

Análisis Macroeconómico

Retos de comunicación que enfrenta el FOMC

Kim Fraser Chase

Las minutas del FOMC de septiembre dejan entrever la decisión de mantener lo que los mercados interpretan como una postura "moderada" en una *forward guidance* sin cambios. ¿Por qué mantiene el FOMC el lenguaje con respecto al "tiempo considerable" que debe pasar entre el final del QE3 y el primer movimiento alcista de tasas? Según las minutas, algunos participantes lo consideraron una herramienta de "gestión del riesgo", e indicaron que "sería prudente pecar por exceso de paciencia mientras se esperan más pruebas de avance sostenido hacia los objetivos del Comité". También hubo prudencia con respecto a hacer cambios en la *forward guidance* que podrían malinterpretarse como una "señal de cambio fundamental" en la postura política del FOMC. Sin embargo, la preocupación del Comité con respecto a los riesgos de los choques económicos a la baja no era de índole interna, sino que podría surgir más bien del contexto exterior debido a la desaceleración económica mundial y a la apreciación del dólar, especialmente frente al euro, el yen y la libra esterlina. Los nuevos debates sobre la *forward guidance* señalaron la eventual necesidad de evolución del lenguaje utilizado, pues el futuro cambio en la postura política también requerirá un nuevo modo de transmitirlo. Aunque los enfoques sobre lo que sería apropiado cambiar en la *forward guidance* varían, el FOMC acordó que "cuando sea apropiado hacer cambios en la *forward guidance*, probablemente presentarán los retos de comunicación, y que la precaución será necesaria para evitar enviar señales no intencionadas sobre las perspectivas políticas del Comité". Hasta ahora, el FOMC ha señalado que en conjunto, los conflictos geopolíticos, como los acontecimientos de Oriente Medio y Ucrania, han limitado el efecto de lo que podría percibirse como una comunicación "ortodoxa" en el tramo más largo de la curva de rendimiento. En general, es probable que el objetivo del Comité haya sido hacer retroceder las expectativas del mercado con respecto al momento en que se producirá la primera subida de la tasa de referencia, alineándolo con el reciente discurso de la Fed que indica que se producirá a "mediados del próximo año" (Dudley, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 7 de octubre). Con ello se reafirman nuestras expectativas de que el primer incremento de las tasas de los fondos federales se producirá a mediados de 2015. Asimismo, prevemos que la Fed continuará ajustando sus planes de política monetaria y que la trayectoria general de la tasa de los fondos federales dependerá de los datos que lleguen (véase [FedWatch](#) para mayor detalle).

Grandes cambios en las tasas de las ofertas de trabajo y de las contrataciones, pero en direcciones opuestas

El informe JOLTS de agosto apunta a otra fuerte mejora de las ofertas de trabajo, con un aumento de cerca de 5.0%, a 4,835,000 puestos. Esta cifra marca la mayor ganancia mensual desde abril, impulsada principalmente por el sector de ocio y hostelería y los servicios de educación y salud. Dos de los sectores sometidos a una vigilancia más estrecha a lo largo de la recuperación, como la manufactura y la construcción, no han estado a la altura de la fortaleza mostrada en otras áreas. Las ofertas manufactureras aumentaron un modesto 1.4%, una cifra que no es suficiente para compensar la pérdida de julio; las ofertas de construcción, por otro lado, cayeron nada menos que 17.3% tras haber registrado una pérdida de 8.6% el mes anterior. Estos datos no son buenos augurios para la estabilidad de la recuperación de la vivienda y su aportación al crecimiento económico general en los próximos meses. Pero a pesar de esta debilidad, la tasa de ofertas de empleo general subió 3.4%, lo que supone la mayor subida de la recuperación hasta ahora y supera incluso la norma de 3.3% anterior a la crisis. Por otra parte, la contratación cayó 6.0% en agosto, para situarse en 4,640,000 puestos, lo que confirma la mayor debilidad de la manufactura y la construcción. La tasa de contrataciones bajó de 3.6% en julio a 3.3% en agosto, cayendo así por debajo de la tasa de ofertas de trabajo por primera vez en su historia. Hasta ahora, la contratación no ha alcanzado el nivel de aumento de las ofertas de empleo, y el informe de agosto apunta a una debilidad estructural continuada en el mercado de trabajo. Aunque hemos visto caídas de la tasa de desempleo a un ritmo mayor de lo previsto, seguimos con dudas a la hora de aceptar que el mercado de trabajo carece de deficiencias. Algunos problemas persistentes, incluidos el número de desempleados de larga duración, los trabajadores desincentivados y aquellos que abandonan la población activa, el desajuste de habilidades y los incrementos de la ayuda temporal y a tiempo parcial con respecto a los puestos a tiempo completo (entre otros), siguen en nuestro radar y esperamos que en las próximas reuniones del FOMC haya nuevos debates que arrojen más luz sobre la repercusión de los cambios efectuados en la política monetaria.

