BBVA | RESEARCH

Fed Watch

EEUU

Escenarios de la Reserva Federal

Reseña de las opciones de medidas del FOMC

- Los escenarios de desaceleración superan a los escenarios de crecimiento
- La imposibilidad en la consecución de un acuerdo fiscal satisfactorio es un importante dilema
- Nuestro escenario central apunta a que el primer aumento de tasas se producirá en octubre de 2014

Houston, 9 de mayo de 2012
Análisis Económico

EEUU

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

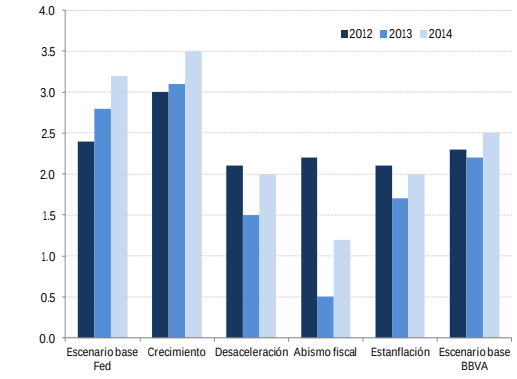
Estructuración de los impulsores de la actual estrategia de política monetaria

Las minutas de las reuniones del FOMC suelen hacer hincapié en que las previsiones económicas incorporan un grado inusualmente alto de incertidumbre. Una y otra vez, los datos mensuales no revelan una dirección clara de la evolución de la economía. Por ejemplo, la publicación de los datos del PIB más reciente apuntan a una solidez del consumo, pero esto puede deberse en parte a las compras postergadas de vehículos. Los indicadores de empleo han mejorado en los últimos meses, aunque no queda claro si se debe a factores demográficos, estacionales o estructurales. Cuando se disponga de datos suficientes que revelen una estrategia clara, las implicaciones para la política monetaria pueden ser totalmente diferentes. Por ejemplo, si el crecimiento potencial es permanentemente más bajo y el desempleo estructural más alto, la Reserva Federal necesitará anticiparse a contrarrestar la inflación y a dominarla desde su posición altamente flexible. Si los datos revelan un crecimiento lento y presiones deflacionistas, la Fed tendrá que redoblar sus iniciativas de estímulo. Sin embargo, entre estos resultados existe un gradiente que conlleva diversos escenarios para la institución. La especificación de esos escenarios y su vinculación a medidas de la Reserva Federal resultará útil como guía de nuestras previsiones futuras. A continuación presentamos algunos de estos escenarios.

Escenario de referencia de la Reserva Federal

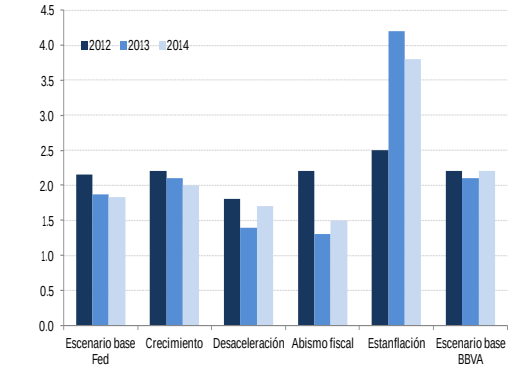
Según los comunicados del FOMC y los discursos de los presidentes regionales de la Reserva Federal, la institución espera un aumento temporal de la inflación como consecuencia del incremento de los precios del crudo. Posteriormente, la inflación se situará en el objetivo de inflación a largo plazo de la Fed, o incluso por debajo del mismo. La Reserva Federal sigue considerando que existe un exceso de recursos ociosos y observa bajos índices de utilización de recursos. El FOMC prevé que el crecimiento será moderado en el transcurso del año, y que posteriormente "irá aumentando gradualmente". Este aumento gradual coincidirá con una reducción gradual de la tasa de desempleo. Los recientes discursos de Williams, Lockhart y otros integrantes de la Fed apuntan a que la institución está controlada por un consenso centrista.

