

# Reunión de la Reserva Federal de Estados Unidos

## Diciembre 2005

Pedro Antonio Merino García\*  
Verónica Buelga Fernández\*\*

***El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos ha acordado, en su última reunión de diciembre de 2005, elevar el tipo de interés objetivo, por décimotercera vez consecutiva, en 25 puntos básicos, situándolo en el 4,25 por 100. Este artículo analiza la coyuntura económica y subraya el objetivo de la política monetaria tendente a mantener el equilibrio entre crecimiento sostenible y estabilidad de precios.***

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

***Clasificación JEL: G15.***



COLABORACIONES

### 1. Introducción

En la reunión de política monetaria del mes de diciembre, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC) elevó el tipo de interés objetivo, por décimotercera vez consecutiva, en 25 puntos básicos. El tipo objetivo de la Reserva Federal de Estados Unidos se situó así en el 4,25 por 100.

La FOMC introdujo un cambio importante en el lenguaje de su comunicado, eliminando la referencia de política monetaria acomodaticia y reflejando una mayor preocupación por la inflación subyacente.

El Comité mantiene que a pesar de los altos precios de la energía, así como de los efectos de los huracanes Katrina y

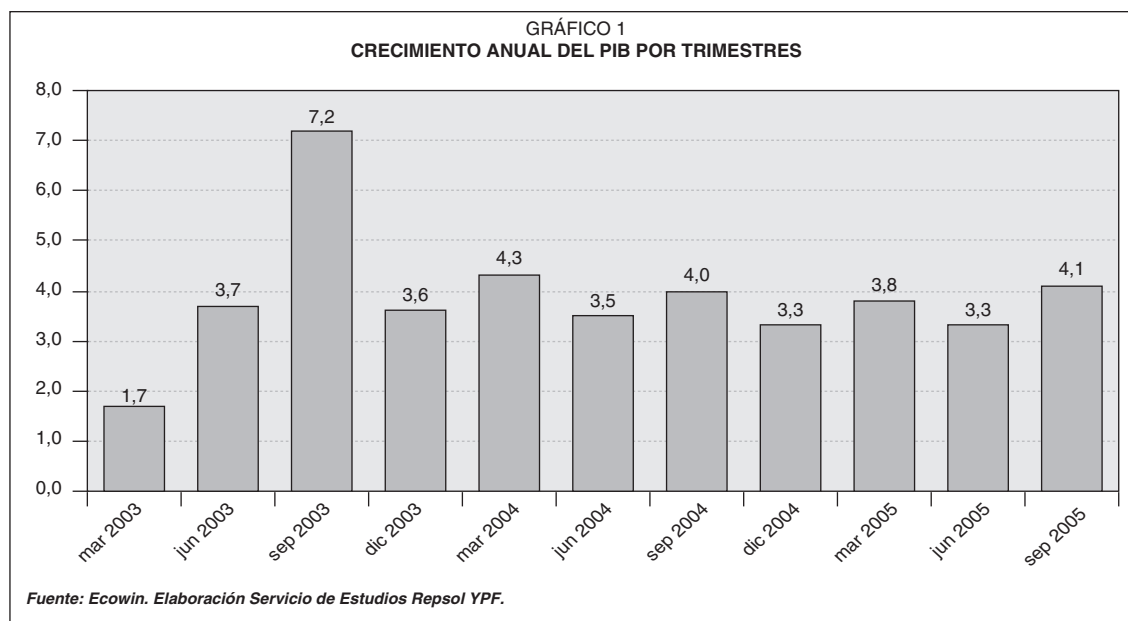
Rita, la expansión de la actividad económica parece ser sólida. Pero, esta vez, no hace referencia a que el crecimiento robusto de la productividad sostiene el aumento de la actividad.

Respecto a la inflación, la Reserva Federal considera que ha estado relativamente baja en los meses anteriores y que las expectativas a largo plazo están contenidas. Aunque, el aumento de la utilización de los recursos junto con los elevados precios de la energía pueden añadir presiones inflacionistas. En el comunicado de diciembre, la Fed omitió la frase donde hacía referencia a que esperaba que la inflación subyacente se mantuviese contenida, mostrando una mayor preocupación por ésta.

Además, en el comunicado ya no se califica la política como acomodaticia sino que se menciona que un endurecimiento

\* Técnico Comercial y Economista del Estado

\*\* Economista.



COLABORACIONES

moderado de la política monetaria será necesario para lograr un crecimiento económico sostenible y la estabilidad de precios. Y añade que el Comité responderá a los cambios necesarios para conseguir estos objetivos.

Los analistas privados ya preveían este nuevo incremento de los tipos objetivo. Aunque el análisis ahora se centra en saber donde finalizará la Reserva Federal su política monetaria y cuál es el tipo objetivo que consideran neutral para la economía estadounidense. Las previsiones para final de 2006 sitúan los tipos en un rango entre el 4,5 por 100 y el 5 por 100.

