

# Reserva Federal de EE.UU. sube tasas de interés por primera vez desde 2018: contexto, perspectivas e implicancias

## RESUMEN:

La FED convalidó una **suba de la tasa de interés de 25 puntos básicos**, para ubicar la tasa de interés de referencia en el rango de 0,25%-0,5% luego de mínimos históricos desde la pandemia.

Los miembros de la FED prevén otros **seis incrementos similares para llevar la tasa de fondos federales al rango de 1,75%-2,0% a fines de 2022** y superar el nivel neutral estimado (2,5%) hacia 2023 y 2024.

Dicho giro monetario se produce en un contexto de **fuerte dinamismo del mercado laboral y persistente incremento de las presiones inflacionarias**.

Durante casi todo el 2021, la FED había insistido que aquellas **presiones inflacionarias** tendrían un carácter acotado y transitorio. Sin embargo, la realidad demostró que las mismas **son más profundas y persistentes**.

La **escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania** supone un desafío adicional para la reversión de la inflación en el corto plazo y **acrecenta los dilemas y costos del proceso de normalización monetaria**.

La gran interrogante implícita es cuál va ser el **ritmo de subas de la tasa de interés**. La mediana de las perspectivas de los distintos miembros que integran el FOMC suponen un **enfoque gradualista** (similar al del período 2004-2006).

El aumento de tasas de interés sumado a la inminente reducción de su hoja de balance supone para la FED un **equilibrio de sintonía fina**: enfriar las presiones de demanda vía aumento del costo del crédito para controlar la inflación sin resentir demasiado el mercado laboral; en otras palabras, **lograr un “aterrizaje suave” de la economía**.

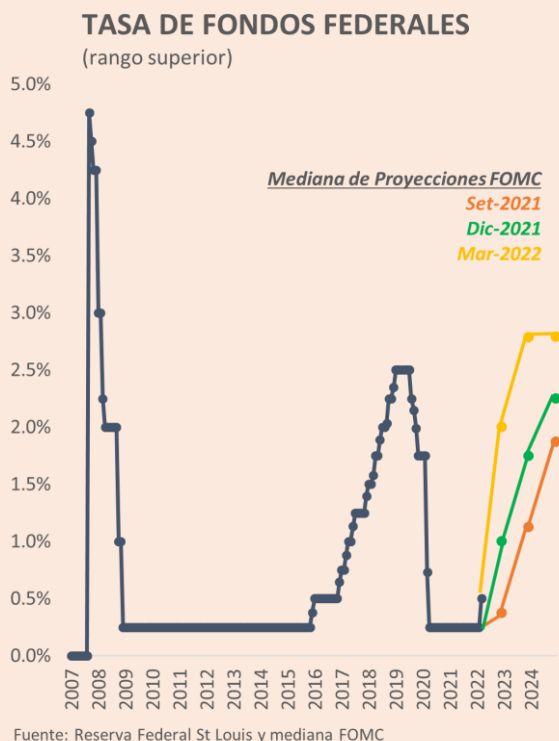
**No es trivial conjeturar si la FED podrá conducir a la economía estadounidense a un aterrizaje suave** o más bien la suba de tasas decantará en el corto plazo en un evento recesivo o estanflacionario.

De ello dependerá la **velocidad del ajuste monetario**, la **internalización por parte de los mercados** de dicho ajuste, la **dinámica salarial**, la reversión del **contexto bélico entre Rusia y Ucrania** (y sus consecuencias en los precios de la energía y los alimentos) y el propio **comportamiento de la actividad**.

**E**n el día de hoy, la Reserva Federal subió la tasa de interés de referencia por primera vez desde 2018. Al respecto, analizamos el contexto en que se da dicha suba, las perspectivas de corto plazo, el debate sobre el tipo de aterrizaje que experimentará la economía estadounidense, así como las implicancias de dicho proceso en el contexto económico global.

