

¿Está la Reserva Federal jugando con fuego?

Dada la incertidumbre sobre dónde se sitúa el tipo de interés «neutro», nos preocupa que un ciclo agresivo de recortes de tipos pueda reavivar últimos coletazos inflacionistas.

Cuando la Reserva Federal (Fed) inicia un ciclo de recortes de tipos con una reducción de 50 puntos básicos (pb), suele ser motivo de preocupación. Así lo hizo en enero de 2001 y septiembre de 2007, apenas tres o cuatro meses antes de que la economía estadounidense entrara en recesión. También lo hizo en marzo de 2020, al inicio de la pandemia mundial. Debido a la importancia de tal movimiento, habíamos asumido que el banco central tomaría prestado del libro de jugadas los ajustes de mitad de ciclo que llevó a cabo en 1995, 1998 y 2019. En esas tres ocasiones, la ralentización del crecimiento (en lugar de una recesión) motivó a la Fed a iniciar el recorte con una reducción convencional de 25 puntos básicos.

Sin embargo, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) optó por un recorte más agresivo de 50 puntos básicos, en contra de lo que esperábamos nosotros y 91 de los otros 100 economistas encuestados por Reuters. En su conferencia de prensa, el presidente Jerome Powell trató de enmarcar esta decisión como una «recalibración», haciendo no menos que nueve menciones al respecto, al tiempo que subrayó que la política monetaria funciona con retardos largos y variables. Esto significa que los tipos son demasiado restrictivos para el momento del ciclo económico en el que nos encontramos y que el banco quiere volver al tipo neutral lo antes posible.

Aunque podemos ver la lógica del razonamiento de Powell, no creemos que se justifique un ritmo tan agresivo de relajación de tipos. Neutral es un concepto impreciso. No es un número mensurable sino un tipo de interés teórico que no se considera ni demasiado restrictivo ni demasiado laxo para que el crecimiento y la inflación vuelvan a establecerse en sendas estables y predecibles. Pero si se produce un ciclo agresivo de bajada de tipos y, al mismo tiempo, la economía estadounidense se muestra más resistente de lo que prevén los responsables políticos de la Reserva Federal, los tipos de interés estadounidenses podrían acabar siendo demasiado bajos. Se corre el riesgo de que se sitúen por debajo del nivel neutro y vuelvan a encender los últimos coletazos inflacionistas.

Los ajustes de mitad de ciclo suelen empezar con un recorte de 25 pb



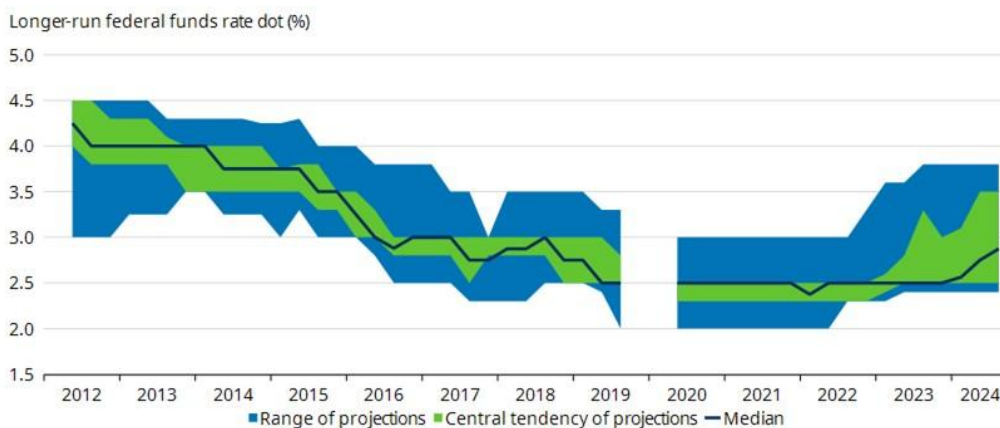
Fuente: Schroders Economics Group, Reserva Federal, Macrobond. 25 de septiembre de 2024

La gobernadora Michelle Bowman, partidaria de una reducción de 25 puntos básicos en la reunión de septiembre, parece compartir nuestras reticencias. Argumentó que el mercado laboral sigue cerca del pleno empleo, y que la reciente debilidad se ha visto empañada por problemas de medición y por la incertidumbre en torno a la inmigración. Y aunque la inflación se ha moderado significativamente, cree que sería prematuro declarar la victoria, por lo que sería mejor avanzar a un ritmo moderado para evitar avivar innecesariamente la demanda.

Pero es evidente que Bowman está en minoría, ya que el “diagrama de puntos” de las previsiones de tipos de los miembros del FOMC para finales de 2024 apunta ahora a la reducción de otros 50 puntos básicos para finales de año desde el actual rango 5,00-4,75% de los fondos federales. Aunque lo consideramos excesivo, sabemos que no hay que enfrentarse a la Reserva Federal. Así pues, ahora esperamos que recorten los tipos 25 puntos básicos tanto en noviembre como en diciembre, mientras que antes sólo esperábamos que lo hicieran en esta última cita. Junto con el enorme recorte de septiembre, esto supone unos 50 puntos básicos más de relajación de lo que esperábamos anteriormente, lo que también provocará una mejora de nuestra previsión de crecimiento del 2,1% para 2025, que ya está por encima del consenso.

