflación y tasas de interés de largo plazo. Si bien esta ha sido una estrategia que ha dado resultados, la política monetaria debe dar espacio a cierto grado de incertidumbre para que, en caso de que se cuente con información adicional o existan nuevos elementos a considerar en la toma de

decisiones, la Fed tenga margen de acción sin incumplir los compromisos adquiridos previamente.

Por último, es necesario recordar que gran parte de las actuaciones de la Fed han estado encaminadas no solo a promover el crecimiento y el empleo, sino también a garantizar la estabilidad del sistema financiero, la cual fue seriamente afectada por el impacto de los papeles atados a las hipotecas *sub-prime*. Mantener las tasas de interés artificialmente bajas de los activos considerados “seguros”, como los bonos del tesoro de los Estados Unidos, por un periodo prolongado de tiempo genera una distorsión sobre el apetito al riesgo de los agentes, no sin mencionar que las personas acceden a recursos de financiación a muy bajo costo con el incentivo de invertir en activos de alto riesgo.

Así mismo, una vez finalicen las compras de activos y se incrementen las tasas de interés, es innegable que si esta estrategia no se desarrolla con suficientes precauciones, existe un riesgo sobre las instituciones financieras cuya situación aún es frágil. Por tal motivo, es responsabilidad de la Fed evaluar estos riesgos de manera individual, por entidad, para detectar y controlar cualquier fuente de inestabilidad.

⁵ La reunión de la Fed se llevará a cabo el próximo 18 y 19 de marzo de 2014.