## ❖ FED INICIA GIRO MONETARIO TRAS DOS AÑOS DE POLÍTICAS ULTRA EXPANSIVAS

En el día de hoy, la Reserva Federal de Estados Unidos inició formalmente el proceso de normalización monetaria con la primera suba de la tasa de fondos federales. En concreto, la autoridad monetaria convalidó una suba de 25 puntos básicos, para ubicar la tasa de interés de referencia en el rango de 0,25%-0,5% luego de ubicarse desde el inicio de la pandemia en mínimos históricos.



Más relevante aún, los miembros de la FED prevén otros seis incrementos similares para llevar la tasa de fondos federales al rango de 1,75%-2,0% a fines de 2022 y

superar el nivel neutral estimado (2,5%) hacia 2023 y 2024.

Dicho giro monetario se produce en un contexto de fuerte dinamismo del mercado laboral y persistente incremento de las presiones inflacionarias, ambas variables relevantes para la toma de decisiones de la FED. Al respecto, comentamos brevemente su evolución y sus impactos.

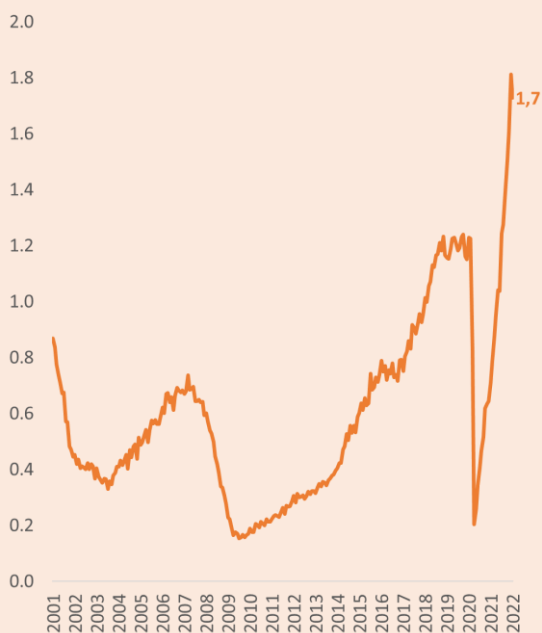
## ❖ MERCADO LABORAL MUESTRA SIGNOS DE TIRANTEZ

si bien aún no se alcanzaron niveles cercanos al pleno empleo (ni se recuperaron la totalidad de los empleos perdidos durante la pandemia), los datos del mercado laboral son robustos con niveles de actividad pujantes y superiores al promedio de los últimos diez años (en torno al 3,5% en 2021-2022 vs el 2,2% de 2010-2019).

En este sentido, la tasa de desempleo se ubicó en febrero en 3,8% (apenas tres décimas superiores al nivel pre-pandemia). Asimismo, un dato poco relevado, pero de gran utilidad para el análisis de la coyuntura es la relación entre vacantes y desempleados (curva implícita de Beveridge), la cual se ubica en máximos históricos desde que se tienen registros. Por cada trabajador desempleado, hay actualmente 1,7 puestos de trabajos disponibles, síntoma de la enorme tirantez y complejidad de los emparejamientos

entre empresas y trabajadores estadounidenses.

#### RELACIÓN VACANTES POR DESEMPLEADOS



Fuente: Reserva Federal de St. Louis

Al respecto, subyacen algunos factores coyunturales y otros de carácter más estructural. Respecto de los primeros, la plena normalización de actividades en algunos sectores muy afectados por la pandemia generó un crecimiento de la demanda de trabajadores muy por encima de la oferta (que se mostró menos dinámica dada que muchos estadounidenses abandonaron la búsqueda laboral, entre otros motivos, debido a los grandes subsidios por desempleo y la magnitud de los apoyos federales). Es un elemento bastante generalizado a nivel global, aunque muy marcado en Estados Unidos dado la flexibilidad de su mercado laboral. Respecto de lo segundo, se destaca el fenómeno conocido como “la gran renuncia”, donde se observan niveles record de renuncias laborales voluntarias y por ende rotación laboral. En cierta forma, la gran demanda de empleos ha forzado a las empresas a ofrecer incentivos

