

Fed Watch

EEUU

Houston, 10 de septiembre de 2013
Análisis Económico

EEUU

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbvacompass.com

Adelanto reunión FOMC del 17-18 de sept.

El comienzo de la reducción del QE3 se anunciará el 18 de septiembre

- La baja tasa de inflación fue el punto central del debate del FOMC sobre la reducción de estímulos, mientras que la mejora del mercado de trabajo se percibió como satisfactoria y quedó en un segundo plano
- La previsión de la reducción de estímulos se anunciará en el comunicado del 18 de septiembre
- Retrasar el anuncio hasta diciembre incrementaría el costo del QE3, restaría credibilidad y aumentaría la volatilidad de los mercados financieros

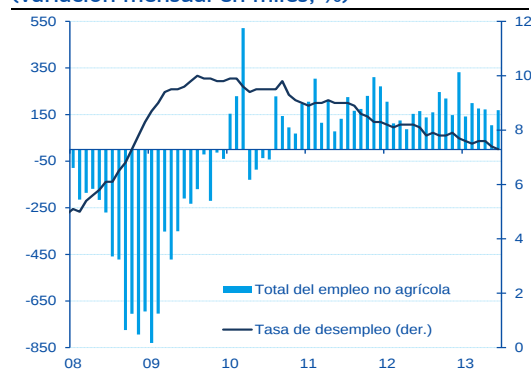
La inflación se ha colocado por delante de las condiciones del mercado de trabajo en el discurso de la Fed antes del periodo de silencio previo a la reunión, y será el único factor divisorio entre los miembros del FOMC para decidir cuándo comenzarán a reducir las compras del QE3.

Los discursos de Evans (Banco de la Reserva Federal de Chicago), Kocherlakota (Banco de la Reserva Federal de Minneapolis) y Williams (Banco de la Reserva Federal de San Francisco) pusieron de relieve que la inflación se ha desviado de la meta del FOMC en más de 0.5% durante los últimos 6 meses y que están igual de preocupados si la tasa de inflación es demasiado baja como si es demasiado alta con respecto al objetivo de 2%.

En cambio, la mejora acumulada de la tasa de desempleo desde que se inició el QE3 en septiembre de 2012 ya se habrá tenido en cuenta al tomar la decisión de reducir los estímulos en septiembre. La caída de la tasa de desempleo a 7.3% en agosto, en comparación con el 8.1% registrado hace un año (agosto de 2012) se considera un avance satisfactorio hacia el objetivo de pleno empleo. No obstante, los miembros más moderados harán hincapié en que las ganancias mensuales del empleo no agrícola han sido débiles y no han llegado a la marca de 200 mil puestos en la media de 6 meses.

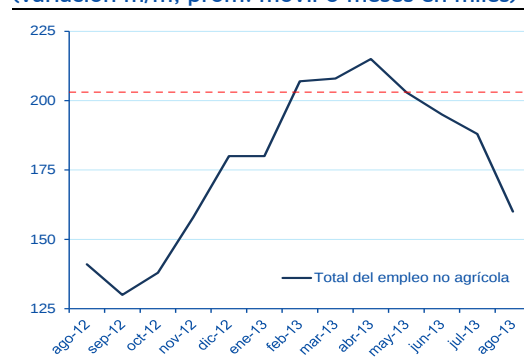
En los 2 únicos discursos de los miembros del FOMC con derecho a voto, Evans sugiere retrasar la reducción de estímulos hasta diciembre para tener una visión más clara con respecto a las perspectivas de crecimiento del PIB del 3T13 y asegurarse así de que los bajos niveles de inflación son transitorios. El punto de vista de George ya es conocido: considera que la reducción de los estímulos del QE3 es una tarea que debería haberse realizado antes. Se anuncie o no una reducción de estímulos en el comunicado sobre la política del FOMC del 18 de septiembre, no debemos esperar que la votación sea unánime.

Gráfica 1
Tasa de desempleo y empleo no agrícola
(variación mensual en miles, %)



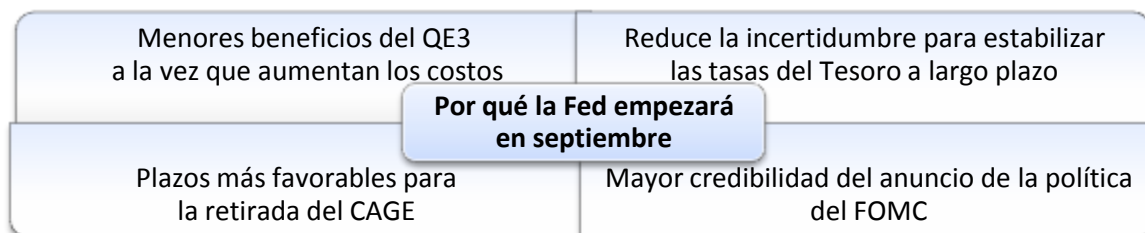
Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 2
Empleo no agrícola
(variación m/m, prom. móvil 6 meses en miles)