Gráfica 1
Escenarios del PIB, % anual



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
Escenarios de inflación, % anual



Fuente: BBVA Research

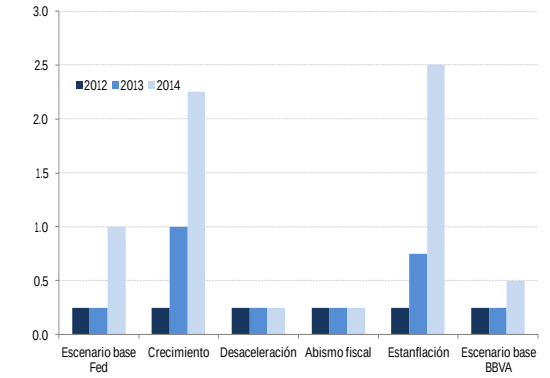
Existe la opinión de que la economía todavía requiere considerables ajustes a través de bajas tasas de interés, aunque en este momento no se justifica asumir nuevos riesgos de balance. Hasta el momento, todos los indicios de la Fed apuntan a que el FOMC dará por terminada la Operación Twist a finales de junio, tal y como estaba previsto. En comunicados anteriores quedaba implícito que consideraban que las reservas de activos eran más importantes que los flujos de compras. Por consiguiente, terminar la Operación Twist hubiese tenido efectos muy limitados sobre la curva de rendimiento. Tras el final de Twist, el FOMC se tomará su tiempo para evaluar la certeza de esta teoría. Sin embargo, esto dependerá de cómo perciban los mercados la conclusión de la Operación Twist: si la apuesta de Bernanke ha terminado definitivamente, o si las políticas flexibles de la Fed continuarán en el futuro próximo.

Un defecto en el escenario base de la Reserva Federal (como suele ser el caso en la mayoría de las previsiones) es la probabilidad exacta de que no se alcance un acuerdo fiscal. En este momento, la probabilidad de un desastre fiscal todavía no es lo bastante importante como para merecer su inclusión en un escenario base, aunque es claramente un factor de riesgo. Es posible que la Fed tenga mejores contactos políticos que otros analistas, aunque tendrá que modificar sus previsiones a medida que, en los próximos meses, aumenten o disminuyan las probabilidades de un desastre fiscal. Esto implica que, en los próximos meses, será una buena práctica que la Fed dé a conocer sus inquietudes. Solamente cuando las probabilidades de que se frustre el acuerdo fiscal alcancen su máximo, la Fed ajustará a la baja sus previsiones de crecimiento de referencia.

Crecimiento

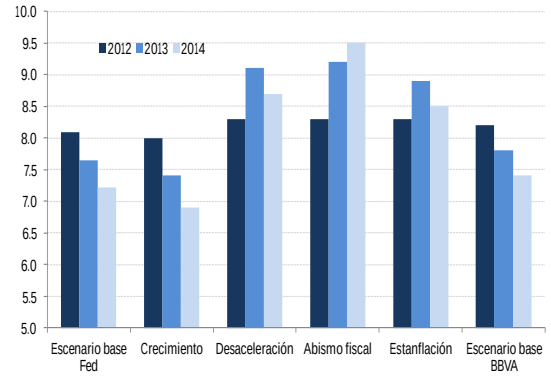
Las proyecciones económicas sugieren que los riesgos de desaceleración del crecimiento superan claramente a las probabilidades de avance. Sin embargo, incluso una situación de avance de crecimiento debería conllevar una respuesta cauta y gradual de la Fed. Consideremos un escenario de crecimiento real del PIB próximo al 3% y de una inflación en el objetivo del 2% (o ligeramente superior), una situación en que los problemas de la deuda soberana europea se resuelvan adecuadamente, o que el Congreso alcance un gran acuerdo fiscal. Dado que los datos se publican con cierto retraso y tomando en consideración las revisiones anuales del crecimiento, es poco probable que la Fed aumente las tasas antes de finales de 2013. Para contrarrestar toda crítica por demorar la adopción de medidas en una economía en crecimiento, la Fed estaría más inclinada a mejorar su estrategia de comunicaciones y a hacer cambios graduales en las tablas de previsiones que publica. Además, sería necesario que la Fed gestione con prudencia la salida de reservas para mantener el control sobre la inflación a través de depósitos a plazo o acuerdos de recompra inversa. En este escenario, el balance de la Fed estará sometido a un escrutinio mucho más detenido (a nivel de volumen y de composición) que hoy en día. Anteriores discursos y comunicados de la Reserva Federal sugieren que el FOMC no procederá a vender valores en cartera hasta que empiece a aumentar las tasas de interés. Medidas en este sentido podrían ser ajustar el ritmo de venta de activos al ritmo de aumento de tasas. Además, la Fed podría intentar –como paso intermedio– crear un programa inverso al Twist ("Operación Untwist"), o bien reducir el vencimiento medio de sus títulos. Esta reducción del vencimiento podría producirse antes de cualquier aumento de tasas y se combinaría con cambios en la estrategia de comunicaciones.