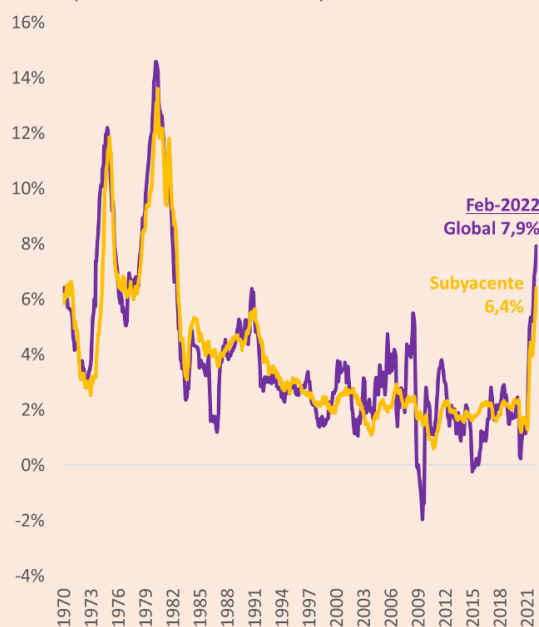
(incluyendo mejores salarios) para intentar cubrir sus vacantes. También hay otros elementos como el auge del teletrabajo y el agotamiento por la pandemia.

#### ❖ PRESIONES INFLACIONARIAS SE TORNARON MÁS PERSISTENTES QUE TRANSITORIAS

La otra variable relevante para la toma de decisiones de política monetaria es la trayectoria de la inflación. En los últimos 12 meses, Estados Unidos presencié el nivel inflacionario más elevado desde 1982 con una trayectoria ascendente tan marcada no registrada desde la década de 1970. En concreto, la inflación interanual se ubicó 7,9%, mientras que la inflación subyacente (que excluye los rubros más volátiles – energía y alimentos–) alcanzó el 6,4%; cifras completamente desalineadas de su objetivo de 2%.

#### INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

(variación interanual del IPC)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

En este sentido, Estados Unidos no es ajeno a la oleada inflacionaria global desatada desde la segunda mitad de 2021. Las razones se fundamentan en los notables incrementos de los precios de la energía y

los alimentos, los cuellos de botella en las cadenas de suministro y las restricciones de oferta en algunos sectores muy afectados por la pandemia y su consecuente normalización de precios relativos. Esto sumado a la gran liquidez imperante de hogares y empresas tras paquetes de estímulos fiscales de gran escala y condiciones monetarias extremadamente laxas. En esta línea, se observó un incremento de la demanda (en parte, por consumo retraído y en parte por aumento del ingreso disponible de los hogares) que la oferta no pudo absorber.

Durante casi todo el 2021, la FED había insistido que aquellas presiones inflacionarias tendrían un carácter acotado y transitorio. Sin embargo, la realidad demostró que las mismas son más profundas y persistentes. Adicionalmente, la escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania supone un desafío adicional para su reversión en el corto plazo y acrecienta los dilemas y costos del proceso de normalización monetaria.

### ❖ CLAVES PARA DETERMINAR LA VELOCIDAD DEL AJUSTE MONETARIO

La gran interrogante implícita es cuál va ser el ritmo de subas de la tasa de interés. La mediana de las perspectivas de los distintos miembros que integran el FOMC suponen un enfoque gradualista (similar al del período 2004-2006) para la trayectoria al alza de la tasa de interés, aunque algunos dejan al descubierto que se requerirá una postura más agresiva para disminuir la inflación.

