

Fed Watch

EEUU

Los integrantes del FOMC hablan para calmar la reacción exagerada de los mercados

28 de junio de 2013
Análisis Económico

- **Repuntan la rentabilidad de los bonos del Tesoro y las tasas hipotecarias mientras la renta variable retrocede tras el comunicado y la conferencia de prensa del 19**
- **La política de la Fed sigue en línea con nuestras expectativas, aunque la trayectoria definitiva dependerá del ritmo de la recuperación económica y de las perspectivas de inflación**

EEUU

Shushanik Papayan
Shushanik.papayan@bbvacompass.com

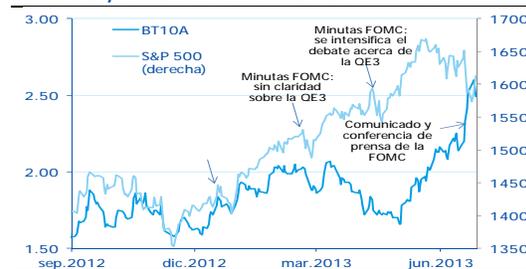
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

El comunicado publicado tras la reunión más reciente del FOMC, así como la conferencia de prensa de su Presidente, tuvieron por objeto arrojar más luz sobre la política del mercado, pero las reacciones de los mercados fueron bastante drásticas y, en gran medida, opuestas a las intenciones de la Fed. La conferencia de prensa de Bernanke pretendió reforzar la transparencia de las comunicaciones del organismo supervisor de la banca estadounidense, aportando un poco más de claridad acerca de la disminución y, eventualmente, final de la tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3). Uno de los principales objetivos de esta altamente flexible política monetaria ha sido mantener a la baja la presión sobre las tasas de interés a largo plazo. Sin embargo, los comentarios de Bernanke sobre una disminución de compra de activos hacia finales de 2013 parecieron enloquecer a los mercados. También los comentarios adicionales del comunicado dado a conocer tras la reunión del FOMC contribuyeron a esta inesperada reacción de los mercados, como por ejemplo opiniones de que los riesgos de retroceso de la economía y del mercado laboral disminuyeron desde el principio de la QE3, la introducción de un nuevo umbral de desempleo del 7% para dar por terminada la QE3, y mejora de las expectativas de alcanzar el umbral de desempleo de 6.5% para que el primer aumento de la tasa de interés se produzca en 2014 (previamente se esperaba hacia 2015). En general, el resultado fue que la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años pasó de 2.2% a 2.6% en menos de una semana, en tanto que las tasas hipotecarias subieron y los mercados de renta variable retrocedieron a los niveles más bajos del mes. Consideramos que todo esto ha sido una reacción excesiva a las previsiones de continuidad de los estímulos de la Fed.

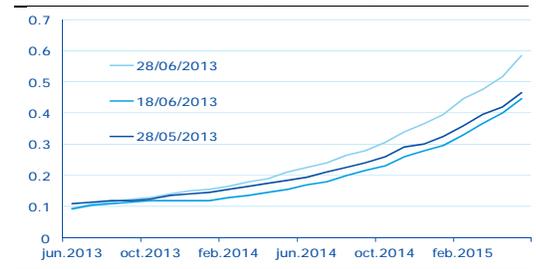
Desde el comunicado, muchos integrantes del FOMC se han acercado a los micrófonos para abordar esta asombrosa discrepancia entre las repercusiones que esperaba la Fed y las reacciones reales de los mercados. Es evidente que Bernanke y sus colegas del FOMC quedaron atrapados en un bucle, calificando la mayoría de ellos como "reacción excesiva" la respuesta de los mercados, haciendo hincapié en que la QE3 sigue dependiendo en gran medida de los datos, y que continuará a plena marcha si los indicadores económicos son decepcionantes. El principal hincapié de la muestra más reciente fue destacar la diferencia entre la QE y las directrices en materia de fondos federales, como método de consolidar la rentabilidad a largo plazo, promoviendo así un proceso de normalización ordenado y lento de la curva de rentabilidad. Esto implica entender plenamente que reducir las compras de la QE3 sigue suponiendo una continuación de la política monetaria flexible y del crecimiento del balance, lo cual no debería confundirse con un ajuste de la política monetaria (aumento de las tasas de los fondos federales), que se espera que llegará más tarde, en 2015-2016. Aunque tanto la QE3 como la tasa de fondos federales próximo a cero tienen por objeto promover una recuperación más sólida, la primera está más orientada hacia el incremento de la actividad y mejora de la confianza a corto plazo y, por tanto, está sujeta a criterios diferentes. Otra muestra ha sido la falta de preocupación por la baja inflación y la coincidencia de que, en su mayor parte, las presiones bajistas sobre los precios se deben a efectos transitorios.

