

Fed Watch

EEUU

Avance minutas del FOMC: enero 24-25 Nueva era de la comunicación, pero continúan las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación

13 de febrero de 2012
Análisis Económico

EEUU

Hakan Danış
hakan.danis@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

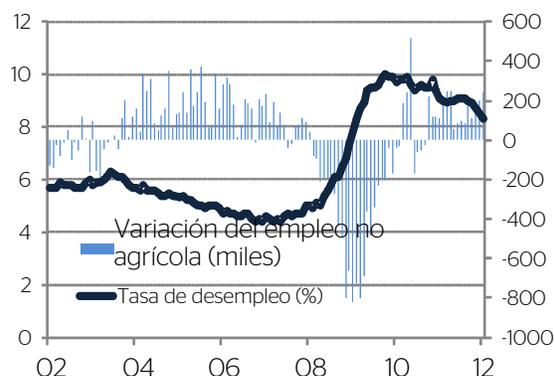
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

- Eficacia y diseño de comunicaciones, credibilidad de nuevas previsiones
- Opiniones opuestas acerca de la persistencia de recursos ociosos y su efecto sobre la inflación
- Creciente disonancia sobre la descripción exacta de la brecha de producción

Qué se puede esperar de la Reserva Federal esta semana

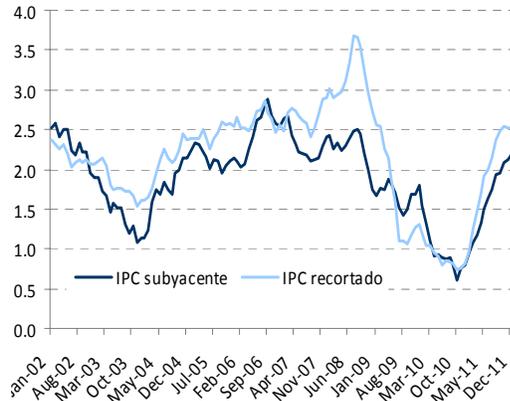
Consideramos que las discusiones sobre el exceso de capacidad del mercado de trabajo, el cálculo eficaz de la brecha de producción, las medidas para aliviar los daños de la inversión residencial y la metodología de la comunicación son los puntos clave de las próximas minutas del FOMC. El eje central de las minutas serán las previsiones cualitativas del FOMC sobre el tamaño del balance. En la última conferencia de prensa, el presidente ya destacó que, según las anteriores minutas del FOMC, la Fed sólo iniciará la venta de activos una vez que comience la normalización de la postura política a través de cambios en la tasa de interés objetivo. Así pues, será importante observar si se produce cualquier debate sobre la composición del balance. El escenario más probable es que hay una falta de consenso sobre el balance y su composición. En referencia a un escenario de riesgo, la discusión de las minutas acerca del balance debería reflejar la incertidumbre de algunos miembros con respecto a la eficacia de las compras adicionales de activos. Sin embargo, los frecuentes comentarios públicos de la Fed sobre la necesidad de mejorar el vínculo entre la política monetaria y la dañada inversión residencial implican que las posibles compras de activos futuras sin duda irán dirigidas a los bonos hipotecarios. La otra discusión importante sobre la política de comunicación girará en torno a la credibilidad del FOMC y a las expectativas recientemente publicadas sobre el nivel de la tasa objetivo de los fondos federales. Las tasas de interés son inherentemente volátiles y, por tanto, las expectativas que se han dado a conocer constituyen una imagen de la postura flexible del FOMC más que una previsión real. A medida que pase el tiempo y se reciba nueva información, podremos ver hasta qué punto los futuros de los fondos federales divergen de las expectativas del FOMC. Este indicador de credibilidad pesará probablemente en las futuras reuniones del FOMC.

