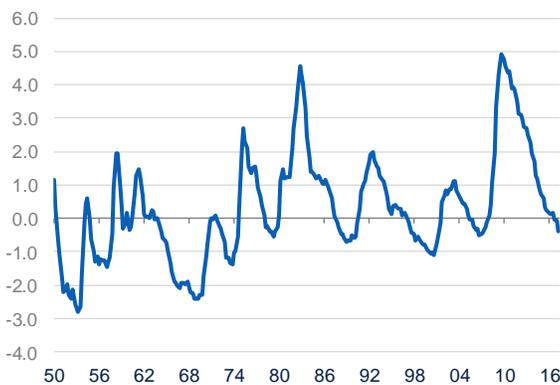


6. Normalización de la política monetaria

Después de superar las expectativas del mercado, que habían estado en cuidados intensivos después de una pausa prolongada en las subidas de los tipos de interés en 2016, la Fed parecía poner en marcha un rumbo previsible de subidas de tipos y de la normalización del balance en el primer trimestre. Con respecto al balance, la Fed ha comunicado efectivamente su estrategia de reducir el balance de manera previsible y pasiva, lo que ha llevado al mercado a esperar a que el proceso dé comienzo alrededor de septiembre. Los límites gradualmente crecientes también permiten una previsión casi perfecta durante los dos primeros años y una distorsión mínima del mercado, ya que las salidas masivas (*runoff*) previstas excederán los límites iniciales durante los primeros cinco trimestres del proceso.

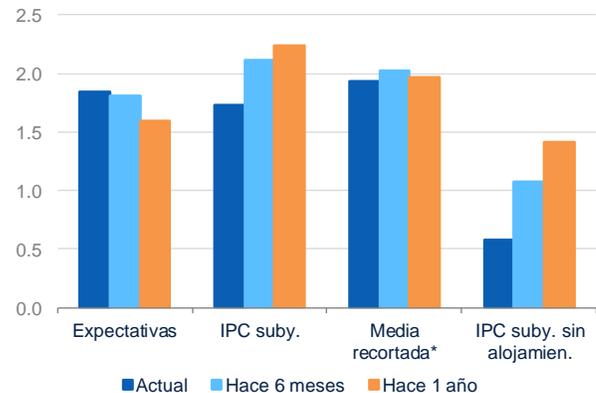
En cuanto a los tipos, el comité ya no se muestra tan confiado en que alcanzará su objetivo de inflación, ya que las tendencias inflacionarias recientes han dividido a los miembros en dos corrientes de pensamiento. Una de ellas mantiene las relaciones establecidas entre la rigidez del mercado de trabajo y los salarios y las actuales condiciones del mercado de trabajo, lo que obliga de manera necesaria y suficiente a un aumento de los salarios y de la inflación a medio plazo. En la otra, los vientos en contra estructurales en el mercado de trabajo, el bajo crecimiento de la productividad, las carencias de competencias y la debilidad de la inversión merman las relaciones entre los salarios, la inflación y el mercado de trabajo, lo que implica que la brecha de inflación se sigue ampliando.

Gráfica 6.1 Brecha de la tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research, CBO y BLS.

Gráfica 6.2 Inflación, interanual (%)



Fuente: BBVA Research, FRB, Cleveland Fed y Haver Analytics.

En el primer caso, la respuesta política sigue vigente, con aumentos constantes de los tipos de interés a un ritmo determinado por la rapidez o la lentitud con la que se cumple el doble mandato. Un rápido repunte de la inflación permitiría a la Fed subir los tipos con mayor celeridad, pero si la inflación se mantiene baja durante más tiempo, habrá que retrasar la subida de los tipos. Los dirigentes de la Fed parece que se inclinan por esta opción. En el segundo escenario, los tipos de interés recibirán menos atención y la Fed tendrá que repensar su estrategia política general. Esto podría implicar reducir el nivel objetivo de inflación o algo más agresivo, como cambiar el enfoque de la estrategia de la Fed, que pasará de centrarse en la inflación a hacerlo en el nivel de los precios.

