



## **Análisis del CURI**

### **LA FED EN SU LABERINTO: LAS IMPLICANCIAS**

***Ec. Luis Mosca***

***Consejo Uruguayo para las Relaciones Internacionales***

***2 de julio de 2015***

***Análisis No 02/15***

El CURI mantiene una posición neutral e independiente respecto de las opiniones personales de sus Consejeros. El contenido y las opiniones de los “Estudios del CURI” y “Análisis del CURI” constituyen la opinión personal de sus autores.

## **LA FED EN SU LABERINTO: LAS IMPLICANCIAS**

Economista Luis Mosca

### **La política tradicional de la FED**

Para llevar a cabo su política monetaria, la Reserva Federal (FED) se vale desde hace mucho tiempo de la denominada Federal Funds Rate (FFR), que es la tasa por la cual los bancos se realizan préstamos entre sí, a cortísimo plazo (overnight) para superar sus restricciones transitorias de liquidez.

¿Cómo hace la FED para mantener esta tasa alineada a sus objetivos? A través de operaciones de mercado abierto; o sea, mediante la compra y venta de títulos emitidos por el Tesoro y por otras agencias federales.

La FFR, que ha sido la tradicional tasa de la política monetaria de la FED, sigue ubicada muy próxima a 0% desde diciembre del fatídico año 2008. O sea, hace prácticamente seis años y medio que esta tasa es prácticamente nula (0 a 0,25%). Inicialmente, cuando se dispuso su baja se pensaba que los intereses de largo plazo representan un promedio de los intereses vigentes de corto plazo y de los esperados en el futuro, más una prima de riesgo. Por consiguiente, si se mantenía muy baja la tasa de interés de corto plazo (FFR) y se transmitía la certeza de su permanencia en ese nivel, se induciría a la disminución de las tasas de interés de largo plazo. Pero ello no fue suficiente.

Pese a que la tasa era prácticamente nula, no se lograba estimular la circulación de la masa monetaria. Agotada entonces la capacidad de intervenir en el ciclo económico a través de la rebaja de la FFR se ensayó, adicionalmente, un programa heterodoxo.

### **La innovación monetaria**

Este novedoso programa es conocido como relajación cuantitativa (*quantitative easing*; QE). Su principal propósito consistía en reforzar la permanencia de las tasas de largo plazo en niveles muy bajos. Para lograr este objetivo, se dio inicio a un programa de compras masivas de títulos públicos y también de hipotecas (*mortgage-backed-securities*). Hubo tres rondas de compras.

Ahora bien; ¿qué efectos debía tener esta política en la economía real?; ¿cómo se transmitían sus efectos? A mayor demanda de títulos por parte de la FED debía aumentar su precio. Por consiguiente su rendimiento -la tasa de interés- debía bajar. Como además se mantenía el compromiso de mantener la FFR en un nivel prácticamente nulo por un tiempo prolongado, se estimulaba la compra de activos; en particular, las acciones en la bolsa.

Asimismo, la disminución de las tasas también debía alcanzar a los préstamos hipotecarios. Así, las familias endeudadas también recibirían una mejoría para afrontar las obligaciones por sus compras de vivienda a plazo. O sea, efecto riqueza mediante (precios más altos de las acciones y de las viviendas y menores tasas de las hipotecas) debía aumentar el patrimonio neto de los hogares y por esa vía estimular un mayor gasto de consumo, que tuviera su impacto en el desenvolvimiento de la actividad económica.

Pero esta política naturalmente traería consecuencias hacia el resto del mundo, resultante de que la FED emite una moneda que es de reserva internacional. Por esta vía el dólar se debilitó y USA exportó inflación al resto del mundo. Con tasas reales negativas el QE ha generado externalidades. Aumentaron los flujos de capital a las economías emergentes, en procura de mayores rendimientos. Y con tasas muy bajas y un dólar más débil también se propició un aumento en el precio de las *commodities*. Vale decir, nuestras economías recibieron impactos que podemos graficar como “una de cal y dos de arena”. Por un lado, se apreciaron nuestras monedas, pero por otro, aumentaron los precios de nuestros principales productos de exportación y se accedió a un financiamiento abundante y barato.