En la semana

Ventas minoristas (septiembre, miércoles, 8:30 ET)

Previsión: 0.1%, 0.2%

Consenso: -0.1%, 0.4%

Anterior: 0.6%, 0.5%

Se prevé que las ventas minoristas se incrementarán en noviembre, pero a un ritmo más lento que en el mes anterior. Las encuestas semanales han observado una importante volatilidad en las ventas minoristas a lo largo del mes, cuando los consumidores pasaron de las compras de la vuelta al colegio a las promociones relacionadas con el otoño y la preparación de *Halloween*. A nivel general, las ventas minoristas se verán probablemente arrastradas a la baja por el sector automotriz, pues en el informe de Autodata de septiembre se observó una fuerte caída durante el mes que casi invertía por completo la ganancia experimentada en agosto. Además, el descenso de los precios de la gasolina seguirá pesando en la cifra nominal de las ventas minoristas.

Producción industrial (septiembre, jueves, 9:15 ET)

Previsión: 0.3%

Consenso: 0.4%

Anterior: -0.1%

El índice de producción industrial ha superado oficialmente su nivel máximo anterior a la recesión y se prevé que continuará en esa tendencia alcista en septiembre. La producción industrial de agosto cayó por primera vez desde enero, y se ha observado una debilidad especial en la manufactura. Sin embargo, los resultados de la minería y los servicios públicos han superado el crecimiento negativo de los meses precedentes. En septiembre esperamos que el paso a un clima más frío contribuya a mantener el resultado de los servicios públicos, y normalmente es un mes fuerte para la minería. En lo que se refiere a la manufactura, no prevemos que se produzca otra caída, pero los últimos datos del sector tampoco indican un fuerte aumento de la actividad en el mes.

Construcción de nuevas viviendas y permisos de construcción (septiembre, viernes, 8:30 ET)

Previsión: 1,010,000, 1,025,000

Consenso: 1,006,000; 1,030,000

Anterior: 956,000; 1,003,000

Tanto el arranque de nuevas viviendas como los permisos de construcción cayeron considerablemente en agosto, pero esperamos que se recuperen al menos parcialmente en septiembre. El pronunciado aumento de julio en arranques de vivienda y permisos no duró mucho, y la construcción de vivienda nueva sigue estando en gran medida en terrenos movedizos. No obstante, la ganancia registrada en los permisos de construcción indica un incremento retardado de los arranques de vivienda nueva, que posiblemente se producirá en septiembre cuando la actividad se ajuste a la caída de agosto. Seguimos esperando cierta volatilidad en términos mensuales, pero en general deberíamos empezar a ver una tendencia alcista más sólida tanto en arranques de vivienda como en permisos a lo largo del próximo año.

Confianza de los consumidores (octubre, viernes 9:55 ET)

Previsión: 85.0

Consenso: 84.0

Anterior: 84.6

Se prevé que la confianza de los consumidores aumentará ligeramente en octubre debido a las ganancias consecutivas observadas en los últimos meses. La confianza de septiembre pasó de las condiciones actuales a las expectativas, y estas últimas se han incrementado por primera vez en cinco meses. Las perspectivas sobre las condiciones económicas actuales cayeron en septiembre, pero deberían dar un giro en octubre debido a que las primeras compras navideñas y la caída de los precios de la gasolina repercutirán favorablemente en la actividad del consumo. Por tanto, esperamos una nueva ganancia mensual modesta en el índice general de confianza de los consumidores a medida que las perspectivas del empleo y del ingreso mejoren gradualmente.

Repercusión en los mercados

Las cosas comienzan a calentarse en el calendario económico, e incluso en esta semana, que será más corta por el día festivo, podríamos tener guardadas más sorpresas en comparación con las semanas anteriores. Los datos del consumo, la producción y la construcción del final del 3T hacen su debut esta semana, y veremos también los primeros indicios de la manufactura para el comienzo del 4T. Los mercados estarán sin duda más sensibles a las noticias económicas, especialmente después de que en las minutas del FOMC se hiciera hincapié en la intención de la Fed de que los cambios de la política monetaria dependan de los datos.