## 2. Coyuntura económica

La economía de EEUU creció a un ritmo anual del 4,1 por 100 en el tercer trimestre de este año, frente al 3,3 por 100 del segundo trimestre y por encima de lo previsto por el consenso de analistas (3,5 por 100). Este dato es el más alto desde el segundo trimestre de 2004, a pesar de que esta cifra fue dos décimas inferior a la primera estimación realizada. De esta mane-

ra, la economía estadounidense lleva 10 trimestres creciendo por encima del 3 por 100. Y se confirma la fortaleza de la demanda doméstica. Además este fuerte crecimiento se produjo a pesar del paso de los huracanes Katrina, Rita y Wilma.

Las principales contribuciones a este crecimiento fueron el consumo de las familias, el gasto del gobierno y la inversión no residencial, presentando un comportamiento menos optimista el sector exterior.

El principal factor que contribuyó a este crecimiento fue el consumo de las familias, que registró una tasa de crecimiento anualizada respecto al periodo anterior de 4,1 por 100 (frente al 3,3 por 100 del segundo trimestre). Este mayor crecimiento del consumo viene impulsado por el mayor gasto en bienes duraderos de las familias (automóviles principalmente) que registró una tasa anualizada del 9,3 por 100, la mayor tasa de crecimiento del año.

Los indicadores adelantados elaborados por la *Conference Board* y la Universidad de Michigan esperaban una moderación del consumo durante el tercer trimestre favorecida por los efectos de los huracanes sobre la economía estadounidense.

CUADRO 1  
CUADRO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS

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

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

Sin embargo, tras conocerse el dato de consumo del tercer trimestre, que mostraba la continuación de la fortaleza del consumo familiar, junto con la moderación de los precios del petróleo durante este trimestre y la mejora del empleo, los índices comenzaron a recuperarse.

El agregado de inversión empresarial registró una tasa de crecimiento del 5,3 por 100 tras la tasa negativa del segundo trimestre, aunque tanto la inversión en capital fijo como la inversión residencial y no residencial registraron tasas inferiores a las del primer trimestre.

El dato de la inversión no residencial continúa siendo alto a pesar de no alcanzar la misma tasa de crecimiento que en el trimestre anterior, pero es el componente de inversión que registra el mayor crecimiento (pese a que era el principal factor explicativo del menor crecimiento de la inversión empresarial en el primer trimestre). La inversión residencial creció 3,5 p.p. menos situándose en tasas del 7,3 por 100. La inversión en capital fijo se situó 1,5 p.p. por debajo del dato del trimestre anterior, registrando una tasa de crecimiento del 8 por 100.

El consumo público registró una tasa del 2,9 por 100, cuatro décimas más que en el segundo trimestre. Este aumento fue debido al mayor gasto federal, destacando sobre todo el gasto en defensa que, tras registrar una tasa de crecimiento del 3,7 por 100 en el segundo trimestre, creció al 10 por 100 durante el tercer trimestre. Esto fue debido a que los gastos públicos han sido desviados desde el sector social al militar.

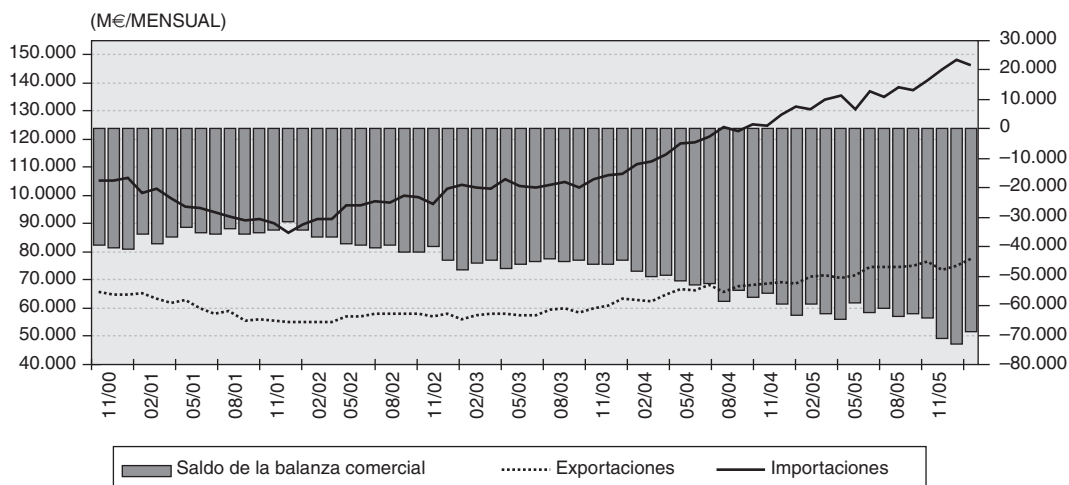
El sector exterior registró durante este trimestre un comportamiento menos optimista que el anterior. Las exportaciones se desaceleraron registrando un crecimiento de tan sólo un 2,5 por 100 frente al 10,7 por 100 del segundo trimestre, lo que contribuyó a que el déficit comercial se agravara de nuevo en el tercer trimestre, mientras que las importaciones de bienes se han incrementado en un 2,4 por 100, tras registrar una tasa negativa en el segundo trimestre.

