

# Reunión de la Reserva Federal de Estados Unidos

Junio 2005

Pedro Antonio Merino García\*  
Martín Saldías Zambrana\*\*

**En la reunión de política monetaria del mes de junio, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC) elevó el tipo de interés objetivo, por novena vez consecutiva, en 25 puntos básicos. El tipo de intervención de la Reserva Federal de Estados Unidos se sitúa así en el 3,25 por 100. Este artículo analiza el impacto de la subida de tipo de interés en la evolución de los mercados.**

**Palabras clave: tipo de interés, coyuntura económica, mercados financieros.**

**Clasificación JEL: G15.**



INFORMACIÓN  
FINANCIERA

## 1. Introducción

Seguramente a causa de las dos revisiones al alza del PIB del primer trimestre, el comunicado excluyó las alusiones a una moderación en el ritmo de crecimiento del gasto, lo que si ocurrió el mes pasado. Se destacó además que las condiciones del mercado laboral continúan mejorando gradualmente y la actividad sigue evolucionando sólidamente. Esto supone un mensaje de confianza respecto a la evolución favorable de la actividad económica, por lo tanto, para el conjunto de analistas y el mercado, la Fed no dejará de eliminar gradualmente las condiciones financieras laxas en las próximas reuniones de 2005.

El comunicado de esta reunión fue muy similar al de mayo y se ha vuelto a destacar que la política monetaria acomodaticia y el crecimiento subyacente de la productividad sostienen el crecimiento de la actividad. Sin embargo, en este comunicado se reconoce el crecimiento adicional de los precios de la energía y la persistencia de las presiones inflacionistas, aunque sus expectativas permanecen contenidas a largo plazo, a juicio del FOMC. El último párrafo del comunicado fue idéntico al de mayo: «el ritmo moderado de ajustes de tipos puede ser modificado en cualquier momento para mantener la estabilidad de los precios».

Entre los analistas y el mercado ya no se da por seguro que la Fed eleve tipos en todas las reuniones restantes del año. Los mercados, especialmente los de largo plazo, esperan el momento en que se pro-

\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

\*\* Economista.

CUADRO 1  
 CUADRO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS

	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	
ACTIVIDAD (1)							
PIB real.....	1,9	3,0	3,3	4,0	3,8	3,8	↔
Gasto en consumo personal .....	3,1	3,3	1,6	5,1	4,2	3,6	↓
Bienes duraderos .....	6,5	7,4	-0,3	17,2	3,9	1,8	↓
Bienes no duraderos .....	2,6	3,7	0,1	4,7	5,9	5,5	↓
Servicios.....	2,6	2,2	2,7	3,0	3,4	3,1	↓
Inversión de Negocios.....	-2,4	4,4	19,0	2,4	13,3	10,9	↓
Inversión Bruta Fija .....	-4,9	5,1	13,9	8,8	10,5	6,6	↓
No Residencial.....	-8,9	3,3	12,5	13,0	14,5	4,1	↓
Residencial.....	4,8	8,8	16,5	1,6	3,4	11,5	↑
Exportaciones de bienes y servicios .....	-2,3	1,9	7,3	6,0	3,2	8,9	↑
Importaciones de bienes y servicios .....	3,4	4,4	12,6	4,6	11,4	9,6	↓
Gasto en consumo del gobierno e inversión bruta							
pública .....	4,4	2,8	2,2	0,7	0,9	0,2	↓
Federal .....	7,5	6,6	2,7	4,8	1,2	0,6	↓
Defensa .....	7,7	9,0	1,9	10,1	-0,6	0,5	↑
No Defensa .....	7,1	2,4	4,4	-5,3	5,3	0,9	↓
Estatad y local .....	1,8	0,6	1,9	-1,7	0,6	-0,1	↓
Deflactor implícito del PIB .....	1,7	1,8	3,2	1,4	2,3	2,9	↑
Deflactor implícito Consumo Personal .....	1,4	1,9	3,1	1,3	2,7	1,9	↓

(1) Tasas de crecimiento respecto al periodo anterior anualizadas, con ajuste estacional. Año base 2000.  
 Fuente: Ecwin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.


