

Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC)

Septiembre de 2006

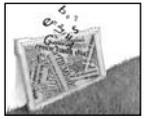
Pedro Antonio Merino García*

Verónica Buelga Fernández**

En la reunión de política monetaria del 20 de septiembre, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC) mantuvo el tipo de interés objetivo, por segunda vez consecutiva, en el 5,25 por 100.

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

Clasificación JEL: G15



COLABORACIONES

1. Introducción

El FOMC decidió mantener de nuevo el tipo de interés de referencia de los fondos federales en el 5,25 por 100. Es el nivel más alto registrado en cinco años, después de diecisiete subidas consecutivas desde junio de 2004. No obstante, dejó abierta la posibilidad de nuevas subidas dependientes de los datos.

El comunicado reconoció que el crecimiento económico continúa moderándose con respecto a su fuerte ritmo de principios de año, en parte reflejando el enfriamiento del mercado de la vivienda, que ya no califican como gradual. En este comunicado ya no se menciona que esta mode-

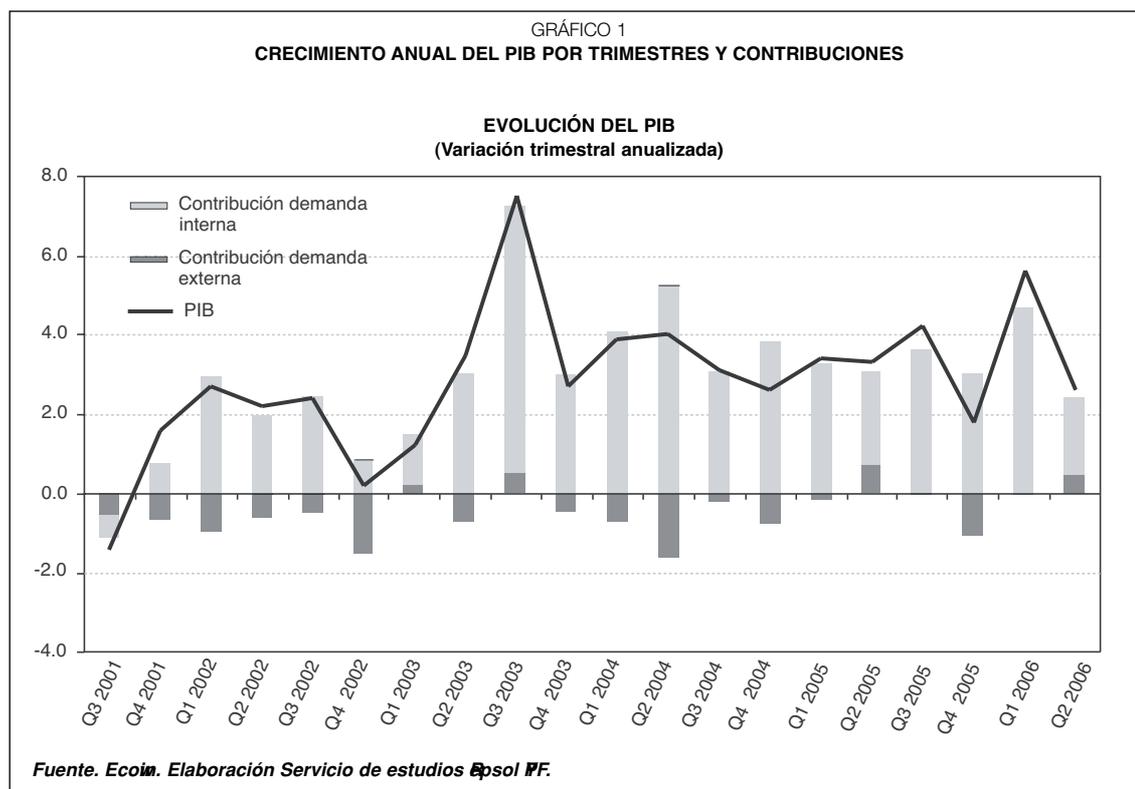
ración del crecimiento sea atribuible también a los efectos acumulados de la política monetaria y los elevados precios de la energía.

Respecto a la inflación, la Fed reconoce que ha sido elevada en los últimos meses y el aumento de la capacidad utilizada de los recursos junto con los elevados precios de la energía y otras materias primas sostienen las presiones inflacionistas. No obstante, consideran que las presiones inflacionistas deberían moderarse con el tiempo por la reciente caída del precio del crudo, unas expectativas de inflación contenidas y los efectos acumulados de la política monetaria y otros factores que desaceleran la demanda agregada.

Sin embargo, el Comité cree que todavía persisten algunos riesgos sobre la infla-

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

** Economista.



COLABORACIONES

ción. Además han eliminado del comunicado la referencia a que las ganancias de productividad mantenían controlados los costes laborales unitarios, mostrando una mayor preocupación por la evolución de la inflación. Finalmente, señalan que el momento y el grado de cualquier endurecimiento adicional de la política monetaria para controlar esos riesgos dependerán tanto de los datos de inflación como de crecimiento. La Fed vuelve a dejar la evolución de la política monetaria dependiente de la evolución de los indicadores económicos.