Asimismo, tasas de interés muy bajas estimularon la inversión en renta variable. Las bolsas estuvieron y están de fiesta. Y ello trajo aparejado fundados temores de estar frente a una nueva burbuja financiera. Como nos advertía Minsky<sup>1</sup>, cuando hay calma es cuando se toman más riesgos; en particular, el clásico *leverage-risk* de endeudarse para invertir. Es una reedición del tradicional “juguemos en el bosque mientras el lobo no está”.

Con bajas artificiales de las tasas de interés, los precios de los activos han aumentado mucho en todos lados; también en los países emergentes.

---

<sup>1</sup> Hyman Minsky , (1919-96) fue un economista norteamericano que analizó en profundidad la inestabilidad creciente que genera la euforia especulativa asociada a los periodos de prosperidad.

Es en este contexto que deben evaluarse las derivaciones del proceso de normalización de la política monetaria de la FED; proceso que como veremos va a insumir mucho tiempo.

El bombeo monetario de los QE terminó el 29 de octubre del 2014. Entonces, los pasivos monetarios de la FED (*balance sheet*) alcanzaron una magnitud equivalente al 25% del Producto Bruto Nacional. Cuando comenzó el programa de QE los pasivos monetarios ascendían a unos U\$S 900.000 millones. Al culminar el mismo, alcanzaban un nivel próximo a los U\$S 4.5 billones. En dicho período la FED adquirió unos U\$S 1.7 billones de títulos de hipoteca (*mortgage-backed-securities*) y una cifra algo superior aún en títulos del Tesoro.

¿Por qué un aumento tan importante de los pasivos monetarios no se reflejó en una mayor inflación? Porque en rigor no se estuvo imprimiendo dinero y aumentando el circulante.

Una porción muy relevante del dinero creado “descansa” como reserva voluntaria de los bancos depositada en la FED, quien remunera por esos depósitos. Hasta el año 2008 la autoridad monetaria no pagaba intereses por el excedente de reservas. Pero entonces se dispuso retribuir por dichos depósitos con una tasa del 0.25%. Los bancos no asumen riesgo alguno. De hecho se trata finalmente de un asiento contable, en virtud del cual los bancos cambian un activo (títulos) por otro (depósito en la FED).

En consecuencia no hubo prácticamente un aumento en el dinero en circulación por dicha operativa. En la actualidad, dichos depósitos (*Excess Reserves of Depository Institutions*) son muy significativos; de una magnitud próxima a U\$S 2.5 billones.

Pero además hubo otra razón para que el aumento de pasivos monetarios no impactara en la inflación. Con tasas de interés tan bajas como las vigentes desde el año 2008, las instituciones y los particulares prefirieron mantener consigo una proporción mayor de efectivo. Vale decir, también hubo una disminución en la velocidad de circulación del dinero.

Todo ello aparejó que los agregados monetarios crecieran a tasas mucho más ajustadas que las correspondientes a los pasivos monetarios. El agregado M2 creció a una tasa promedio anual del 6.2% en el período que va desde fines del 2008 hasta culminar el año 2012.

Pero la ausencia de inflación en los últimos años no implica que no haya riesgos hacia el futuro.

### **El proceso de normalización monetaria**

Cuando la demanda de crédito alcance niveles considerablemente más altos, los bancos requerirán de los excedentes depositados en la FED y ésta tendrá que aumentar el interés que paga por esos depósitos para evitar que los retiros superen el nivel considerado como deseable por la política monetaria.

Del mismo modo, en algún momento la FED va a tener que volcar los títulos que ha adquirido al mercado. Y ello reforzaría el incremento esperado en las tasas de interés; aumentaría la oferta de títulos, bajaría su precio y se alcanzaría un mayor rendimiento. Pero en este punto estamos ante un vacío intelectual. No se dispone de hoja de ruta porque sencillamente no existen antecedentes de operaciones de venta de activos por parte de la FED y hay fundados temores sobre los efectos que ello podría tener en mercados mucho más volátiles que en el pasado.

En síntesis; los pasivos monetarios van a reducirse –proceso que lentamente ya ha comenzado- pero va a insumir muchos años el retorno a niveles más razonables. ¿Qué es previsible que sí ocurra en el corto plazo? Se aguarda que comience este año el proceso de suba de la FFR.