 INFORMACIÓN  
 FINANCIERA

duzca el fin de la sucesión de aumentos en los *Fed Funds*, mientras que en los de corto plazo, las expectativas indican que la Fed podría dejar los tipos sin variaciones en una de las próximas cuatro reuniones restantes de 2005, o hasta en dos.

## 2. Coyuntura económica

Recientemente, la tasa trimestral anualizada de crecimiento del PIB del primer trimestre ha sido revisada por segunda vez, de manera que ha pasado del preliminar 3,1 por 100 a igualarse con el crecimiento del último trimestre de 2004, 3,8 por 100. Con esta segunda revisión al alza, el crecimiento de la mayor economía mundial continúa un trimestre más por encima de su tendencia.

La revisión de los datos de actividad ha limitado el deterioro de la demanda interna. Además de que el dato preliminar de crecimiento de la inversión no residencial fue muy bajo (4,7 por 100) frente al trimestre anterior (14,5 por 100), la revisión lo dejó en el 4,1 por 100 y continúa como principal factor explicativo del me-

nor crecimiento de la inversión empresarial en este primer trimestre. Este agregado fue revisado a la baja del 12,5 por 100 al 10,9 por 100.

Los otros componentes de la inversión fueron revisados al alza, destacando la inversión residencial, que aumentó su ritmo hasta el 11,5 por 100 (5,7 por 100 preliminar). Este dato es un indicador importante del dinamismo del mercado inmobiliario de Estados Unidos, estimulado por la todavía baja reacción de los tipos de interés a largo plazo a la política monetaria de la Fed.

El crecimiento del consumo público quedó en 0,2 por 100 tras restarle cuatro décimas en la revisión. El rebote del gasto federal en defensa hasta el 0,5 por 100 desde el -0,6 por 100 del trimestre anterior no alcanzó para compensar una corrección de cuatro décimas a la baja del resto del gasto federal, que se situó finalmente en el 0,9 por 100.

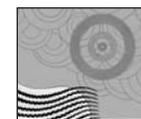
El consumo de las familias tuvo una ligera revisión positiva de una décima porcentual, hasta el 3,6 por 100, a consecuencia de una fuerte revisión de 1,8 pp del consumo en bienes duraderos y una

