

EEUU

# Fed Watch

8 de abril de 2011

## Análisis Económico

**Hakan Danis**  
hakan.danis@bbvacompass.com

**Jeffrey Owen Herzog**  
jeff.herzog@bbvacompass.com

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

## Cómo organizar una salida

### La reversión de la política monetaria extraordinaria

- Las compras de activos terminarán tal como se había planeado; el cese de la reinversión del principal se producirá en agosto-septiembre
- Se prevé un primer aumento en marzo, con riesgos moderados de un movimiento alcista de las tasas más temprano
- El ritmo de normalización del balance dependerá del PIB y de perspectivas de inflación

#### Una vía para la política de la Reserva Federal dado el escenario central del BBVA

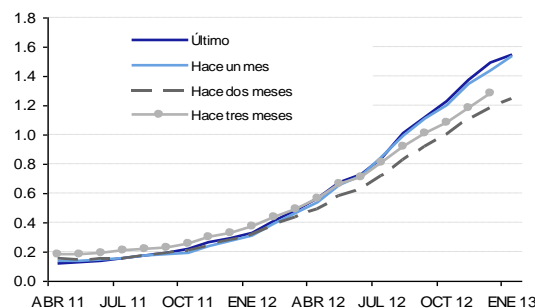
Si analizamos la política monetaria de los últimos años, la Reserva Federal está a punto de intentar la reversión de las intervenciones heterodoxas en los mercados financieros. La política de tasa de interés cero es rara, pero salir con éxito de la política de tasa de interés cero es aún más raro. La experiencia del Banco de Japón a finales de la década de 1990 y comienzos de la última década ofrece, en el mejor de los casos, unos resultados mixtos. Como tal, la tarea de la Fed es organizar adecuadamente el orden de reversión de todas estas medidas extraordinarias. En nuestra opinión, este orden está ligado a la previsión de un escenario central particular del PIB y la inflación. Aunque en última instancia hay muchos indicadores que pueden influir en la política –algunos son más relevantes que otros dada la incertidumbre derivada de la política extraordinaria– creemos que los indicadores clave son el PIB y la previsión de inflación. El orden que prevemos que seguirá la Fed depende directamente del siguiente escenario central. Concretamente, anticipamos a mediano plazo un incremento gradual de la inflación subyacente que, aunque será más elevada que hoy en día, todavía se mantendrá dentro de una zona cómoda para la Fed y hasta cierto punto será bien recibida. De forma implícita, esto parece indicar unos incrementos temporales de los precios del petróleo y un bajo efecto *pass-through* de dichos precios a las mediciones de la inflación subyacente. Suponemos que las mediciones de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los mercados se mantendrán estables y que a lo largo de 2011 seguirá habiendo un modesto crecimiento económico, con una mejora gradual en los mercados de trabajo. El crecimiento del crédito seguirá siendo limitado debido a la lentitud de la recuperación del sector bancario en 2011. Por último, mantenemos la hipótesis de que no habrá choques adicionales de incertidumbre, incluidas las sorpresas en el terreno de la política fiscal. Con este planteamiento en mente, trazamos la ruta prevista para el PIB y la inflación con el fin de observar el orden que seguirá la Fed.

#### Organizando el orden de reversión de la política monetaria extraordinaria

En cada etapa de la secuencia se requerirá la comunicación de la Fed, que ahora cuenta también con las conferencias de prensa del presidente que comenzarán a partir del 27 de abril. La comunicación en cada uno de estos puntos será crucial para garantizar la claridad de los objetivos y la aplicación de la política monetaria en el sector privado. El propio comienzo del proceso se inicia con el cierre del programa de compras de activos a gran escala (CAGE) de 600 mil millones de dólares (mmd) en valores del Tesoro. En la actualidad, prevemos que, dada la tendencia alcista de los indicadores de inflación, la Fed finalizará el programa CAGE a finales de junio de 2011 tal como se había planeado, sin necesidad de poner en marcha una nueva ronda de compras.