Gráfica 1
S&P 500 y rend. de los bonos del Tesoro a 10a (%)



Fuente: WSJ, FRB y BBVA Research

Gráfica 2
Tasa futura de los fondos federales (%)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Aunque al parecer los mercados se sorprendieron por el calendario de reducción del actual ritmo de compras de activos expuesto por el Presidente, los detalles demostraron coincidir con nuestro escenario base. Mantenemos nuestras previsiones de que el FOMC comenzará a reducir las compras de activos a finales del 3T13, para dar finalmente por concluido el programa en el 1S14, siempre y cuando la actividad económica siga mejorando a un ritmo continuo. Además, creemos que la Fed tiene prevista la primera subida de tasas de fondos federales el 3T15, antes de continuar con la estrategia de salida de las compras de activos, el 2T16. Sin embargo, no se trata de planes inamovibles, y la Fed tiene mucho margen para desviarse de este calendario tentativo.

Dos rutas alternativas para la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años

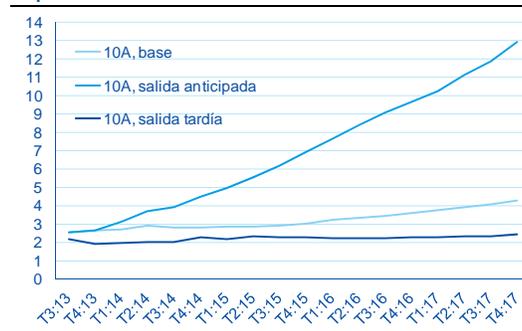
Como consecuencia del reciente repunte de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años como reacción a la posible, aunque todavía poco clara, subida anticipada de las tasas de los fondos federales, presentamos dos escenarios de distintas rutas de la política monetaria como consecuencia de cambios imprevistos en el entorno económico.

Salida forzosa anticipada como consecuencia de una alta inflación: aunque últimamente la preocupación por la inflación ha sido dejada de lado, algunos halcones del FOMC siguen insistiendo en los costos de la QE3. En la improbable posibilidad de que las presiones inflacionarias repunten rápidamente, podríamos ver un adelanto de la disminución de las compras de activos, con lo que la QE3 finalizaría hacia diciembre de 2013. Con el repunte de la actividad económica que implica este escenario, creemos que la Fed podría adelantar la primera subida de tasas de interés al 2T14 y, a continuación, acabar gradualmente con las compras de activos hasta el 4T14. Considerando las inexistentes presiones sobre los precios, consideramos que este escenario tiene pocas probabilidades de ocurrir.

Salida tardía impuesta por la lentitud del crecimiento: la imprevista revisión a la baja del PIB real del 1T13 podría disparar la preocupación por una recuperación más lenta de la prevista. Si continúa este insuficiente ritmo de crecimiento y las presiones inflacionarias se mantienen controladas, sería posible que la Fed prorrogara cualquier decisión con respecto a la QE3 y a la primera subida de tasas. En tal caso, las compras de activos se mantendrían a sus actuales niveles de 85 mil millones de dólares mensuales durante 2014, disminuyendo mínimamente en 2015 y 2016, y terminándose el 4T16. Además, este escenario favorecería que las tasas de fondos federales no aumenten al menos hasta 2017. Del mismo modo, no consideramos que este escenario alternativo tenga muchas probabilidades de producirse.

Gráfica 3

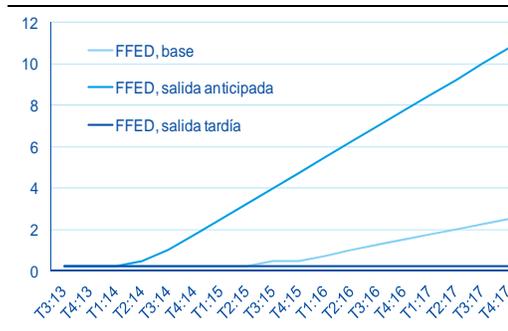
Rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años de cupón cero (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

Tasa de los fondos federales (%)



Fuente: BBVA Research

Conclusiones: la Fed espera calmar la reacción exagerada de los mercados

En los últimos días, ha quedado claro que las reacciones de los mercados al comunicado del FOMC y a la conferencia de prensa de su Presidente no fueron las que la Fed esperaba. La reacción —que todavía prosigue— del mercado de deuda pública ha dejado claro que la política de la Fed no es inamovible y que puede reaccionar con rapidez a cambios imprevistos en la actividad económica. Mantenemos nuestras previsiones de que la disminución de las compras de la QE3 comenzará a finales del 3T13, y que la política de la institución estará atenta a los datos y contingencias con unas comunicaciones claras y transparencia. Considerando esta “reacción exagerada”, prevemos un cierto ajuste de los mercados para las próximas semanas. Con muy pocos informes de actividad económica pendientes de publicar antes de la próxima reunión del FOMC, hay pocas probabilidades de que cambie la actitud o el comunicado de la reunión de julio del FOMC. Tampoco prevemos que las minutas de esta última reunión conlleven un drástico incremento de las tasas de interés a largo plazo.

