

# Fed Watch

## EEUU

### Antes de la reunión FOMC del 17 - 18 de junio

#### La estrategia de salida se adaptará al tamaño y composición del balance

- El FOMC piensa seguir reinvertiendo el capital principal después de que se complete el despegue del límite cero
- Levantar el límite cero es posiblemente una condición previa para que repunte la inflación
- Se prevé que la Fed mantendrá su curso con otra reducción del QE3 de 10 mmd

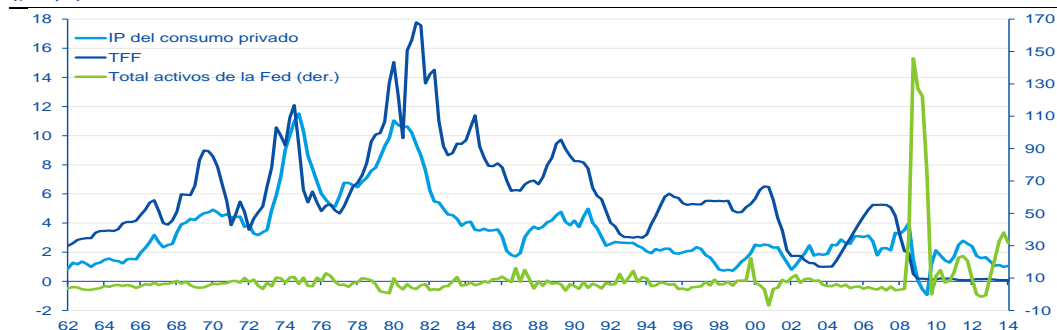
Hasta ahora los protagonistas de los debates del FOMC en 2014 han sido los métodos para elaborar con éxito la *forward guidance* y la estrategia de salida. La reacción de los mercados, preparados para la reducción gradual del QE3, ha puesto la reducción de estímulos en piloto automático, de modo que la atención de los responsables de la política ha pasado a centrarse en los sucesivos retos. El FOMC ha conseguido conocer bien las reacciones del mercado financiero a la comunicación y a la implementación de la reducción de estímulos y ha llegado a la conclusión de que los mercados reaccionan de forma positiva a los cambios transparentes, graduales y predecibles. Así pues, el principal reto del FOMC para comunicar los plazos del despegue de la tasa de referencia, la trayectoria de las tasas de interés tras el despegue y los medios de normalización de la política es hacer que las expectativas del mercado vayan por buen camino gracias a una comunicación clara y oportuna. Como se indicó en las últimas minutas: la comunicación debe empezar "mucho antes de que sea apropiado dar los primeros pasos en la normalización de la política" y debe "mejorar la claridad y la credibilidad de la política monetaria".

La normalización de la política también podría tener ventajas a la hora de lograr el objetivo de la tasa de inflación de la Fed, 2%. Nuestra opinión ([Observatorio Económico](#)) de que la tasa de referencia cercana a cero podría ser uno de los factores que arrastran la tendencia de la inflación a la baja, la confirmó Plosser (Banco de la Reserva Federal de Filadelfia) cuando dijo el 30 de mayo:

*"Hay otros puntos de vista sobre la razón por la que la inflación es demasiado baja. Algunos dicen que hemos mantenido las tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo. Y la única forma de tener tasas de interés nominales que sean reales y además unas expectativas de inflación en cero es que la inflación sea negativa".*

Plosser siguió argumentando que hay mucha incertidumbre sobre cómo funciona la economía en un entorno en que las tasas de interés se mantienen "tan bajas durante tanto tiempo" y hay cosas que pueden sorprendernos acerca de los resultados, lo que sabemos ahora y cómo funcionan las cosas en el límite cero".

Gráfica 1  
**Tasa de interés de los fondos federales, balance e inflación del consumo privado (% a/a)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal, BEA y BBVA Research

13 de junio de 2014  
 Análisis Económico

EEUU

Shushanik Papanyan  
 Shushanik.papanyan@bbvacompass.com

Nathaniel Karp  
 Nathaniel.karp@bbvacompass.com

Los discursos políticos con los que finalizó el discurso de la Fed antes de su periodo de silencio llevaban un mensaje claro: que el momento de la normalización de la política está cerca, que el FOMC tiene nuevas herramientas a su disposición y que ha hecho los deberes para mantener el control sobre las tasas de interés a corto plazo con el tamaño y la composición del balance en la actualidad. “El FOMC está mucho más cerca de sus objetivos de lo que ha estado jamás en los últimos cinco años”, dijo Bullard (Banco de la Reserva Federal de St. Louis), y el discurso de Rosengren (Banco de la Reserva Federal de Boston) se titulaba: “New Monetary Policy Tools: What Have We Learned? (Nuevas herramientas de política monetaria: ¿qué hemos aprendido?)”

