

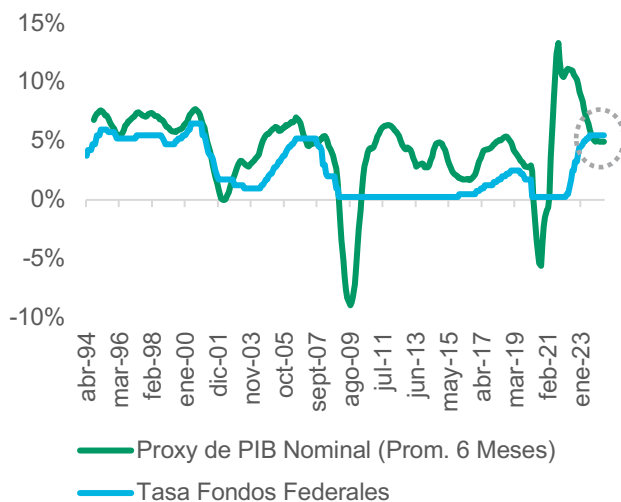
FED FUNDS RATE: ¿CUÁL SERÍA SU NIVEL NEUTRAL?

La Reserva Federal de EE.UU. (FED) en su reunión de junio actualizó su escenario central para la economía estadounidense, en donde prevé un crecimiento del PIB levemente superior a su tendencia y una gradual desaceleración de la inflación desde sus tasas actuales. En función de lo anterior, se proyecta que en el caso más probable se iniciaría un proceso de bajas en la tasa de política monetaria a fines de 2024 para llevara a un nivel neutral en los años siguientes. Pero, ¿Cuál sería ese nivel que no estimula ni restringe la actividad?

Por Sebastián Senzacqua, CFA

El consolidado de datos económicos en EE.UU. ha dado cuenta de un desempeño bajo lo esperado en los últimos meses. Al mismo tiempo, los indicadores coincidentes de la economía (como lo es la creación de empleo, las ventas de comercio, la producción industrial, entre otros) han mostrado una evolución ligeramente inferior a la Tasa de Fondos Federales en lo reciente en términos nominales (Gráfico1). De este modo, se empieza a inferir que el estado de la política monetaria estaría, restringiendo la actividad. Así, el discurso de la Reserva Federal ha ido migrando a uno

Gráfico 1: Indicador Coincidente de la economía de EE.UU. y Tasa de Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

en donde se empezarían a configurar espacios para un proceso de ajustes a la baja en la política monetaria, el cual si bien en un inicio sería acotado, es de esperar que este se profundice en el 2025 de la mano de un escenario de inflación más benigno.

De hecho, el escenario central del Instituto Emisor apunta a una inflación cercana al 2,6% y 2,3% para el cierre de 2024 y 2025, respectivamente ([Link](#)). En cuanto a la política monetaria, se anticipa que en el escenario más probable la tasa de fondos federales bajaría desde su rango actual de 5,25% a 5,50% a uno de 5,00% a 5,25% a fines del presente año, para luego acercarse a un intervalo de 4,00% a 4,25% en el próximo ejercicio.

Todo esto desde el punto de vista del ciclo económico que atraviesa la principal economía del mundo. Pero, ¿Qué hay del largo plazo o convergencia de la economía hacia su estado de crecimiento en torno a su tendencia e inflación acorde con la meta de las autoridades? Ahí, la tasa de política monetaria coherente o “neutral” se posiciona en un nivel cercano a un 2,75% en base a las últimas estimaciones de los Consejeros de la FED.

¿Es válida esta tasa o existen motivos para cuestionarla?

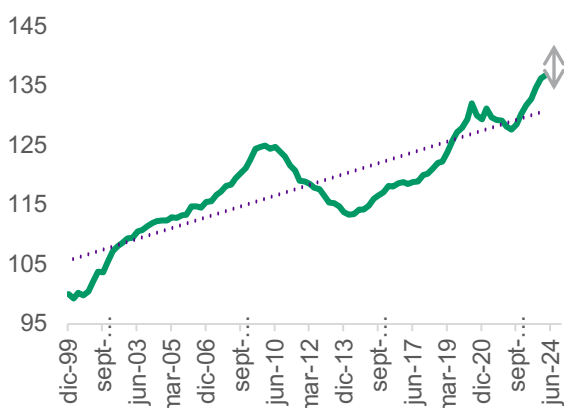
La discusión de la tasa neutral, si bien obedece a una mirada de largo plazo de la economía tiene consecuencias relevantes en diversos ámbitos, por lo que no es trivial su discusión. Durante la década pasada se argumentó en el mundo desarrollado que las