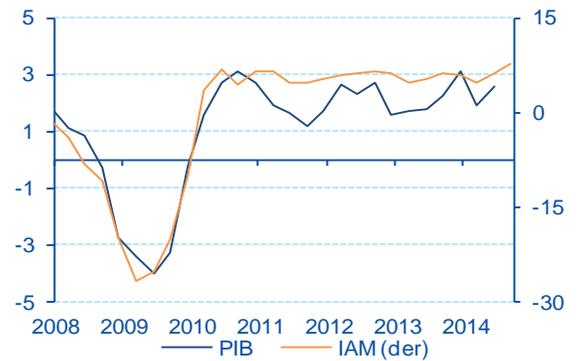
Tendencias económicas

Gráfica 3
Índice de actividad semanal de EEUU del BBVA
(variación % trimestral)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
Índice de actividad mensual de EEUU del BBVA y
PIB real (variación % 4T)



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 5
Índice de sorpresa de inflación
de EEUU del BBVA
(índice 2009=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Índice de sorpresa de actividad económica de
EEUU del BBVA y valores del Tesoro a 10 años
(índice 2009=100 y %)



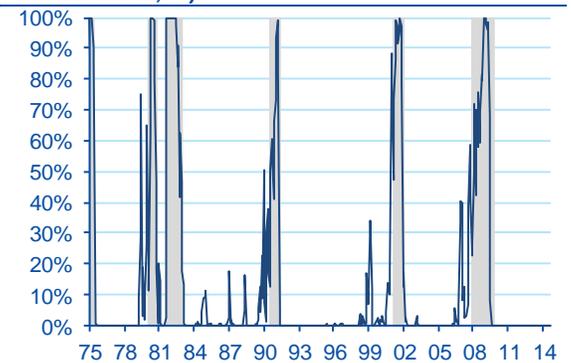
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 7
Repercusiones secundarias sobre la renta
variable en EEUU (movimientos en paralelo
con la rentabilidad real, en %)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8
Modelo de probabilidad de recesión de EEUU
del BBVA (episodios de recesión en las áreas
sombreadas, %)



Fuente: BBVA Research

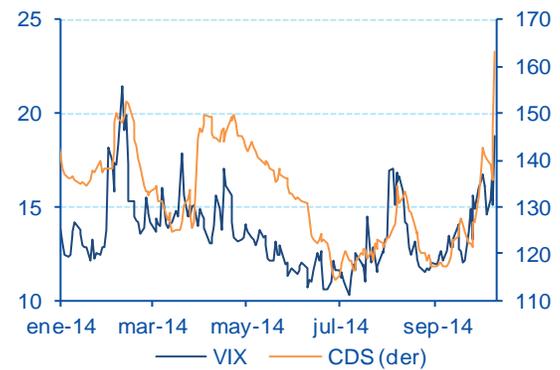
Mercados financieros

Gráfica 9
Bolsas
(índice KBW)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 10
Volatilidad y alta volatilidad de los CDS
(índices)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 11
Volatilidad de opciones y valores del Tesoro
reales (variación media en 52 semanas)



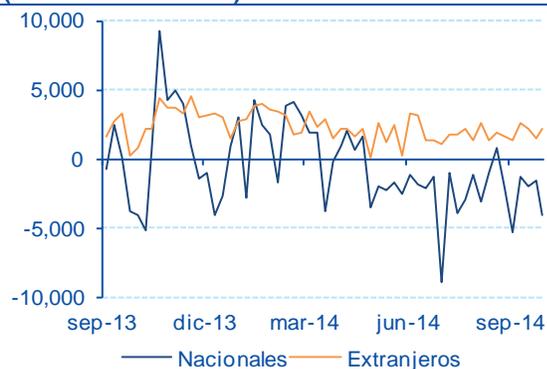
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 12
Diferenciales TED y BAA
(%)



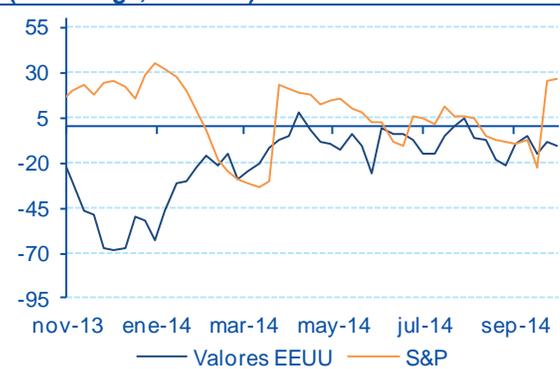
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 13
Inversiones en cartera a largo plazo
(millones de dólares)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