En cuanto a los indicadores mensuales de coyuntura, es destacable la mayor confianza de los consumidores consecuencia de la publicación de los datos preliminares del tercer trimestre mejores de lo es-



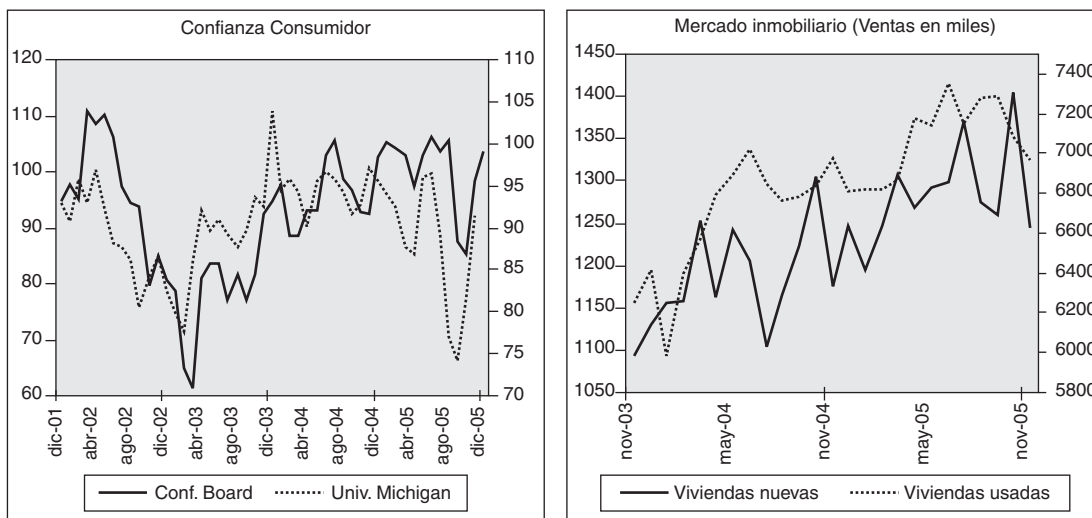
COLABORACIONES

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN BALANZA COMERCIAL



Fuente: Ecowin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.

GRÁFICO 3  
INDICADORES MENSUALES DE CONSUMO EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Ecowin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.



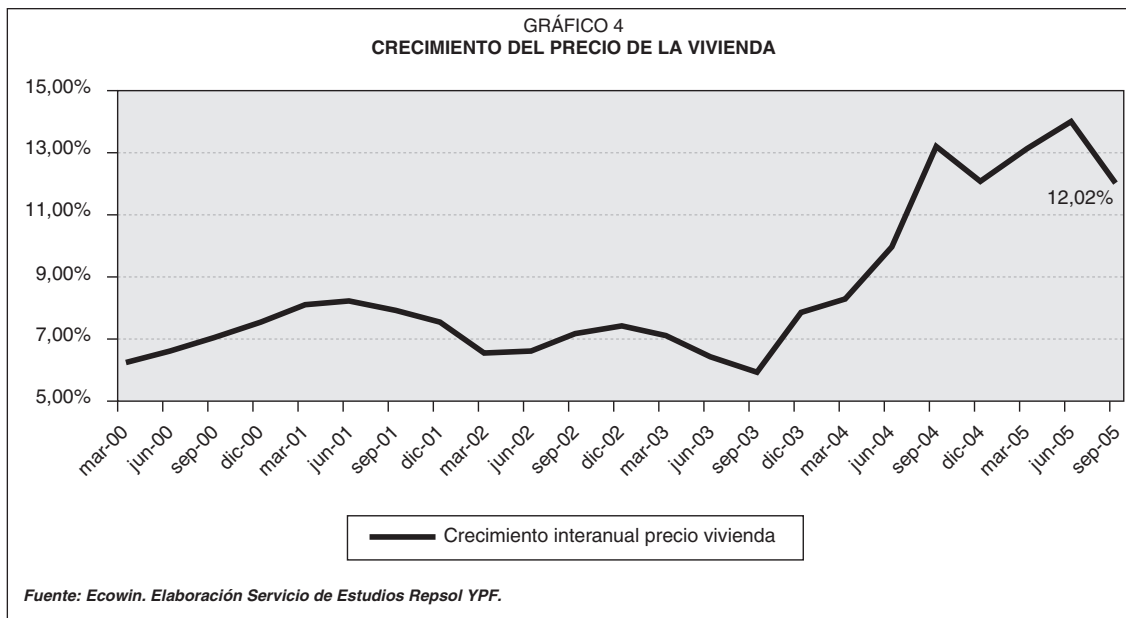
COLABORACIONES

perado, junto con la moderación de los altos precios del petróleo registrados durante ese periodo.