2. Coyuntura económica

Los datos preliminares de Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2006 mostraron una fuerte desaceleración de la economía estadounidense, registrando una tasa trimestral anualizada del 2,6 por 100, muy por debajo del 5,6 por 100 registrado en el primer trimestre.

Esta desaceleración de la economía es consecuencia del enfriamiento del mercado de la vivienda, los efectos acumulados de las subidas de los tipos de interés y los elevados precios de la energía y otras materias primas.

El crecimiento del segundo trimestre de 2006, se caracterizó por la fuerte reducción de la aportación de la demanda interna. Esta menor contribución se debe a una significativa desaceleración del gasto en consumo y de la inversión, con respecto a los tres primeros meses del año.

El gasto en consumo personal se desaceleró hasta el 2,6 por 100 de abril a junio, desde el 4,8 por 100 de los primeros meses del año, sumando solo 1,81 puntos porcentuales (pp) al crecimiento (3,38 pp el trimestre anterior). Esto fue consecuencia del menor consumo en bienes duraderos, que se contrajo hasta el 0,1 por 100, y de la desaceleración del consumo de bienes no duraderos, que se situó 4,5 pp

CUADRO 1
 CUADRO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS

	2005	2005r	3T05	4T05	1T06	2T06	Fecha t
Actividad (1)							
PIB real.....	4,2	3,5	4,2	1,8	5,6	2,6	↓ jun-06
Gasto consumo personal	3,9	3,6	3,9	0,8	4,8	2,6	↓ jun-06
Bienes duraderos	6,0	4,5	9,0	-12,3	19,8	-0,1	↓ jun-06
Bienes no duraderos	4,7	4,4	3,4	3,9	5,9	1,4	↓ jun-06
Servicios.....	3,0	2,9	3,2	2,0	1,6	3,7	↑ jun-06
Inversión de negocios	11,9	6,0	5,2	16,2	7,8	1,0	↓ jun-06
Inversión Bruta fija	9,7	8,1	6,3	2,8	8,2	-1,6	↓ jun-06
No residencial.....	9,4	8,7	5,9	5,2	13,7	4,4	↓ jun-06
Residencial.....	10,3	7,1	7,1	-0,9	-0,3	-11,1	↓ jun-06
Exportaciones de bienes y servicios.....	8,4	7,0	3,2	9,6	14,0	6,2	↓ jun-06
Importaciones de bienes y servicios	10,7	6,4	2,5	13,2	9,1	1,4	↓ jun-06
Gasto en consumo del gobierno e inversión bruta pública	2,2	1,8	3,4	-1,1	4,9	0,9	↓ jun-06
Federal	5,2	2,3	9,6	-4,6	8,8	-4,5	↓ jun-06
Defensa	7,0	2,6	11,2	-9,9	8,9	-2,0	↓ jun-06
No Defensa	1,8	1,9	6,2	7,1	8,5	-9,3	↓ jun-06
Estatad y local	0,4	1,5	-0,1	1,0	2,7	4,0	↑ jun-06
Deflactor implícito de PIB.....	2,6	2,8	3,3	3,3	3,3	3,3	↑ jun-06
Deflactor implícito Consumo Personal.....	2,6	2,8	4,1	2,9	2,0	4,0	↑ jun-06

(1) Tasas de crecimiento respecto al período anterior anualizadas, con ajuste estacional. Año base 2000.

Fuente: Ecoin. Elaboración Servicio de Estudios Epsol PF.

por debajo del crecimiento del primer trimestre. Por el contrario, el gasto en servicios creció a una tasa interanual anualizada del 3,7 por 100, 2,1 pp más que en el primer trimestre, lo que supuso una aportación de 1,52 pp al crecimiento del PIB.

La inversión empresarial moderó su crecimiento hasta el 1 por 100, desde el 7,8 por 100 del primer trimestre. Es destacable la fuerte contracción de la inversión residencial que registró una tasa negativa del 11,1 por 100 (-0,3 por 100 en el primer trimestre del año). La inversión bruta fija también se contrajo a una tasa del 1,6 por 100, tras haber crecido al 8,2 por 100 durante los tres primeros meses del año.

El consumo público se desaceleró hasta el 0,8 por 100, consecuencia de la fuerte contracción del consumo federal con una tasa negativa del 4,5 por 100 (8,8 por 100 anterior), y que restó 0,32 pp al crecimiento.

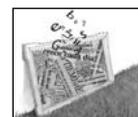
Finalmente, el sector exterior registró, durante este trimestre, un comportamiento ligeramente más positivo que durante los tres primeros meses del año, con una contribución al crecimiento de 0,42 pp.