Fuente: FRB y BBVA Research

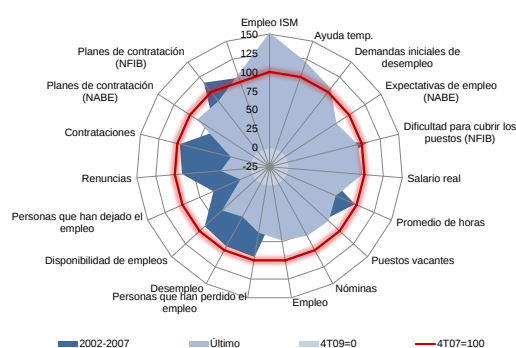
¿Se anunciará una reducción de estímulos en el comunicado del FOMC de septiembre?



Los beneficios del QE3 se debilitan

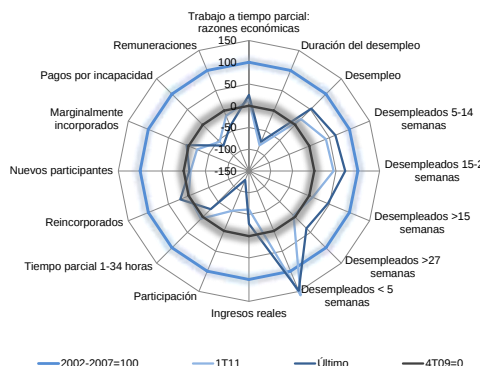
Es cuestionable que puedan obtenerse más beneficios si continúa el programa de compras de activos a gran escala (CAGE) y la balanza de la eficacia de las compras muestra que los costos están a punto de superar los beneficios (véase también el informe [Situación EEUU](#)). Una fotografía del mercado de trabajo destaca la irregularidad de las mejoras y la existencia de problemas. La importancia relativa del desempleo estructural va en aumento. Sorprendentemente, varios indicadores de utilización del trabajo no han mejorado desde sus puntos más bajos, mientras que la tasa de participación sigue cayendo y se sitúa en su nivel más bajo en casi cuatro décadas.

Gráfica 3
Perspectivas del mercado de trabajo (%)



Fuente: BLS, DoL, NABE, NFIB, ISM y BBVA Research

Gráfica 4
Utilización del mercado de trabajo (%)



Fuente: BLS, DoL, NABE, NFIB, ISM y BBVA Research

La reducción de la incertidumbre estabilizará las tasas del Tesoro a largo plazo

La reducción de la incertidumbre con respecto a la trayectoria y al ritmo de reducción del QE3 debería suponer cierto alivio para las crecientes rentabilidades a largo plazo. Los participantes del mercado de bonos ya han descontado la reducción de estímulos del FOMC en sus expectativas, y probablemente habrán dado por supuesto un ritmo mucho más rápido, ya que tienden a descontar los escenarios más pesimistas (Caballero y Krishnamurthy, 2008). Dado que el CAGE incluye activos a largo plazo cuyos precios son sensibles a las expectativas de la política monetaria futura, el hecho de que se ofrezca una trayectoria clara para la reducción del programa de compras de activos debería servir para eliminar la incertidumbre y, por tanto, para estabilizar la curva de rendimiento de los valores del Tesoro. Además, el hecho de emitir comunicados que se ajustan a normas en vez de hacer anuncios discrecionales debería reducir las primas de las tasas a largo plazo, que han sido la causa del continuo crecimiento observado recientemente en las rentabilidades a largo plazo (Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, 2013).

Los bonos del Tesoro a 10 años cerraron a 3.01% el jueves pasado, con lo cual alcanzaron la rentabilidad más alta desde el 8 de julio de 2011. El anuncio de la reducción de estímulos reducirá un poco la presión sobre las tasas de interés, lo que podría conducir a un ligero movimiento a la baja en el extremo posterior de la curva de rentabilidad cuando el mercado se ajuste a una mayor certidumbre.

