

Reunión de la Reserva Federal de Estados Unidos

Septiembre 2005

Pedro Antonio Merino García*
Verónica Buelga Fernández**

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC) ha decidido, en su última reunión de septiembre de 2005, elevar el tipo de interés objetivo, por undécima vez consecutiva, en 25 puntos básicos, situándolo en el 3,75 por 100. La coyuntura económica ha influido en esta decisión al registrarse una tasa trimestral anualizada negativa de la inversión empresarial así como una ligera reducción de la demanda interna.

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

Clasificación JEL: G15.

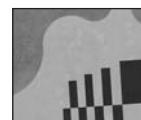
1. Introducción

El FOMC introdujo un cambio de lenguaje en su comunicado para hacer referencia a la incertidumbre sobre los posibles efectos económicos del huracán Katrina, aunque considera que no tendrá efectos a largo plazo en la economía estadounidense. La decisión de esta reunión, por primera vez en doce sesiones, no fue unánime por un voto en contra.

El comunicado hace referencia al favorable ritmo de crecimiento al que parecía que se encaminaba la producción antes de la catástrofe. Pero la devastación de la zona del Golfo de México y el trastorno de la actividad económica, junto con los elevados precios del petróleo harán que,

a corto plazo, caiga el gasto, la producción y el empleo. En opinión del FOMC, estos hechos no suponen una amenaza a largo plazo sino un aumento de la incertidumbre a corto plazo. Vuelven a destacar, que la política monetaria acomodaticia y el crecimiento robusto de la productividad sostienen el aumento de la actividad.

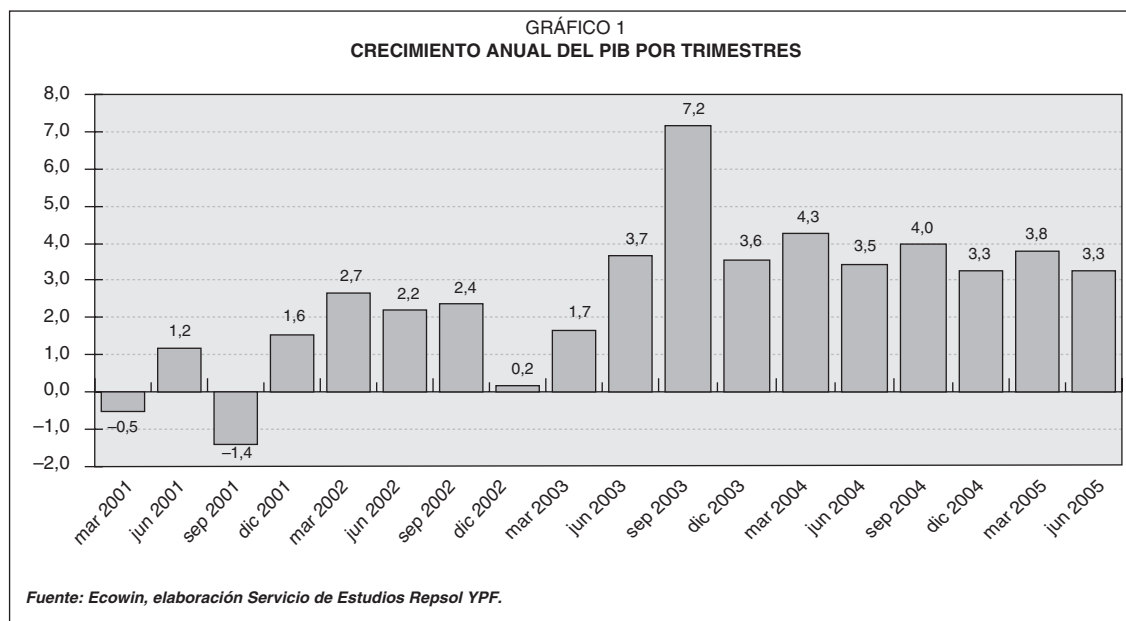
El comité muestra preocupación por las presiones inflacionistas derivadas de los elevados precios de la energía, cuya volatilidad puede aumentar con la interrupción de la producción y el refino y esto, unido a los costes de reconstrucción, añaden más presiones inflacionistas. Pero, como en anteriores reuniones, consideran que la inflación subyacente es baja y las expectativas de inflación a largo plazo están contenidas. Además, vuelven a incidir en que «el ritmo moderado de ajustes de tipos puede ser modifi-



INFORMACIÓN
FINANCIERA

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

** Economista.



cado en cualquier momento para mantener la estabilidad de los precios».