Como consecuencia de la temporada de huracanes especialmente fuerte este año, unido a la subida de las gasolinas y las peores expectativas laborales, los índices de confianza elaborados por la *Conference Board* y la Universidad de Michi-

gan registraron fuertes caídas durante los meses de agosto, septiembre y octubre, descendiendo en este último hasta niveles de 85,2 en el caso del *Conference Board* y de 74,2 en el de la Universidad de Michigan.

Aunque con la mejora de los precios de la gasolina y una mayor generación de empleos, junto con la publicación de los bue-



nos datos del tercer trimestre, los índices comenzaron a recuperarse en el mes de noviembre, confirmando la mayor confianza de los consumidores en diciembre. Ambos índices alcanzaron los niveles registrados antes de la temporada de huracanes, situándose en diciembre el *Conference Board* en 91,5 puntos y el índice de la Universidad de Michigan en 103,6 puntos.

En el mercado inmobiliario, la venta de viviendas nuevas ha registrado una fuerte caída intermensual durante el mes de noviembre (-11,3 por 100), tras el fuerte repunte de octubre, situándose la tasa interanual en el 6 por 100. La tendencia de la serie muestra una leve desaceleración de la venta de viviendas nuevas. En lo que llevamos de año han crecido un 7,3 por 100 con respecto a 2004. Las ventas de viviendas usadas también han registrado una caída durante el mes de noviembre con respecto a octubre (-1,69 por 100), y la tasa interanual fue de -0,1 por 100, la primera tasa negativa de crecimiento desde agosto de 2002. Los datos nos indican un cambio de tendencia en la venta de viviendas usadas, comenzando a registrar una desaceleración de las mismas

mucho más pronunciada que en el caso de la venta de viviendas nuevas.

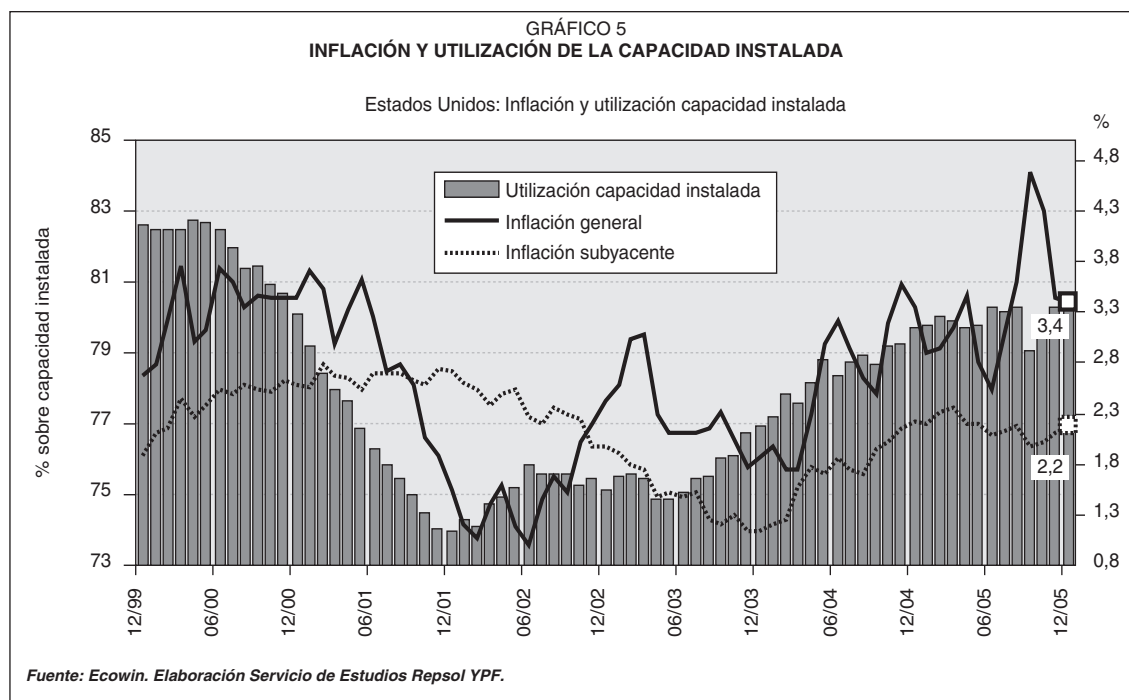
El precio de la vivienda sigue registrando altas tasas, creciendo durante el tercer trimestre a un 12,02 por 100, en comparación con el mismo trimestre de 2004 (donde registró una tasa de 1,7 por 100). De todas formas se ha desacelerado el crecimiento de los precios durante este trimestre, después de registrar una tasa interanual del 14 por 100 en el segundo trimestre de 2005. Esto, unido a una ralentización de la venta de viviendas nuevas y usadas y la caída de las viviendas iniciadas y los permisos de construcción, parece indicar un enfriamiento del mercado de la vivienda.

