

Fed Watch

EEUU

Retrasemos la acción hasta que haya posibilidades de éxito

Perspectivas para la Reserva Federal en el mes de abril

- El FOMC no dará marcha atrás respecto a las medidas de flexibilización hasta que no quede claro que el crecimiento es importante
- Solamente cuando se haga evidente que se ha logrado el doble mandato en un periodo de tiempo razonable, la Reserva Federal revisará la estrategia de salida
- Aunque los indicadores económicos son más positivos, no están exentos de limitaciones con las que se podría correr el riesgo de otro retroceso
- La economía se mantiene vulnerable a los golpes y el margen de error es muy pequeño, lo cual justifica el apego a una posición extremadamente flexible durante más tiempo del que esperaban los mercados

Houston, 2 de abril de 2012
Análisis Económico

EEUU

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Los datos mejoran, pero el crecimiento no es aún todo lo fuerte que debería para poder abrirse camino entre la alta tasa de desempleo

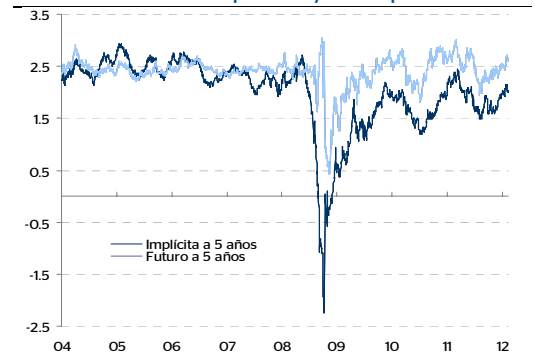
La mejora de los datos sobre empleo no agrícola es notable, sin embargo no están exentos de salvedades. Con las señales positivas permanentes con respecto a los datos de demandas iniciales y continuadas por desempleo, esperamos el viernes otra lectura modesta de los empleos no agrícolas (BBVA: 200 mil, Consenso: 205 mil). El número de trabajadores que se incorporan al mercado laboral, sin embargo, no tiene por qué ser una señal de un futuro crecimiento económico fuerte y tiende a ser más bien un indicador atrasado. En primer lugar, es posible que las inesperadas buenas condiciones meteorológicas del último trimestre hayan echado a un lado los ajustes estacionales de los datos al abrir las puertas a la contratación, que no existiría en condiciones normales. En segundo lugar, la desaceleración de la productividad, una consecuencia razonable tras la finalización oficial de una recesión, puede llevar a los empleadores a contratar a trabajadores según las empresas vayan completando las semanas laborales. No obstante, algunos gobernadores de la Reserva Federal, señalan constantemente la existencia de elevados niveles de recursos ociosos en la economía y ponen de manifiesto que la reciente alza en la contratación es el resultado de un índice extremadamente bajo de despidos y ceses, en lugar de un incremento sostenido de las ofertas de trabajo. La cantidad de rescisiones en el mercado laboral es inusualmente baja.

Gráfica 1
Ofertas de trabajo y tasa de desempleo



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 2
Tasas de inflación implícitas y en su punto crítico

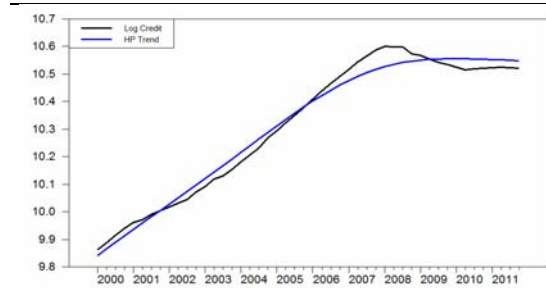


Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

En lo que respecta a la inflación del mandato dual, las medidas basadas en estudios de las perspectivas inflacionarias siguen siendo bajas y las presiones en los salarios no aportan gran cosa. Los costos del empleo están estrechamente relacionados con las expectativas de la inflación y la contratación, por ello, según nuestra opinión, esto confirma principalmente un posible cambio en las expectativas inflacionarias. Dado que los salarios por hora se expresan en términos nominales, los ajustes para la inflación colocan a esta medida concreta de presión en los salarios en un territorio negativo. El problema principal con las perspectivas inflacionarias hoy en día es la posibilidad de que se produzca un impacto geopolítico sobre el precio del crudo. Un revés momentáneo a los precios del petróleo durante un programa de flexibilización cuantitativa no constituye en teoría un problema para las compras de activos a gran escala (CAGE), si bien, en la práctica y en términos operativos, sí es un problema. Por un lado, desde un punto de vista comunicativo, resulta difícil realizar compras de activos a gran escala durante una crisis petrolera. Y, por otro lado, desde una perspectiva de supervisión resulta prácticamente igual de difícil juzgar las perspectivas de inflación por los componentes que se verían afectados por una crisis del petróleo. Por tanto, cualquier tipo de crisis de esta naturaleza interrumpiría los esfuerzos de la Reserva Federal mientras que se controlarían las condiciones económicas por si hubiera efectos permanentes o transitorios. Además, la Reserva Federal necesitaría tiempo para calibrar el impacto del aumento del petróleo sobre el crecimiento.

