

Bancos Centrales

Comunicado del FOMC: 16-17 de septiembre

Kim Chase

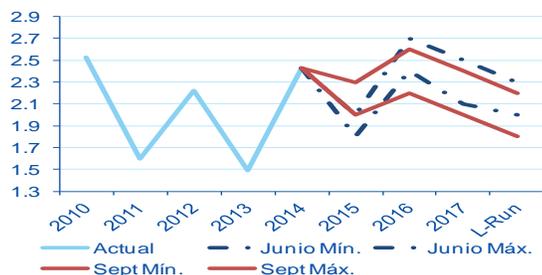
Predominan las posturas moderadas mientras el FOMC frena el aumento de tasas

- **La baja inflación y la volatilidad de los mercados financieros son los responsables del nuevo retraso del FOMC**
- **Unos cuantos miembros presionaron para apartar las expectativas de despegue: ahora hay 3 votos para 2016 y uno en 2017**
- **La atención sobre el primer movimiento al alza de las tasas se centra ahora en diciembre siempre que los datos evolucionen en línea con las perspectivas de la Fed**

La declaración del FOMC de septiembre muestra la verdadera naturaleza moderada del Comité, que nos obliga a esperar de nuevo el primer aumento de tasas desde el 29 de junio de 2006. Los detalles del comunicado no revelan ningún razonamiento nuevo que apoye el retraso de la subida de las tasas, sino que se vuelve a hacer hincapié en la necesidad de ver "nuevas mejoras en el mercado de trabajo" y de tener "una confianza razonable en que la inflación volverá a su objetivo del 2% a mediano plazo". Inmediatamente antes de la reunión celebrada hoy, la probabilidad de que se produjera un movimiento al alza de las tasas en septiembre se había reducido hasta solo 18% (en comparación con el 30% de hace unos días y con el nivel máximo del 60% a comienzos de junio). En un esfuerzo por evitar sorpresas, el retraso alinea la Fed con las expectativas de los mercados establecidas antes de la reunión.

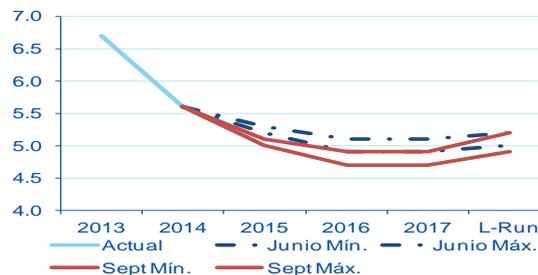
Naturalmente, hubo diversos argumentos a favor de un aumento de tasas en este momento, incluida la mejora continua del mercado de trabajo. Lo más destacable es que la tasa de desempleo cayó a 5.1% en agosto, lo que marca su nivel más bajo desde mayo de 2008 y encaja con las previsiones de equilibrio a largo plazo de la Fed. Además, se ha producido un importante descenso del desempleo a largo plazo (más de 27 semanas), que ha caído por debajo del nivel del desempleo a corto plazo (menos de 5 semanas) por primera vez desde antes de la crisis. Aunque el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado, el aumento actual de la disponibilidad de empleos y las horas de trabajo apuntan a que las empresas, en su esfuerzo por atraer a trabajadores cualificados, están prácticamente preparadas para incrementar los salarios. Uno de los participantes del FOMC, Jeffrey Lacker (Banco de la Reserva Federal de Richmond), es el único discrepante: hubiera preferido iniciar el proceso de normalización ahora para tener más tiempo de evaluar el impacto. Sin embargo, predominaron los moderados, y las persistentes preocupaciones por la baja inflación y por la volatilidad de los mercados financieros mundiales se impusieron en el debate.

Gráfica 1

**Variación del PIB real, variación % 4T
(Tendencia central)**


Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 2

**Tasa de desempleo, % 4T
(Tendencia central)**


Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

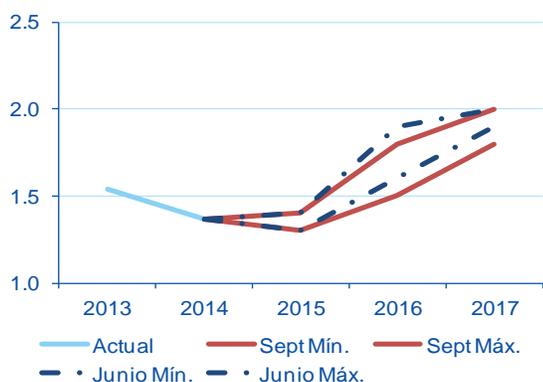
El comunicado destacó que "los recientes acontecimientos económicos y financieros mundiales pueden limitar un tanto la actividad económica y es probable que ejerzan nuevas presiones a la baja sobre la inflación a corto plazo". Está claro que los últimos efectos del desplome del mercado chino han asustado a algunos del Comité. Además, los miembros del FOMC señalaron el riesgo que suponen para la inflación unos precios de importación más bajos, teniendo en cuenta la apreciación del USD y la posibilidad de que tasas de interés más altas puedan aumentar la fortaleza del dólar.