Las exportaciones se desaceleraron hasta el 6,2 por 100 (14 por 100 anterior), con una aportación al crecimiento de 0,66 pp. Mientras que las importaciones redujeron su crecimiento hasta el 1,4 por 100, desde el 9,1 por 100 del primer trimestre, lo que supuso una menor contribución negativa al crecimiento (-0,24 pp desde los -1,46 pp anteriores), consecuencia de la moderación de la demanda interna.

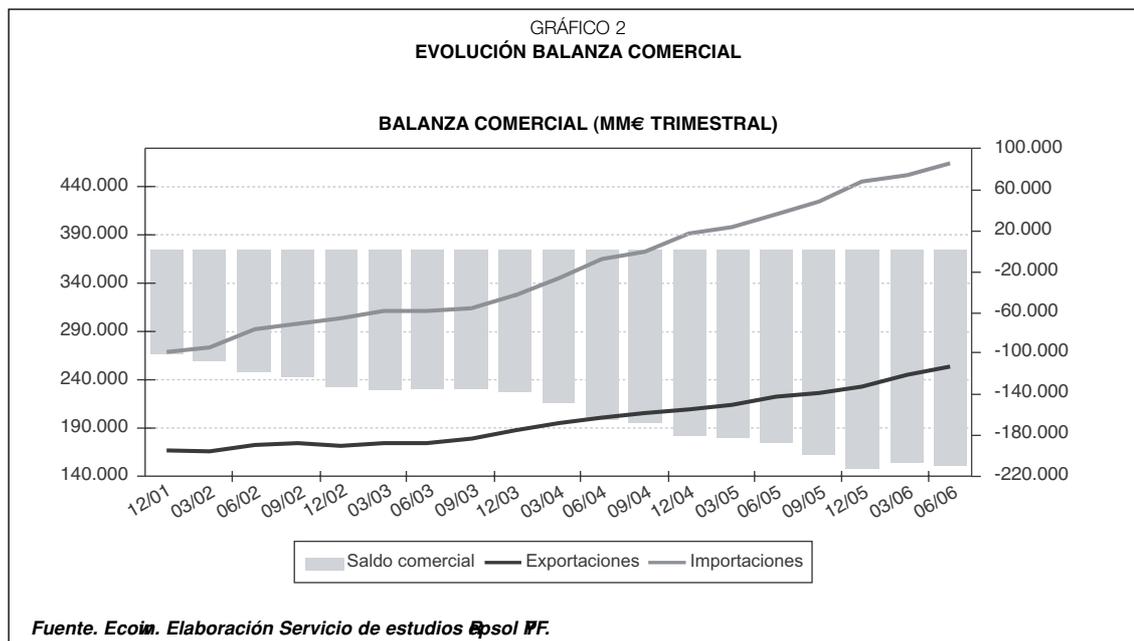
No obstante, el déficit comercial se elevó en el segundo trimestre hasta los 210.598 millones de dólares (2.631 millones de dólares más que en el primer trimestre) consecuencia de los elevados precios del petróleo.

Por lo tanto, un crecimiento moderado de las importaciones junto con unas exportaciones más dinámicas en el corto plazo, fundamentado en un crecimiento económico sostenido de los socios comerciales, elevaría la contribución al crecimiento del sector exterior, compensando posiblemente la moderación de la demanda interna.

A continuación se hace un análisis de la actividad, con una especial atención al sector inmobiliario, y de los precios, que

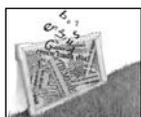


COLABORACIONES



son las claves para la evolución de la política monetaria.

ello viene apoyado al mismo tiempo por el enfriamiento del mercado inmobiliario, que muestra una desaceleración tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta.