CUADRO 2  
 INDICADORES ECONÓMICOS DE ESTADOS UNIDOS

	2003	2004	2T04	3T04	4T04	1T05	t-1	t		Fecha t
<b>ACTIVIDAD (1)</b>										
Producción industrial (2) .....	0,0	4,1	1,1	0,7	1,1	0,9	-0,3	0,4	↑	may-05
Utilización de capacidad instalada (8).....	75,5	78,1	77,9	78,2	78,8	79,3	79,1	79,4	↑	may-05
Inventarios de negocios (2).....	2,1	5,0	2,2	2,4	1,4	1,9	0,5	0,3	↓	abr-05
Ratio inventarios sobre ventas (6) .....	-1,4	-4,7	-1,0	0,8	-1,0	0,5	-0,8	-0,8	↓	abr-05
Pedidos Duraderos .....	2,6	10,8	2,1	2,5	1,4	-0,1	1,5	5,5	↑	may-05
Ventas al por menor.....	4,2	7,1	1,6	1,6	2,5	1,5	1,5	-0,5	↓	may-05
ISM Manufacturero.....	53,3	60,5	62,0	60,1	57,5	55,6	51,4	53,8	↑	jun-05
ISM No Manufacturero.....	58,2	62,4	63,8	60,5	62,4	60,7	58,5	62,2	↑	jun-05
PMI Chicago.....	54,6	62,9	62,6	61,9	64,5	64,8	54,1	53,6	↓	jun-05
Confianza Consumidor (CB) .....	79,8	96,1	96,3	100,4	96,1	104,2	103,1	105,8	↑	jun-05
Confianza Consumidor (UM).....	87,6	95,2	93,3	95,6	93,9	94,1	86,9	96,0	↑	jun-05
<b>MERCADO LABORAL</b>										
Solicitudes iniciales del subsidio de desempleo (4) .....	399,1	345,0	310,6	305,7	362,0	363,3	289,6	285,6	↓	24/06/2005
Solicitudes de continuación del subsidio de desempleo .....	3.531,9	2.924,2	2.951,0	2.876,5	2.765,0	2.684,0	2.596,0	2.600,0	↑	17/06/2005
Tasa de desempleo (5) .....	6,0	5,5	5,6	5,4	5,4	5,3	5,2	5,1	↓	may-05
Nuevas contrataciones sector no agrícola (4).....	130,0	131,5	131,3	131,7	132,3	132,8	133,27	133,35	↑	may-05
<b>MERCADO DE LA VIVIENDA</b>										
Ventas de viviendas de segunda mano (2).....	9,1	9,0	9,3	-1,5	1,1	-0,6	4,5	-0,7	↓	may-05
Ventas de viviendas nuevas (2).....	11,7	10,0	1,2	-3,3	6,8	-0,4	-0,1	2,1	↑	may-05
Gasto en construcción (2).....	5,4	11,1	2,6	2,4	2,2	3,7	-1,1	-0,9	↑	may-05
<b>COMERCIO EXTERIOR</b>										
Exportaciones de bienes, BP (7).....	713,4	807,5	200,1	204,8	208,9	213,8	71,5	74,5	↑	abr-05
Importaciones de bienes, BP (7).....	1.260,7	1.472,9	364,1	372,6	391,1	400,2	130,4	136,7	↑	abr-05
Saldo comercial, bienes, BP (7).....	-547,3	-665,4	-164,0	-167,8	-182,2	-186,3	-58,9	-62,2	↓	abr-05
<b>PRECIOS</b>										
Índice de precios de exportación, bienes (2) .....	1,6	3,9	1,5	0,0	0,9	1,2	0,6	-0,1	↓	may-05
Índice de precios de importación (2).....	2,9	5,6	1,8	1,9	1,8	0,8	1,2	-1,3	↓	may-05
Índice general de precios de producción (2).....	3,2	3,6	1,4	0,4	2,1	0,7	0,6	-0,6	↓	may-05
Índice general de precios al consumo (2) .....	2,3	2,7	1,1	0,4	0,9	0,6	0,5	-0,1	↓	may-05
Índice Subyacente de precios al consumo (2) .....	1,5	1,8	0,8	0,2	0,6	0,8	0,0	0,1	↑	may-05

(1) Tasas de crecimiento respecto al periodo anterior anualizadas, con ajuste estacional, Año base 2000; (2) Tasas de crecimiento respecto al periodo anterior, con ajuste estacional; (3) Niveles promedios del índice; (4) Miles; (5) Porcentaje de la población activa; (6) Meses; (7) Miles Millones de dólares; (8) Porcentajes.

Fuente: Ecwin, Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.



INFORMACIÓN  
FINANCIERA

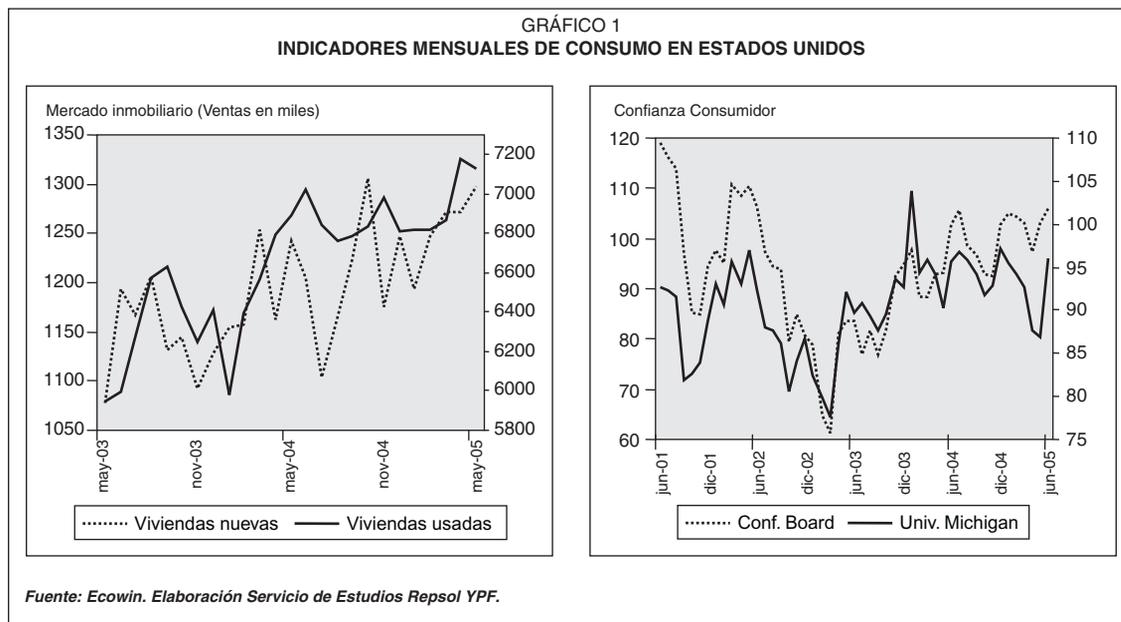
de -0,5 pp del consumo de servicios. Pese a esto, esta tasa continúa por debajo de la alcanzada hace un trimestre, 4,2 por 100.