Gráfica 3
Escenarios de tasas de los fondos federales (fdp)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
Escenarios de tasa de desempleo, en %



Fuente: BBVA Research

Desaceleración

Uno de los escenarios más claros para discernir las medidas de la Reserva Federal es aquel en que el crecimiento se desacelere y los riesgos de deflación crezcan notablemente. Si el crecimiento del PIB se desacelerase hasta situarse por debajo de 2.0% y la inflación del consumo privado baja más de 1.5%, la Fed volverá a encontrarse luchando contra la espiral deflacionista mediante medidas de flexibilización cuantitativa adicionales. Si esta situación además coincide con una mayor inestabilidad financiera, la tarea de la Fed será más difícil debido a su papel de aportadora de liquidez de último recurso. En este escenario, las medidas de la Reserva Federal serán prevenir una desaceleración todavía más profunda hasta el punto de convertirse en una recesión en toda la regla. Si la flexibilización cuantitativa no consiguiese evitar que la desaceleración se convierta en recesión, la Fed tendrá que recurrir a métodos más experimentales de flexibilización cuantitativa para combatir la deflación, de manera similar a lo que ocurrió en Japón en la década de 1990. En el caso de Japón, el banco central compró, además de deuda pública, activos que incluían bonos corporativos, fondos cotizados y fondos de inversión inmobiliarios. El motivo por el que tendrá que recurrir a métodos más experimentales es que, cuanto más persista la deflación, mayor será la necesidad de medidas innovadoras para reducir las primas de plazo y de riesgo.

Abismo fiscal

Recientemente, la Fed se ha mostrado más elocuente en lo que respecta a la incertidumbre de la situación fiscal, destacando la necesidad de reformas a medida que nos aproximamos al objetivo de 2013, cuando se implementarán las cláusulas automáticas de la Ley de Control del Presupuesto. El Congreso se ha cruzado de brazos y no ha adoptado la decisión de cómo tramitar los ingresos fiscales y los recortes de gasto, valorados en 7 billones de dólares, que se activarán hacia finales del ejercicio. Al igual que la debacle del techo de la deuda del verano de 2011, el debate en el Congreso provocará sin dudas mayores tensiones en los mercados financieros, a medida que el año avanza sin haberse alcanzado ningún tipo de acuerdo. La inflación activará automáticamente recortes de gastos y, en última instancia, perjudicará las perspectivas de crecimiento de 2013. Dependiendo de si la inflación se sitúa por encima o por debajo del objetivo de 2%, la Fed podría implementar una flexibilización cuantitativa "esterilizada" o "no esterilizada" para aportar estímulos y luchar contra la desaceleración de la economía. Aunque hay otras opciones sobre la mesa, Bernanke ha reconocido claramente el hecho de que "si no se adopta ninguna medida, la magnitud del abismo fiscal es tal que no existe posibilidad alguna de que la Reserva Federal pudiese o tuviese la capacidad de contrarrestar sus efectos sobre la economía". A diferencia del escenario de desaceleración, el escenario de abismo fiscal requiere decisiones de política monetaria mejor afinadas debido al componente fiscal altamente inestable del PIB. Mientras que en el escenario de desaceleración las condiciones fiscales son constantes o siguen una tendencia, el abismo fiscal supone una seria desviación de la tendencia, tanto en lo que respecta a datos como a política. A diferencia de la rienda suelta del escenario de desaceleración, en el escenario de abismo fiscal la Fed tendrá que evaluar las ventajas de medidas políticas que contrarresten los recortes fiscales. La Fed tendrá que considerar sus funciones en posibilitar la inacción del Congreso contrarrestando los efectos de los recortes, aunque al mismo tiempo haciendo valer su autonomía.