Cuadro 1
Comentarios de la Reserva Federal, comunicado y conferencia de prensa tras la reunión del FOMC

	Jerome Powell Gobernador 27 de junio de 2013	William Dudley Banco de la Reserva Federal de Nueva York 27 de junio de 2013	Jeremy Stein Gobernador 28 de junio de 2013	John C. Williams Banco de la Reserva Federal de San Francisco 28 de junio de 2013	Jeffrey Lacker Banco de la Reserva Federal de Richmond 28 de junio de 2013
Crecimiento	En mi opinión, existen muy buenos motivos para creer que la economía continuará reforzándose.	Veo pruebas persuasivas de una mejora de los fundamentos subyacentes en la mayor parte del sector privado de la economía estadounidense.	Con respecto a los fundamentos económicos, tanto el estado actual como las perspectivas del mercado de trabajo han mejorado desde septiembre de 2012 .	Es posible que el crecimiento económico sea anémico este trimestre y el próximo. Posiblemente se recupere hacia finales de año. En cuanto a todo 2013, creo que habrá un crecimiento del PIB ajustado a la inflación de aproximadamente el 2,25%. Llamado a situarse en torno al 3,25% en 2014.	El lento crecimiento del PIB real, que alcanza un promedio del 2% desde finales de 2009, posiblemente continúe más allá de 2013.
Inflación	Existen motivos para pensar que los recientes datos bajos reflejan parcialmente factores transitorios .	Un desglose de la desaceleración de la inflación subyacente revela que parte de la misma se debe a la desaceleración del ritmo de aumento de los precios de productos no alimentarios ni de energía. Probablemente esto se deba, en gran medida, a la disminución de la demanda global de productos y a la modesta apreciación del dólar que se viene produciendo desde mediados de 2011.	Por ejemplo, si las cifras de inflación siguen siendo moderadas, tendremos mayor margen para mantener el tipo de los fondos federales en su límite inferior, incluso después de que el paro caiga por debajo del 6,5%.	Probablemente la inflación se mantendrá relativamente baja durante un tiempo, aunque subirá gradualmente hasta acercarse a nuestro objetivo del 2% en los próximos años. Espero que nuestro parámetro preferido para medir la inflación subirá gradualmente desde menos del 1,5% del segundo trimestre de 2013 hasta situarse en torno al 1,75% en 2015.	Lo más probable es que la inflación se sitúe en el objetivo del FOMC, el 2%, el año entrante.
OIE3	Si las previsiones económicas del Comité llegan a concretarse y observamos la primera moderación del ritmo de compras de activos hacia finales de este año, esas serán buenas noticias.	... incluso si se produce este escenario y se reduce el ritmo de compras, el hecho de que el FOMC siga comprando activos sugiere un refuerzo, yno un ajuste, de su política monetaria .	Incluso si los datos publicados a principios de septiembre no ejercen una fuerte influencia sobre la decisión de implementar un ajuste en la reunión de septiembre, esos datos seguirán siendo relevantes para futuras decisiones... Si las noticias son malas, y quedan confirmadas por otras peores de octubre y noviembre... el plazo del programa se prorrogaría en consecuencia los futuros ajustes de nuestras compras de activos no modificarán ni perjudican en modo alguno nuestras intenciones de mantener un tipo muy bajo de los fondos federales mientras la tasa de paro siga por encima del 6,5% y se satisfagan otras condiciones relativas a la inflación y a sus previsiones.	El saldo de coste/beneficio de nuevos estímulos monetarios no parece prometedor. La Fed parece incapaz de mejorar el crecimiento real, a pesar de niveles históricos de estímulos, posiblemente debido a un descenso del crecimiento de la productividad y a otros factores que están fuera del control de la política monetaria.
Tipos a largo plazo	Los ajustes de mercado desde mayo han sido mayores de lo que estaría justificado por cualquier reevaluación razonable del curso de la política.	... ahora los participantes del mercado esperan que la primera subida de los tipos de los fondos federales se produzca bastante antes de lo que se pensaba anteriormente. Dejando de lado si esta es una interpretación correcta de las recientes variaciones de los precios, permitíame destacar que tales expectativas discrepan tanto de los comunicados del FOMC como de las previsiones de la mayoría de sus integrantes los particulares y empresas que buscan en los precios de los activos pistas sobre la futura política monetaria deberían tener la prudencia de no interpretar esos movimientos en exceso .	Llegará el momento en que no tengamos necesidad de agregar más estímulos monetarios. Y cuando llegue ese momento, estoy seguro de que podremos implementar esos cambios sin perjudicar la recuperación , manteniendo nuestros esfuerzos por alcanzar los objetivos de máximo empleo y estabilidad de los precios.	Los consiguientes retrocesos de los mercados de renta fija y variable como respuesta son una parte normal del proceso de incorporar nueva información a los precios de los activos, y no deberían interferir con el posible escenario de un crecimiento moderado del PIB real. Es probable que continúe la volatilidad de los precios de los activos hasta que los participantes del mercado hayan digerido las medidas y comunicaciones de la Fed.

Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el BBVA Research EE.UU. del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EE.UU., BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.