

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL: ASPECTOS PRINCIPALES E IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de septiembre

A lo largo de 2019 y la primera mitad de 2020, la Reserva Federal (Fed) realizó la primera revisión pública y en profundidad del marco de la política monetaria —estrategia, herramientas y prácticas de comunicación— que aplica para cumplir su mandato dual de pleno empleo y estabilidad de precios (interpretado este último como un objetivo de inflación del 2 % anual). De acuerdo con la Fed, entre los motivos que han propiciado esta revisión de la estrategia destacan dos transformaciones estructurales que han tenido lugar en los últimos años. Por un lado, el aplanamiento de la curva de Phillips, es decir, la menor sensibilidad de los precios al grado de holgura de la economía, que debilita el vínculo entre inflación y desempleo¹. Por otro lado, el descenso del tipo de interés natural², derivado de cambios estructurales como el envejecimiento poblacional y el bajo crecimiento de la productividad, que hace más probables los episodios en los que el recorrido a la baja de los tipos de interés en recesiones se ve limitado por la existencia de un límite inferior efectivo (ELB, por sus siglas en inglés).

La revisión del marco de política monetaria de la Fed se articuló en tres pilares. Primero, se discutieron posibles modificaciones de la estrategia de política monetaria que la hicieran más robusta al problema del ELB de los tipos de interés. Segundo, se analizó la efectividad de los instrumentos no convencionales empleados desde la crisis financiera global de 2008 (fundamentalmente, los programas de compra a gran escala de activos y las políticas de orientación de expectativas —*forward guidance*—), comparándola, además, con la experiencia internacional de otras medidas no convencionales. Tercero, se evaluaron la política de comunicación y las innovaciones introducidas en la última década.

El 27 de agosto, el presidente de la Fed, Jerome Powell, comunicó, en la reunión anual sobre política monetaria que organiza el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, las conclusiones del primer pilar, es decir, de la revisión

de la estrategia de política monetaria. Estas conclusiones se incorporaron en el documento *Statement on longer run goals and monetary policy strategy*³. En primer lugar, se adopta un objetivo de inflación promedio (*average inflation targeting*), en el que se persigue que la inflación registre un 2 % en promedio a lo largo del tiempo. La Fed adquiere el compromiso de que, tras un período en el que la inflación se mantenga persistentemente por debajo del 2 %, se promoverán temporalmente tasas de inflación moderadamente por encima de este umbral. El nuevo objetivo de inflación ha sido calificado como flexible, en cuanto que no se ha explicitado un sistema único y específico para determinar el cómputo del promedio de inflación, restando por concretar aspectos clave, como el período temporal para el cálculo del promedio o el orden de magnitud de las desviaciones de la inflación que se tolerarán. Por lo tanto, la Fed ha modificado su estrategia de política monetaria en línea con las propuestas⁴ que abogan por estrategias compensatorias (*makeup strategies*), según las cuales se compensarían (de ahí su nombre) períodos con la inflación persistentemente por debajo del objetivo, como en la actualidad, con un período posterior en el que se mantenga una política monetaria acomodaticia de forma prolongada para proporcionar estímulo monetario que eleve las tasas de inflación por encima de aquel.

La mayor incidencia de episodios en los que se alcance el ELB de los tipos de interés supone un riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, ya que, si la inflación permaneciera persistentemente por debajo del 2 %, el descenso de su media podría llevar a una revisión a la baja de las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos y a menores tasas de inflación observadas, pues estas últimas incorporan las propias expectativas de inflación. En un contexto en el que el espacio disponible para reducir los tipos de interés está restringido por la cota inferior de estos, el desanclaje de

1 J. Powell (2020), «New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review», presentado en la conferencia *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 de agosto.

2 El tipo de interés natural o neutral se define como aquel que prevalecería en un escenario de equilibrio en el que los precios y los salarios fueran perfectamente flexibles. Su relevancia para la política monetaria se deriva del hecho de que, cuando el tipo de interés real se sitúa por debajo de su nivel natural, se promueve un exceso de demanda agregada que genera presiones inflacionistas (lo contrario sucede cuando el tipo real se sitúa por encima del natural).