Los indicadores recientes sugieren que los precios de la energía pueden haber deteriorado la tendencia creciente en el segundo trimestre, de manera que no sería una sorpresa otro dato de leve moderación del crecimiento del agregado.

Finalmente, de los datos del sector exterior destaca la revisión negativa del crecimiento de las importaciones, que pasaron de 14,7 por 100 a 9,6 por 100 en tasa trimestral anualizada, mientras que el crecimiento corregido de las exportaciones fue de 8,9 por 100, 1,9 pp más que en el primer preliminar. El resultado es una reducción de 0,9 pp en la aporta-

ción negativa del sector exterior, que se queda en -0,6 pp, y contribuye significativamente a la mejora de los datos finales de contabilidad nacional.

En cuanto a indicadores mensuales de coyuntura, es importante mencionar la evolución reciente del mercado de trabajo. Este dato es destacado en el comunicado de la Fed y está bajo constante observación de los analistas. En primer lugar, la tasa de paro ha caído en mayo hasta el 5,1 por 100, tras dos meses en el 5,2 por 100. Esta tasa es la menor desde septiembre de 2001 y está una décima por debajo las previsiones de junio de *Consensus Forecast* para 2005, si bien la media de lo que va de año coincide con esta cifra. A corto plazo, los ana-



listas consideran que el efecto llamada será compensado por una mayor creación de empleo.

La contratación de las empresas ha continuado su tendencia creciente. Aunque se considere que la economía está cerca del pleno empleo, las contrataciones no agrarias no han dejado de crecer desde 2003 y se espera que los datos de junio a punto de publicarse continúen en esta pauta, ya que los de mayo estuvieron por debajo de las previsiones.

Este escenario está basado en el descenso continuo de los pedidos de subsidios de desempleo y en la mejora de las perspectivas laborales de los consumidores. Las presiones salariales continúan creciendo, pero de manera contenida, y su efecto en el mercado de trabajo aún no se ha dejado notar, aunque si podría transmitirse a los precios.

Si bien el consumo de las familias crece a ritmos menores y se esperan datos de contabilidad nacional que lo confirmen, la confianza del consumidor ha mejorado en los últimos dos meses, situándose por encima de los datos del primer trimestre y la media de 2004.