Gráfica 1

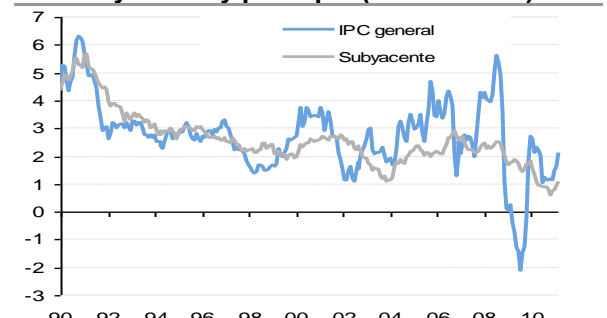
#### Previsiones de los fondos federales (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 2

#### IPC subyacente y principal (var. % anual)



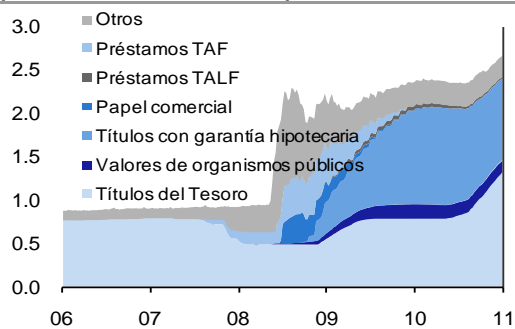
Fuente: BLS

Durante varios meses, los miembros del FOMC han estado debatiendo acerca de la finalización del programa CAGE, y es bastante probable que en abril la Fed sea más explícita en cuanto a la confirmación de que no hay necesidad de ampliar dicho programa más allá del plan inicial. Debido a la profundidad y a la liquidez del mercado secundario de valores del Tesoro, la Fed no ve razones para reducir las compras como medio para evitar perturbaciones en los mercados, lo cual contrasta con las anteriores compras de cédulas hipotecarias (MBS), cuando la Fed decidió disminuir dichas compras debido a la poca profundidad de este mercado durante la recuperación.

Una vez que el mercado absorba por completo este cambio, el segundo paso será detener la reinversión del principal de las cédulas hipotecarias del balance que vayan venciendo, lo que probablemente se anunciará en agosto o en septiembre. En la actualidad, debido a las altas tasas de pagos anticipados, la tenencia de MBS por parte de la Fed está cayendo en torno a 25 mmd al mes. La tasa de pagos anticipados caerá a medida que suban las tasas de interés hipotecarias, pero podemos calcular como mínimo una liquidación natural de 200 mmd al año en MBS, lo cual representa una reducción pasiva del balance. En la práctica, es posible que se necesiten unas medidas más activas, dependiendo del ritmo de la recuperación económica. Llegados a este punto, la Fed examinará tanto el impacto del fin del programa CAGE como el cese de la reinversión. El impacto sobre la tasa de interés de los valores del Tesoro a 10 años y sobre la tasa de interés hipotecaria dependerá de la voluntad que tengan los inversionistas privados de comprar estos valores. Teniendo en cuenta que el gobierno seguirá con la necesidad de financiar un gran déficit, una sólida recuperación económica probablemente implicaría también un riesgo más elevado, y por consiguiente, una menor demanda para los valores del Tesoro, lo que podría incrementar las rentabilidades. No obstante, si el apetito de riesgo sigue bajo, las compras privadas de valores del Tesoro podrían reemplazar parcialmente a las de la Fed y el incremento de la rentabilidad podría ser marginal. Si consideramos que las instituciones financieras cuentan con una gran liquidez y estarían dispuestas a mantener un alto nivel de reservas en comparación con el periodo anterior a la crisis, la demanda de valores libres de riesgo sería probablemente elevada y, por consiguiente, las presiones alcistas sobre las rentabilidades se mantendrían bajo control. Dado que la Fed quiere evitar las oscilaciones en las tasas de interés, no esperamos que se produzcan cambios importantes al finalizar el programa CAGE. Otra razón adicional, aunque de carácter más teórico, es que algunos miembros de la Reserva Federal creen que el inventario de activos tiene mayor importancia que el flujo de activos.