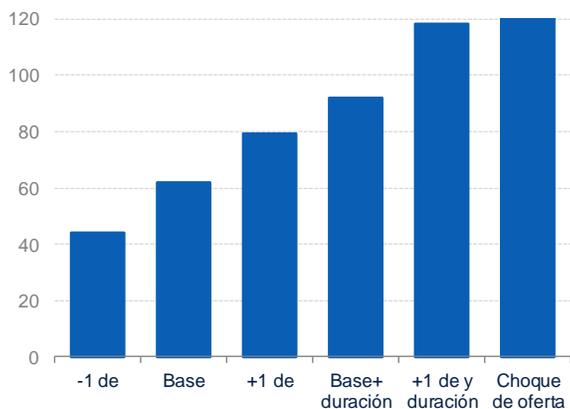
Con respecto a la normalización del balance, el suplemento y los puntos destacados de las actas de junio han consolidado los planes de la Fed de utilizar un sistema de aumento gradual de los límites en un período de 12 meses, probablemente comenzando a finales de este año. Los valores límite iniciales se fijarán en 6.000 millones de dólares para títulos del Tesoro y en

4.000 millones de dólares para valores de agencias y con garantía hipotecaria (MBS). Cada tres meses, los límites se incrementarán en 6.000 y 4.000 millones de dólares, respectivamente, hasta que alcancen 30.000 millones y 20.000 millones. Con esto, la Fed puede asegurar una salida predecible y pasiva. Esto implicaría reducir el balance en alrededor de 300.000 millones de dólares en los primeros 12 meses y en 2 billones a lo largo de cuatro años. Con el fin de equilibrar la moneda en circulación y los activos de la Reserva Federal, esperamos que las compras del Tesoro se reanuden cuando el balance se acerque a los 2,5 billones de dólares, alrededor de 2021.

Como resultado, la composición del balance será principalmente de letras y pagarés del Tesoro, en línea con la composición histórica de la cartera. Aunque la Fed espera que el balance de las reservas sea "apreciablemente" inferior a los niveles actuales, si bien superior al nivel previo a la crisis, el FOMC no estaba dispuesto a comprometerse con ningún objetivo en particular. En última instancia, el FOMC permitirá que las reservas se ajusten a un nivel tal que los fondos federales vuelvan a convertirse en la principal herramienta de política monetaria.

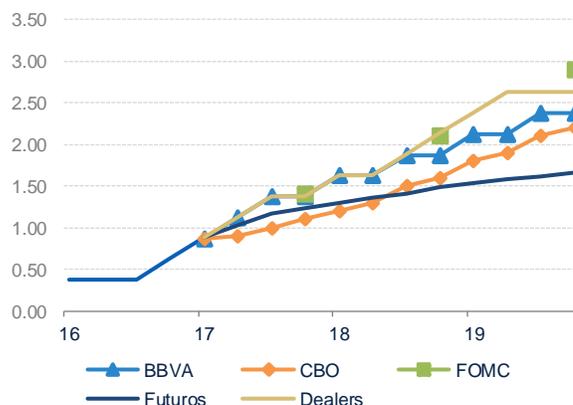
A través de la señalización y el reequilibrio de la cartera, anticipamos que la estrategia de normalización del balance debería empujar al alza las primas a plazo y los tipos a largo plazo. En última instancia, aunque será el mercado de bonos del Tesoro y MBS el que determinará el calendario y la magnitud del impacto, una estrategia de comunicación clara y una implementación predecible y pasiva reduce los riesgos de sufrir grandes oscilaciones en los rendimientos. Los cambios regulatorios de los fondos del mercado monetario y los requerimientos de capital más estrictos de los bancos comerciales disminuyen la probabilidad de una desalineación inmediata, ya que ahora necesitan más que nunca activos seguros. Del mismo modo, si bien es posible una fuerte contracción de las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense, los indicadores recientes sugieren que no ha habido un cambio fundamental tras el anuncio del FOMC de la normalización del balance. Para muchos bancos centrales de todo el mundo, la tenencia de bonos del Tesoro no depende de su precio o de su rendimiento, sino de su valor intrínseco como activos seguros y de los beneficios de la gestión del tipo de cambio. Como resultado, los tipos a largo plazo deberían aumentar con moderación. Nuestros modelos sugieren que el impacto acumulativo podría oscilar entre 40 y 120 p.b. en respuesta al impacto del canal de reequilibrio de la cartera; con respecto a la señal, los inversionistas no reaccionaron al anuncio de la normalización del balance. No obstante, algunos participantes en el mercado, en particular los compradores privados y extranjeros no financieros, podrían moverse en la misma dirección, si perciben que un mercado unilateral representa una "apuesta segura", como sucedió cuando la Fed aplicó el QE.