Retrasar el inicio de la reducción del QE3 dará como resultado un ritmo más fuerte en el proceso de retirada de los estímulos

Bernanke y los miembros del FOMC definieron dos periodos clave con respecto a la trayectoria futura del QE3: el inicio de la reducción del CAGE y el final de las compras de activos. En la conferencia de prensa que dio tras la reunión del FOMC celebrada el 19 de junio, el presidente Bernanke dijo:

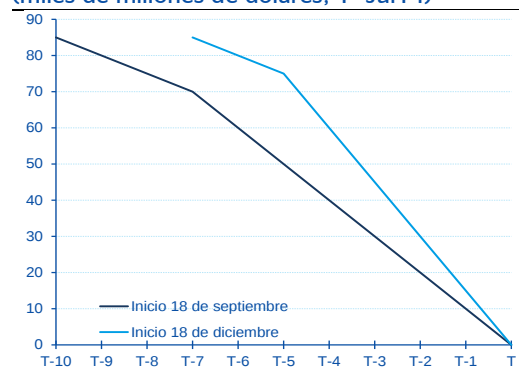
"...actualmente, el Comité prevé que sería apropiado moderar el ritmo mensual de compras hacia finales de este año. Y si los datos posteriores siguen en general alineados con nuestras expectativas actuales para la economía, seguiríamos reduciendo el ritmo de compras con pasos muy medidos durante la primera mitad del próximo año, para terminar con las compras en torno a mediados del año".

De las 3 reuniones del FOMC restantes de este año, solo las reuniones del 17-18 de septiembre y del 17-18 de diciembre ofrecen después una rueda de prensa del presidente. Dada la relevancia de la decisión, estas fechas serían las apropiadas para hacer un anuncio de tal magnitud política (minutas del FOMC del 30-31 de julio). Cabe destacar que el final del CAGE está previsto actualmente para mediados de 2014. Si partimos del supuesto de que la tasa de desempleo seguirá cayendo y llegará a 7% a mediados de 2014, el anuncio del inicio de la reducción del CAGE en diciembre daría como resultado un ritmo más abrupto en el proceso de retirada de estímulos.

Credibilidad del compromiso para anunciar la política

Otro inconveniente de que el FOMC anuncie la reducción del CAGE en diciembre en vez de anunciarlo en septiembre es si en este caso el anuncio y la posterior conferencia de prensa del presidente se considerarían creíbles por parte de los inversores. Dado que el presidente y la composición de los miembros del FOMC con derecho a voto serán muy distintos en 2014, se corren más riesgos de percepción con respecto al compromiso del FOMC para llevar a cabo una reducción medida del CAGE. El candidato a la presidencia de la Fed probablemente se habrá puesto ya en conocimiento público en diciembre.

Gráfica 5
El ritmo implícito en la reducción del CAGE
(miles de millones de dólares, T=Jul14)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Miembros del FOMC con derecho a voto en 2013 y periodos de mandato

Presidente	Ben S. Bernanke	El mandato como presidente termina el 31 de enero de 2014
Vicepresidente	Janet L. Yellen	El cargo como vicepresidente termina el 4 de octubre de 2014
Gobernador	Elizabeth A. Duke	Dimisión efectiva el 31 de agosto de 2013
Gobernador	Daniel K. Tarullo	El cargo termina el 31 de enero de 2022
Gobernador	Sarah Bloom Raskin	Candidata para subsecretario del Tesoro de EE. UU.
Gobernador	Jeremy C. Stein	El cargo termina el 31 de enero de 2016
Gobernador	Jerome H. Powell	El cargo termina el 31 de enero de 2014
Nueva York	William C. Dudley	Cargo permanente
Chicago	Charles L. Evans	Rotación a Filadelfia
Boston	Eric S. Rosengren	Rotación a Cleveland
St. Louis	James Bullard	Rotación a Dallas
Kansas City	Esther L. George	Rotación a Minneapolis

Fuente: FRB y BBVA Research

Conclusiones: los plazos permanecen sin cambios, y la reducción de estímulos se anunciará el 18 de septiembre

En la actualidad, el "forward guidance" del FOMC ha evolucionado y ha pasado de formar las expectativas del mercado sobre las tasas de los fondos federales a orientar adicionalmente las expectativas del mercado sobre el CAGE, lo que afecta de forma directa a la prima actual de las tasas de interés a largo plazo. El retraso del anuncio de la reducción de estímulos por parte del FOMC aumentaría la incertidumbre y seguiría ejerciendo presiones alcistas sobre las tasas de interés a largo plazo. Crearía más volatilidad en los mercados de bonos y de renta variable, ya que las expectativas de los inversores se basan en su mayoría en que el anuncio de la reducción de estímulos se producirá en septiembre. Por consiguiente, mantenemos nuestras previsiones de que el FOMC anunciará la reducción del CAGE en la reunión que celebrará el 17-18 de septiembre, lo que supondrá un punto de partida oportuno en preparación de una mayor normalización de la política en 2015.