3 El *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy* es el documento formal que describe cómo interpreta el banco central estadounidense su mandato dual y el marco que utiliza para la toma de decisiones. Fue introducido en enero de 2012. Las modificaciones del *Statement* del 27 de agosto fueron aprobadas por unanimidad por el Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés).

4 Un resumen de las diferentes propuestas discutidas en la revisión de la estrategia de la Reserva Federal puede encontrarse en S. Párraga, P. del Río y J. L. Vega (2019), «La revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España. Véase también el *Informe Anual 2018* del Banco de España.

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL: ASPECTOS PRINCIPALES E IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS (cont.)

las expectativas de inflación, por tanto, puede presionar al alza los tipos de interés reales (definidos como la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación esperada), reduciendo así la capacidad de estimular la demanda agregada y los precios a través de la política monetaria.

El nuevo objetivo de inflación promediada adoptado por la Fed tolera que la inflación se sitúe temporalmente en niveles ligeramente superiores al 2 % para mantener la inflación media en el objetivo, lo que persigue reducir el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y la consiguiente pérdida de margen de estímulo de la política monetaria. No obstante, algunos análisis cuantitativos con modelos dinámicos de equilibrio general advierten de que este tipo de estrategias compensatorias pueden llegar a generar un aumento excesivo de la inflación en el medio plazo, sobre todo si los agentes tienen expectativas adaptativas o la credibilidad del banco central es imperfecta⁵. La Fed intenta mitigar este problema remarcando que se promoverán tasas de inflación solo moderadamente por encima del 2 % y de forma temporal.

Respecto al objetivo de pleno empleo, la Fed también ha cambiado su formulación para enfatizar que este debe ser generalizado e inclusivo. La nueva definición resalta la importancia que el acceso al mercado laboral tiene especialmente para los colectivos más desfavorecidos, y cómo la participación de estos grupos en el mercado de trabajo se ve favorecida por tasas de desempleo bajas a nivel agregado⁶. Ante la reciente evidencia de que elevadas tasas de empleo no se traducen en marcadas presiones inflacionistas, aun cuando la economía tiene poca holgura y las tasas de desempleo son muy bajas, la Fed se compromete a no subir los tipos de interés o a retirar el estímulo monetario mientras la inflación siga siendo moderada, siempre y cuando no aparezcan otros riesgos que comprometan la consecución de sus objetivos. En concreto, a partir de esta revisión, la Fed señala que evaluará los «déficits» (*shortfalls* en inglés)

respecto a su objetivo de pleno empleo, en lugar de las «desviaciones», como estaba descrito anteriormente.

Otras modificaciones destacables recogidas en el nuevo *Statement* incluyen la confirmación del tipo de interés de los fondos federales como herramienta principal de política monetaria y el compromiso de adaptar la estrategia de política monetaria y sus objetivos de largo plazo cada año. Por último, y siguiendo el ejemplo de otros bancos centrales⁷, la Fed realizará revisiones exhaustivas del marco de política monetaria de forma recurrente cada cinco años.

A continuación, se realiza un análisis del impacto en los mercados financieros del anuncio de esta revisión de la estrategia de la Fed, utilizando para ello una metodología de «estudio de evento». Esta metodología se basa en el cálculo de la variación de los indicadores financieros de interés en una estrecha ventana de tiempo en torno al evento en cuestión, con el objetivo de aislar el impacto de dicho evento del causado por otros factores, como noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas. Estos estudios son habituales en la evaluación de los anuncios de política monetaria por parte de los bancos centrales, como los que afectan a sus programas de compra de activos o a sus tipos de interés de referencia⁸.