Gráfica 6.3 Impacto de la normalización del balance sobre los bonos del Tesoro a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research.

Gráfica 6.4 Tipo de los fondos de la Fed (%)



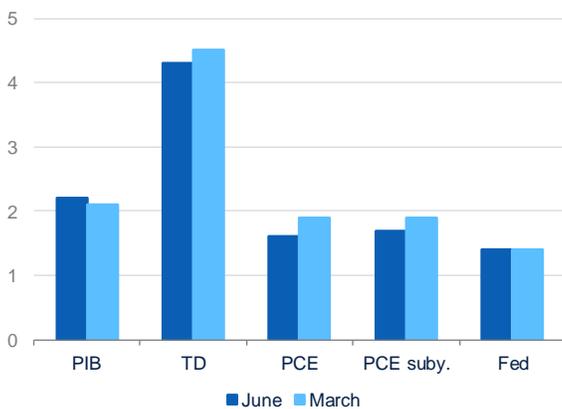
Fuente: BBVA Research, CBO, FRB y Bloomberg.

De cara al futuro, se deberá prestar más atención a la estrategia de comunicación con el fin de realinear las expectativas del mercado con sus perspectivas, ya que los futuros de fondos de la Fed implican sólo dos subidas de los tipos entre ahora y finales de 2019. Esto significa, en primer lugar, elevar las expectativas de subida de los tipos en diciembre, algo que tiene una probabilidad implícita de menos del 50 % para lograr una leve subida al 1,25-1,50 % y luego realinear a los mercados con las proyecciones a largo plazo del comité, que se encuentran cercanas al 3,0 %, siete subidas adicionales de los tipos para 2019.

La Fed puede conseguirlo rápidamente mediante sus comunicaciones y en las próximas reuniones, como ya ocurrió antes de la subida en marzo. En particular, si consideramos que el crecimiento del PIB real en el 2S17 será superior al del primer semestre, los mercados laborales seguirán convergiendo con el pleno empleo y los riesgos globales disminuirán. Con todo, esto sólo se producirá si las presiones a la baja sobre los precios se desvanecen efectivamente y las expectativas de inflación se realinean con el objetivo a medio plazo de la Fed del 2 %. Las experiencias pasadas sugieren que la inflación empieza a aumentar rápidamente después de que las tasas de desempleo hayan descendido de manera significativa. Por lo tanto, además de descensos puntuales de los precios, la principal incertidumbre es saber si los mercados de trabajo se han endurecido lo suficiente o no.

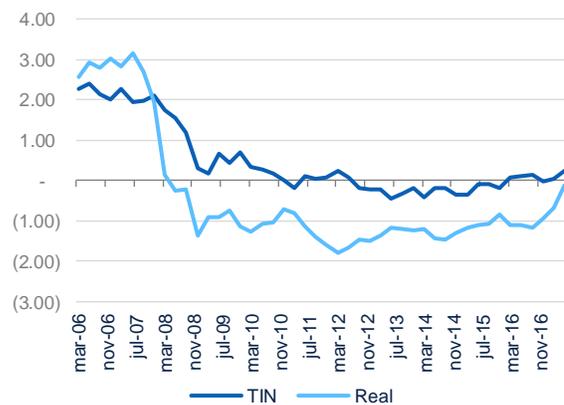
El FOMC parece convencido de que el curso de la normalización de la política monetaria es apropiado en este entorno. Con la economía en el pleno empleo o cerca, los tipos de interés de referencia deben alejarse del límite inferior a cero, de modo que el FOMC disponga de margen de maniobra para responder al siguiente ciclo. Una caída notable en la mediana del gráfico de puntos o una distribución más amplia en el resumen de septiembre de las proyecciones económicas (SEP, por sus siglas en inglés) confirmaría una trayectoria más superficial. Esto es coherente con nuestra línea de base para dos subidas adicionales de los tipos en 2018 y 2019. Sin embargo, si no se sigue la trayectoria implícita en la encuesta de proyecciones económicas durante varios años, también pone en riesgo la credibilidad del FOMC, algo que en la actualidad los mercados consideran que es poco probable que se produzca. Por otra parte, la tarea de convencer a los inversores para que tengan fe en la curva de Phillips será un reto, sobre todo porque no está claro cuánto del aplanamiento es cíclico o estructural.