La principal preocupación de la Reserva Federal continúa estando en los precios. El incremento de la capacidad de utilización y los elevados precios de la energía pueden añadir presiones inflacionistas.

Los precios al consumo se moderaron en noviembre y diciembre registrando una tasa interanual del 3,5 por 100 y el 3,4 por 100 respectivamente, tras el fuerte crecimiento de los precios durante septiembre



COLABORACIONES



COLABORACIONES

y octubre. Finalmente, la tasa de inflación durante 2005 se situó en el 3,4 por 100, la más elevada desde hace cinco años, consecuencia de los aumentos en los precios de la energía. El dato estuvo en línea con las previsiones de la OCDE y con el panel de analistas privados. La tasas intermensuales en noviembre y diciembre fueron negativas ( $-0,6$  por 100 y  $-0,05$  por 100 respectivamente).

Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación subyacente subió en diciembre un 0,2 por 100 con respecto a noviembre, situándose la tasa interanual en el 2,2 por 100. El dato indica que continúa la tendencia creciente iniciada por la inflación subyacente en el mes de septiembre y los analistas prevén que continuará al alza durante este año, debido a que el mercado laboral se está fortaleciendo y está aumentando la utilización de la capacidad instalada. Además, en el comunicado de esta reunión se observa una mayor preocupación por los riesgos de un aumento de la inflación subyacente ante posibles presiones de demanda.

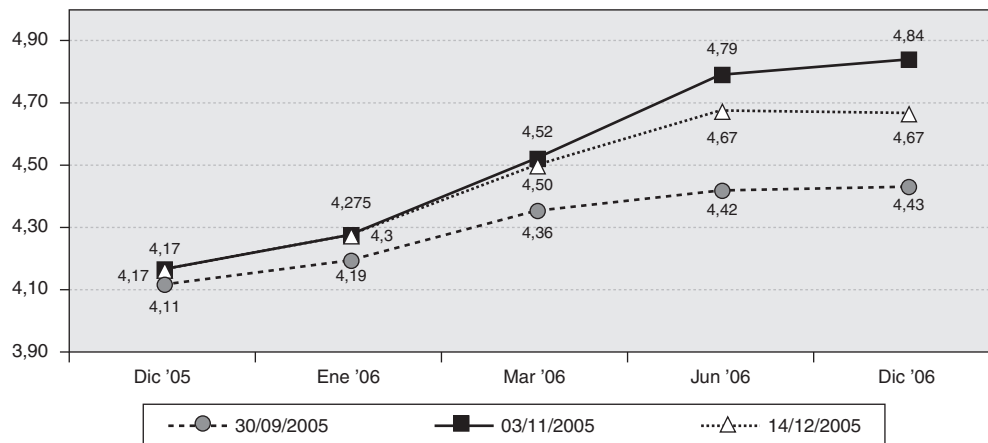
Otro factor que preocupa a la Reserva Federal en su último comunicado es el nivel de utilización de los recursos, que aumenta desde junio de 2003 situándose en el mes de diciembre por encima del 80 por 100, porcentaje que no alcanzaba desde finales de 2000. Esto hace que el aumento de los costes marginales añada más presiones inflacionistas.

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

Tras la reunión del 1 de diciembre, la curva de tipos implícitos de los contratos de futuros a 30 días sobre los Fed Funds se desplazó hacia abajo en los horizontes de 6 y 12 meses, descontando una menor subida de los tipos objetivo que en el mes anterior. Esto puede haberse debido a que la Reserva Federal, con el cambio de lenguaje de su último comunicado, parece mostrar una mayor incertidumbre por el crecimiento económico y una mayor preocupación por la inflación subyacente, ade-

