

Política Monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales

Extracto del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2018, Recuadro 1, pp. 15-17, Febrero 2019

Introducción

Durante la mayor parte del cuarto trimestre de 2018, las condiciones financieras globales experimentaron un deterioro, acompañado de una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, la cual ha disminuido desde finales de diciembre. A esta volatilidad en los mercados financieros contribuyeron entre otros factores, la perspectiva de un debilitamiento del crecimiento mundial a causa de las mayores tensiones comerciales, la mayor incertidumbre política en algunos países, las expectativas de disipación del efecto de la reforma tributaria en Estados Unidos, así como la incertidumbre asociada a la evolución esperada de la postura monetaria de la Reserva Federal, que durante el periodo que cubre este Informe tuvo cambios considerables. En este Recuadro se presentan los principales elementos de comunicación de la Reserva Federal desde inicios del cuarto trimestre de 2018 hasta la decisión de política monetaria del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) correspondiente al 30 de enero de 2019, y la manera en que evolucionaron los mercados financieros internacionales.

Principales elementos de comunicación de la Reserva Federal a partir del cuarto trimestre de 2018

En esta sección se presentan distintas instancias en las que funcionarios de la Reserva Federal hicieron referencia a sus perspectivas sobre la postura de política monetaria. Se analizan tres periodos elegidos con base en el contenido de las comunicaciones en materia de política monetaria, así como en el comportamiento de los mercados financieros. Los paneles de la Gráfica 1 muestran el comportamiento de diferentes activos financieros a lo largo de los periodos de análisis, señalando algunas de las declaraciones o eventos más importantes identificados en este Recuadro.

Periodo 1: Lejos de la neutralidad

En la decisión del 26 de septiembre, además de elevar el rango objetivo de su tasa de fondos federales de 2 a 2.25%, la Reserva Federal reiteró su previsión de aumentos graduales para dicha tasa. Además, en su conferencia de prensa, el Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, destacó que la tasa de fondos federales, aun después de esa alza, se ubicó por debajo del rango estimado para la tasa neutral de largo plazo de cada uno de los participantes. Lo anterior propició un aumento en las tasas de interés en todos sus plazos. Posteriormente, declaraciones de varios miembros del FOMC, en el sentido de que el rango objetivo de la tasa de referencia prevaleciente de 2-2.25% aún se encontraba lejos del rango estimado para la tasa neutral, dieron lugar a especulaciones sobre un ritmo acelerado en el proceso de alzas de su tasa de interés de referencia. En este sentido, destacan los siguientes eventos:

- 3 de octubre. En una entrevista, Jerome Powell, apuntó que "Las tasas de interés siguen siendo acomodaticias, si bien nos estamos moviendo gradualmente a un punto donde serán neutrales".

Además, destacó que "podría rebasarse el nivel de neutralidad, pero en este momento probablemente estamos lejos del nivel neutral".¹

- 17 de octubre. Las minutas de la reunión de septiembre del FOMC señalaron que algunos participantes consideraron que la política monetaria pudiera llegar a ser moderadamente restrictiva por un tiempo y que sería necesario aumentar temporalmente la tasa de fondos federales por encima de sus estimaciones para la tasa de interés de largo plazo. Esto con el objetivo de reducir el riesgo de que la inflación se ubique sistemáticamente por encima del objetivo de 2% y de contener los desequilibrios financieros.

Estos mensajes permearon en los mercados financieros, al ser interpretados por los inversionistas como una señal de una postura monetaria más restrictiva en el futuro de lo que anteriormente se anticipaba. Ello se vio reflejado en un aumento en los rendimientos de los bonos soberanos en Estados Unidos y de otras economías avanzadas, así como en el inicio de un periodo de fuertes caídas en los índices accionarios y de una apreciación generalizada del dólar. Al mismo tiempo, se ampliaron los márgenes de los bonos corporativos de alto rendimiento, mientras que las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros disminuyeron.