### **La suba esperada de la tasa de los Fondos Federales (FFR)**

El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) integra el sistema de la Reserva Federal de EEUU. Trimestralmente se realiza una encuesta a los miembros que integran dicho comité, sobre sus expectativas respecto a la evolución de algunas variables relevantes. Las declaraciones y proyecciones que se realizan, son seguidas con mucha atención por los analistas económicos de todo el mundo.

En su última encuesta (Jun/15), la mediana de la FFR esperada se ubica en 0.625%, 1.625% y 2.875%, para fines de 2016, 2017 y 2018, respectivamente. A su vez, la mediana de las variaciones de precios esperadas (*core PCE*) se centra en 1.35 %, 1.75% y 1.95%, para fines de 2016, 2017 y 2018, respectivamente. Vale decir; la tasa de los fondos federales sería negativa en términos reales en el 2015 y en el 2016. Recién sería positiva en el 2017.

A propósito de este tema, aún se discute sobre cuál debería ser la tasa real de equilibrio en la economía de EEUU, entendiendo por tal a aquella tasa que permita crecer de acuerdo al potencial manteniendo la estabilidad de precios. No hay una respuesta finalmente satisfactoria; sí podemos dar algunas indicaciones.

Cuando la tasa real de los fondos federales llegó al 3% fue cuando se “rompió la palanca” en EEUU y comenzó la crisis en el 2007, que derivó en los episodios conocidos del 2008. A. Greenspan estaba entonces al frente de la Reserva Federal. La tasa nominal era de un 1% a mediados del 2004. Dos años después, a fines de junio del 2006 ya se ubicaba en 5.25%, con niveles inflacionarios del orden del 2.5%.

Es cierto que tasas reales de los Fondos Federales del orden de un 3% pudieron ser apropiadas a fines de los 80', con niveles de crédito y fundamentalmente de deuda mucho más bajos. Pero no parece ser un nivel apropiado en el actual contexto.

El temperamento dominante en los miembros del FOMC es ubicar la tasa real de los fondos federales en el 1.75% en un plazo más largo, resultante de una tasa nominal de 3.75% y una tasa esperada de inflación del 2% anual.

Pero existen razones para pensar en una tasa real de equilibrio más baja. Con niveles inusitadamente bajos como los actuales en el costo del crédito, la inversión en los países avanzados se encuentra aún en niveles por debajo de los existentes en los años previos a la crisis del 2008.

Para algunos, la explicación radica en que estamos en una etapa de “estancamiento secular” (Summers, Greenspan), signada por un largo período de bajo crecimiento, con lentos avances en la inversión y en el empleo y con muy moderados incrementos en la productividad. Todo ello lleva a un crecimiento potencial más bajo y, en consecuencia, a tasas reales de equilibrio más bajas. En esta misma dirección, la Directora del FMI, Christine Lagarde, nos habla de que afrontamos una “nueva mediocridad”, esgrimiendo argumentos en términos muy similares (menores oportunidades de inversión, caída en la oferta de trabajo, crecimiento poblacional más lento y mayor esperanza de vida).

Otra vertiente del análisis, hace caudal del pesado nivel de endeudamiento que pesa sobre la economía internacional y sobre la de EEUU en particular. Según McKinsey Global Institute, la deuda global universal (deuda del sector público más los hogares, las empresas y las instituciones financieras) creció en U\$S 57 billones entre 2007 y 2014. A fines del año pasado totalizaba U\$S 200 billones; esto es, aproximadamente tres veces el Producto Bruto Mundial. La mayor porción de esa deuda se concentra generalmente en el sector público. En particular, en EEUU la deuda pública total (federal, estadual y local) alcanzaría unos U\$S 21.7 billones hacia fines del año en curso. En consecuencia, se destaca que con esos niveles de deuda, las tasas reales de equilibrio de corto plazo deberían aproximarse a 0%.

Volviendo a la encuesta del FOMC; el aumento de la tasa de los Fondos Federales se haría gradualmente. En los últimos relevamientos llevados a cabo, trimestre a trimestre, las previsiones se han ajustado a la baja.