La mayoría de los analistas preveían este nuevo incremento de los tipos. Y esperan que la Fed eleve tipos en las dos reuniones que restan para finalizar el año. Aunque tampoco se descarta una pausa para que la economía absorba el impacto del huracán y además, porque el índice de confianza de los consumidores cayó a sus niveles más bajos, por lo que podrían gastar menos y esto repercutiría en la actividad económica. Hecho importante cuando el 70 por 100 del PIB lo compone el gasto en consumo.

2. Coyuntura económica

Los datos del PIB de EEUU para el segundo trimestre muestran una leve desaceleración, situándose la tasa trimestral anualizada de crecimiento del PIB en el 3,3 por 100 frente al 3,8 por 100 del trimestre anterior e inferior a las previsiones de los analistas privados que lo situaban en el 3,6 por 100. Este menor crecimiento de la mayor economía mun-

dial, se debe principalmente a que la inversión empresarial registró una tasa trimestral anualizada negativa (-3,7 por 100 frente al 8,6 por 100 del primer trimestre), unido a un crecimiento del consumo privado 0,1 pp inferior (3,4 por 100). Aún así, la composición del crecimiento en el segundo trimestre dejaba la economía bien posicionada para un crecimiento más fuerte en el tercer trimestre. Pero, tras el huracán Katrina, han sido revisadas a la baja las previsiones de crecimiento, entre 0,5 pp y 1 pp, para la segunda mitad de año.

Los datos de actividad del segundo trimestre muestran una ligera reducción de la demanda interna. El agregado de inversión empresarial registró un crecimiento negativo de 3,7 por 100, a pesar de que los datos de crecimiento de sus componentes son optimistas.

El dato de la inversión no residencial (principal factor explicativo del menor crecimiento de la inversión empresarial en el primer trimestre) fue alto (8,8 por 100) frente al trimestre anterior (5,7 por 100), mientras que la inversión residencial creció 1,3 pp (10,8 por 100) por encima del creci-

CUADRO 1
CUADRO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS

	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	t-4	t		Fecha t
ACTIVIDAD (1)										
PIB real	1,9	3,0	4,0	3,3	3,8	3,3	3,8	3,3	↓	jun-05
Gasto en consumo personal	3,1	3,3	4,4	4,3	3,5	3,4	3,5	3,4	↓	jun-05
Bienes duraderos	6,5	7,4	10,8	5,5	2,6	7,9	2,6	7,9	↑	jun-05
Bienes no duraderos	2,6	3,7	3,9	5,5	5,3	3,6	5,3	3,6	↓	jun-05
Servicios	2,6	2,2	3,4	3,6	2,8	2,3	2,8	2,3	↓	jun-05
Inversión de Negocios	-2,4	4,4	4,6	6,8	8,6	-3,7	8,6	-3,7	↓	jun-05
Inversión Bruta Fija	-4,9	5,1	8,4	7,2	7,0	9,5	7,0	9,5	↑	jun-05
No Residencial	-8,9	3,3	11,8	10,4	5,7	8,8	5,7	8,8	↑	jun-05
Residencial	4,8	8,8	2,6	1,6	9,5	10,8	9,5	10,8	↑	jun-05
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	1,9	5,5	7,1	7,5	10,7	7,5	10,7	↑	jun-05
Importaciones de bienes y servicios	3,4	4,4	4,7	11,3	7,4	-0,3	7,4	-0,3	↓	jun-05
Gasto en consumo del gobierno e inversión bruta pública	4,4	2,8	1,8	0,9	1,9	2,5	1,9	2,5	↑	jun-05
Federal	7,5	6,6	3,6	-0,6	2,4	2,4	2,4	2,4	↔	jun-05
Defensa	7,7	9,0	9,0	-3,3	3,0	3,7	3,0	3,7	↑	jun-05
No Defensa	7,1	2,4	-6,4	5,2	1,1	-0,2	1,1	-0,2	↓	jun-05
Estatad y local	1,8	0,6	0,8	1,8	1,6	2,6	1,6	2,6	↑	jun-05
Deflactor implícito del PIB	1,7	1,8	1,3	2,7	3,0	2,6	3,0	2,6	↓	jun-05
Deflactor implícito Consumo Personal	1,4	1,9	1,5	3,1	2,2	3,3	2,2	3,3	↑	jun-05

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

miento del primer trimestre, reflejo de la continuación de la fuerte actividad del sector. La inversión en capital se situó en el 9,5 por 100, frente al 7 por 100 del primer trimestre. Por lo tanto, este crecimiento negativo del agregado viene explicado por una fuerte caída en los inventarios.