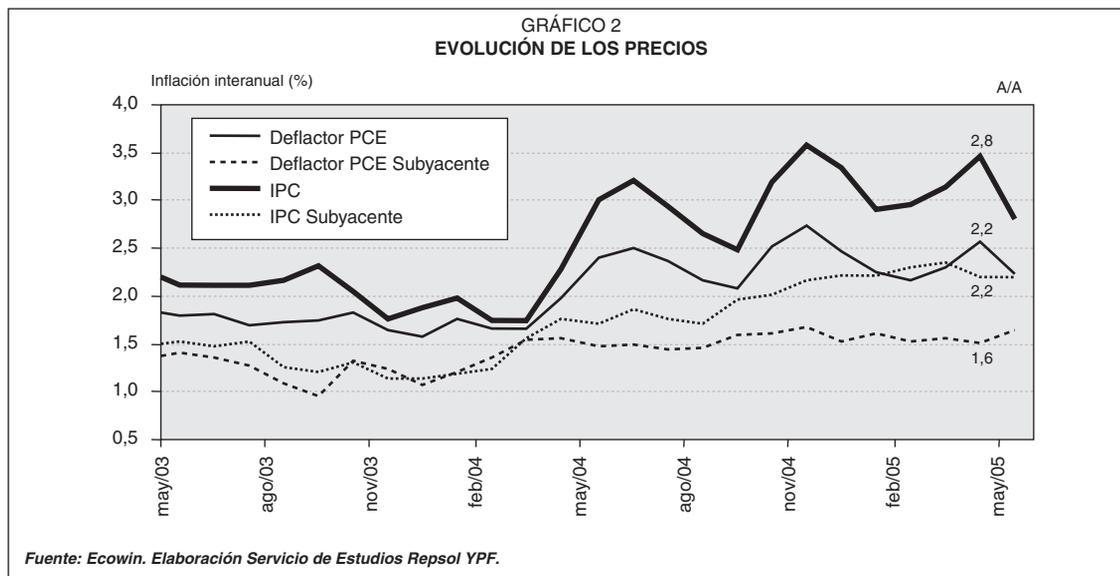
Los tipos de interés a largo plazo no han repuntado lo suficiente como para aumentar la carga hipotecaria sobre las familias y contener significativamente el ritmo de gasto inmobiliario. De hecho, en mayo las ventas de viviendas nuevas han aumentado un 2,1 por 100 intermensual, y aunque las ventas de viviendas de segunda mano hayan caído por primera vez en el año (-0,7 por 100), el mercado percibe que la situación de este sector continúa sólida.

Adicionalmente, las rentas salariales han crecido, aunque por debajo de las previsiones, y las bolsas continúan recuperándose, mejorando así las expectativas de rentas. En síntesis, la moderación del ritmo de crecimiento del principal agregado macroeconómico podría ser limitada tanto por las condiciones del mercado de trabajo como por los mercados financieros e inmobiliario.

Disipados momentáneamente los riesgos sobre la actividad, las presiones inflacionistas parecen ser, a juicio de muchos analistas, el motivo de las próximas elevaciones de tipos por parte de la Fed. En este sentido cabe hacer un resumen de



INFORMACIÓN  
FINANCIERA



la evolución de los principales índices de referencia.

Los precios al consumo registraron en mayo la tasa interanual más baja de lo que va de año, 2,8 por 100 frente al 3,5 por 100 alcanzado en abril, la tasa mensual fue -0,1 por 100, la primera caída en diez meses. El componente energético tuvo una moderación del 2 por 100, originada en la caída de los precios de la gasolina. La inflación subyacente ha conservado el 2,2 por 100 interanual de abril, creciendo un 0,1 por 100 de mes a mes. Este dato está una décima por debajo de la media de lo que va de año, pero para los analistas no altera el escenario inflacionista reconocido por la Fed en su comunicado.

El deflactor mensual del gasto en consumo personal (PCE), indicador de referencia de inflación para la Fed, ha crecido en mayo en un 2,2 por 100 interanual, tras el fuerte repunte del 2,6 por 100 de abril. Por el contrario, su componente subyacente (que excluye el gasto en energía y alimentación) ha repuntado en una décima, hasta el 1,6 por 100, retornando así a la tasa media de 2006. La inflación subyacente del PCE continúa en el rango cómodo de la