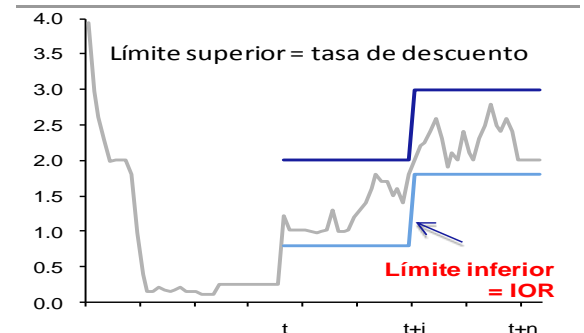
Hasta ahora, los pasos del proceso requerían que la Fed actuara de forma pasiva. Sin embargo, en esta tercera etapa del proceso, se necesitarán unas medidas más activas. En general, esperamos que la Fed haga una distinción entre las ventas de activos y la tasa de interés objetivo. Lo primero afecta a las tasas de interés a largo plazo, mientras que lo segundo afecta las de corto plazo. Lo que determina la tasa de interés a largo plazo son los factores fundamentales, mientras que la de corto plazo refleja únicamente la política monetaria. En general, la Fed deseará normalizar el balance y subir al mismo tiempo las tasas de interés. La parte más crucial de este proceso será el "sistema de banda de fluctuación", donde la tasa de interés sobre las reservas y la tasa de descuento representan respectivamente los límites inferior y superior de la tasa objetivo de los fondos federales. Dadas las condiciones poco usuales de la liquidez, ésta es la única forma viable para aumentar la tasa de los fondos federales desde cero. Ahora, nuestra previsión es que el primer aumento de la tasa objetivo de los fondos federales se producirá en marzo de 2012, aunque hay riesgos moderados de que se produzca un movimiento alcista de las tasas más temprano. Con el fin de preparar el primer uso del sistema de banda de fluctuación, la Fed eliminará la referencia a unos "niveles excepcionalmente bajos de la tasa de interés de los fondos federales durante un periodo de tiempo prolongado" dos meses antes de efectuar el aumento de tasas en marzo. Esta expresión podría alterarse y utilizarse en su lugar una frase del estilo "las condiciones económicas todavía justifican unos niveles bajos de tasa de interés de los fondos federales, que dependerá de la evolución de las perspectivas de inflación y del crecimiento económico, como parece indicar la información que nos llega".

Gráfica 3  
**Factores que aportan fondos de reserva (en billones de dólares)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 4  
**Un ejemplo del sistema de banda de fluctuación**



Fuente: BBVA Research

Las ventas de valores del balance de la Fed pueden producirse antes, durante o después del uso de la banda de fluctuación, según lo permitan las condiciones del mercado. Dado que no se sabe por anticipado cuál será la reacción de los mercados, la gestión precisa del balance debe estar estrechamente ligada a las condiciones a corto plazo. Una vez que comience la normalización del balance y se utilice el sistema de banda de fluctuación, se activarán las herramientas de apoyo de la Fed. Los depósitos a plazo y los acuerdos de recompra inversa permitirán a la Fed ajustar el flujo de salida del exceso de reservas bancarias. En caso de que este exceso de reservas pasara demasiado rápido del balance de la Fed a los préstamos de las instituciones de depósito, las herramientas de apoyo proporcionarían a la Fed una forma de desacelerar este proceso.