Mientras tanto, el momento de efectuar el primer movimiento alcista de tasas y la trayectoria de la tasa de interés de los fondos federales siguen dependiendo de los datos. La Fed estableció expectativas tales como que habrá un periodo de tiempo considerable entre el final de las compras de activos y el despegue de la tasa de referencia cercana a cero, pero la duración exacta que se describe como “periodo de tiempo considerable” conlleva incertidumbres inherentes. La conversación de los miembros del FOMC sobre la política discrecional en comparación con la política basada en reglas se ha atrancado. Teniendo en cuenta que se prevé que la tasa de interés de los fondos federales permanecerá por debajo del equilibrio con un ritmo lento de ajuste de la política, los que abogan por las medidas discrecionales en el FOMC han ganado la partida. La opinión prevalente en los actuales miembros del Comité puede verse bien reflejada en la afirmación de Rosengren cuando dice que “es importante evitar vincular de forma específica las acciones futuras, ya que las políticas deben responder a las condiciones reales mientras se aclara qué fuerza tiene la economía y cuál es la repercusión de las diversas herramientas de ajuste”.

Los meses de discusión de la Fed sobre la estrategia de salida han dado como resultado un probable consenso con respecto a los cambios necesarios para introducir los principios de la estrategia de salida descritos en las minutas de la reunión del FOMC celebrada en junio de 2011. Las modificaciones previstas a la estrategia de salida formalizada anteriormente se resumieron en el discurso que pronunció Dudley (Banco de la Reserva Federal de NY) el 20 de mayo.

La principal herramienta de la política monetaria seguirá siendo sin duda la tasa de interés a corto plazo, y no los cambios discrecionales en el balance. No obstante, Dudley hizo referencia a que el plan de finalizar la política de reinversión antes del despegue del límite cero es arriesgado, ya que podría dar lugar a un ajuste prematuro de las condiciones financieras y a “anunciar la inminente fecha de despegue de las tasas de un modo no coherente con las intenciones del Comité”. Por tanto, se prevé que la reinversión continuará aún después del primer movimiento alcista de la tasa de los fondos federales, y los niveles del balance se mantendrán elevados en los primeros pasos del ajuste de la política. Dudley hizo hincapié en que “el retraso del fin de la reinversión pone el énfasis donde tiene que estar: alejarse del límite cero en las tasas de interés”.

	<b>Estrategia de salida, junio de 2011</b>	<b>Modificaciones previstas</b>
1	Interrumpir la reinversión en parte o de todos los pagos del principal en las tenencias de bonos	La finalización de las reinversiones como paso inicial tiene el riesgo de adelantar el ajuste de las condiciones financieras y no se considera la mejor estrategia
2	Modificar la <i>forward guidance</i> sobre la trayectoria de la tasa de los fondos federales	Una <i>forward guidance</i> eficaz sobre la trayectoria de la tasa de referencia se cree que será la piedra angular de la normalización de la política monetaria
3	Iniciar la absorción de reservas temporal	Además de la tasa de interés estándar sobre el exceso de reservas, se prueban nuevas herramientas, como la línea de recompra inversa con tasa de interés fija a un día, para establecer un suelo por debajo de las tasas del mercado monetario.
4	Comenzar a subir la tasa objetivo de los fondos federales; el cambio de nivel o de rango de la tasa objetivo de los fondos federales será el principal medio de ajuste de la política monetaria.	Los cambios en las tasas de interés a corto plazo serán el principal medio de ajuste de la política monetaria una vez que se complete el despegue
5	Ventas de valores de organismos públicos; el ritmo de las ventas tendrá como objetivo eliminar las carteras de valores de los organismos públicos a lo largo de un periodo de 3 a 5 años	El balance se reduciría a medida que los valores del Tesoro vencieran y las hipotecas se amortizaran, pero las ventas abiertas de las cédulas hipotecarias de agencia ya no se contemplan