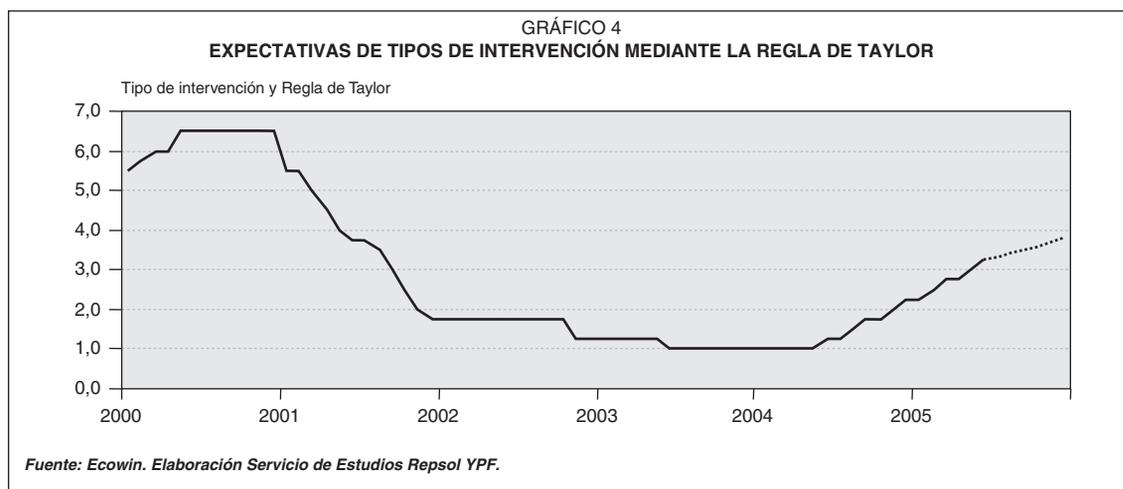
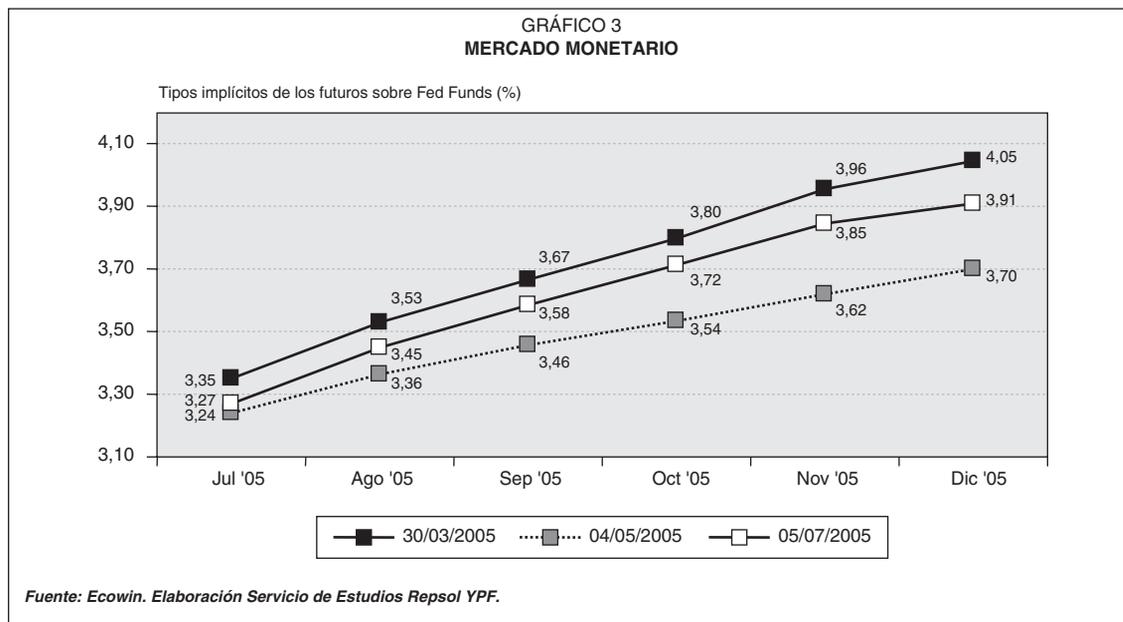
Fed, una banda 1 por 100-2 por 100, pero existen riesgos de *pass-through* desde los precios energéticos y la pauta para el resto del año continúa siendo creciente.

### 3. Evolución del mercado monetario y Regla de Taylor

La curva de tipos implícitos de los contratos de futuros a 30 días sobre los *Fed Funds*, se ha desplazado positivamente y ha ganado pendiente tras la reunión de junio de la Reserva Federal. El perfil extraído de esta curva continúa alcista y a diferencia de la reacción a la baja después de la reunión de mayo, el mercado asigna ahora más probabilidades que hace un mes a que los tipos alcancen el 4 por 100 a fin de año.