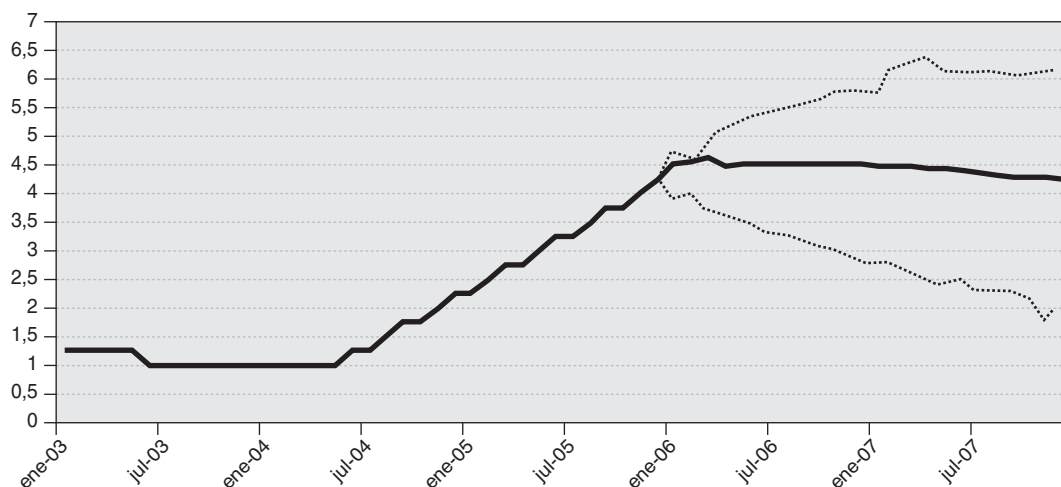
GRÁFICO 6  
MERCADO MONETARIO

Tipos implícitos de los futuros sobre Fed Funds (%)



Fuente: Ecwin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.

GRÁFICO 7  
EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERVENCIÓN MEDIANTE LA REGLA DE TAYLOR



Fuente: Ecwin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.



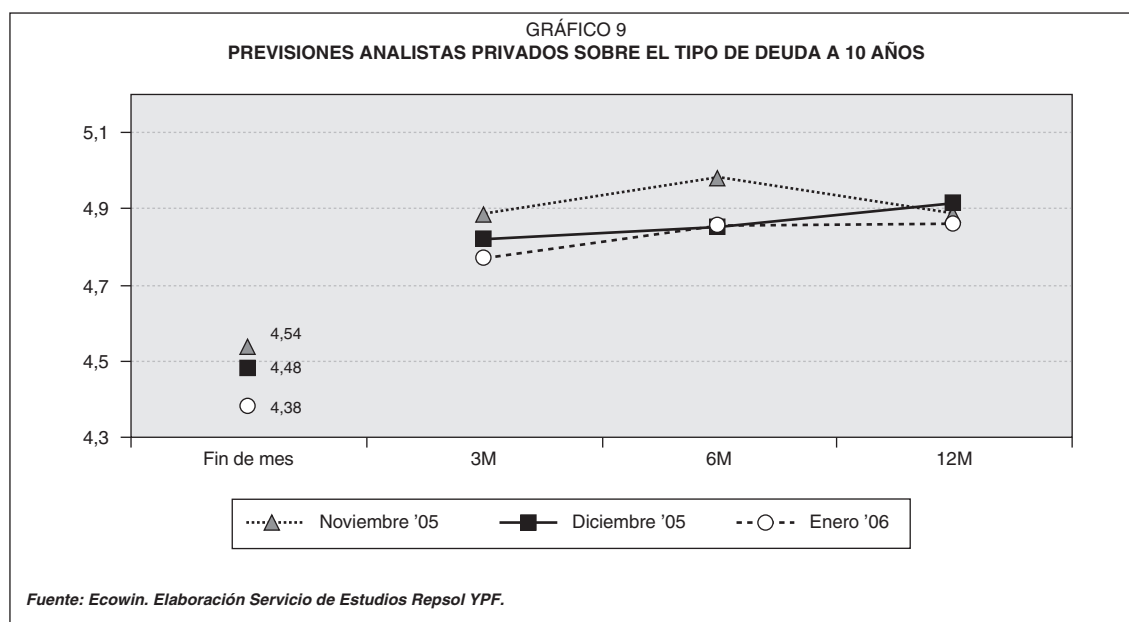
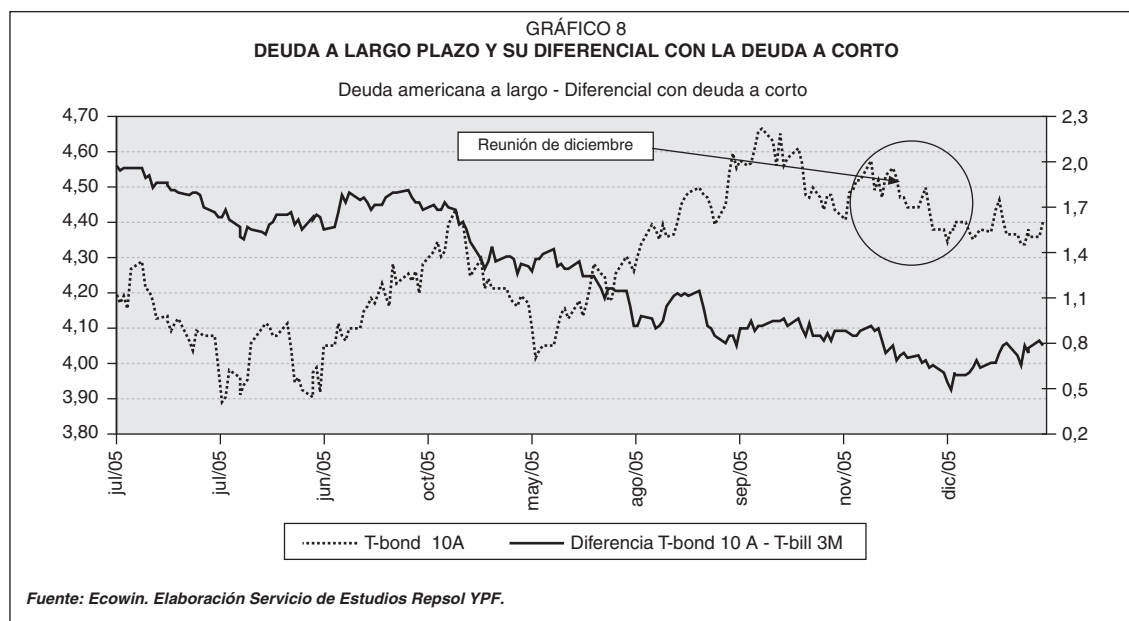
COLABORACIONES