Finalmente, se han movido en la dirección de las expectativas de los agentes económicos. Del Mercado Financiero a Futuros se infiere que la FFR se ubicaría en 0.5%, en 1.145% y en 1.45%, a fines del 2015, 2016 y 2017, respectivamente. Claramente con movimientos más graduales y acotados que los esperados por los miembros de FOMC.

### **Las tasas de las Notas de Tesoro a plazo**

En el largo plazo, el rendimiento nominal de un título como el 10-year-Treasury-Note (T-10) tiende a ser similar a la tasa de crecimiento nominal del PBI. Ésta es conocida como la Regla de Oro del Premio Nóbel Maurice Allais.

Si se dejan de lado episodios particulares, como la alta inflación de los 70's, o los recientes programas de QE que empujaron a los rendimientos de los títulos a niveles más bajos, ambas tasas (crecimiento nominal del PBI y la tasa nominal de los T-10) se movieron muy próximas en las últimas décadas.

Por consiguiente, si continúa el crecimiento de la economía y aumentan los precios en EEUU como es previsible que ocurra, debe ser mayor la tasa de interés de los T-10.

Y la tasa de los T-10 es un referente clave para todas las tasas de interés. No solo es determinante para los mercados de los EEUU; lo es finalmente para todas las economías del mundo. Con mercados globalizados, si las tasas de los títulos de largo plazo suben en EEUU, también deberán hacerlo en Gran Bretaña, por ejemplo, a menos de que haya expectativas de revaluación de la libra.

Naturalmente, la correlación de tasas de largo plazo debe ajustarse con la prima de riesgo de cada país.

A los efectos de hacer una proyección de la tasa de T-10, es fundamental disponer de una estimación de la tasa de crecimiento esperada del PBI. Y, ¿qué expectativa hay respecto a la evolución futura de dicha variable entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)? La mediana de la última encuesta ubica a dicha tasa entre 2 y 2.3%, promedio anual, en el largo plazo. Ésta no sólo es la expectativa del FOMC; también la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) y la propia Casa Blanca la ubican en este nivel.

### **La restricción fiscal**

La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) realiza proyecciones sobre la situación fiscal del Gobierno Federal en una década (2025) y aún para plazos mayores. Dichas estimaciones son objeto de ajustes permanentes. Del último análisis divulgado recientemente extraemos algunos datos muy relevantes.

Los gastos totales, que hoy representan un 20.5% del PBI, crecerían hasta alcanzar una magnitud equivalente al 22.2% del PBI en una década. Hay tres rubros que aumentarían mucho y que explican el 84% del incremento esperado: los programas de salud (Medicare, Medicaid y el Programa de Seguro de Salud a la Infancia), los programas asociados a la Seguridad Social y los intereses netos de la Deuda Federal.

Con una tasa de crecimiento esperado del PBI del 2.2% promedio anual, se estima que la recaudación tributaria aumentaría en el período; los ingresos públicos pasarían del 17.7% a un 18.3% (s/PBI) en una década.

Pero los gastos crecerían a un ritmo mayor que los ingresos en los próximos años; por lo tanto el déficit tendería a crecer, desde un 2.7% a fines del año en curso hasta casi un 4% (s/PBI) en el 2025.

Por consiguiente, la deuda también aumenta en base a estas previsiones. La Deuda Bruta del Gobierno Federal, a fines del año en curso ascendería a U\$S 18.6 billones, nivel ligeramente superior al PBI esperado (U\$S 18.0 billones). Y dentro de la Deuda Bruta se encuentra la Deuda en Poder del Público, que en la actualidad se ubica en un 74% en relación al PBI y que se proyecta que aumentaría a un 78% en el 2025.

¿Qué se estima en cuanto a los intereses a pagar? Las erogaciones totales asociadas a los intereses netos de la Deuda Federal en Poder del Público, se ubicarían en un 1.3% s/PBI a fin del 2015. Y se proyecta que crezcan hasta alcanzar un equivalente al 3.0% del PBI en el 2025.

En cuanto a la tasa de los 10-year-Treasuries-Notes (T-10) se estima un gradual aumento, ubicándose en un 2.2% en términos reales para el



período 2020-25 y que finalmente subiría un nuevo escalón, a un 2.3% REAL a plazos más largos. La tasa de interés promedio de la deuda corresponde un plazo menor a los diez años. La tasa REAL promedio de la Deuda Federal recién alcanzaría un 2.0% a partir de 2025.