Puede verse que la subida de la pasada reunión estaba descontada y que existen dudas momentáneas de que la próxima subida se realice en agosto o septiembre, llegando al tercer trimestre en 3,50 por 100. El desplazamiento de la curva es atribuible a la mejora de la situación económica estadounidense y la persistencia de presiones inflacionistas.





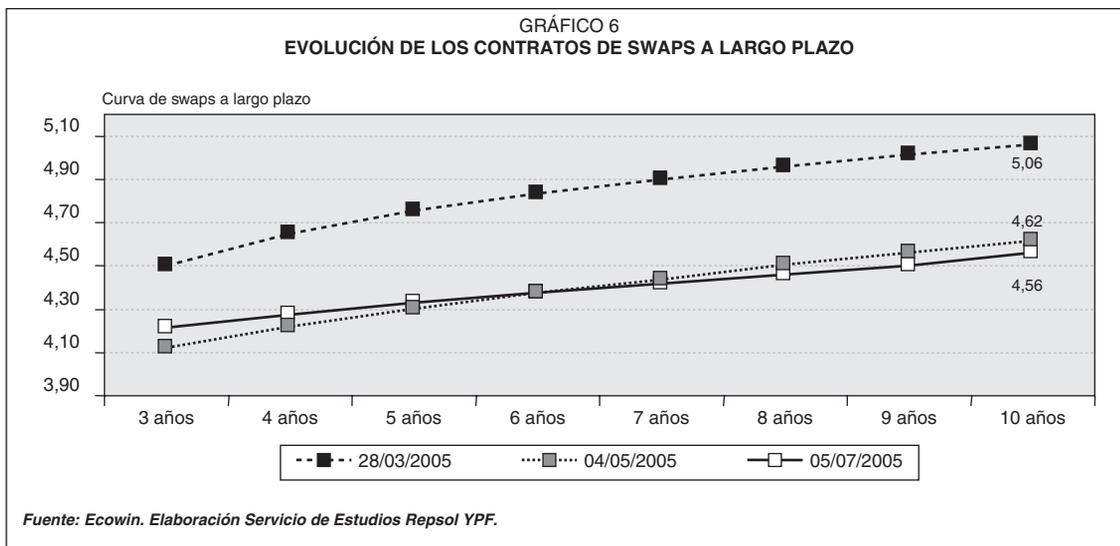
El escenario para fin de año aún no está claro, según estas expectativas, pues si bien plantean una subida adicional hasta el 3,75 por 100, aún no se daría por descontado que los tipos alcancen el 4 por 100 al acabar el año. Finalmente, el mercado parece convencido de que la Fed no va a llegar a la primera reunión de 2006 habiendo elevado tipos en todas las reuniones de 2005.

La aproximación de los tipos de interés oficiales mediante la Regla de Taylor, en base a expectativas sobre la actividad y los precios, sugiere que los tipos manten-

drán durante 2005 la tendencia al alza, situándose a finales de año en un rango entre 3,75 por 100 y 4,00 por 100, es decir, se producirían entre dos y tres subidas adicionales de las cuatro posibles.

#### 4. Evolución del mercado de deuda a largo plazo

El mercado a largo plazo continúa sin reaccionar a la política monetaria de la Reserva Federal. En el Gráfico 5 se aprecia que la reacción a la novena subida