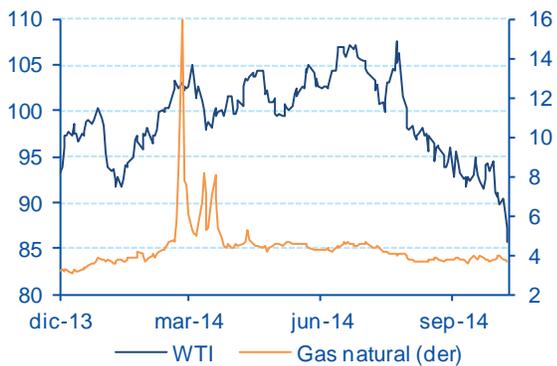
Gráfica 14
Posiciones cortas y largas declarables totales
(corta-larga, en miles)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Mercados financieros

Gráfica 15
Materias primas (Dpb y DpMMBtu)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 16
Oro y materias primas (dólares EEUU e índice)



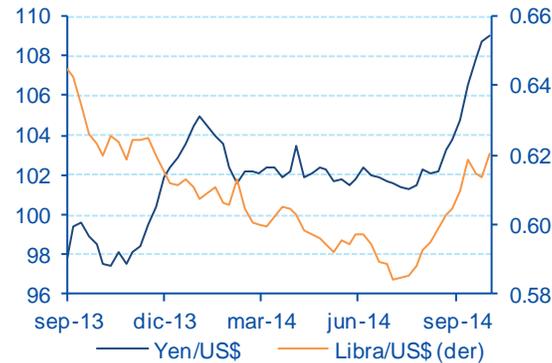
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 17
Dívisas (Dpe e Ypd)



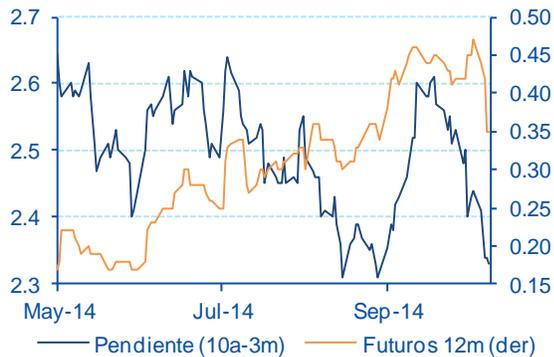
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 18
Tipos de cambio de futuros a 6 meses (yen y libra / dólar EEUU)



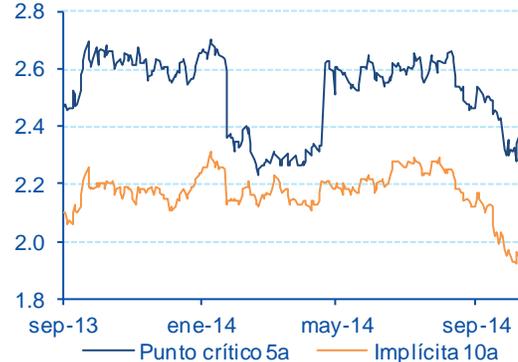
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 19
Futuros de la Fed y pendiente de la curva de rendimiento (% y a 10 años-3 meses)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 20
Previsiones de inflación (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Tasas de interés

Cuadro 1
Principales tasas de interés (%)

| | Último | Hace 1 semana | Hace 4 semanas | Hace 1 año |
|-------------------------------|--------|---------------|----------------|------------|
| Tasa preferencial | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 |
| Tarj. de crédito (variable) | 14.86 | 14.86 | 14.86 | 14.10 |
| Vehículos nuevos (a 36 meses) | 2.94 | 2.94 | 2.93 | 2.51 |
| Préstamos Heloc 30 mil | 4.81 | 4.81 | 4.81 | 5.28 |
| 5/1 ARM* | 3.05 | 3.06 | 2.99 | 2.90 |
| Hipoteca 15 años c/tasa fija* | 3.30 | 3.36 | 3.26 | 3.23 |
| Hipoteca 30 años c/tasa fija* | 4.12 | 4.19 | 4.12 | 3.99 |
| Mercado monetario | 0.42 | 0.42 | 0.40 | 0.41 |
| CD a 2 años | 0.89 | 0.89 | 0.87 | 0.80 |

*Compromiso a 30 años de Freddie Mac para propietarios de viviendas con hipotecas nacionales, EEUU
Fuente: Bloomberg & BBVA Research