En este caso, la intervención del presidente Powell, en la que, como se ha mencionado anteriormente, anunció las conclusiones del primer pilar de la revisión de la estrategia de política monetaria, comenzó a las 15.10 h (hora de España) del 27 de agosto, y en ese mismo momento se publicó un comunicado de prensa con el contenido de la nueva estrategia. Por tanto, el inicio de la ventana de tiempo en este ejercicio se fija en las 15.00 h (hora española). Por su parte, el final de la ventana temporal se fija en el cierre de sesión de cada mercado el mismo día 27 de agosto. La amplitud de la ventana elegida representa un equilibrio razonable entre dos condicionantes. Por un lado, la necesidad de establecer ventanas lo más estrechas

5 Véase, por ejemplo, B. S. Bernanke, M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019), «Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment», American Economic Association – Papers and Proceedings, vol. 109, pp. 421-426.

6 S. Aaronson, M. C. Daly, W. L. Wascher y D. W. Wilcox (2019), *Okun revisited: who benefits most from a strong economy*, Finance and Economics Discussion Series 2019-072, Board of Governors of the Federal Reserve System.

7 El Banco de Canadá, por ejemplo, realiza cada cinco años revisiones de su marco de objetivos de inflación. El propio Banco Central Europeo (BCE) realizó en 2003 un proceso de revisión de su estrategia, tras cinco años de experiencia desde la introducción del euro y la política monetaria común, y en enero de 2020 inició una nueva revisión que espera concluir a mediados de 2021.

8 Para el caso de Estados Unidos, véase, por ejemplo, J. Gagnon, M. Raski, J. Remache y B. Sack (2011), «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), pp. 3-43. Para el caso del área del euro, véanse C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB Working Paper Series 1864, y M. Ampudia y S. van den Heuvel (2018), «Monetary Policy and Bank Equity Values in a Time of Low Interest Rates», ECB Working Paper Series 2199.

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL: ASPECTOS PRINCIPALES E IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS (cont.)

posibles en torno al evento analizado para evitar la influencia de otros factores sobre los indicadores financieros de interés. Por otro lado, el hecho de que, ante un anuncio de estas características sobre una cuestión tan compleja como un cambio en la estrategia de política monetaria, los inversores pueden haber necesitado para procesar sus implicaciones en términos de las valoraciones de mercado más tiempo del que es habitual en el caso de anuncios de medidas concretas de política monetaria⁹.

El gráfico 1 muestra la evolución intradía de la rentabilidad de la deuda soberana americana a distintos plazos (normalizada a cero a las 15.00 h). Tras una caída inicial de corta duración, la rentabilidad de los bonos del Tesoro americano se incrementó de modo sustancial durante el resto de la sesión, principalmente en el caso de los vencimientos más largos. Este incremento de la rentabilidad estaría condicionado por el aumento de la prima de riesgo por inflación, algo que sería coherente

Gráfico 1
EEUU. TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA (NORMALIZADO AL 0 A LAS 15.00 H)

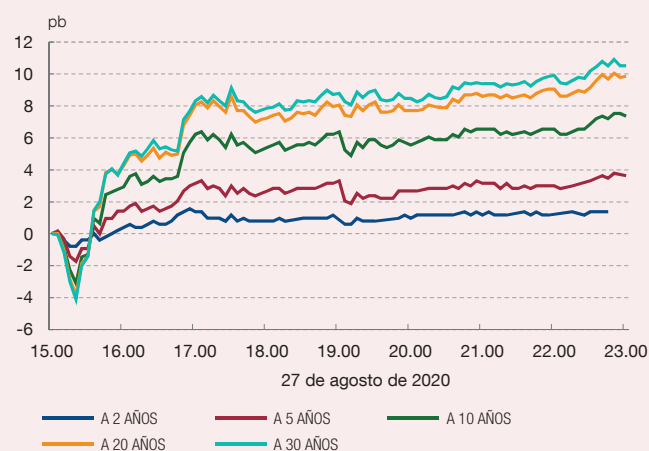


Gráfico 2
EEUU. TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA. VARIACIÓN DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE