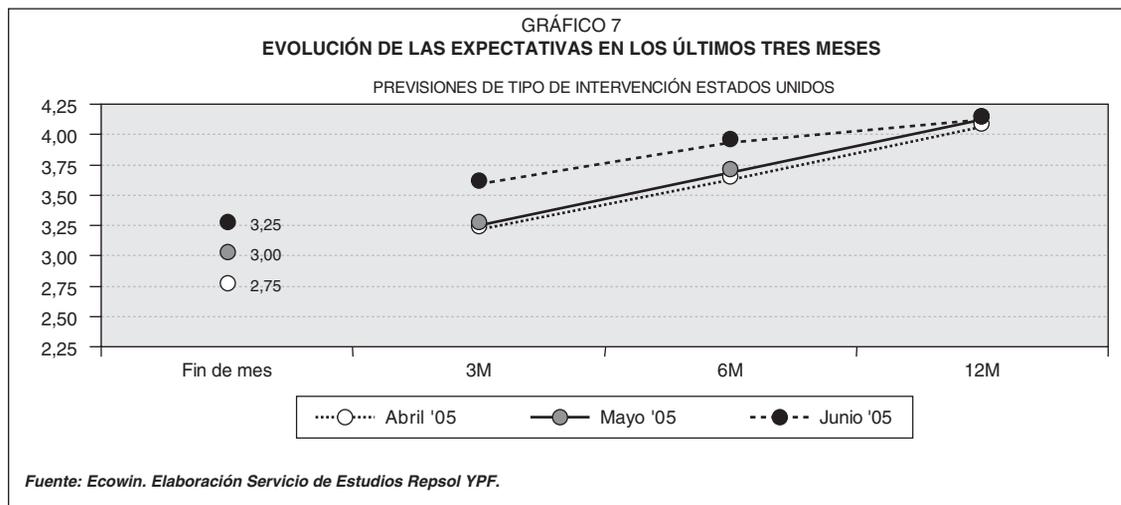
consecutiva de tipos ha sido débil y los diferenciales con la deuda a tres meses continúan alrededor de los 100 pb durante los últimos dos meses.

Los inversores continúan comprando bonos porque esperan que en el futuro la actividad económica se ralentice y la Fed termine su ciclo de ajustes de tipos alrededor del 4 por 100. La justificación de mayores elevaciones de tipos se encuentra, a su juicio, en las presiones inflacionistas.

Los movimientos en la curva de *swaps*

es una alternativa para aproximarse mejor a esta relación entre la pendiente de la curva y la evolución futura de la inflación y los tipos de interés, ya que pueden existir distorsiones en los mensajes del mercado de bonos a largo plazo.

De esta manera, la curva de contratos de *swaps* a largo plazo sólo ha perdido pendiente, que continúa sin embargo positiva, ilustrando también las expectativas del mercado del posible fin próximo de las elevaciones de tipos, como también sugieren los tipos a 10 años.



## 5. Evolución de las expectativas de los analistas privados

Los analistas privados coinciden en señalar que a un horizonte de tres meses los tipos de intervención subirán al menos 25 pb más. Es decir, no existe un consenso claro en el momento del próximo ajuste, abriendo la posibilidad de que la Fed deje los tipos sin modificaciones en una de las próximas dos reuniones.

Las previsiones a seis meses, es decir, hasta finales de 2005, apuntan a un rango similar al de la Regla de Taylor, 3,75 por 100-4,00 por 100, excluyendo ya la posibilidad de que 2006 comience con los tipos en 4,25 por 100. De esta manera, se confirma lo sucedido en mayo, cuando los analistas renunciaron a una mayor intensidad en la política monetaria, a pesar de que se hayan superado los datos débiles de coyuntura de la reunión anterior y se conserven las presiones sobre los precios.

## 6. Conclusiones

Por novena vez consecutiva, la Reserva Federal elevó su tipo de interés oficial

en un cuarto de punto, hasta el 3,25 por 100.

Se ha excluido la mención a la moderación de la actividad económica en el comunicado del FOMC, pero las referencias a las presiones inflacionistas se han hecho más directas, si bien se ha enfatizado que están controladas a largo plazo.

El comunicado ha incluido una vez más referencias a que la política monetaria es acomodaticia que sostiene el crecimiento junto con el crecimiento subyacente de la productividad.

La actividad económica se ha recuperado, mostrando que la debilidad percibida en la reunión anterior era transitoria. Los datos finales del PIB son mucho mejores de lo que indicaban los preliminares y la actividad industrial y el consumo se recuperaron recientemente, mientras que el mercado laboral y el inmobiliario se mantienen muy robustos, añadiendo presiones a los precios.

Tanto el mercado monetario como las previsiones de los analistas privados han ajustado sus expectativas de tipos para fin de año a un rango de 3,75 por 100-4,00 por 100, coincidiendo así con el escenario propuesto por la Regla de Taylor.



INFORMACIÓN  
FINANCIERA