El consumo de las familias, que supone el 70 por 100 del PIB, tuvo un crecimiento menor que el primer trimestre, situándose en el 3,4 por 100. Los componentes de gasto en consumo de bienes no duraderos y servicios moderaron su crecimiento, mientras que el gasto en bienes duraderos experimentó un crecimiento de 7,9 por 100 en el segundo trimestre frente al 2,6 por 100 del primer trimestre.

Este menor crecimiento del consumo de las familias, ya era captado por una menor confianza de los consumidores durante el segundo trimestre debido a los elevados precios del petróleo, que podrían hacer variar las expectativas sobre inflación.

El crecimiento del consumo público fue 2,5 por 100, mayor que en el primer trimestre, debido al incremento del gasto estatal y local que situó su crecimiento en

el 2,6 por 100 (1,6 por 100 en el trimestre anterior) y el mantenimiento del gasto federal.

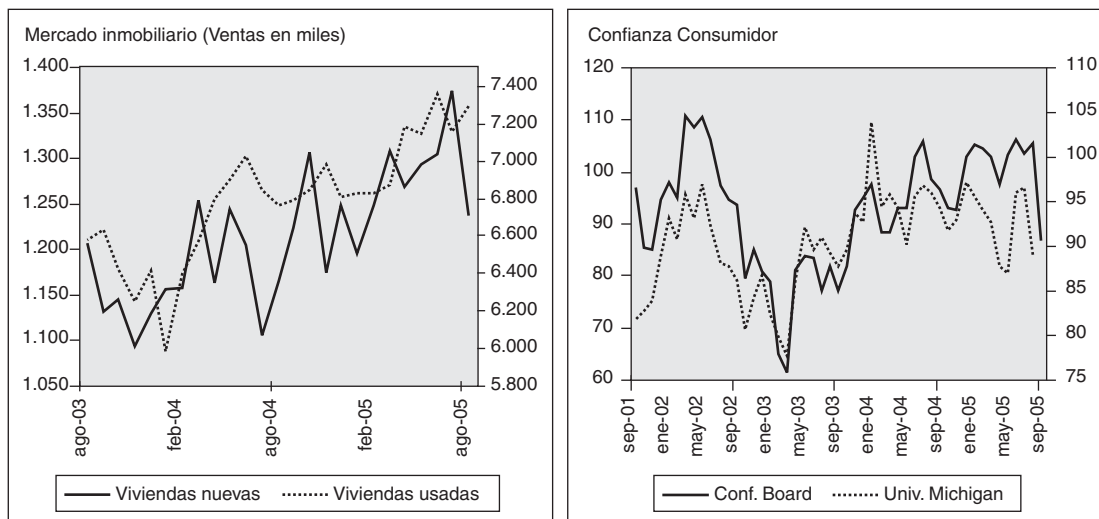
Por último, el sector exterior es el que ofrece un mayor optimismo sobre la evolución de la economía estadounidense. Las exportaciones crecieron a una tasa de 10,7 por 100 frente al 7,5 por 100 del trimestre anterior, en un contexto de fuerte crecimiento del precio de las materias primas y de moderación del comercio mundial. Las importaciones registraron una tasa negativa de 0,3 por 100, frente al 7,4 por 100 que habían experimentado en el primer trimestre.

En cuanto a los indicadores mensuales de coyuntura, es destacable el deterioro de la confianza de los consumidores en el mes de septiembre, los datos provenientes del mercado inmobiliario y los datos de inflación.

El huracán Katrina junto con los elevados precios del petróleo, que provocaron una fuerte subida de la gasolina, y las peores expectativas laborales hicieron que en septiembre el índice de confianza de los consumidores, elaborado por la *Conference Board*, descendiera hasta



GRÁFICO 2
INDICADORES MENSUALES DE CONSUMO EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Ecowin, elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.