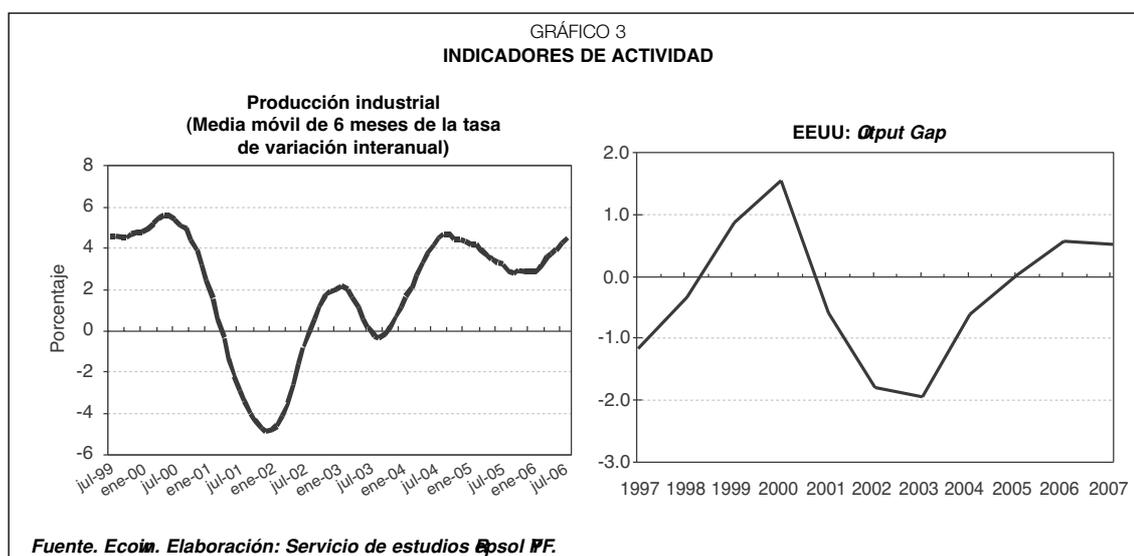


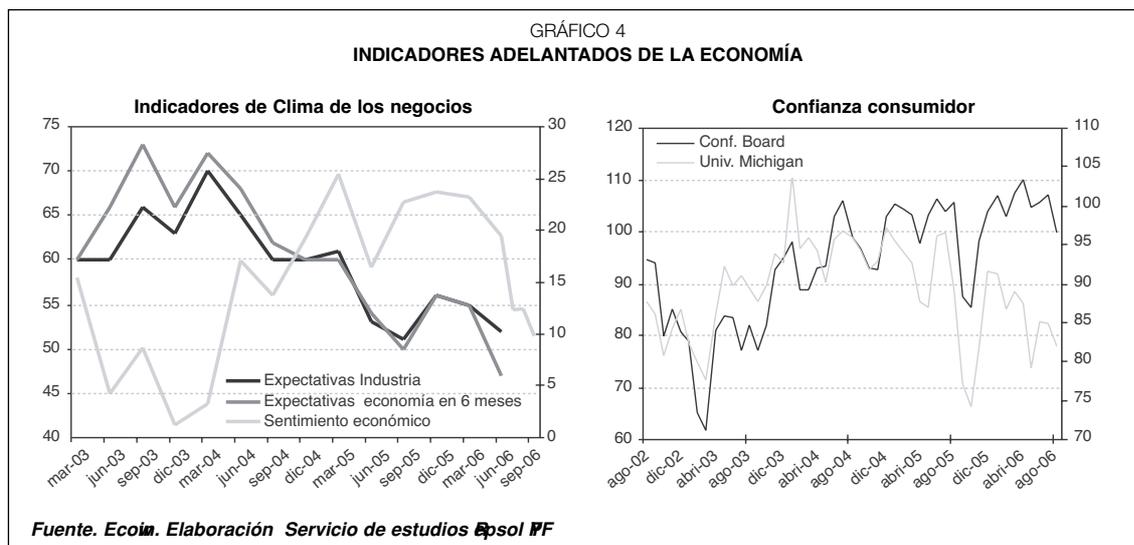
COLABORACIONES

Por el lado de la actividad podemos observar que a pesar de que la producción industrial continúa creciendo a tasas positivas y aún no muestra signos de desaceleración, tanto las previsiones de *output-gap* como las previsiones de organismos oficiales y analistas privados indican una desaceleración de la actividad. Además, los indicadores adelantados reflejan el comienzo de la desaceleración. Todo

En cuanto a los precios, aunque la inflación principal se ha moderado, su componente subyacente continúa acelerándose y la capacidad utilizada de los recursos sigue aumentando, lo que supone mayores presiones sobre los precios.

Con respecto a la actividad, los datos





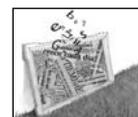
reales de producción aún no muestran una desaceleración. La producción industrial continúa con una tendencia positiva, registrando un crecimiento interanual en agosto del 4,7 por 100.

El *output-gap* también presenta una tendencia positiva, habiendo rebasado en 2005 la cota que marca un crecimiento por encima del potencial. No obstante, tomando las previsiones de la OCDE, se espera que tanto en 2006 como en 2007 se inicie una senda de suave desaceleración hacia el crecimiento potencial de la economía de EEUU.