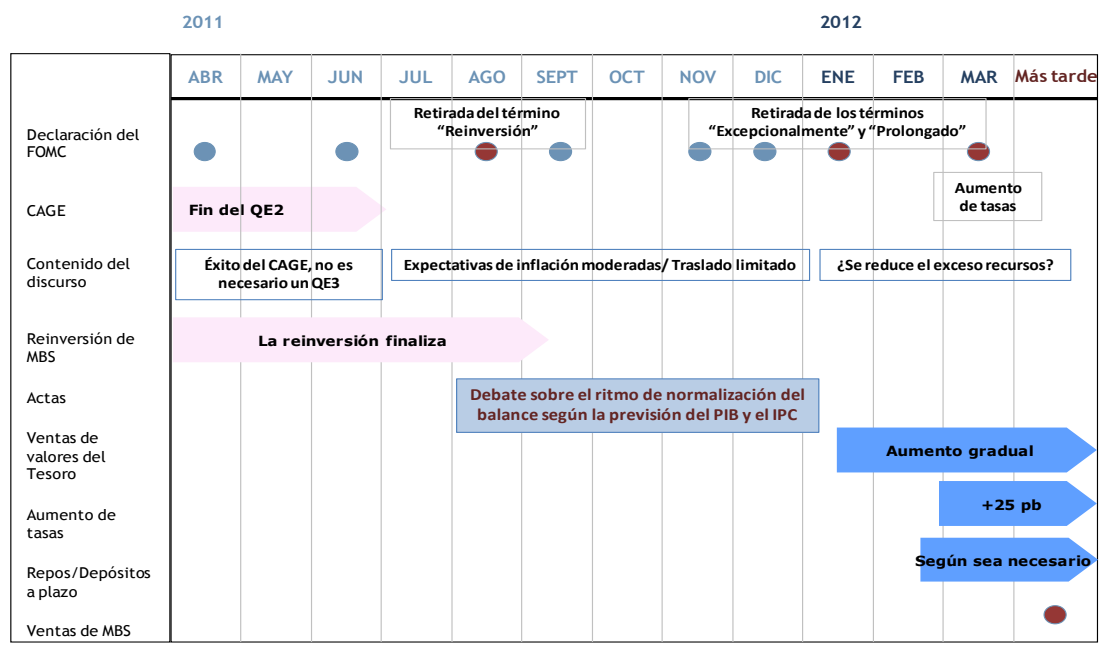
Por último, cuando la política monetaria llegue a unas condiciones más normales, la Fed comenzará a vender el inventario de las cédulas hipotecarias (MBS) adquirido durante la crisis financiera. Este paso podría tener lugar en una fecha más temprana si la Fed percibe una gran demanda de valores de alta rentabilidad, lo que permitiría reducir el riesgo de tasas de interés y posibles pérdidas de capital.

**Conclusiones**

Según nuestras previsiones, la Fed no aumentará su tasa de interés objetivo durante 2011. Los últimos discursos de los responsables de la Fed, que mostraban una postura más dura, son coherentes con una estrategia de comunicación que tiene como objetivo contener las expectativas inflacionarias, y, al mismo tiempo, reflejan las diferencias de opinión entre los participantes del FOMC en cuanto a la necesidad de intensificar su debate interno sobre la normalización de la política. El momento y el ritmo del movimiento alcista de las tasas dependerán de las condiciones macroeconómicas. En particular, los responsables de la política examinarán el nivel de capacidad ociosa de la economía y el desempleo estructural potencial, ya que ambos son el resultado de una desaceleración económica pronunciada. Tenemos que destacar que las perspectivas de inflación son especialmente importantes para la Fed, junto con estos indicadores de los recursos y la capacidad ociosa laboral. Acorde con nuestro escenario económico, la Fed comenzará a subir las tasas en torno a marzo de 2012. En un escenario alternativo de continuadas presiones sobre los precios y contagio elevado a la inflación subyacente y a las expectativas de inflación, la Fed podría intensificar su estrategia de comunicación con el fin de mantener intacta su credibilidad. Sin embargo, el aumento de las tasas de interés para mantener la inflación bajo control representaría un dilema para la Fed si las tendencias inflacionarias se produjeran en combinación con un crecimiento económico más lento. Desde esta perspectiva, la Fed subiría las tasas de interés a un ritmo más rápido, pero haría una pausa a un nivel inferior al del escenario central.

Gráfica 5

**Orden previsto en las medidas de política monetaria de la Reserva Federal**



Fuente: BBVA Research

**Aviso legal**

Este documento ha sido preparado por BBVA Research 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 EEUU, 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 sujetos 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.