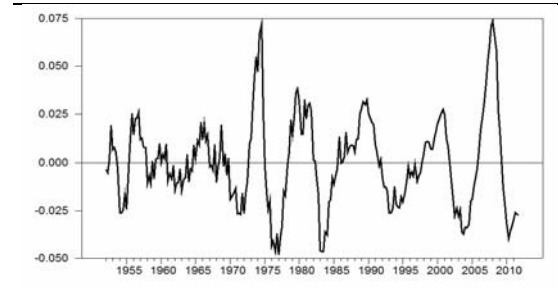
Algunos miembros del FOMC, principalmente presidentes regionales de la Reserva Federal, temen que se produzca una inflación alta por utilizar métodos de balance expansionista. Históricamente, la expansión de la masa monetaria ha provocado una inflación alta a través de uno de estos tres canales: expectativas inflacionarias, préstamo bancario y precios de las materias primas. Tal como indicamos anteriormente, las expectativas inflacionarias no son un misterio. Pese a que representa un medio para sacar a EEUU de su actual ritmo de crecimiento lento, globalmente, no se ven altos aumentos en el crédito. Mientras que el préstamo comercial e industrial crece a paso rápido, el crédito inmobiliario y al consumo lo hace lentamente. Al extrapolar este concepto al sistema financiero más amplio, existe un diferencial de producción crediticia marcado en comparación con la tendencia anterior. En particular, los bonos corporativos están dando muestras de grietas estructurales poco habituales. Por tanto, se puede decir que las CAGE no han fomentado demasiado el préstamo bancario o las expectativas inflacionarias fuera de control, pero los precios de determinadas materias primas, como el oro, están creciendo a ritmos acelerados. Se viene debatiendo la posibilidad de que se produzca un bucle de retroalimentación entre las materias primas y las CAGE, pero los estudios y comentarios de los responsables de la Fed indican que no supone motivo de preocupación para la Fed.

Gráfica 3
Diferencial de producción crediticio total por el filtro HP, en logaritmos



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
Componente cíclico del crédito total por el filtro HP



Fuente: BBVA Research

Los mercados financieros, sin embargo, han tomado recientemente los indicadores laborales y las noticias de calma de Europa y han virado ligeramente hacia la contracción de riesgos. El Tesoro nominal y las tasas críticas de inflación de la rentabilidad de los títulos del Tesoro protegidos frente a la inflación muestran una tendencia alcista. Parte de esta tendencia indica un reposicionamiento frente a activos con mayor riesgo como consecuencia de una disminución del riesgo de cola en Europa. Otra parte es la revalorización de la rentabilidad por las perspectivas de crecimiento ligeramente más positivas. No obstante, este movimiento lleva prácticamente a la misma situación en la que se encontraba la Reserva Federal la pasada primavera, cuando la perspectiva de crecimiento mejoró tanto que esta comenzó a estudiar métodos para reducir su balance.

Retrasemos la acción hasta que haya posibilidades de éxito

La recuperación quedará confirmada cuando se vea a todas luces que efectivamente es así. Sabemos que los extremos del FOMC (Lacker y Evans) mantienen posiciones enfrentadas respecto a la política monetaria adecuada. Sin embargo, los miembros centrales del FOMC están adoptando una posición firme este año. El tema principal de sus comentarios es que quieren ver un mensaje claro y coherente en los datos que estén por llegar. Los comentarios y ponencias de Bernanke indican que no está convencido por los recientes indicadores del mercado laboral. Las declaraciones de Dudley apuntan a que su posición es de cautela frente a los principales factores estacionales en los datos de los empleos no agrícolas. Estas opiniones quedan muy bien reflejadas en un reciente discurso de Rosengren: "...la flexibilidad de las políticas debería eliminarse una vez se haga evidente que se puede lograr el mandato dual de la Reserva Federal en un periodo de tiempo razonable." De esta forma, la Reserva Federal tiene la intención de mantener una posición extremadamente flexible hasta que la economía comience a generar ofertas de trabajo a toda velocidad, de forma que resulte suficiente para superar el amplio diferencial de producción crediticia y reactivar la inversión en infraestructuras residenciales. Para mantener esta posición, es posible que haya que utilizar herramientas nuevas. Por ejemplo, la decisión de utilizar compras de bonos esterilizados comenzará a pregonarse en el estado de la economía cuando finalice Operation Twist. Mientras la Reserva Federal considere que las reservas de activos del Tesoro sean más importantes que el flujo de compras, no quedará claro si los mercados financieros percibirán la finalización de Twist como una disminución de la flexibilización. Consideramos que las compras de bonos esterilizados es una herramienta de la Reserva Federal que se utilizará cuando la inflación se sitúe por encima del 2% y el crecimiento del empleo se apague.

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 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.