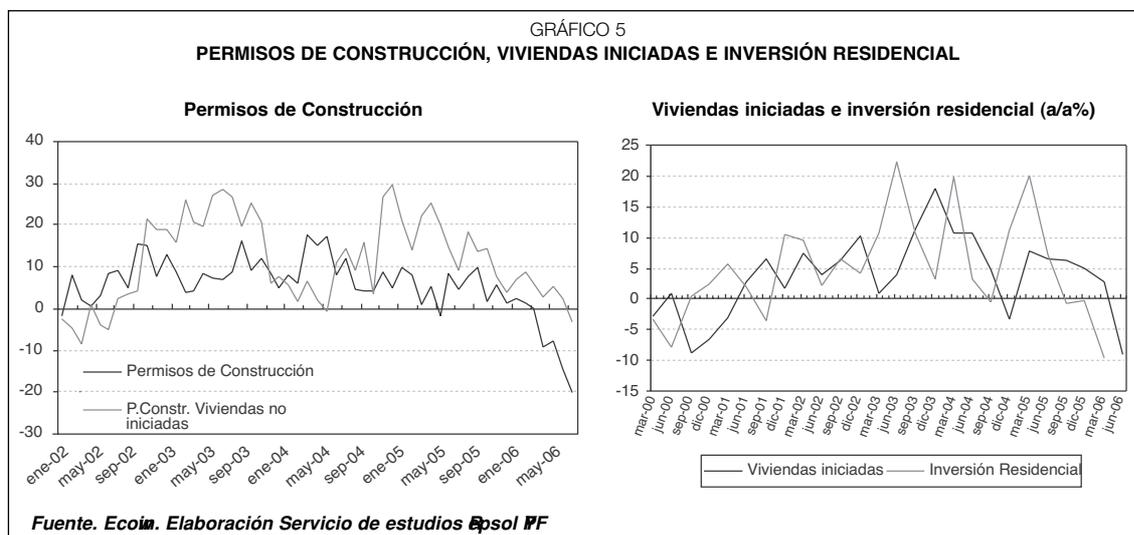
Además, los indicadores de sentimiento

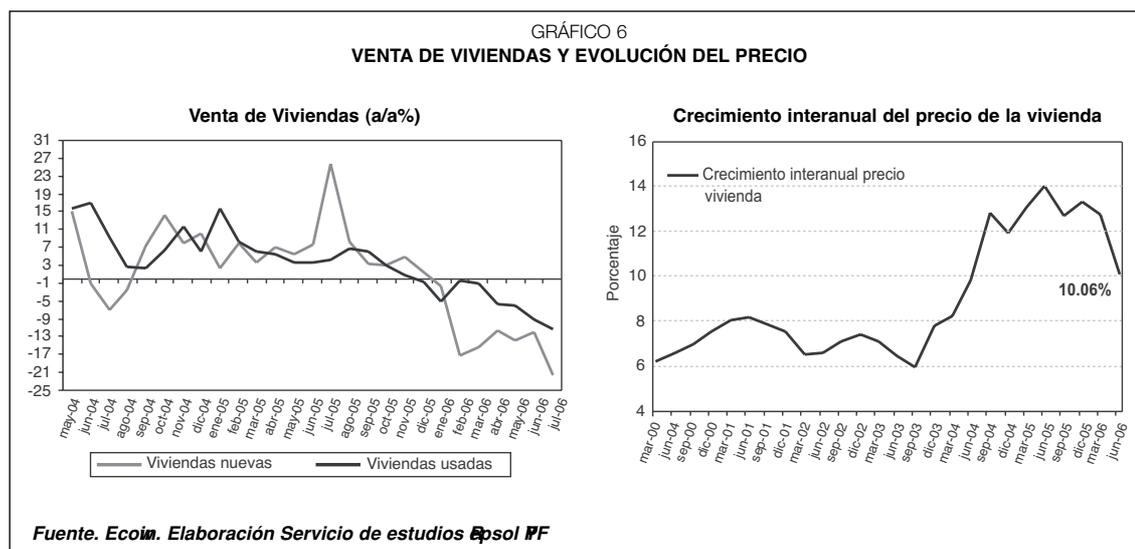
económico y de expectativas sobre la economía y la industria indican una desaceleración de la actividad en los próximos meses. Al mismo tiempo, los indicadores adelantados del consumo también muestran que ha habido una pérdida de confianza de los consumidores que incidiría negativamente sobre la actividad y por extensión sobre el crecimiento económico, puesto que el consumo supone el 70 por 100 del PIB.

Analizando más específicamente el sector inmobiliario, se observa que continúa el enfriamiento del sector, con una menor construcción de viviendas y un descenso de las ventas. Además, los indicadores



COLABORACIONES





adelantados muestran que esta tendencia continuará en los próximos meses.

La construcción de viviendas continúa desacelerándose fuertemente, junto con la desaceleración de la demanda y la pérdida de confianza de los consumidores. Los permisos para construcción, que es un indicador adelantado de la construcción residencial, cayeron por cuarto mes consecutivo. Esta contracción de los permisos indica que los constructores no elevarán la oferta sino que la ajustarán a una demanda cada vez menor y unos inventarios elevados.

Las viviendas iniciadas registran durante los meses de junio y julio las mayores caídas en dos años. Esta desaceleración de la construcción de vivienda, perjudica a la inversión residencial del PIB que cae por tercer trimestre consecutivo, registrando una tasa de variación negativa del 11,1 por 100 en el segundo trimestre de 2006.

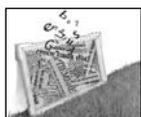
Por el lado de la demanda, las ventas de viviendas nuevas y usadas continúan contrayéndose a un ritmo elevado, acorde con la desaceleración de la oferta. En julio, la venta de viviendas nuevas cayó en un 21,6 por 100 y la venta de viviendas usadas un 11,2 por 100. Por otro lado, el precio de la vivienda se ha ido desacele-

rando desde principios de este año, registrando en junio un incremento del 10 por 100 aproximadamente (12,8 por 100 anterior). Es el menor incremento de precios desde septiembre de 2004.