INFORMACIÓN
FINANCIERA

niveles de 86,6 puntos desde 105,5 puntos en el mes de agosto. La mayor caída en quince años del índice y, en términos absolutos, el dato más bajo desde octubre de 2003.

Esta pérdida de confianza de los consumidores ya era recogida por el índice elaborado por la Universidad de Michigan en el mes de agosto, que se situaba en 89,1 puntos desde 96,5 puntos y que en septiembre, se agudizó aún más su caída, con el huracán, hasta niveles de 76,9 puntos.

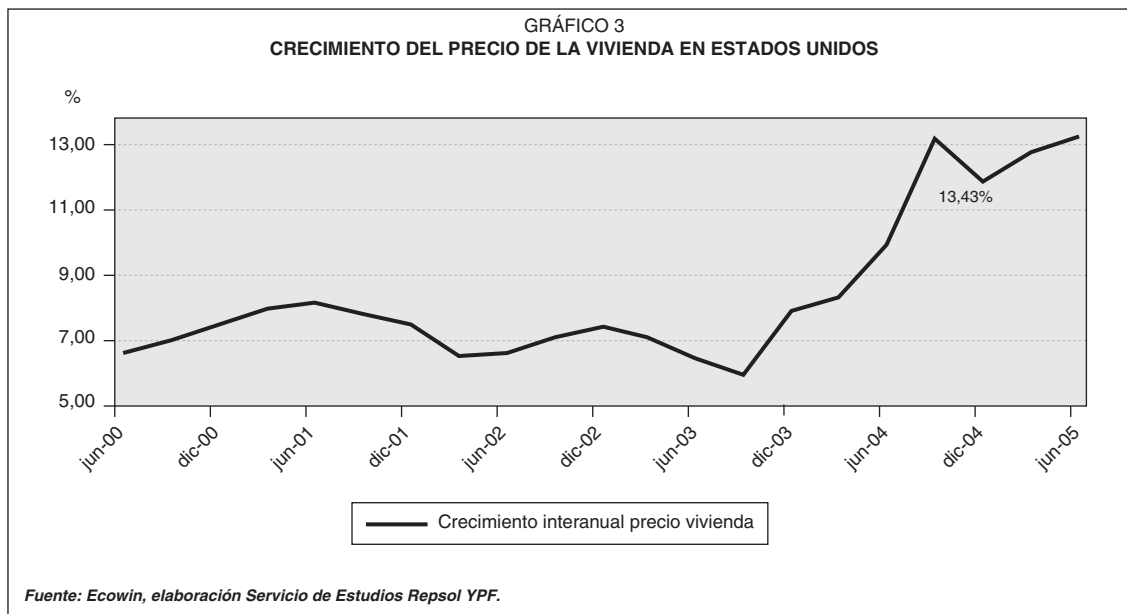
Los analistas privados también preveían este descenso de los índices de confianza, pero los datos oficiales superaron sus previsiones reflejando caídas mayores de las esperadas.

El dato da indicios de que puede haber una ralentización del consumo si continúan los altos precios energéticos y como consecuencia de la incertidumbre que generan las catástrofes. Pero, como ya se mencionó, la Fed opina que tanto el consumo, como la producción y el empleo sufrirán un parón temporal o *set-back*. Las labores de reconstrucción de las zonas afectadas por el huracán podrían

impulsar la actividad y dinamizar el empleo, produciéndose una recuperación de la confianza.

En el mercado inmobiliario, frente al aumento de la venta de viviendas de segunda mano en agosto (2 por 100 intermensual y 7,8 por 100 anual), las ventas de viviendas nuevas registraron una caída de 9,9 por 100 en agosto, la mayor desde noviembre de 2004, situándose la tasa interanual en el 6,2 por 100. Los analistas esperaban una desaceleración de las ventas tras el fuerte aumento de julio (5,3 por 100), pero el dato final superó ampliamente sus previsiones (-0,4 por 100). Aún así, no es un dato preocupante porque la serie es muy volátil y el análisis de su tendencia nos indica que no se está produciendo una moderación de las ventas de viviendas nuevas.

Los datos preocupantes se derivan del incremento del precio de la vivienda. En el segundo trimestre, los precios aumentaron 13,43 por 100 en comparación con el mismo trimestre de 2004 (3,2 por 100 trimestral), la tasa de crecimiento anual más alta desde 1978. Estos altos precios



junto con el fuerte crecimiento de la venta de viviendas nuevas y usadas iniciado en el primer semestre de 2003, generaron preocupación entre los analistas ante la posibilidad de que estallase una *burbuja* inmobiliaria.