Cuadro 1

Comentario de la Reserva Federal, Adelanto Reunión FOMC

	Esther L. George Banco RF de Kansas City 6 de septiembre de 2013	Charles Evans Banco RF de Chicago 6 de septiembre de 2013	Narayana Kocherlakota Banco RF de Minneapolis 4 de septiembre de 2013	John C. Williams Banco RF de Minneapolis 4 de septiembre de 2013
QE3	La decisión de reducir las compras de activos mensuales de la Reserva Federal sería apropiada en [septiembre], al igual que lo sería una orientación más clara sobre la trayectoria de cara al futuro. Es hora de comenzar la normalización de la política de forma gradual y previsible.	...para comenzar la retirada de estímulos, será mejor tener la confianza de que los datos entrantes muestran que el crecimiento económico tomó impulso en el tercer trimestre de este año y que los factores transitorios que creemos que mantienen baja la inflación serán efectivamente transitorios.	Estas previsiones implican que el Comité no ofrece estímulos suficientes a la economía. De hecho, la propias previsiones del FOMC indican que se deberían proporcionar más estímulos a la economía, no menos.	Creo que los plazos del presidente Bernanke son el mejor camino de cara al futuro... cuándo y cómo ajustemos nuestras compras dependerá fundamentalmente de lo que nos indiquen los datos acerca de las perspectivas del ritmo de mejora de mercado de trabajo y el movimiento hacia nuestro objetivo de inflación.
Inflación	Aunque las mediciones oficiales de la inflación están actualmente por debajo del objetivo del 2 por ciento, es probable que la tasa de inflación se acerque al objetivo debido a los precios de los alimentos y de la gasolina, que han ido al alza en los últimos meses.	podríamos tardar mucho tiempo en volver a nuestro objetivo de inflación del 2 por ciento y vigilemos de cerca nuestros progresos a la hora de tomar la decisión sobre la política monetaria apropiada.	...la inflación del gasto en consumo privado, incluidos los alimentos y la energía, está muy por debajo del objetivo del 2 por ciento de la Fed	El año pasado, nuestro parámetro preferido para medir la inflación subió a una tasa del 1,4 por ciento, muy por debajo de nuestro objetivo del 2 por ciento. Espero que en los próximos años la inflación vuelva a subir gradualmente hasta nuestro objetivo del 2 por ciento a largo plazo.
Desempleo	A este ritmo de mejora, el mercado de trabajo está creando suficientes empleos para seguir bajando la tasa de desempleo.	Los empleos se mantienen en el orden de aproximadamente 5 millones por debajo de donde deberían estar. Además, hay un número excepcionalmente elevado de posibles trabajadores productivos que ni siquiera buscan empleo en estos momentos.	En julio, la tasa de desempleo fue un 7,4 por ciento, mucho más elevada de lo que el FOMC considera actualmente una tasa de desempleo normal a largo plazo, que se sitúa entre el 5,2 y el 6 por ciento.	Si la economía sigue creciendo y creando empleo, espero que la tasa de desempleo caiga gradualmente en los próximos años.
Tipos a largo plazo	En la medida en que los tipos de interés a largo plazo suban mientras que el ritmo de compras se desacelera, la economía estará bien posicionada para beneficiarse de unos tipos de interés a largo plazo un poco más altos.	Nuestras compras de activos de valores del Tesoro de EE. UU. y de cédulas hipotecarias (MBS) ofrecen flexibilidad adicional al bajar los tipos de interés a largo plazo.	...la compra de activos a largo plazo y el hecho de mantener los tipos de interés a corto plazo bajos se han diseñado para estimular el gasto de las familias y de las empresas y, por tanto, para impulsar los precios y el empleo.	Recientemente, los tipos de interés a largo plazo han subido a medida que los inversores se preparan para la futura normalización de la política monetaria. Pero todavía están bastante bajos según los baremos históricos.
Datos relevantes del discurso	Por ejemplo, el siguiente paso apropiado hacia la normalización de la política monetaria podría ser la reducción del ritmo de compras de 85.000 millones de dólares a 70.000 millones de dólares al mes. Las compras futuras se dividirían equitativamente entre valores del Tesoro y cédulas hipotecarias (MBS).	En respuesta a la pregunta de si ya estamos ahí, definitivamente no. Todavía no es el momento de retirar las medidas de flexibilización.	Pero por lo general se cree que la política monetaria actual afecta a la macroeconomía con dos años de retraso. Esto significa que siempre deberíamos juzgar si la política monetaria actual es apropiada en términos de lo que implica para la futura evolución de la inflación y el empleo.	Pero se acerca el momento en que nuestra economía tendrá el suficiente impulso por sí misma sin necesidad de nuevos estímulos monetarios. Es innegable que estas son buenas noticias.

Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Referencias

Caballero, Richard J. y Arvind Krishnamurthy, 2008, "Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode", *Journal of Finance*, 63(5), pp. 2195-2236

Krishnamurthy, Arvind y Annette Vissing-Jorgensen, 2013, "The Ins and Outs of LSAPs", documento de trabajo

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios del BBVA de EEUU 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.