más de haber eliminado la referencia a la política monetaria acomodaticia.

Se observa que la subida de tipos de diciembre estaba descontada por los mercados y esperan que los tipos se eleven en la reunión de enero al 4,25 por 100, alcanzando en marzo 4,5 por 100. Debido a esas mayores incertidumbres mencionadas anteriormente, el mercado espera que la Fed termine su política de subida de tipos en ni-

veles inferiores a los de hace un mes. Sitúan el fin de esta política monetaria en un rango del 4,5 por 100-4,75 por 100.

La aproximación de los tipos de interés oficiales mediante la regla de Taylor, sugiere que el tipo teórico, teniendo en cuenta expectativas sobre actividad y precios, se situarán en el 4,5 por 100, restando por lo tanto una única subida más de 25p.b. a la Reserva Federal.



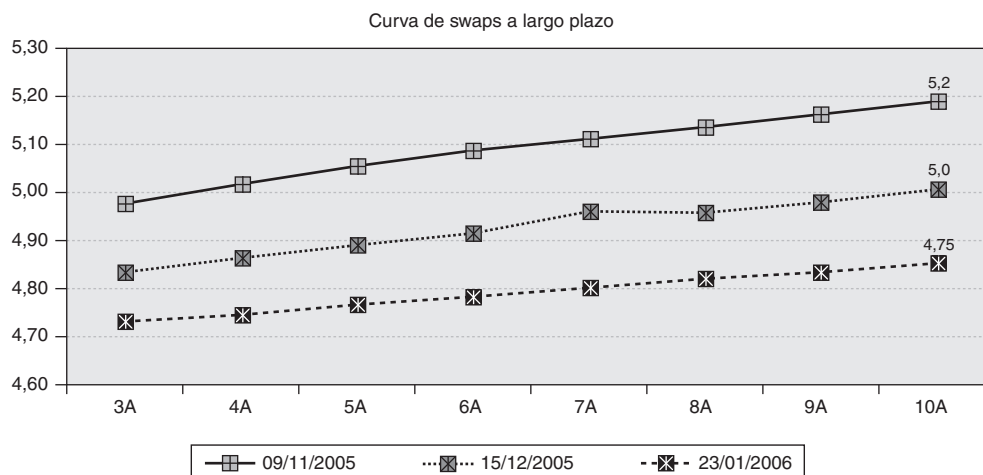
#### 4. Evolución del mercado de deuda a largo plazo

El mercado a largo plazo reaccionó tras la reunión de diciembre y los tipos comenzaron una tendencia decreciente que continuó durante el mes de enero. Esta tendencia decreciente pudo verse influida por el cambio de lenguaje introducido en la reunión que empieza a anti-

cipar el fin de las subidas de tipos, además de la mayor incertidumbre por el crecimiento.