Aun así, dudamos que la Fed baje los tipos otros 100 puntos básicos el año que viene, como sugiere el gráfico de puntos. No creemos que esta trayectoria vaya a producirse dada la incertidumbre evidente tanto en la amplia gama de previsiones entre los 19 miembros del FOMC como en las previsiones externas sobre dónde se sitúa el tipo neutral. La estimación del propio Comité de dónde estaría el tipo neutral puede deducirse de la mediana del gráfico de puntos “a largo plazo” de sus miembros, que se sitúa en torno al 2,875%, unos 200 puntos básicos por debajo del rango actual. Sin embargo, este nivel neutro implícito ha aumentado en cada reunión de este año después de haber estado en el 2,5% durante gran parte de 2019 a 2023. Por lo que, si se cumplen unas perspectivas más optimistas para la economía estadounidense, es razonable suponer que podría subir aún más.

¿Seguirá aumentando la estimación del nivel neutral de tipos del FOMC?

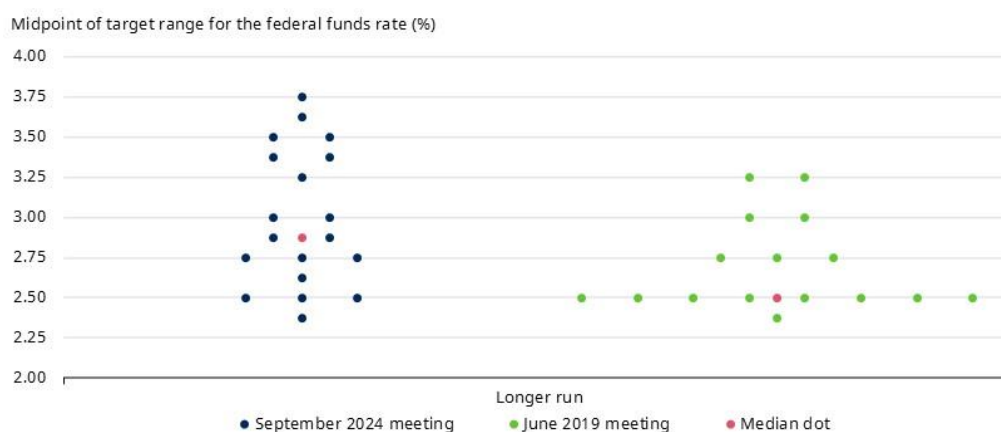


Fuente: Schroders Economics Group, Reserva Federal, Macrobond. 25 de septiembre de 2024

A modo de ejemplo, la extrapolación de la trayectoria del punto medio a más largo plazo desde finales de 2023 situaría el tipo neutral en el 3,5% dentro de un año. Esto lo alinearía con nuestra propia estimación del tipo neutral. En cualquier caso, la incertidumbre sobre dónde se sitúa el tipo neutral es lo más significativo. Como hemos mencionado, las estimaciones empíricas del tipo neutral varían enormemente y esto se extiende también al Comité: un miembro del FOMC estima que se sitúa en un nivel tan bajo como el 2,375%, mientras que otro cree que en un nivel tan alto como el 3,75%.

Esto contrasta fuertemente con la divergencia de opiniones que hubo entre los miembros del comité cuando la Fed aplicó su último ajuste de mitad de ciclo en 2019. En aquel momento, la mitad de los puntos del comité daban a entender que el tipo neutral era del 2,5% y solo dos miembros pensaban que era superior al 3%. Powell reconoció que hay más ambigüedad sobre la tasa neutral que en el pasado, diciendo dos veces en su conferencia de prensa que el comité “la identificará por sus efectos”. En otras palabras, no están seguros de cuánto tienen que relajar los tipos y se basarán en los datos para determinar cuándo han alcanzado el tipo neutral.

El amplio abanico de estimaciones sobre el tipo neutral invita a la cautela



Fuente: Schroders Economics Group, Reserva Federal, LSEG Datastream. 25 de septiembre de 2024

En nuestra opinión, existe un mayor riesgo de subestimar involuntariamente el tipo neutral que de sobreestimarlos. Esto exige un ritmo de relajación más moderado que el previsto actualmente en el diagrama de puntos. Así pues, nuestra previsión sigue siendo que el Comité aplicará recortes de tipos de 25 puntos básicos tanto en marzo como en junio del próximo año, antes de hacer una pausa para evaluar los 150 puntos básicos de relajación acumulada que habrá aplicado para entonces. Siempre que la inflación se mantenga contenida, esto debería abrir la puerta a una modesta relajación adicional en 2026.

No obstante, el riesgo para nuestra previsión de tipos es claramente a la baja. No está claro si el mercado empujó a la Reserva Federal a recortar los tipos 50 puntos básicos en septiembre, pero, de ser así, el Comité no debería convertirlo en un hábito. Nuestras últimas previsiones incluían un escenario de “recortes de tipos agresivos”, en el que el nerviosismo sobre las perspectivas de crecimiento convence al Comité para aplicar los agresivos recortes de tipos que se habían anticipado en los mercados. En nuestra opinión, esto acabaría provocando una nueva aceleración de la inflación y obligaría al FOMC a volver a subir los tipos.

Así pues, nuestro mensaje a la Reserva Federal es sencillo: que siga hasta que termine su trabajo.

George Brown, economista para EE.UU. de Schroders