No obstante, hay una división entre los miembros moderados y los halcones del FOMC con respecto al marco de la política monetaria a largo plazo. Los miembros más ortodoxos del FOMC abogan por establecer el objetivo de que el balance de la Fed se aproxime al nivel anterior a la crisis y una composición de los valores a largo plazo, así como el uso del sistema de banda de fluctuación para controlar las tasas de interés a corto plazo. Así pues, insisten en tener una idea clara del destino final, es decir, del punto al que se dirige la normalización de la política, para formalizar el proceso hasta llegar allí. Al mismo tiempo, los miembros con una postura más flexible, por ejemplo Dudley, sostienen que no se debe “poner el carro por delante del caballo” e insisten en centrarse en las herramientas para dirigir la política monetaria durante la fase de transición y mantener a la vez las opciones abiertas en el marco de la política monetaria a largo plazo. Del mismo modo, Rosengren defiende que mantener un balance elevado ofrece ventajas adicionales, pues daría a la Fed la posibilidad de “seguir teniendo opciones para influir en las tasas de interés a largo plazo y en el diferencial entre las cédulas hipotecarias y los valores del Tesoro de EEUU”.

*“A largo plazo, el problema es si volver al sistema de banda de fluctuación que había antes de la crisis o seguir con el tipo de sistema de suelo que probablemente será el tipo de régimen que estará en vigor mientras el balance se normaliza gradualmente. Espero que las decisiones tomadas sobre el corto plazo puedan implementarse de modo que no impidan una banda de fluctuación ni un sistema de suelo a largo plazo”.* Dudley, discurso pronunciado el 20 de mayo

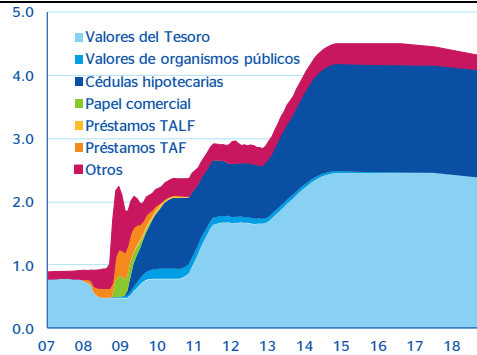
No obstante, creemos que partiendo del supuesto de que la Fed mantenga tanto las cédulas hipotecarias como los valores del Tesoro a largo plazo hasta que sus plazos vengán, el balance seguirá por encima de 2.2 billones de dólares en 2024.

Gráfica 2  
**Índice S&P 500 y relación activos del BRF / PIB (media en m. y %)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal, BEA, S&P y BBVA Research

Gráfica 3  
**Balance de la Reserva Federal (billones)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

### Indicadores económicos antes de la reunión del FOMC

Los indicadores económicos pesan a la hora de que la Fed mantenga su curso actual en lo que respecta a la reducción de estímulos. Se prevé que el FOMC siga el curso establecido de reducción gradual de los estímulos efectuando otra reducción de 10 mmd en el ritmo de compras de activos en la reunión del 17 - 18 de junio, con un anuncio de compras mensuales de cédulas hipotecarias por valor de 15 mmd y compras de valores del Tesoro a largo plazo por valor de 20 mmd.

Cuadro 1  
**Situación Económica antes de la reunión que el FOMC celebrará el 17 - 18 de junio**

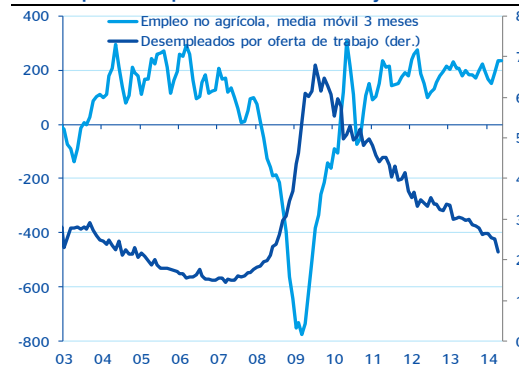
Indicadores Económicos	Discurso Fed	Antes de las reuniones del FOMC				
		Objetivo	Sep 12, inicio del QE3	Dic 13	mar-14	may-14
Tasa de desempleo	7%		8.1%	7.0%	6.7%	6.3%
Var. empleo no agrícola, media móvil 3 meses	190 mil		122 mil a 135 mil	193 mil	190 mil	234 mil
Número de desempleados por oferta de trabajo	2		3.35	2.87	2.517	2.18*
Inflación del consumo privado (a/a)	2%		1.58%	0.74%	1.14%	1.62%*