Periodo 2: Cerca de la neutralidad y dependientes de datos económicos

A mediados de noviembre, se comenzó a percibir un cambio en los mensajes de los miembros de la Reserva Federal, reflejando una postura más cauta. En particular, en contraste con las declaraciones de octubre, hubo menciones a que la tasa de referencia se ubicaba en niveles cercanos al rango estimado para la tasa neutral y que sus decisiones posteriores serían dependientes de los datos económicos:

- 16 de noviembre. El Vicepresidente de la Reserva Federal, Richard Clarida, señaló que "A medida que la tasa de interés de referencia se acerca al rango estimado para la tasa neutral y con la economía funcionando bien, es apropiado cambiar el énfasis hacia ser más dependiente de los datos". Declaraciones de varios miembros del FOMC adoptaron una tónica similar a partir de mediados de noviembre.²
- 19 de diciembre. Si bien en su reunión de diciembre el FOMC aumentó el rango de su tasa de interés de referencia, como era anticipado por los mercados, Jerome Powell señaló en su conferencia de prensa que "Existe gran incertidumbre tanto de la trayectoria, como del nivel final que alcanzará la tasa de interés de referencia".³ Asimismo, las proyecciones de la tasa de interés de referencia de los miembros del FOMC se revisaron a la baja. Sin embargo, también señaló que no preveía cambios en la estrategia de reducción de la hoja de balance.

Este cambio hacia una postura más cautelosa se vio reflejado en reducciones en las tasas de interés en Estados Unidos y un mayor aplanamiento en la curva de rendimiento. Al mismo tiempo, la apreciación generalizada del dólar se detuvo. Por su parte, si bien estas declaraciones contribuyeron a que otros activos de mayor riesgo como los mercados accionarios y los bonos de alto rendimiento registraran cierta recuperación, estos siguieron siendo presionados ante la revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de la economía mundial y de mayor incertidumbre política y geopolítica. Esta situación también se reflejó en una disminución de las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros.

Periodo 3: Paciencia sobre alzas futuras, flexibilidad para modificar el rumbo de política monetaria y pausa en la normalización

¹ Entrevista de Jerome Powell del 3 de octubre con Judy Woodruff para CNBC.