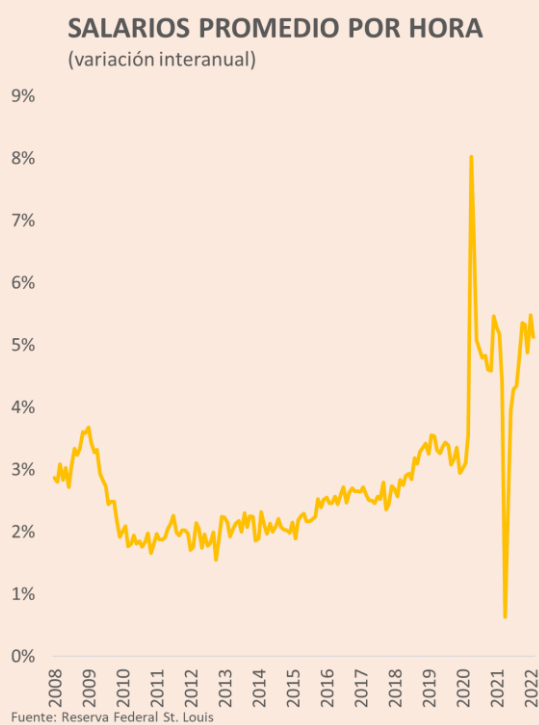
Al respecto, hay algunos elementos a tener en cuenta a la hora de conjeturar sobre la velocidad del ajuste monetario.

En primer lugar, **el conflicto bélico agudizó los desequilibrios imperantes en los mercados de materias primas**. Si bien un posible acercamiento entre las partes podría mitigar la suba de precios de los commodities; **es altamente plausible que los desajustes permanezcan al menos durante todo 2022 y por tanto los fundamentos son robustos con que los precios de la energía y los alimentos se mantengan en niveles excepcionalmente elevados y continúen siendo fuente relevante de presiones inflacionarias**. A esto se le suma, nuevos cuellos de botella en las cadenas de suministros de insumos y bienes manufacturados. Este escenario podría requerir una postura más agresiva de la FED.



En segundo lugar, es relevante observar las expectativas de inflación de largo plazo. Si bien en el horizonte de 5 y 10 años las expectativas han aumentado

considerablemente, aún no parecen del todo desancladas del objetivo inflacionario de la FED. En estos hay dos elementos a destacar cuyos efectos sobre la velocidad del ajuste monetario son ambiguos. Por un lado, en la FED ha construido un historial de credibilidad e independencia en las últimas décadas que permitió tener ancladas las expectativas de inflación durante la mayor parte del tiempo. Por otro lado, también es cierto que la subestimación de la inflación el año pasado es un antecedente lo suficientemente importante que obliga a la autoridad monetaria a no volver a cometer errores de lectura y actuar con mayor firmeza para controlar la inflación.



En tercer lugar, es relevante observar la dinámica salarial. En los últimos meses, el ritmo de los aumentos salariales se incrementó producto de la mayor competencia entre empresas por cubrir sus vacantes. El mayor riesgo implícito es que la elevada inflación, las mayores expectativas de inflación de corto plazo por parte de los consumidores y la tirantez del mercado laboral terminen generando una

espiral inflacionaria de precios y salarios, algo no registrado desde la década de 1970 y que podría acelerar el ritmo de suba de tasas.

Sin embargo, hay algunos elementos que podría apaciguar ese eventual escenario. Por un lado, el aumento de la productividad. En los últimos años, la automatización y los menores costos de los bienes de capital generaron que los mayores salarios no se trasladen a precios y por tanto no se vieron perjudicados los márgenes de beneficio empresarial. Por otro lado, tampoco es claro que los trabajadores tengan mayor poder de negociación salarial. Por último, la propia dinámica contractiva de la política monetaria haría enfriar la demanda y por ende disminuir ese eventual espiral de precios y salarios.