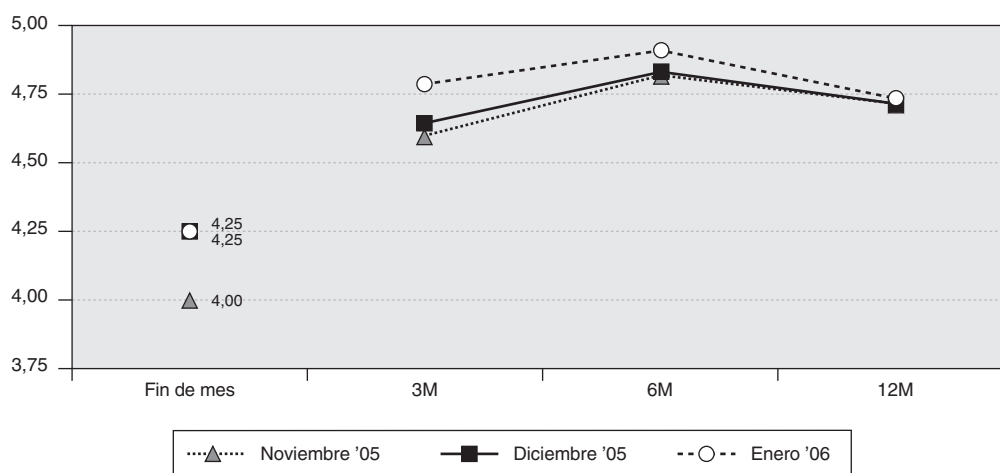
En el Gráfico 7, se observa que los tipos comenzaron a descender después de la reunión, tras un leve repunte en los días anteriores. De esto modo, se situaron en 4,34 por 100 (desde los 4,57 por 100). Estos niveles no se alcanzaban desde principios de octubre (en plena recupera-

GRÁFICO 10  
EVOLUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE SWAPS A LARGO PLAZO



Fuente: Ecwin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.

GRÁFICO 11  
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES



Fuente: Ecwin. Elaboración Servicio de Estudios Repsol YPF.



COLABORACIONES

ción de los tipos), y se han mantenido durante el mes de enero.

Por otro lado, los analistas privados esperan que los tipos a largo continúen aumentando con respecto a los niveles actuales, situándose en un 4,77 por 100 en marzo, para finalizar el año cercanos al 4,9 por 100. Las previsiones continúan siendo de un aumento de las rentabilidades a largo plazo, puesto que, aunque la

Fed tenga una mayor incertidumbre sobre el crecimiento, la economía estadounidense continúa creciendo a tasas muy cercanas a su potencial. Estas previsiones han sido revisadas ligeramente a la baja en enero para un plazo de tres meses, dada la tendencia decreciente de los tipos.

Los movimientos en la curva de *swaps* son 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 abajo tras la reunión de diciembre volviendo a hacerlo a mitad de enero. Esto refleja el hecho de que la Fed comienza a preparar al mercado para el fin de su política monetaria. Aún así, la curva continúa con pendiente positiva indicando que los tipos aún continuarán creciendo a lo largo de 2006, como indican las previsiones de los analistas privados.

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



COLABORACIONES

Las previsiones de los analistas privados para el tipo objetivo indican que los tipos se elevarán en los próximos tres meses, situándose en el 4,75 por 100. Para el resto del año, no existe un consenso claro. Los analistas discrepan sobre cuál será el tipo objetivo en el que la Reserva Federal termine su política de subidas paulatinas. El rango se sitúa entre el 4,75 por 100 y el 5 por 100. Aunque sí tienen claro que a un horizonte de 6 meses la Fed la finalizará.

Las previsiones de los analistas privados han situado desde agosto el tipo final de la Reserva Federal en el rango 4,5 por 100-5 por 100. Aunque tras la fuerte temporada de huracanes, se pensó que se pararía antes la subida de tipos ante la posibilidad de que afectara negativamente a la economía estadounidense. Con la publicación de los datos del tercer trimestre, se comprobó que EEUU continuaba creciendo a buen ritmo y cerca de su potencial.

## 6. Conclusiones

Por decimotercera vez consecutiva, la Reserva Federal elevó su tipo de interés oficial en un cuarto de punto, hasta el 4,25 por 100.

La FOMC introdujo un cambio muy significativo en el lenguaje de su comunicado, mostrando una incertidumbre por el crecimiento económico y una mayor preocupación por la inflación subyacente. Además, este comunicado elimina el calificativo de «acomodaticia» para referirse a la política monetaria, sustituyéndolo por un comentario sobre la continuación de un cierto grado de endurecimiento adicional para mantener el equilibrio entre crecimiento sostenible y estabilidad de precios.

Los datos de contabilidad nacional del tercer trimestre muestran un crecimiento económico sólido sustentado por el consumo personal y la inversión no residencial. De esta manera, la economía estadounidense lleva diez trimestres consecutivos creciendo por encima del 3 por 100.

La principal preocupación de la Reserva Federal continúa estando en los precios. El incremento de la capacidad de utilización y los elevados precios de la energía pueden añadir presiones inflacionistas. La inflación subyacente continúa con la tendencia positiva iniciada en septiembre de 2005 y la capacidad de utilización de los recursos aumenta desde junio de 2003, situándose en el mes de diciembre por encima del 80 por 100, porcentaje que no alcanzaba desde finales de 2000.

Tanto el mercado monetario como las previsiones de los analistas privados esperan que los tipos finalicen en el rango 4,5 por 100-4,75 por 100. Por su parte, la Regla de Taylor elaborada por el Servicio de Estudios de Repsol/YPF, nos indica que el tipo teórico debería situarse en el 4,5 por 100.