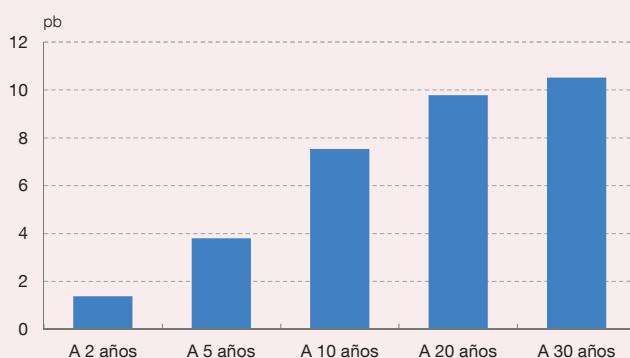


Gráfico 3
EEUU. SWAPS DE INFLACIÓN. VARIACIÓN DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE

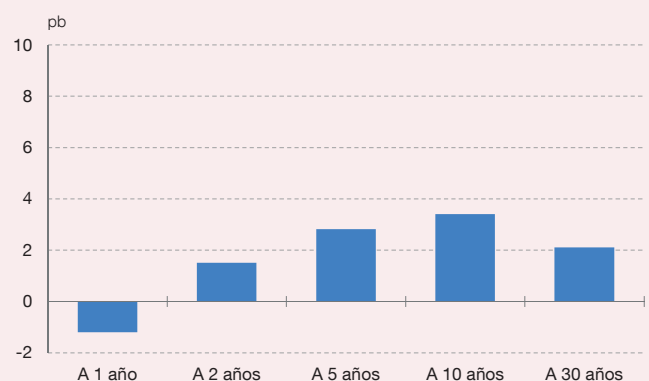
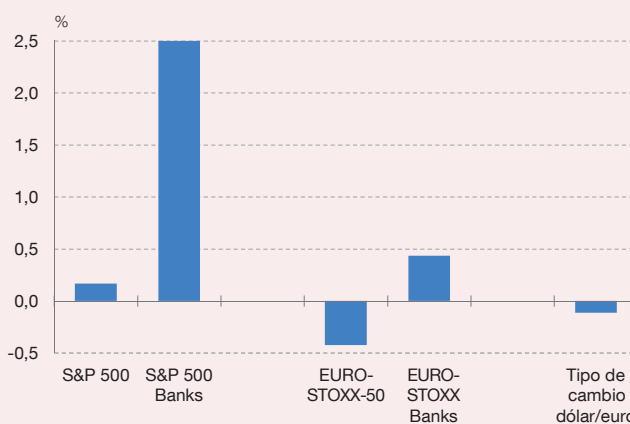


Gráfico 4
ÍNDICES BURSÁTILES Y TIPO DE CAMBIO. VARIACIÓN PORCENTUAL DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE



FUENTE: Thomson Reuters Eikon.

9 En la literatura sobre los efectos de medidas de política monetaria mediante estudio de eventos es habitual utilizar ventanas de menos de una hora. Por ejemplo, en su análisis sobre las medidas de política monetaria del BCE, M. Ampudia y S. van den Heuvel (2018) utilizan una ventana de 10 minutos antes del habitual comunicado de prensa del BCE (en el que se anuncian las medidas adoptadas) y 20 minutos después de este; es decir, una ventana de media hora.

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL: ASPECTOS PRINCIPALES E IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS (cont.)

con el mayor impacto observado en la rentabilidad de la deuda a más largo plazo¹⁰. El comportamiento diferenciado por plazos también se muestra en el gráfico 2, que presenta la variación de las distintas rentabilidades entre el inicio y el final de la ventana temporal considerada, siendo los bonos con vencimientos más largos los que experimentaron aumentos más elevados de la rentabilidad. Incluso la rentabilidad del bono a dos años, más sensible a la evolución del tipo de interés de referencia de política monetaria y menos condicionada por la prima de plazo, experimentó un ligero incremento.