Cuadro 2
Principales tasas de interés (%)

| | Último | Hace 1 semana | Hace 4 semanas | Hace 1 año |
|--------------|--------|---------------|----------------|------------|
| 1M Fed | 0.08 | 0.07 | 0.09 | 0.10 |
| 3M Libor | 0.23 | 0.24 | 0.23 | 0.24 |
| 6M Libor | 0.32 | 0.33 | 0.32 | 0.36 |
| 12M Libor | 0.57 | 0.58 | 0.55 | 0.63 |
| Swap 2 años | 0.71 | 0.82 | 0.80 | 0.48 |
| Swap 5 años | 1.74 | 1.91 | 1.97 | 1.58 |
| Swap 10 años | 2.44 | 2.59 | 2.75 | 2.86 |
| Swap 30 años | 3.02 | 3.13 | 3.34 | 3.76 |
| PC a 30 días | 0.10 | 0.12 | 0.11 | 0.12 |
| PC a 60 días | 0.12 | 0.11 | 0.11 | 0.15 |
| PC a 90 días | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.16 |

Fuente: Bloomberg & BBVA Research

Cita de la semana

Stanley Fischer, vicepresidente de la Junta de la Reserva Federal
Fischer dice que un "tiempo considerable" sería de dos meses a un año
9 de octubre de 2014

"Parece que los mercados están en lo cierto, en algún momento a mediados de año... Los que están en el mercado deben pensar en lo que hará la Fed a medida que lleguen los datos, pero describiremos lo que vayamos a hacer lo mejor que sepamos a medida que lleguen dichos datos. Si los datos que llegan son distintos, diremos cosas diferentes. No es complicado".

Calendario económico

| Fecha | Evento | Periodo | Previsión | Consenso | Anterior |
|--------|---|---------|-----------|----------|----------|
| 14-Oct | Indice NFIB de optimismo de pequeños negocios | SEP | 96.00 | 95.85 | 96.10 |
| 15-Oct | Encuesta manufacturera Empire State | OCT | 20.90 | 20.00 | 27.54 |
| 15-Oct | Ventas minoristas y servicios de comida (m/m) | SEP | 0.10 | -0.10 | 0.60 |
| 15-Oct | Ventas minoristas excl. vehículos y gas (m/m) | SEP | 0.20 | 0.35 | 0.50 |
| 15-Oct | Indice Precios Productor (m/m) | SEP | -0.10 | 0.10 | 0.00 |
| 15-Oct | IPP, excl. alimentos y energía (m/m) | SEP | -0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 15-Oct | Inventarios manufactureros y de comercio (m/m) | AUG | 0.50 | 0.40 | 0.40 |
| 16-Oct | Demandas iniciales de desempleo | OCT 11 | 291.00 | 290.00 | 287.00 |
| 16-Oct | Demandas permanentes de desempleo | OCT 4 | 2375.00 | 2380.00 | 2381.00 |
| 16-Oct | Producción industrial (m/m) | SEP | 0.30 | 0.40 | -0.10 |
| 16-Oct | Utilización de la capacidad | SEP | 79.00 | 79.00 | 78.80 |
| 16-Oct | Producción manufacturera (m/m) | SEP | 0.20 | 0.30 | -0.40 |
| 16-Oct | Indice NAHB del mercado de la vivienda | OCT | 59.00 | 59.00 | 59.00 |
| 16-Oct | Fed de Filadelfia encuesta del índice de negocios | OCT | 19.80 | 19.75 | 22.50 |
| 17-Oct | Construcción de vivienda nueva | SEP | 1010.00 | 1006.00 | 956.00 |
| 17-Oct | Permisos de construcción | SEP | 1025.00 | 1030.00 | 1003.00 |
| 17-Oct | Sentimiento del consumidor de la U. de Michigan | OCT P | 85.00 | 84.00 | 84.60 |

Previsiones (Nota: pendientes de revisiones)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB real (% desestacionalizado) | 1.8 | 2.8 | 1.9 | 2.0 | 2.5 | 2.8 | 2.8 |
| IPC (% anual) | 3.1 | 2.1 | 1.5 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 2.4 |
| IPC subyacente (% a/a) | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.4 |
| Tasa de desempleo (%) | 8.9 | 8.1 | 7.4 | 6.3 | 5.9 | 5.8 | 5.5 |
| Tasa objetivo de la Fed (% fdp) | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 1.50 | 2.50 |
| Valores del Tesoro a 10 años (% rent. fdp) | 1.98 | 1.72 | 2.90 | 3.00 | 3.50 | 3.75 | 4.00 |
| Dólar estadounidense / Euro (fdp) | 1.31 | 1.31 | 1.37 | 1.25 | 1.22 | 1.25 | 1.28 |

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 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.