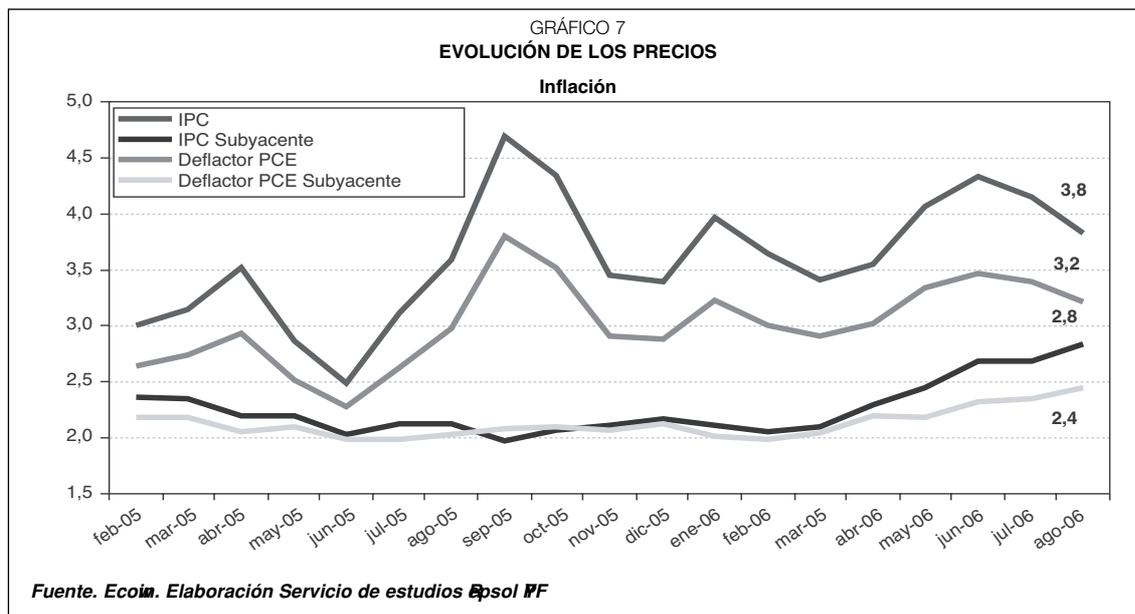
En cuanto a los precios, continúa siendo la principal preocupación de la Reserva Federal. El incremento de la capacidad utilizada de los recursos y los elevados precios de la energía, registrados a lo largo del año, sostienen las presiones inflacionistas.

Tal y como indicaba la Reserva Federal en su comunicado, los datos de inflación fueron elevados durante los meses de mayo, junio y julio. Sin embargo, durante el mes de agosto el crecimiento de los precios se moderó hasta el 3,8 por 100. El deflactor del consumo, según contabilidad nacional, repuntó en junio hasta el 3,5 por 100 (el nivel más alto del año) para ir desacelerándose hasta el 3,2 por 100 en agosto.

No obstante, si excluimos los precios de la energía y los alimentos, preocupa la fuerte tendencia positiva que presenta la inflación subyacente, que en el mes de agosto alcanzó el 2,8 por 100, el dato más alto en cinco años. Igualmente, el deflactor subyacente del consumo personal ha iniciado una tendencia positiva, alcanza-



COLABORACIONES



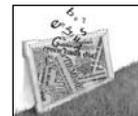
do en julio el 2,4 por 100, el nivel más alto en cuatro años.

Por otro lado, el incremento de la capacidad utilizada de los recursos continúa aumentando presionando a los precios. Durante los meses de verano, alcanzó niveles superiores al 82 por 100, situándose en julio en el 82,7 por 100.