La proyección fiscal es sumamente relevante, porque deja en claro el serio problema que tendría el Tesoro Nacional si tuviera que asumir obligaciones financieras asociadas a tasas de interés aún más altas.

Vale decir, desactivar la bomba monetaria no debería hacerse a expensas de activar la bomba fiscal.

No es esperable que ocurra y ello apunta en la misma dirección esperada y que resulta más conveniente para nuestros países: las tasas de interés subirían acotada y gradualmente.

## **Conclusiones**

- a) Recuperación gradual de tasas de corto y largo plazo (FFR y T-10).
- b) El punto de llegada de la Federal Funds Rate (FFR) sería apreciablemente menor a los existentes en el pasado. No se retornaría a niveles de pre-crisis. La ubicamos en una horquilla entre 2 y 3%; ello se traduciría en tasas reales entre 0 y 1%, con niveles inflacionarios esperados del 2% en el mediano plazo.
- c) También la tasa de 10 Year-Treasuries-Notes sería menor a las preexistentes. La estimamos entre 3.3 y 3.6% en algunos años, nivel algo por debajo de lo que indicaría la Regla de Oro (con un aumento promedio del PBI del 2.2% y una inflación del 2%, la T-10 debería rondar 4%). Pero resulta imprescindible tomar en consideración el peso de la deuda, como ha sido destacado.

Veamos por último las implicancias de este curso posible en las tasas de interés. Consideremos el caso de un país como Uruguay.

La tasa de interés asociada al total de su deuda en dólares, en promedio, asciende aproximadamente a un 5.2%.

La prima de riesgo-país es en la actualidad del orden de 190 puntos básicos.

Si la tasa de T-10 -que hoy en día se ubica en 2.4%- aumentara hasta el máximo valor esperado en el mediano plazo (3.6%), de mantenerse la prima de riesgo de Uruguay, las tasas de las nuevas emisiones en dólares deberían ser mayores, pero crecerían progresivamente hacia niveles en torno al 5.5%, para plazos promedio de 10 años.

Si consideramos la tasa de T-30, que en la actualidad se ubica en 3.15%, ésta arbitra perfectamente con el Bono Global 2050, cuya ampliación tuvo un rendimiento del 5%. En síntesis, aun esperando un gradual incremento de tasas, su impacto financiero no debería ser de significación.

En relación a las tasas en pesos, éstas serían resultantes de las tasas internacionales ajustadas por la devaluación esperada del peso.

El proceso de ajuste de nuestras monedas ya ha comenzado en la región. Y con distinto grado de intensidad es previsible que siga adelante, de la mano del fortalecimiento del dólar ante las principales divisas del mundo que se está procesando en el escenario internacional.

Pero es relevante destacar que dicho proceso, presumiblemente, se haría más lentamente hacia el futuro. El dólar aumentó con mucha intensidad hasta mediados de marzo y luego se mantuvo con oscilaciones ante la canasta de monedas que se relevan en el Dollar Index.

Claramente los fundamentos apuntan a un progresivo fortalecimiento del dólar. Pero tendencialmente se produciría a un ritmo apreciablemente menor.

Esto lo advierte el Fondo Monetario Internacional en su último informe sobre EEUU, al amparo de la Consulta Anual por el Art. IV: ..."La fortaleza del dólar ha impactado en el crecimiento de EEUU y en la creación de empleo"... "el dólar está moderadamente sobrevaluado y una apreciación más marcada será perjudicial"...

En última instancia, no es posible para nuestros países controlar la evolución de las tasas internacionales, aunque presumiblemente crecerían en forma gradual y acotada, como ha sido reiterado. Tampoco es posible controlar la volatilidad en el precio de los activos. Pero sí es posible atemperar cualquier impacto que se reciba defendiendo la prima de riesgo de nuestra deuda soberana. Y en todo caso, la preocupación principal debería estar centrada en cómo acceder al mayor nivel de productividad requerido para crecer a mayores tasas. Sigue siendo nuestro principal desafío.