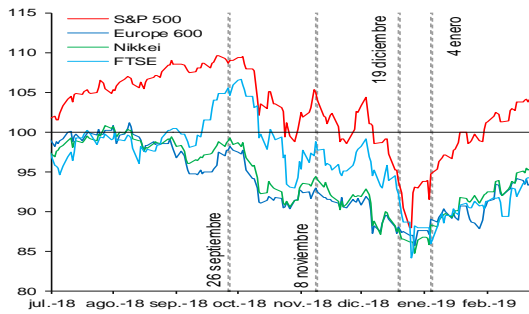
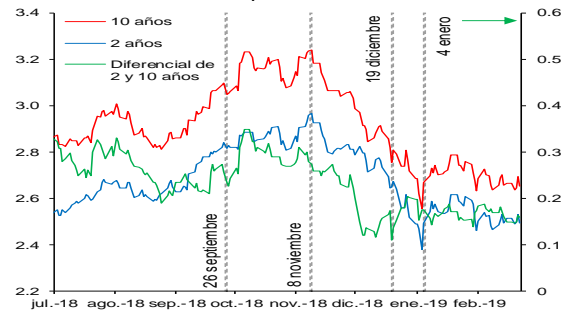
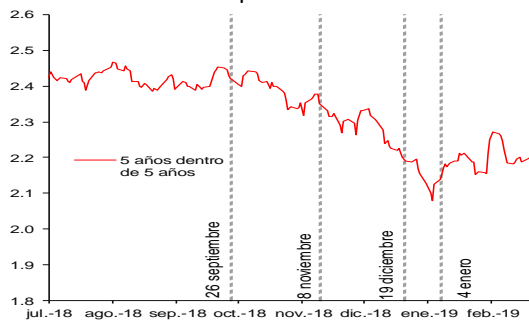
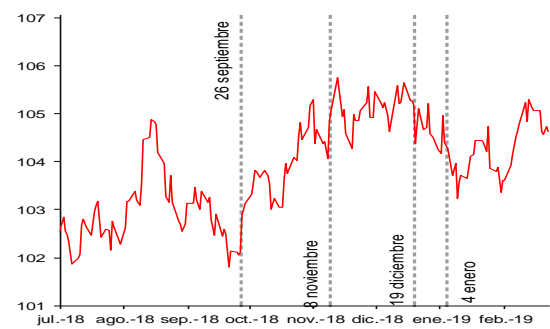
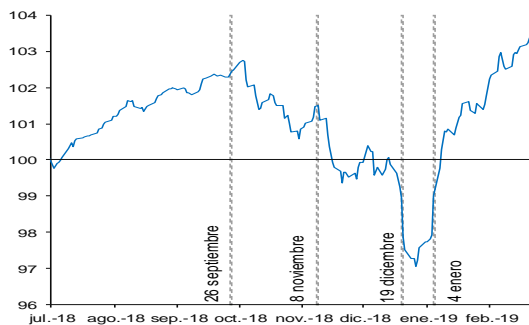
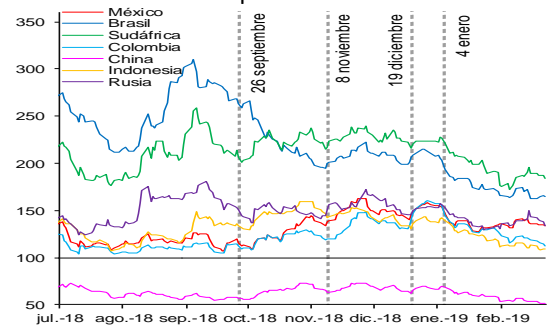
² Entrevista de Richard Clarida con Steve Liesman para CNBC.

³ Conferencia de prensa de Jerome Powell posterior a la reunión de política monetaria de la Reserva Federal del 19 de diciembre.

Durante enero de 2019, la Reserva Federal enfatizó aún más su posición de mayor cautela sobre posibles aumentos en la tasa de referencia, señalando que esa Institución tiene margen para ser paciente en el ciclo de alzas, particularmente ante la ausencia de claras presiones inflacionarias. Asimismo, durante dicho mes, la Reserva Federal recalcó su flexibilidad para modificar su postura de política monetaria de acuerdo con la evolución de la economía. Algunas de estas declaraciones fueron:

- 4 de enero. Jerome Powell, señaló ante la *American Economic Association* que “Con base en las bajas lecturas de inflación, seremos pacientes mientras observamos cómo evoluciona la economía”. Asimismo, si bien las proyecciones de diciembre de la Reserva Federal mostraban que se elevarían las tasas dos veces en 2019, Jerome Powell dijo que estaban listos para cambiar el curso significativamente en caso de ser necesario, destacando que dicho cambio no solo aplicaría a la tasa de interés de referencia, sino también al ritmo de reducción de la hoja de balance de ese Banco Central.
- 9 de enero. Las minutas de la reunión de diciembre mostraron que muchos miembros del FOMC señalaron que “en un ambiente de bajas presiones inflacionarias, el Comité podría permitirse ser paciente sobre alzas adicionales”.
- 30 de enero. El FOMC decidió dejar sin cambio el nivel de su tasa de interés de referencia y eliminó la frase referente a futuros aumentos graduales en esta variable. Al mismo tiempo, adoptó en su comunicado los puntos mencionados por sus miembros en declaraciones previas en el sentido de que el Comité “será paciente para determinar qué ajustes futuros en el rango objetivo para la tasa de fondos federales pueden ser apropiados para respaldar la expansión sostenida de la actividad económica, las fuertes condiciones del mercado laboral y la inflación cerca del objetivo”. Además, esa Institución emitió un comunicado en el que afirma que el FOMC está preparado para ajustar los parámetros del proceso de normalización de su hoja de balance según el desarrollo de la economía y de los mercados financieros, incluyendo la composición y tamaño de su balance. Las minutas de esta reunión, publicadas el 20 de febrero, ratificaron la mayor flexibilidad de respuesta ante la evolución de la economía y aportaron elementos adicionales como que la mayoría de los participantes del FOMC consideran una terminación de la reducción de la hoja de balance hacia finales de año, y la mayor incertidumbre sobre las condiciones para futuros aumentos en la tasa de referencia.