#### ❖ DEL ATERRIZAJE SUAVE AL ATERRIZAJE FORZOSO: SÍNTOMAS Y CONJETURAS

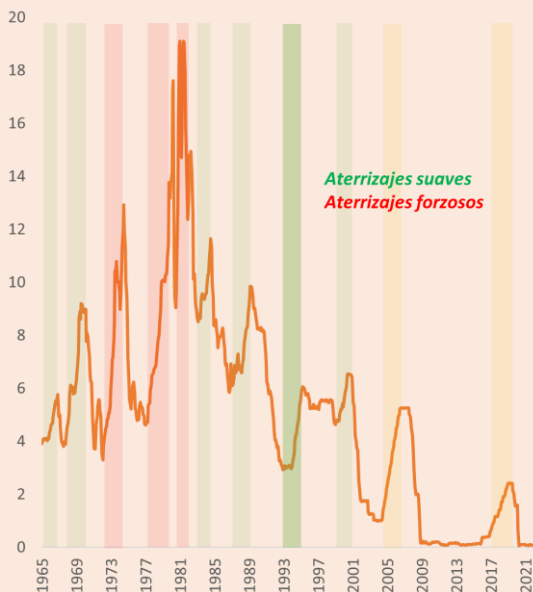
En el contexto actual de alta inflación, dinamismo del mercado laboral y la invasión de Rusia a Ucrania, el aumento de tasas de interés sumado a la inminente reducción de su hoja de balance supone para la FED un equilibrio de sintonía fina: enfriar las presiones de demanda vía aumento del costo del crédito y anclar las expectativas de largo plazo para controlar la inflación sin resentir demasiado el mercado laboral; en otras palabras, lograr un “aterriaje suave” de la economía.

Según un estudio del economista estadounidense Alan Blinder (ex vicepresidente de la FED 1994-96), en los últimos 60 años, de 9 episodios de ajuste monetario por parte de la FED, en 6 hubo



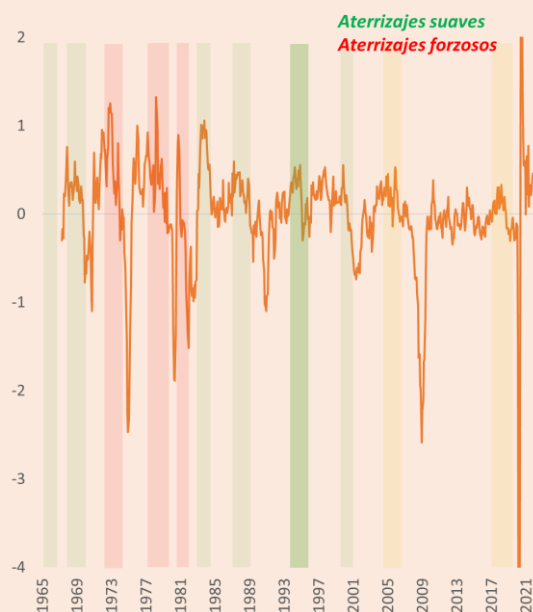
un aterrizaje suave y en 3 se produjo un aterrizaje forzoso.

#### ATERRIZAJES SUAVES VS ATERRIZAJES FORZOSOS TRAS AUMENTO DE TASA DE INTERES DE LA FED



Fuente: FRED v Landines Hard and Soft: The Fed. 1965-2020 (Blinder, A. 2022)

#### ÍNDICE DE ACTIVIDAD DE CHICAGO (promedio tres meses móviles)



Fuente: FRED. (\*) Impacto del COVID-19 fuera de escala

El caso más exitoso de aterrizaje suave fue el presenciado entre 1994 y 1996 cuando la FED aumentó en 310 puntos básicos la tasa de fondos federales, la economía desaceleró su crecimiento sin entrar en recesión y la inflación convergió al entorno del 3%. Sin embargo, el punto de partida inflacionario era relativamente modesto.