El tono moderado fue también evidente en el resumen de proyecciones económicas actualizado, aunque en comparación con la reunión de junio, no hubo grandes cambios. Las previsiones de crecimiento del PIB aumentaron ligeramente a corto plazo, pero fueron más bajas después de 2016. La tendencia central del PIB a largo plazo (1.8-2.2%) dibuja perspectivas mucho menos halagüeñas en comparación con las previsiones anteriores (2.0-2.3%). Esto indica que la Fed ha aceptado el entorno de bajo crecimiento posterior a la crisis como la "nueva normalidad", donde la tendencia a la baja de la productividad y la participación de la población activa afecta al crecimiento potencial.

No es de sorprender que el FOMC haya revisado sus previsiones sobre la tasa de desempleo para reflejar los datos reales observados en los últimos meses. Basándose en estas previsiones actualizadas, la Fed espera que la tasa de desempleo siga cayendo a un ritmo similar al que hemos visto en el pasado año. Una vez más, esto refleja algunos de los cambios estructurales observados en el mercado de trabajo en comparación con el periodo pre-crisis, incluida la rápida caída de la tasa de participación. En la rueda de prensa, Yellen destacó algunas preocupaciones que persisten con respecto a la debilidad de la participación cíclica y dijo que seguirán supervisando de cerca su evolución.

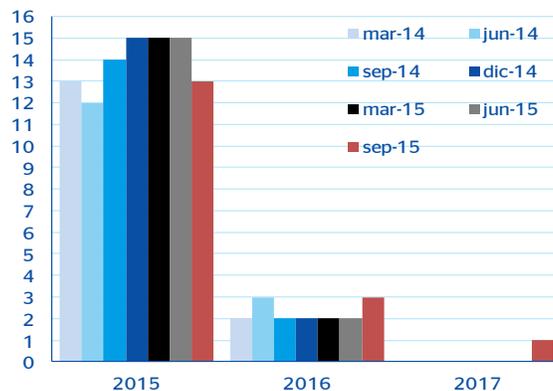
Aunque la inflación parece ser una de las principales razones para retrasar el aumento de las tasas, las previsiones revisadas de los precios del consumo privado subyacentes no son mucho más bajas que las estimaciones de junio. Las previsiones a corto plazo se mantuvieron sin cambios y las tasas a corto plazo solo se rebajaron ligeramente (de 1.9-2.0% a 1.8-2.0%). Aun así, el FOMC no considera que la inflación del consumo privado llegará a su objetivo de 2.0% hasta 2018, lo que está en línea con nuestras expectativas.

Gráfica 3
Inflación del consumo privado subyacente, variación % 4T (Tendencia central)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 4
Momento adecuado para el endurecimiento de la política (Número de participantes)



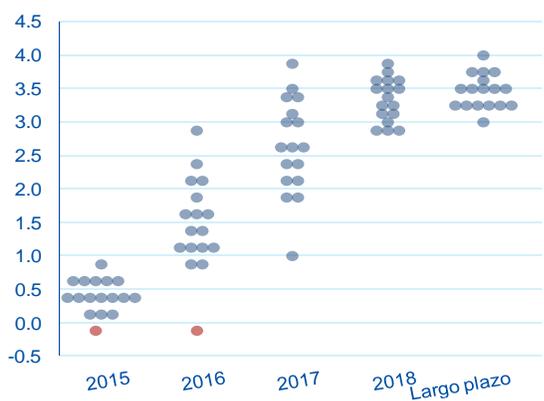
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Uno de los mayores ajustes con respecto a junio fue el cambio que se ha producido en las valoraciones de los participantes del FOMC sobre el momento apropiado para modificar la política monetaria. Dos de los miembros cambiaron sus expectativas con respecto al primer aumento de tasas de 2015 a 2016, y otro miembro a 2017. Esta postura extremadamente moderada es la de Narayana Kocherlakota (Banco de la Reserva Federal de Minneapolis), que lleva ya algún tiempo sosteniendo que la economía no está ni preparada para manejar aumentos de las tasas de

interés. Sus planes son renunciar una vez que su mandato termine en febrero de 2016, y podemos suponer que quien lo sustituya compartirá al menos algunas de sus opiniones moderadas, aunque puede que no hasta ese extremo.