tasas neutras eran muy bajas, debido a un crecimiento de la economía muy bajo y perspectivas de inflación acotadas, acuñándose el término de “*Estancamiento Secular*”. Lo anterior, derivó en una baja sostenida en las tasas de mercado, llegando incluso en algunas economías hacia el “*cerro absoluto*”. En el caso de EE.UU., las tasas a 10 años alcanzaron valores incluso inferiores al 2,00% previo a la pandemia en 2020 (donde incluso bajaron más producto de los factores del ciclo de ese momento). Dicha situación, generó un aumento relevante en las valorizaciones de distintos activos, tanto financieros como reales. De este modo, la estimación de la tasa neutral es un input relevante para las tasas de largo plazo, impactando en las valorizaciones y en consecuencia en las decisiones de portafolio de diversos agentes financieros.

En la actualidad, existen motivos para suponer una tasa neutral más alta a la estimada en la década pasada, destacando en primer lugar la tendencia que están exhibiendo algunas variables de la economía y sus consecuencias sobre las perspectivas del mercado en materia de inflación.

Por un lado, la evolución del gasto público en EE.UU. ha adquirido características de mayor persistencia, mostrando en lo reciente una expansión sobre su tendencia (Gráfico 2), en vista de un componente mandatorio cada vez más rígido de modificar.

Gráfico 2: Evolución del Gasto Público en EE.UU. (1999=100)



Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

Al mismo tiempo, como consecuencia de la pandemia ocurrida de 2020, las cadenas de suministro han tenido una redirección más cercana hacia el cliente final, lo que si bien mitiga los riesgos de interrupción, ha generado un aumento de costos. Finalmente, la situación del mercado laboral en EE.UU. continúa siendo de estrechez, en vista que el desempleo se mantiene bajo desde el punto de vista histórico, presionando los salarios (las perspectivas migratorias tampoco ayudarían en ese sentido, dadas las intenciones de campaña de los candidatos incumbentes a la presidencia de EE.UU.).

Así, expectativas de inflación de largo plazo derivadas de encuestas y precios de activos han convergido a su promedio histórico, el cual es superior al 2,0% planteado por la FED como objetivo de política monetaria (Gráfico 3).

Gráfico 3: Expectativas de inflación a 10 años



Fuente: Reserva Federal de Cleveland

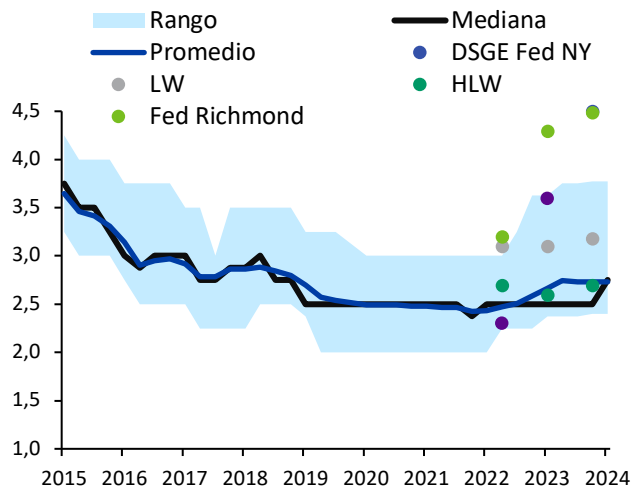
Finalmente, desde el punto de vista de crecimiento de largo plazo, diversos modelos de la FED han apuntado a tasas superiores al 2,0% en los últimos años, lo que también tiene consecuencias sobre la tasa neutral en términos reales ([Link](#)).

Con todo, se vuelve complejo justificar que la tasa de largo plazo planteada por los Consejeros de la FED de 2,75% es la coherente con el estado de la economía desde el punto de vista estructural.

Con todo, ¿qué nos dicen diversos modelos macro financieros para la Tasa Neutral?

Al graficar las posturas de los consejeros de la FED y los modelos macro financieros se observa una alta dispersión para esta variable no observable y que paradójicamente es de alta relevancia para la valorización de activos (Gráfico 4).

Gráfico 4: Proyecciones consejeros FED y modelos Macro Financieros para la Tasa Neutral EE.UU.



Fuente: Reserva Federal de Nueva York

Con todo, se observa que hay incertidumbre en la estimación de la tasa que es coherente con las variables económicas en el largo plazo. Sin embargo, asumir que una vez resueltos los elementos del ciclo volver al “normal” de la década pasada para ésta variable, sería algo *ingenuo*. Al parecer, trabajar con estimaciones cercanas al 3,25% - 3,50% parece más razonable, situación que debe considerarse al momento de tomar decisiones de portafolio con orientación al largo plazo en el enfoque de planificación patrimonial.