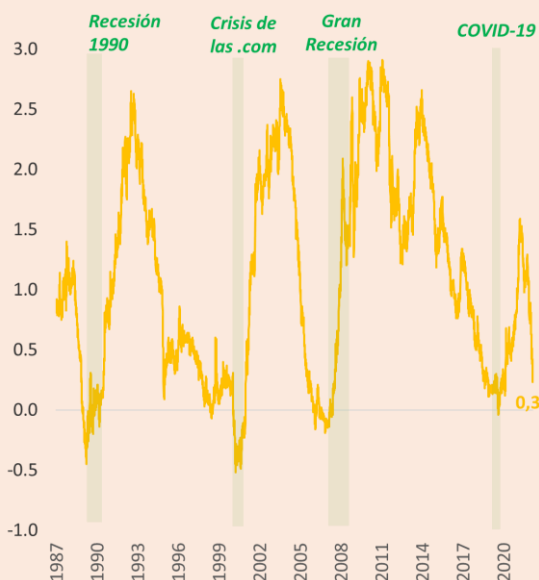
El caso de aterrizaje forzoso más evidente fue en 1977 y 1981 donde el punto de partida inflacionario era elevado (superior al 10%), las expectativas de inflación de largo plazo estaban desancladas y el ajuste monetario fue grande (1000 pbs). La inflación logró converger al 4% en 1983 con un elevado costo en materia de actividad y desempleo. Dicho período tuvo como gran protagonista la crisis del petróleo de 1973 y la crisis energética de 1979. Hay algunos puntos de contacto con la actualidad, aunque las comparaciones históricas no son más que sugerentes.

En esta línea, no es trivial conjeturar si la FED podrá conducir a la economía estadounidense a un aterrizaje suave o más bien la suba de tasas decantará en el corto plazo en un evento recesivo o estanflacionario. Quizá el mayor costo de haber subestimado la persistencia inflacionaria tenga un correlato fuertemente negativo en materia de actividad. De ello dependerá la velocidad del ajuste monetario, la internalización por parte de los mercados de dicho ajuste, la reversión del contexto bélico entre Rusia y Ucrania (y sus consecuencias en los precios de la energía y los alimentos) y el propio comportamiento de la actividad (mercado laboral). En este sentido, una eventual desaceleración podría ayudar a mitigar las presiones inflacionarias.

Es importante notar que las decisiones de política monetaria suelen tener efectos reales rezagados. Sin embargo, hay algunos indicios o pistas que podrían advertir sobre eventuales riesgos de recesión en Estados Unidos en un horizonte de corto plazo a mediano plazo.

Por un lado, la convergencia a 0 del diferencial de tasas de interés de largo plazo (10 años) y corto plazo (2 años) del Tesoro americano. Una curva de rendimientos invertida ha sido uno de los principales predictores de recesiones en Estados Unidos (con un promedio de 12 meses de adelanto). En este sentido, las tasas de interés de corto plazo han aumentado a una velocidad mayor que las de largo plazo, produciendo un aplanamiento de la curva. Actualmente el diferencial de tasas se ubica en 0,3%.

**DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS DE LARGO VS CORTO PLAZO EN EE.UU**  
(en puntos porcentuales)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

En segundo lugar, la corrección en el precio de las acciones experimentado desde inicios de 2022. El índice bursátil S&P inició el año con una caída acumulada superior al 10% en un contexto de mucha volatilidad. Al respecto, los valores bursátiles suelen reflejar más la expectativa futura que lo pasado, pudiendo eventualmente adelantar un período de menor crecimiento, mayor inflación y menor liquidez. Allí hay un elemento central relativo a la disminución progresiva de la hoja de balance de la FED dado que una

cosa es disminuir la compra de activos – bonos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas– (que se está haciendo) y otra es empezar a vender los activos que tiene en posesión.

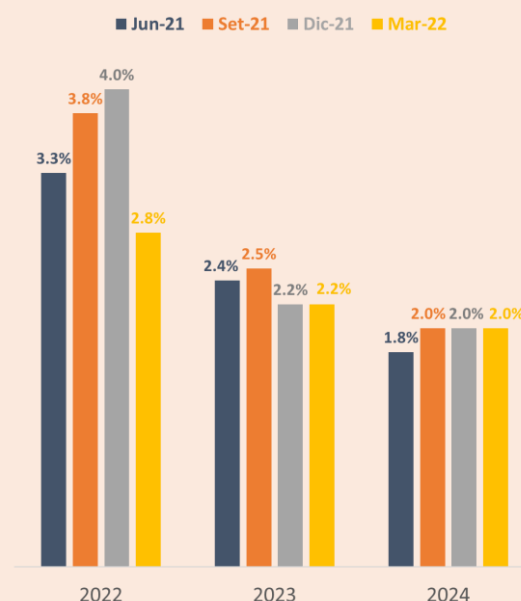
**ÍNDICE BURSÁTIL S&P 500**  
(puntos básicos)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