Sin embargo, la Fed califica la situación de *espuma* inmobiliaria y el estudio que han realizado sobre el mercado inmobiliario internacional concluye que los altos precios son consecuencia del entorno macro y de la relajación de la política monetaria previa. Se espera una corrección en los precios a medida que se modere el crecimiento económico y los tipos de interés suban. Además, Greenspan, en su último discurso, afirmó que, manteniendo un adecuado grado de flexibilidad, algunos de los desequilibrios de la economía estadounidense, como el gran déficit por cuenta corriente o la inflación en el mercado inmobiliario, se podrían corregir con ajustes de precios, tipos de interés y tasas cambiarias.

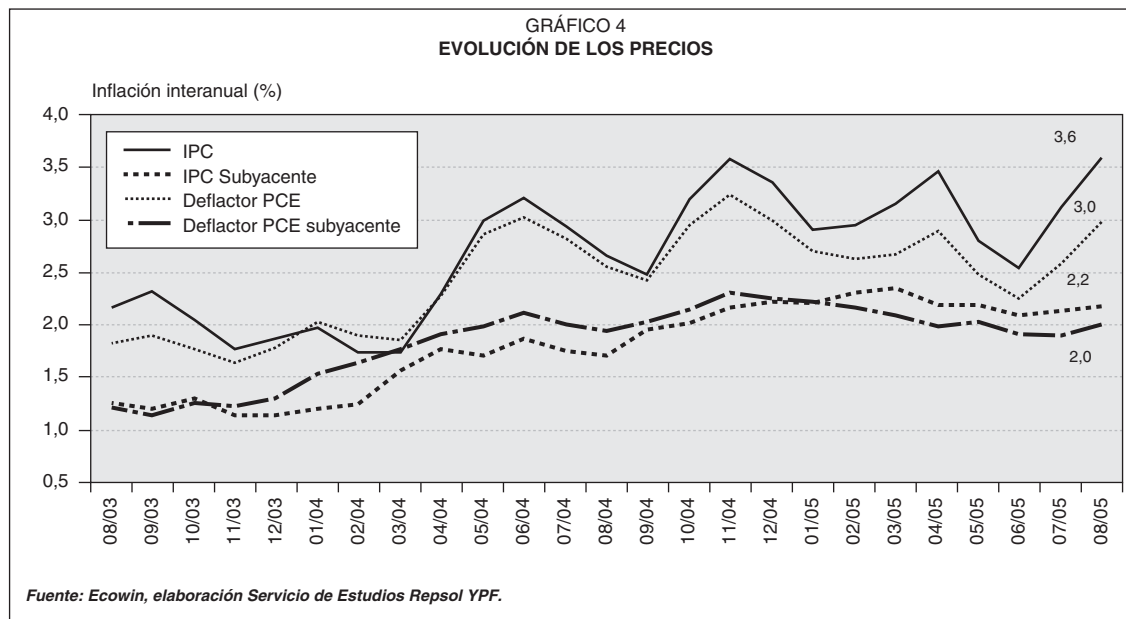
La principal preocupación del FOMC sigue estando en las presiones inflacionistas debido a los altos precios del

petróleo y al posible traslado a los costes de muchos productos y servicios.

Los precios al consumo registraron en agosto la tasa interanual más alta desde noviembre de 2004, 3,6 por 100 frente al 3,1 por 100 en julio, situando la media del año en el 3,1 por 100, superior a las previsiones de analistas y organismos oficiales para 2005. La tasa intermensual fue similar a la de julio, manteniéndose en el 0,5 por 100, aunque se espera que los datos de septiembre sean superiores al recoger los posibles efectos de la catástrofe. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación subyacente ha mantenido el 0,1 por 100 intermensual, situándose la tasa interanual en el 2,2 por 100, igual a la media de lo que va de año.