Estanflación

Un escenario más difícil para la Reserva Federal sería el de estanflación. Es poco probable que se produzca una estanflación muy profunda. En la década de 1970, Estados Unidos experimentó un episodio de estanflación que se produjo, según un discurso de Bernanke en 2003, como resultado de la inoperancia de la Fed en luchar contra la inflación, presiones políticas y previsiones excesivamente optimistas del potencial de crecimiento de la economía, entre otras cosas. Este período coincidió también con un cambio estructural de los mercados mundiales del petróleo, otro factor que contribuyó a previsiones de inflación no fundamentadas. Uno de los factores más importantes en la estimación de Bernanke es la credibilidad de la Fed en combatir la inflación. Según la experiencia histórica de otros países, una legislación laboral estricta también puede contribuir a una estanflación, aunque posiblemente no se dé el caso considerando la flexibilidad del mercado laboral estadounidense. En experiencias históricas de estanflación, los mejores remedios son enmiendas institucionales a los mercados de trabajo y bancos centrales creíbles e independientes. Dado que esta segunda estructura institucional ya existe, la mayoría de las presiones para actuar mediante instrumentos legislativos se producirá cuando la inflación alcance a niveles incómodos. Llegados a este punto, la Fed tendrá que considerar un importante aumento de tasas para restablecer las previsiones de baja inflación.

Un escenario de riesgo más razonable, evocador de una estanflación, podría producirse si el PIB creciese a un ritmo anual de 1.7% a 2.0%, y la inflación del consumo superase el 2.5% anual. En esta situación, la Reserva Federal solamente podría actuar para aportar más flexibilización si se demuestra que el aumento

de la inflación es temporal o es el resultado de factores puntuales. Un escenario más probable sería que la Reserva Federal recurra a una compra esterilizada de bonos para aportar estímulos. Esta herramienta política al menos sería percibida como menos vinculada al crecimiento de la inflación que una compra directa de activos. No obstante, este escenario de estanflación estaría plagado de problemas políticos para la estrategia de comunicaciones de la Fed. En esta situación, al FOMC le resultaría difícil comunicar sus objetivos políticos a la opinión pública. Esto se complicaría todavía más por el hecho de que una combinación de crecimiento lento y mayor inflación alimentaría un entorno político más populista, susceptible de resultar desfavorable para la Fed. Al final, la Reserva Federal tendría que atender a las previsiones de inflación por sobre cualquier otra consideración.

Conclusiones: Escenario base del BBVA

Nuestro principal escenario –y que consideramos más probable– es la continuación de un crecimiento moderado en los dos próximos años debido a significativos factores problemáticos: el desapalancamiento de las familias, la anemia persistente del sector de la vivienda, la carga fiscal y la recesión europea. Creemos que el Congreso alcanzará algún acuerdo sobre política fiscal, de modo que las medidas de austeridad sean menores que las que se implementarían si el parlamento no hace nada. Incluso en este escenario, la carga fiscal sería lo bastante importante como para desacelerar la economía estadounidense en 2013. Nuestras previsiones de crecimiento del PIB son inferiores a las de la tendencia central de la Fed, por lo que nuestro pronóstico apunta más hacia una probabilidad de medidas adicionales de flexibilización cuantitativa de lo que en este momento está considerando el FOMC. Creemos que las tasas de los fondos federales se mantendrán bajas hasta que se produzca un primer aumento en octubre de 2014. La evolución de la inflación subyacente se situará en torno al 2.0% en los dos próximos años como consecuencia de la continuidad del exceso de recursos ociosos.

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.