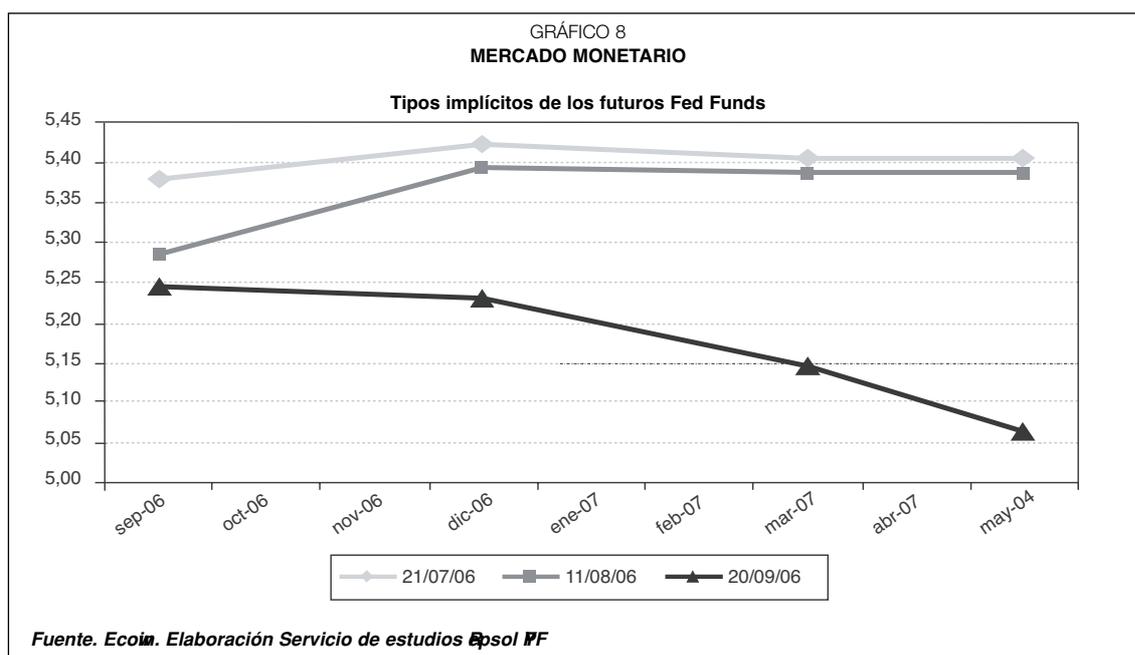
Por lo tanto, siguen existiendo riesgos sobre la inflación. No obstante, la Reserva

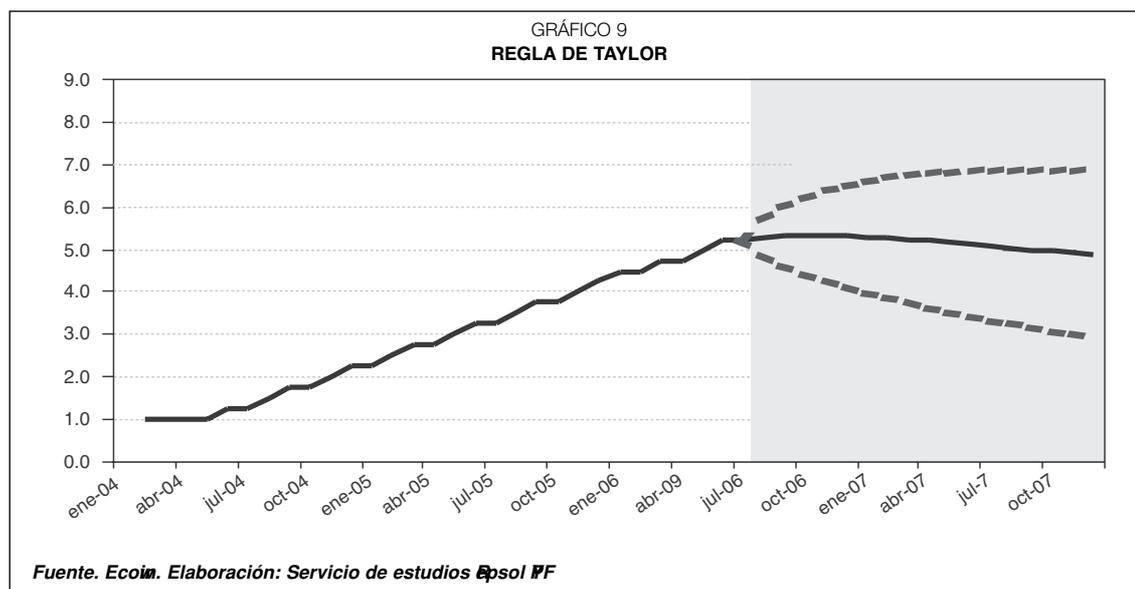
Federal considera que estos elevados niveles de inflación son coyunturales y que comenzarán a contenerse a medida que se modere la demanda agregada, contribuyendo positivamente la reciente moderación de los precios del petróleo.

No obstante, tanto el FMI como los analistas privados han elevado sus previsiones de inflación para los dos próximos años, situándolas en el 3,6 por 100 para



COLABORACIONES





2006 y en el 2,9 por 100 y 2,7 por 100 respectivamente, para 2007.

4. Evolución del mercado de deuda a largo plazo

El mercado a largo plazo continúa con la tendencia descendente iniciada a principios de verano, situándose en septiembre en el 4,72 por 100 (media de mes) y alcanzando el 4,61 por 100 a principios de octubre. Esta tendencia viene determinada por las menores expectativas de crecimiento de la economía y unas todavía contenidas expectativas de inflación. Tras la reunión del 20 de septiembre, los tipos descendieron más acusadamente pasando de situarse en el 4,73 por 100 el día de la reunión al 4,64 por 100 al día siguiente.

Con respecto al diferencial con la deuda a corto plazo, continúa con la tendencia descendente y actualmente es de -0,28.