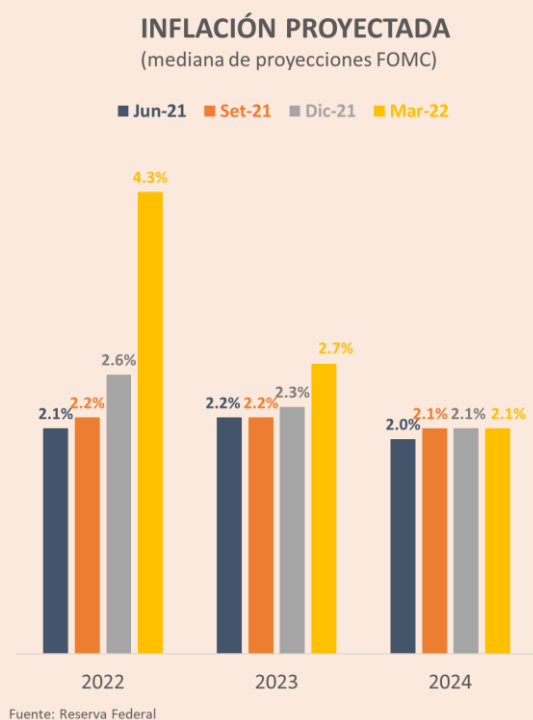
Finalmente, el propio deterioro de las expectativas de la FED, cuyos miembros ahora pronostican menor crecimiento y mayor inflación.

**CRECIMIENTO DEL PIB EN EE.UU.**  
(mediana de proyecciones FOMC)



Fuente: Reserva Federal

En concreto, la expectativa de crecimiento para 2022 se redujo en 1,2 puntos porcentuales respecto a diciembre, mientras que la inflación esperada es 1,7 p.p. mayor que hace tres meses.



#### ❖ DERIVADA DEL AUMENTO DE TASAS: EFECTOS REALES Y FINANCIEROS

**Crecimiento global:** la corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos está sustentada en la política monetaria más acomodaticia y los efectos negativos del conflicto entre Rusia y Ucrania. Dicha estimación deja implícito dos elementos. Por un lado, las consecuencias del conflicto bélico no deben subestimarse más allá del poco peso relativo de Rusia y Ucrania en el crecimiento global. Por otro lado, la economía estadounidense atravesará cierta desaceleración, lo cual mitigará el crecimiento de la economía mundial.

**Precios de las materias primas:** en tanto los desequilibrios entre oferta y demanda continúen, los precios de los commodities tenderán a mantenerse en niveles elevados

y continuarán añadiendo presión sobre la oleada de inflación que está golpeando a casi todas las economías del mundo.

Bajo este escenario de grandes desajustes, el aumento de tasas tendría muy limitado impacto en los precios de las materias primas. En contrapartida, las condiciones financieras en emergentes podrían volverse más restrictivas para combatir la inflación. Ambos factores son consistentes con cierta debilidad del dólar en aquellos países exportadores de materias primas.

**Condiciones financieras:** la paulatina reversión del actual escenario de alta liquidez y consecuentemente el aumento de los costos de financiamiento no necesariamente tendrá consecuencias parecidas a las observadas en 2014-15 (en aquel escenario de abrupto fin del boom de commodities y “flight to quality”) y tenderá a impactar con mayor fuerza en aquellos países con importantes desequilibrios macroeconómicos y/o atravesando procesos socio-políticos inestables. No obstante, los períodos de mayor volatilidad podrían acentuarse.

Por dicho motivo, el cuidado de las finanzas públicas, la estabilización de la deuda, la promoción de reglas de juego claras para los inversores (que serán más selectivos a la hora de colocar sus capitales) así como la solidez institucional son condiciones más que necesarias para amortiguar dichos posibles impactos.





PUBLICACIÓN QUINCENAL  
SEGUINOS EN [WWW.CED.UY](http://WWW.CED.UY)