El deflactor mensual del gasto en consumo personal (PCE), indicador de referencia de inflación para la Reserva Federal, registró en agosto una tasa interanual de 3 por 100, cuatro décimas superior a la registrada en julio. Mientras, el componente subyacente (excluyendo gasto en energía y alimentación) sólo ha repuntado una décima, situándose en el 2 por 100. Por lo tanto, la inflación subyacente





del PCE continúa en la banda de la Fed, 1 por 100-2 por 100, aunque estos datos todavía no recogen los efectos de los huracanes Katrina y Rita.

sus últimas intervenciones, expresando que la economía estadounidense continúa fuerte a pesar de los huracanes, que tendrán un efecto temporal sobre ésta, y que es necesario el control de la inflación, pues no se puede seguir dejando crecer los desequilibrios de la economía.

Por lo tanto, es de esperar nuevas subidas de tipos que consigan aumentar el ahorro de las familias y controlar el elevado déficit comercial, así como el alza de los precios de la vivienda.

La aproximación de los tipos de interés oficiales mediante la Regla de Taylor, teniendo en cuenta expectativas sobre actividad y precios, sugiere que los tipos continuarán subiendo hasta finales de año situándose en el rango 4 por 100-4,25 por 100, es decir, se subirán los tipos en una de las dos reuniones que quedan hasta final de año o en ambas.

3. Evolución del mercado monetario y Regla de Taylor

Tras la reunión del 20 de septiembre y las intervenciones de algunos miembros de la Fed, la curva de tipos implícitos de los contratos de futuros a 30 días sobre los *Fed Funds* se desplazó hacia arriba, ganando pendiente. El mercado sigue considerando que se elevarán los tipos al 4 por 100 en la reunión de noviembre. Y asignan mayor probabilidad, que en agosto, a que los tipos alcancen el 4,25 por 100 a final de año y el 4,5 por 100 en marzo de 2006.

Se observa que la subida de tipos de septiembre estaba descontada por los mercados y existen dudas de si los tipos se elevarán en las dos reuniones que restan hasta final de año. El desplazamiento de la curva es atribuible a que el presidente de la Reserva Federal ha sido claro en

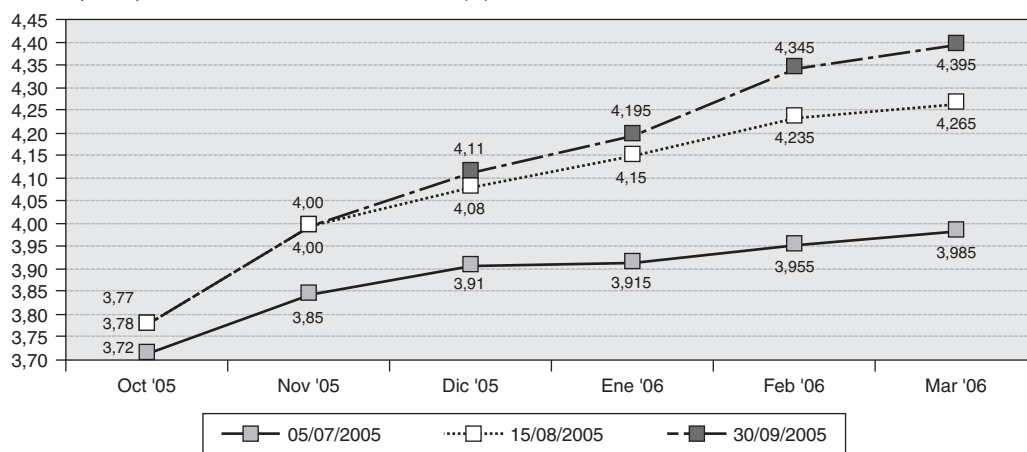
4. Evolución del mercado de deuda a largo plazo

El mercado a largo plazo parece que comienza a reaccionar ante la política



GRÁFICO 5
MERCADO MONETARIO

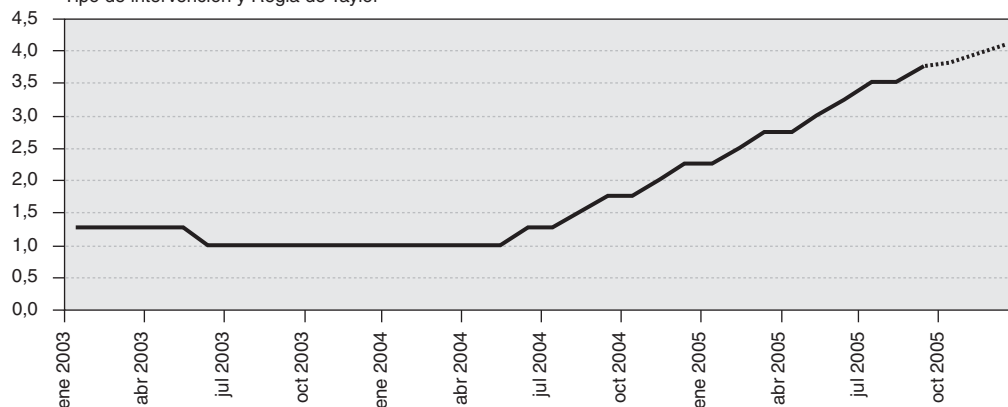
Tipos implícitos de los futuros sobre *Fed Funds* (%)