Los mercados financieros también reaccionaron a esta posición de mayor cautela. Las tasas de interés de los bonos soberanos se estabilizaron a inicios de año, al tiempo que el aplanamiento de la curva de rendimientos se acentuó. Los mercados accionarios revirtieron parcialmente las pérdidas que registraron durante el último trimestre de 2018, mientras que los bonos de alto rendimiento revirtieron totalmente el deterioro de los meses previos. Por su parte, el dólar, luego de experimentar una depreciación a inicios del año, ha mostrado un comportamiento relativamente estable en las semanas posteriores.

Gráfica 1
Evolución de Mercados Financieros Internacionales
a) Economías Avanzadas: Mercados Accionarios
 Índice 01/01/2018=100

b) EUA: Bonos a 2 y 10 años
 En por ciento

c) EUA: Expectativas de Inflación Derivadas de Instrumentos Financieros
 En por ciento

d) EUA: Índice Dólar (DXY)
 Índice 01/01/2018=100

e) EUA: Bonos Corporativos de Alto Rendimiento
 Índice 01/01/2018=100

f) Economías Emergentes: Riesgo por Incumplimiento Crediticio
 En puntos base


Las líneas en las gráficas indican los siguientes eventos:

26 de septiembre	Decisión del FOMC de elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales. En conferencia de prensa, Jerome Powell indica que este rango se ubica lejos de su nivel de largo plazo.
8 de noviembre	Decisión del FOMC de mantener sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales.
19 de diciembre	Decisión del FOMC de elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales. En conferencia de prensa, Jerome Powell señala que existe incertidumbre tanto de la trayectoria, como del nivel final que alcanzará la tasa de interés de referencia.
4 de enero	Jerome Powell señaló que con base en las bajas lecturas de inflación, serían pacientes mientras observan cómo evoluciona la economía, declarando que estaban listos para cambiar el curso significativamente de la tasa de interés de referencia y del ritmo de reducción de la hoja de balance, en caso de ser necesario.

Fuente: Bloomberg.

1/ Se refiere al "BofAML US High Yield Index" el cual da seguimiento al desempeño de la deuda corporativa por debajo del grado de inversión denominada en dólares y emitida públicamente en el mercado interno de Estados Unidos. Los componentes del índice se ponderan por capitalización.

Conclusiones

La madurez del ciclo económico y la continua expansión de la economía de Estados Unidos, si bien a un ritmo más lento en el último trimestre de 2018, incrementaron significativamente la incertidumbre sobre las perspectivas de la posición de política monetaria de la Reserva Federal. El mensaje reciente de la Reserva Federal respecto a mostrar paciencia acerca de futuras alzas de su tasa de interés ha dado una señal más clara de que se dará mayor peso a la evolución de indicadores económicos recientes que a trayectorias de política predeterminadas. Si bien el tono de mayor cautela por parte de esa Institución se ha reflejado hasta ahora en un menor apretamiento de las condiciones financieras globales, no se pueden descartar episodios adicionales de volatilidad financiera provenientes de sorpresas en la evolución de la economía que conduzcan a un ajuste en la postura de la política monetaria y a nuevos escenarios de apretamiento en las condiciones financieras de las economías emergentes.