\*los últimos datos disponibles son de abril de 2014

Fuente: BLS, BEA, Banco de la Reserva Federal de Chicago y BBVA Research

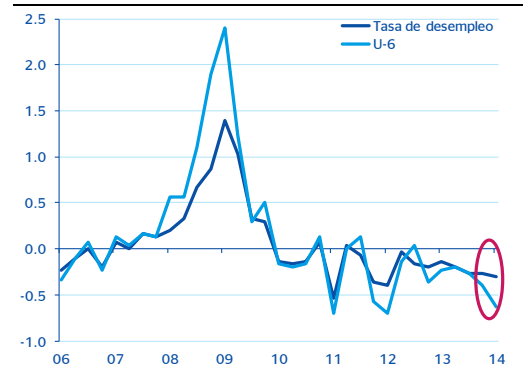
Hay fuertes mejoras en los diversos indicadores del mercado de trabajo. Además de la considerable caída de la tasa de desempleo experimentada en los dos últimos meses, las mediciones del estado del mercado de trabajo por parte del ala moderada del FOMC, incluida la proporción de Dudley de 2 personas desempleadas por oferta de empleo y el U-6 de la presidenta Yellen (total del desempleo más los trabajadores vinculados marginalmente al mercado de trabajo más los empleados a tiempo parcial por razones económicas) reflejan un avance sostenible hacia el pleno empleo. Al mismo tiempo, la inflación medida según el índice de consumo privado subyacente ha mostrado una tendencia al alza en los dos últimos meses, a una tasa anualizada de 2.1%.

Gráfica 4  
**Total del empleo no agrícola y número de desempleados por oferta de trabajo**



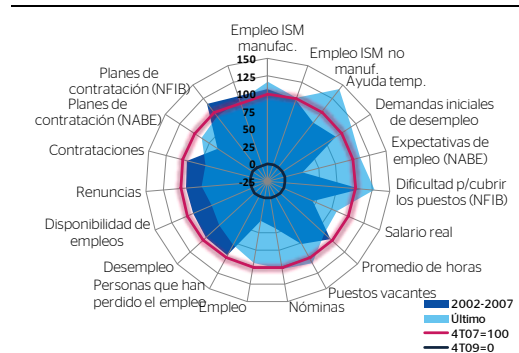
Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 5  
**Tasa de desempleo y medida U-6 (% t/t)**



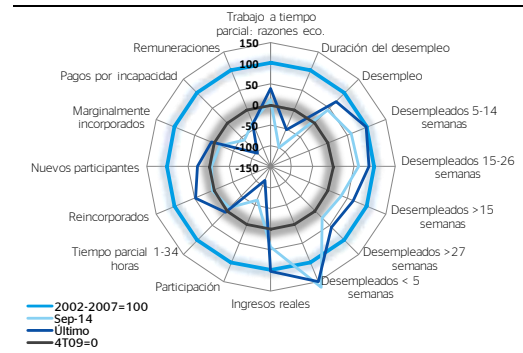
Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 6  
**Perspectivas del mercado de trabajo (%)**



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

Gráfica 7  
**Utilización del mercado de trabajo (%)**



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

**Conclusión: La Fed mantendrá su curso hacia la normalización**

Se prevé que el actual curso de reducción de estímulos de la Fed seguirá en marcha con una nueva reducción de 10 mmd en el ritmo de compras de activos y que se anunciarán compras mensuales de cédulas hipotecarias por valor de 15 mmd y compras de valores del Tesoro a largo plazo por valor de 20 mmd. Asimismo, mantenemos nuestras expectativas de que el QE3 finalizará en el 4T14 y el primer movimiento alcista de tasas se producirá a mediados de 2015. En la reunión que celebrará el FOMC el 17 - 18 de junio, la discusión se centrará en la estrategia de salida y en las formas de controlar las tasas a corto plazo una vez que la tasa de referencia despegue y se aleje del nivel próximo a cero, manejando al mismo tiempo un balance aproximado de 4.5 billones de dólares. La estrategia de comunicación con respecto a los plazos del despegue y la trayectoria de las tasas una vez que el despegue se haya producido es otro reto al que se enfrentará el FOMC. La presidenta Yellen tendrá que abordar estos asuntos en la conferencia de prensa después de la reunión. El Comité también publicará un Resumen de proyecciones económicas en el que sus nuevos miembros entrantes, Fischer y Mester, harán sus primeras aportaciones.

**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 sujetas 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.