Fuente: Ecwin, elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.

GRÁFICO 6
EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERVENCIÓN MEDIANTE LA REGLA DE TAYLOR

Tipo de intervención y Regla de Taylor



Fuente: Ecwin, elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.

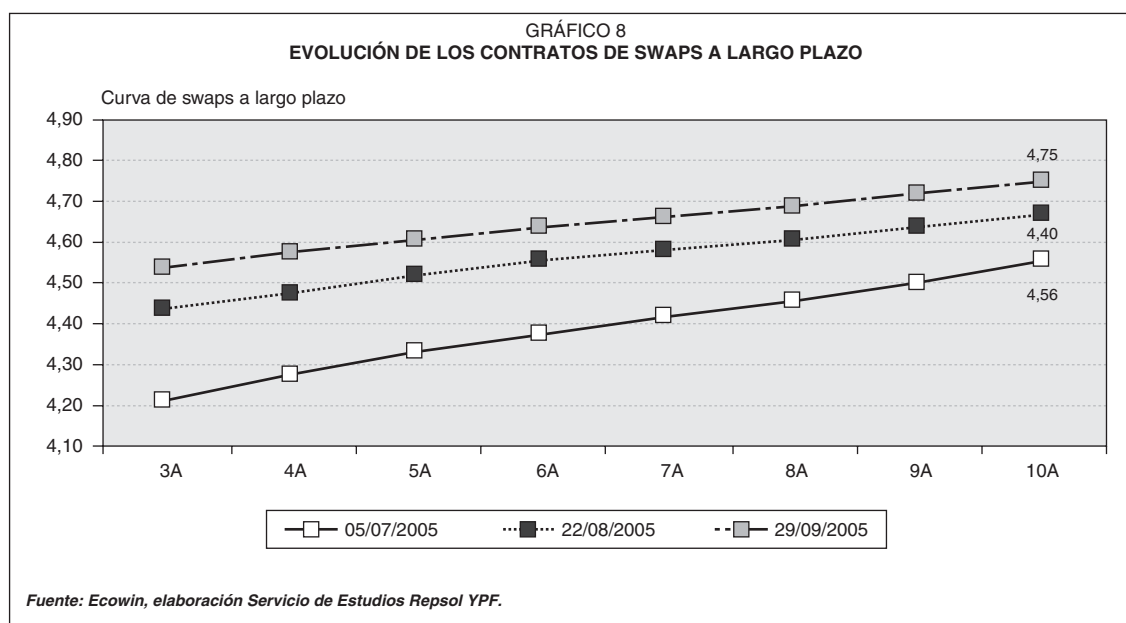


monetaria de la Reserva Federal. En el Gráfico 7 se observa que, tras la reunión de septiembre, los tipos han comenzado a repuntar hasta situarse en niveles de 4,33 a principios de octubre. Por su parte, el diferencial se ha reducido, en media, desde 80 pb en agosto a 70 pb en septiembre.

Este repunte de los tipos a largo plazo puede ser consecuencia de la intención explícita de la Fed de controlar la inflación para corregir los desequilibrios de la

economía estadounidense, tras admitir que los huracanes tendrán efectos temporales sobre el crecimiento y que la economía sigue fuerte. Con esto, se intenta conseguir un crecimiento más sólido que hace que mejoren las expectativas de crecimiento e inflación a largo plazo.