Gráfica 6.5 Previsiones del FOMC (%)



Fuente: BBVA Research y FRB.

Gráfica 6.6 Tipos de interés naturales y objetivo de tipo ajustado a la inflación de los fondos de la Fed (%)



Fuente: BBVA Research, Laubach & Williams y FRB.

La Fed también tiene que equilibrar las expectativas de factores no observados como R^* o el tipo de interés real natural. Con las estimaciones del tipo de interés real natural en torno al 0 % y con la inflación básica del PCE en el 1,8 % en el 2T17, sólo serían necesarias un par de subidas de tipos para que la política monetaria volviera a niveles neutrales. Sin embargo, si el tipo de interés real natural empieza a subir más de un 1 % como resultado de un mayor crecimiento de la productividad y un mayor rendimiento potencial, y si la inflación vuelve al objetivo del 2 %, una política monetaria neutral implicaría que los fondos de la Fed tendrían que subir al 3 %. Dicho esto, la evolución de las perspectivas de los tipos de interés neutrales y la incertidumbre sobre las perspectivas de la inflación podrían llevar a los miembros a mostrarse confiados en que los tipos no son demasiado acomodaticios con 2-4 subidas de tipos adicionales.

Mientras tanto, las condiciones financieras se han moderado a lo largo del año, a pesar de que se han eliminado los ajustes monetarios, lo que sugiere que se podrían necesitar tipos más elevados para evitar la posibilidad de una desalineación de los precios de los activos y contener los riesgos de explosión de la burbuja, si es que existe una. Los responsables de la política monetaria también tienen que considerar los efectos potenciales del estímulo fiscal y de la desregulación financiera, lo que aumenta el potencial de quedarse considerablemente lejos de alcanzar el objetivo de desempleo y podría provocar una presión inflacionaria.

La confianza inicial en la capacidad de la nueva administración para poner en marcha una agenda fiscal moderadamente expansiva ha dado paso a una visión más comedida. De hecho, hay signos de que la Casa Blanca está comenzando a dar marcha atrás en sus propuestas agresivas para reducir el tipo del impuesto de sociedades al 15 %, al tiempo que también reduce de manera significativa los tipos individuales. Asimismo, los miembros del comité también tienen que tener en cuenta que hay pocas probabilidades de que esto suceda, en vista de la falta de acuerdo en el seno de los Republicanos. A pesar de los obstáculos a los que aún se enfrentan el Congreso y la Casa Blanca, la incapacidad de preparar la economía para un choque fiscal podría poner en peligro el curso actual de la normalización de las distintas políticas.

Aunque la Fed tiene poco que decir en materia fiscal, el hecho es que los bajos tipos de interés han silenciado cualquier debate sobre los altos niveles de la deuda pública y la carga que implica su financiación. Si suben los tipos de interés, se podría reavivar el debate en la agenda política y los políticos tendrán más presiones para hacer frente a estas cuestiones.

En un contexto en el que es probable que Yellen renuncie o sea sustituida al final de su mandato en enero, con tres vacantes pendientes y con el mandato de Stanley Fischer que termina en junio, la consideración de la composición de la junta y su liderazgo en un futuro próximo también son factores que habrá que tener en cuenta en el futuro a la hora de tomar decisiones. No está claro cómo el presidente Trump equilibrará los deseos de algunos miembros dentro del Partido Republicano que defienden una política monetaria basada en normas con sus propias aspiraciones de hacer crecer la economía, lo que se beneficiará de unos tipos de interés bajos. Sin embargo, el ámbito en el que los objetivos de Trump se alinean más con los del Partido Republicano es el de la desregulación, lo que sugiere que los nuevos nombramientos se mostrarán favorables a reducir la supervisión y los requisitos de capital. Yellen ha dicho que con las herramientas macroprudenciales que la Fed tiene hoy en día y con mayores reservas de capital en el sector financiero, es poco probable que veamos otra crisis financiera en muchos años. Sin embargo, no cabe duda de que el riesgo que plantea un posible desmantelamiento de las salvaguardias puestas en marcha después de la crisis financiera resultaría inaceptable para el actual comité, poniendo en peligro su legado que se reducirá al éxito de la estrategia de normalización y a la estabilidad a largo plazo del sector financiero.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

Economista Jefe de Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com
+1 713 881 0663

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

DATOS DE CONTACTO:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos

Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com
www.bbvaresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA
bbvaresearchusa.podbean.com