Gráfica 1
Tasa de desempleo y variación del empleo no agrícola



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
Tendencia de las mediciones de inflación



Fuente: BBVA Research

La inflación todavía representa un dilema importante para la Fed, aunque las expectativas actuales de inflación se mantengan en el nuevo rango meta del 2.0% a/a o por debajo del mismo. Por ejemplo, si en los próximos meses la inflación real es superior a la prevista y no se producen choques en los precios de las materias primas, sería razonable considerar este resultado como prueba de que hay menos recursos ociosos en la economía. Las razones para que haya menos recursos ociosos son numerosas, pero en su mayoría giran en torno a los efectos de un impacto en la riqueza, los cálculos de crecimiento potencial, la tasa natural de desempleo y la demografía, por nombrar sólo unos pocos. Si hay menos recursos ociosos de lo que se estima actualmente, significa que la Fed debe combatir la inflación antes de lo previsto. La elevada tasa de desempleo podría no ser cíclica en este escenario y, por consiguiente, la Fed tendría que centrarse en la inflación. De hecho, la Fed perdería la guerra contra la elevada tasa de desempleo, pero seguiría controlando la inflación eficazmente.

Sin embargo, este no es el escenario central que la Fed tiene en mente. La mayoría de los miembros del FOMC esperan que la inflación se mantenga baja debido al exceso de recursos ociosos. Como observó Bernanke en su discurso del 7 de febrero, a él siguen sin convencerle los recientes indicadores del mercado de trabajo. Aunque las condiciones del mercado de trabajo han mejorado en los últimos doce meses, no se puede considerar que esté funcionando con normalidad. Esto se hace evidente en la larga duración del desempleo, en los elevados niveles de personas que trabajan involuntariamente a tiempo parcial y en las mediciones, todavía relajadas, de la rigidez del mercado de trabajo. Ante este escenario, la Fed tiene amplias atribuciones para continuar sus intentos de romper la respuesta de la inversión en vivienda y de las ofertas de trabajo a la política monetaria. La posibilidad de una mayor desaceleración de las economías emergentes y una resolución desordenada de los problemas fiscales de Europa son factores que se suman para justificar la postura altamente acomodaticia de la Fed. Las mediciones de las expectativas de inflación basadas en los mercados también indican que las expectativas inflacionarias no son abrumadoras. Las tendencias del salario medio por hora nominal de los empleados de la producción y de los supervisores han ido en línea con esta visión. En general, esperamos que en las minutas continúe la discusión sobre los numerosos indicadores contradictorios acerca del exceso de recursos ociosos y sus repercusiones para la inflación.

Otro dilema importante para la Fed es el cálculo de la brecha de producción. Recientemente, James Bullard, presidente sin derecho a voto, expuso su postura de que la brecha entre el nivel de crecimiento actual del PIB y su máximo anterior es una cota inalcanzable. En el FOMC, lo más probable es que la cuestión se centre en la medición precisa de la brecha de producción, que es sensible a los supuestos sobre la demografía y la respuesta endógena de la profundización del capital en el cambio tecnológico. En resumen, si la productividad no aumenta tan rápido como en el historial reciente, el crecimiento potencial podría ser más bajo. Además, la respuesta de las horas trabajadas a una caída repentina de la riqueza financiera podría ser más persistente de lo que actualmente anticipa la Fed, lo que podría traducirse en una brecha de producción de menor tamaño. En general, la incertidumbre de este modelo pende sobre la Reserva Federal y en las minutas esperamos nuevos debates al respecto.

Conclusiones: la Fed busca convicción más allá de toda duda razonable

Como se ha mencionado anteriormente, el impacto de las minutas en el mercado a corto plazo reflejará los detalles de la descripción cualitativa del tamaño del balance a lo largo del tiempo. En el largo plazo, consideramos que la precaución del FOMC a la hora de interpretar los recientes indicadores económicos favorables está garantizada dada la duración del desempleo y el freno fiscal que se espera en el futuro, por nombrar dos factores que atenuarán el fuerte crecimiento económico. Para el FOMC, el principal factor que inhibe un crecimiento más fuerte es la falta de un fondo definible en el mercado de la vivienda de EEUU y la desencajada relación entre la inversión residencial y la política monetaria. La economía también sigue siendo vulnerable a los choques externos, como los del 1S2011. Hasta que no se logre una visión más clara del rumbo de la economía, el FOMC seguirá presionando sobre las expectativas de los tasas de interés, aplazándolas en el tiempo, y los momentos en que haya datos favorables tentarán a algunos a apostar en la dirección contraria.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por BBVA Research, el Servicio de Estudios Económicos 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), y se facilita exclusivamente a efectos informativos. 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.