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,

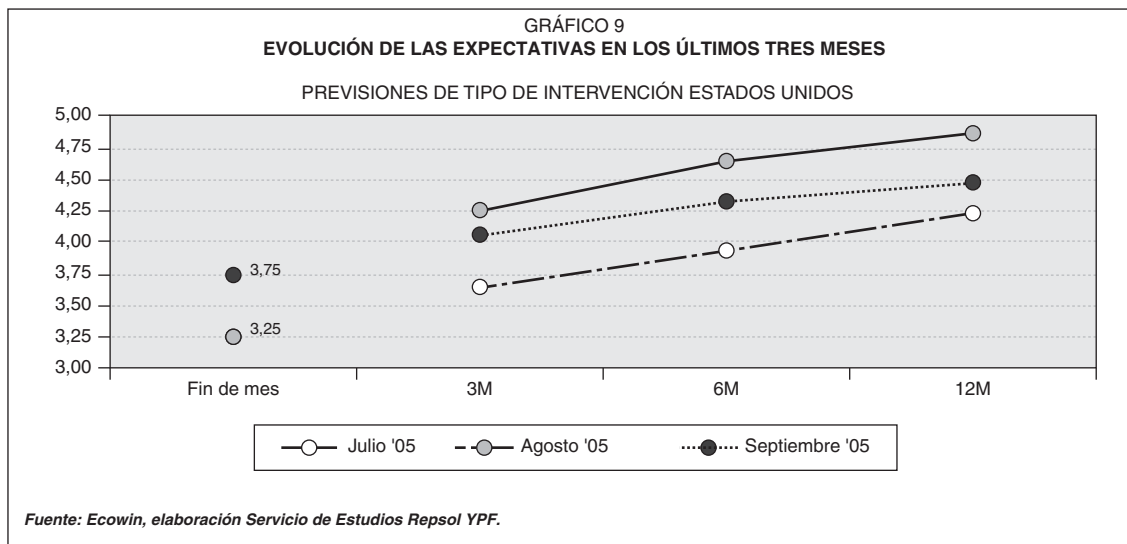


ya que pueden existir distorsiones en los mensajes del mercado de bonos a largo plazo.

De esta manera, la curva de contratos de swaps a largo plazo se ha desplazado hacia arriba, aunque en menor medida que en el mes de agosto y continúa con pendiente positiva, reflejando las expectativas del mercado de que la Fed siga elevando tipos y su techo sea más alto.

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 modifica-



ciones en una de las dos próximas reuniones.

Las previsiones a seis meses, es decir, hasta marzo de 2005, apuntan a un rango 4,25 por 100-4,5 por 100, que consideran el techo de las subidas de tipos. Por ello, a doce meses, los analistas prevén que los tipos se encuentren en ese rango, aunque asignan mayor probabilidad a que se sitúen en el 4,5 por 100.

6. Conclusiones

Por undécima vez consecutiva, la Reserva Federal elevó su tipo de interés oficial en un cuarto de punto, hasta el 3,75 por 100.

La FOMC introdujo un cambio en su lenguaje para hacer referencia a la incertidumbre creada por el huracán Katrina considerando que no tendrá efectos a largo plazo y que la producción (encaminada a buen ritmo antes de la catástrofe), el gasto y el empleo caerán a corto plazo. La preocupación del comité son los elevados precios de la energía que, junto con la interrupción de la producción y el

refino, añaden presiones inflacionistas. Pero, al igual que en anteriores comunicados, consideran que la inflación subyacente es baja y las expectativas de inflación a largo plazo están contenidas.

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

La revisión de los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre muestra una moderación del crecimiento; antes del huracán Katrina, la economía quedaba bien posicionada para un fuerte crecimiento en el tercer trimestre. Los efectos de las catástrofes serán temporales sobre el crecimiento, aunque se añadirán más presiones a los precios, alentadas también por un mercado inmobiliario sobrevalorado y los elevados precios del petróleo.

Tanto el mercado monetario como las previsiones de los analistas privados esperan que los tipos se sitúen en el 4 por 100 o 4,25 por 100 a final de año, coincidiendo así con el escenario propuesto por la Regla de Taylor.





INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO

SERVICIO DE ATENCIÓN AL SUSCRIPTOR

El Boletín Económico de ICE pone a disposición de sus suscriptores un servicio telefónico y de fax, a fin de solucionar cualquier incidencia relacionada con la recepción, contenido, impresión e información de nuestras publicaciones

Teléf.: 91 349 39 60

Fax: 91 349 36 34

E-mail:

buzon.oficial@sgese.dgpolcom.sssc.mcx.es

fvalverde@mityc.es

*No dude en llamarnos,
le atenderemos personalmente*