5. Evolución de las expectativas de los analistas privados

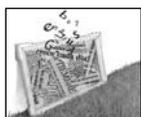
Tras las reuniones de agosto y septiembre, donde la Reserva Federal mantuvo los tipos en el 5,25 por 100, los ana-

3. Evolución del mercado monetario y Regla de Taylor

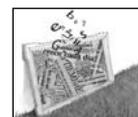
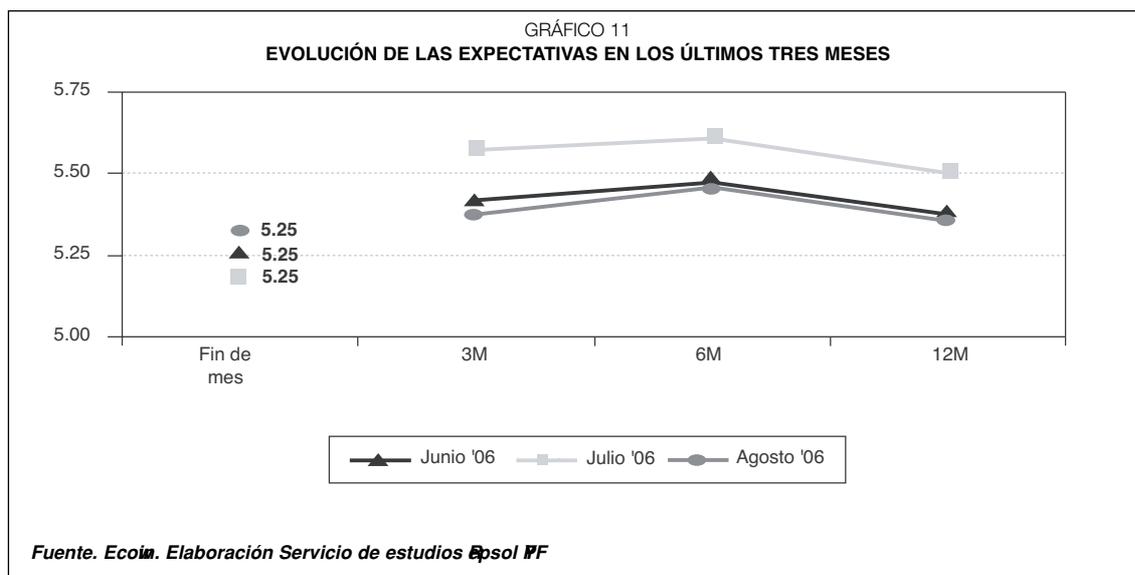
Tras la reunión del 20 de septiembre, la curva de tipos implícitos de los futuros sobre los Fed Funds se desplazó hacia abajo. El mercado descuenta que los tipos se mantengan en el 5,25 por 100 hasta finales de 2006, asignando una elevada probabilidad a un descenso de 25p.b. para mediados de 2007.

El mercado descuenta que la política de subidas de tipos ha llegado a su fin, ante la desaceleración del crecimiento y unas expectativas inflacionistas aún contenidas; se espera que los elevados niveles de inflación se vayan moderando a medida que se desacelera la economía.

La aproximación de los tipos oficiales mediante la regla de Taylor sugiere que el tipo teórico, teniendo en cuenta las expectativas sobre la inflación subyacente y el desempleo, se situaría en el 5,5 por 100 a finales de 2006 para luego comenzar a descender durante 2007.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

listas privados revisaron sus expectativas a la baja. Las previsiones indican que los tipos se mantendrán en los próximos seis meses o, como máximo, se elevarán en 25p.b.; aunque, en un año, volverían a los niveles actuales.

No obstante, queda claro que la política monetaria de subidas de tipos ha llegado a su fin o está cerca de él, dependiendo de los datos de crecimiento e inflación que se vayan obteniendo.

5. Conclusiones

En su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo, por segunda vez consecutiva, el tipo de interés oficial en el 5,25 por 100. En el comunicado, muy similar al de la reunión de agosto, se dice que el crecimiento continúa moderándose debido, en parte, al enfriamiento del mercado de la vivienda.

Por otro lado, a pesar de que en los me-

ses más recientes la inflación ha sido elevada y hay factores que incrementan las presiones inflacionistas, se espera que se vaya moderando.

Los datos de contabilidad nacional muestran esa desaceleración de la economía: se modera el consumo y la inversión, aunque el sector exterior gana peso en el crecimiento.

Los indicadores mensuales confirman esa desaceleración de la economía, y más concretamente ese enfriamiento del mercado de la vivienda, donde tanto oferta como demanda inmo-

liaria han iniciado una tendencia decreciente.

Por su parte, la regla de Taylor sugiere que los tipos actuales, dada la situación coyuntural de la economía, están por debajo del tipo teórico, aunque comenzarían a descender durante 2007.

Finalmente, los analistas privados prevén que se mantengan los tipos o como mucho haya otra subida de tipos de 25 p.b. en los próximos 6 meses, siempre dependiendo de los nuevos datos de inflación y crecimiento. Mientras que el mercado no descuenta ya ninguna subida adicional.



COLABORACIONES