Otro segmento de mercado en el que el anuncio de la nueva estrategia de la Fed podría haber tenido un cierto impacto es el de los *swaps* de inflación¹¹. Estos instrumentos financieros capturan las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de la inflación hasta el vencimiento del contrato, así como una prima de riesgo ligada a la posibilidad de que la inflación sea finalmente mayor que la esperada. Por tanto, permiten evaluar de forma aproximada la efectividad del anuncio a la hora de elevar las expectativas de inflación de los inversores. El gráfico 3 muestra la variación en la cotización de los *swaps* de inflación durante la ventana temporal del estudio. El incremento observado en la cotización de los *swaps* es menor que en el caso de la deuda pública. Una posible explicación de este impacto más limitado en los *swaps* de inflación es que los inversores podrían tener algunas dudas sobre la efectividad que el cambio en la estrategia de la Fed pueda tener para incrementar la tasa de inflación en el medio y largo plazo. Esto haría que, en tanto en cuanto no se aprecien aumentos en la inflación observada que confirmen la efectividad de la nueva estrategia, las

cotizaciones de los *swaps* (y, en particular, el componente de expectativas genuinas de inflación implícitas en dichas cotizaciones) podrían verse poco afectadas¹². Otra posible explicación es que el anuncio de la Fed estuviera ya descontando en parte por los inversores, dado que la revisión de la estrategia de política monetaria ha seguido un proceso dilatado en el tiempo, de carácter público y muy transparente¹³.

Por último, se analiza la evolución de los índices bursátiles en Estados Unidos y la zona del euro, prestando especial atención a los del sector bancario, así como la del tipo de cambio dólar/euro. El gráfico 4 muestra la variación porcentual de estas variables en la ventana temporal del estudio¹⁴. Los índices de bolsa S&P 500 y EUROSTOXX-50 no experimentaron una variación importante, lo que indicaría que los inversores posiblemente no contemplaron que la nueva estrategia de la Fed pudiera tener un efecto significativo sobre la evolución de los beneficios empresariales o sobre su tasa de descuento. Sin embargo, los índices sectoriales bancarios sí mostraron un importante avance, sobre todo en el caso de Estados Unidos. Esta evolución sería coherente con el aumento en la rentabilidad de la deuda pública de más largo plazo, lo que implica una mayor pendiente de la curva de tipos y, por tanto, mejores perspectivas de beneficios para el sector bancario¹⁵. En cuanto al tipo de cambio, se observó una ligera apreciación del dólar, que estaría en línea con el aumento de la rentabilidad de la deuda pública americana, aunque este movimiento fue muy leve. En todo caso, el sesgo más acomodaticio de la nueva estrategia de la Fed sí se reflejó en una depreciación del dólar durante los días posteriores al anuncio.

-
- 10 Desde el punto de vista de un inversor, la prima por riesgo de inflación es el rendimiento adicional que se demanda ante la posible pérdida de poder adquisitivo por el aumento en los precios de consumo al mantener deuda a largo plazo en lugar de adquirir deuda a corto plazo e ir renovándola. Véase J. C. Berganza y A. Fuertes (2018), «El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.
 - 11 En un *swap* de inflación, una parte A se compromete a pagar a otra parte B un tipo fijo en contraprestación por recibir pagos indexados al nivel de inflación.
 - 12 El mismo análisis realizado con TIPS (*Treasury Inflation Protected Securities*) presenta resultados similares. Los TIPS son bonos indicados a la inflación cuya rentabilidad, una vez comparada con la rentabilidad de los bonos no indicados al mismo plazo, permiten obtener una estimación alternativa de las expectativas de inflación a distintos horizontes.
 - 13 Adicionalmente, el mayor impacto en los bonos soberanos pudo deberse a la falta de concreción sobre la implementación de la nueva estrategia de la Fed, lo que incrementaría la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés y también incrementaría la prima por plazo.
 - 14 En el caso de los índices bursátiles de Estados Unidos, al iniciarse la sesión a las 15.30 h (hora de España), la variación refleja la diferencia entre el cierre del día 26 y el del día 27.
 - 15 El sector bancario es sensible a la pendiente de la curva de tipos debido a su negocio de intermediación, que se basa en la transformación de rentabilidades de activos y pasivos en función de sus plazos de vencimiento. Así, sus pasivos (principalmente, depósitos) se remuneran de acuerdo con tipos de interés de corto plazo, mientras que sus activos (principalmente, préstamos) tienen remuneraciones acordes con tipos de interés de más largo plazo.