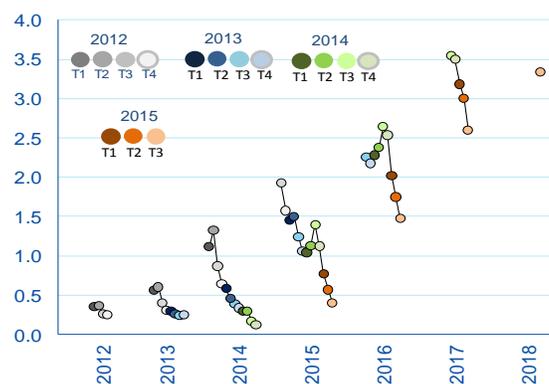
El "diagrama" de septiembre es distinto en el sentido de que tenemos expectativas negativas con respecto a la tasa de los fondos federales en 2015 y 2016, la primera vez que hemos observado tal cosa en las expectativas oficiales de la Fed. Las previsiones medias han caído desde junio, especialmente teniendo en cuenta que solo quedan dos reuniones para efectuar un aumento de tasas en 2015. A largo plazo, la tasa media prevista cayó de 3.63% en junio a 3.5% en septiembre, lo que apunta a un ritmo de aumento de las tasas aún más gradual (un incremento de menos de 25 pb) en comparación con la reunión anterior. También es interesante observar que la Fed ha ido revisando constantemente a la baja sus previsiones a lo largo de los últimos años. Por lo general, rara vez han sorprendido al alza en lo que concierne al momento del primer movimiento al alza de las tasas.

Gráfica 5
Previsión de la tasa objetivo de los fondos federales, septiembre (Fin de año, %)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 6
Previsiones de la tasa de interés media de los fondos federales (2012-actualidad, %)

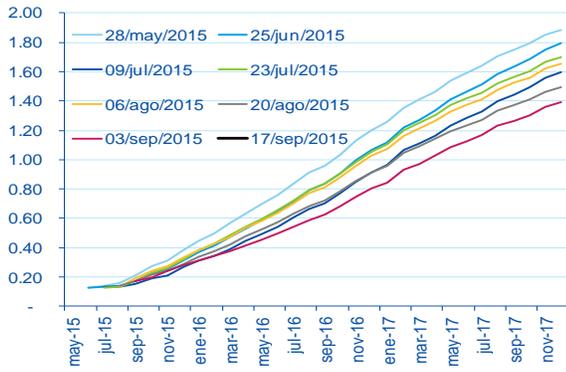


Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

La rueda de prensa de Yellen no aclaró mucho con respecto a la declaración. Siguió haciendo hincapié en que el Comité examina una "amplia variedad de datos" con el fin de evaluar si la economía hace progresos hacia sus objetivos. En vista de la reciente volatilidad de los mercados mundiales, Yellen y sus colegas se mostraron más inclinados a mantenerse a la espera de pruebas adicionales de que la economía puede soportar tasas de interés más altas. No se hizo ninguna mención específica de cuándo se producirá el aumento de las tasas, pero sí se reiteró que cada reunión está "viva" y que seguirán con este enfoque reunión a reunión en lo que respecta a la política monetaria.

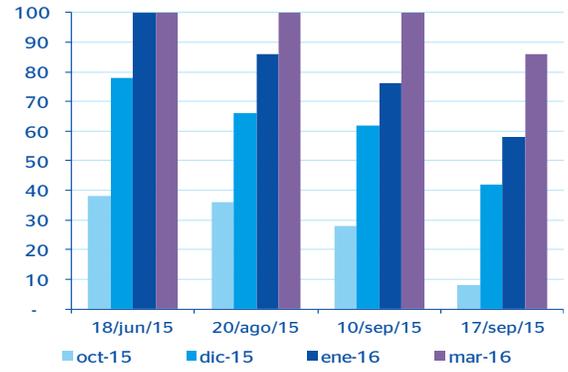
Las reacciones de los mercados fueron en su mayoría neutras; los mercados bursátiles se dispararon inmediatamente después del anuncio, pero cerraron la jornada justo por debajo de los niveles de apertura. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años fue el que mostró mayor movimiento, pues bajó de 2.29% al inicio del día a 2.19% al cierre. Lo más destacable es que los futuros de los fondos federales continúan aplanándose, lo que arrastra a la baja las probabilidades implícitas de cuándo creen los mercados que se producirá realmente el primer movimiento al alza de tasas. La probabilidad de un aumento de las tasas en diciembre ha caído y está ahora por debajo del 50% debido a que el tono de hoy ha sido extremadamente moderado. No obstante, esperamos que las comunicaciones de los próximos meses vuelvan a poner el foco de atención en el fin de año como objetivo para el primer movimiento al alza de las tasas, siempre y cuando los datos económicos evolucionen en línea con las expectativas de la Fed.

Gráfica 7
Futuros de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 8
Probabilidades implícitas de los futuros de la tasa de los fondos federales (Primeros 25pb, %)

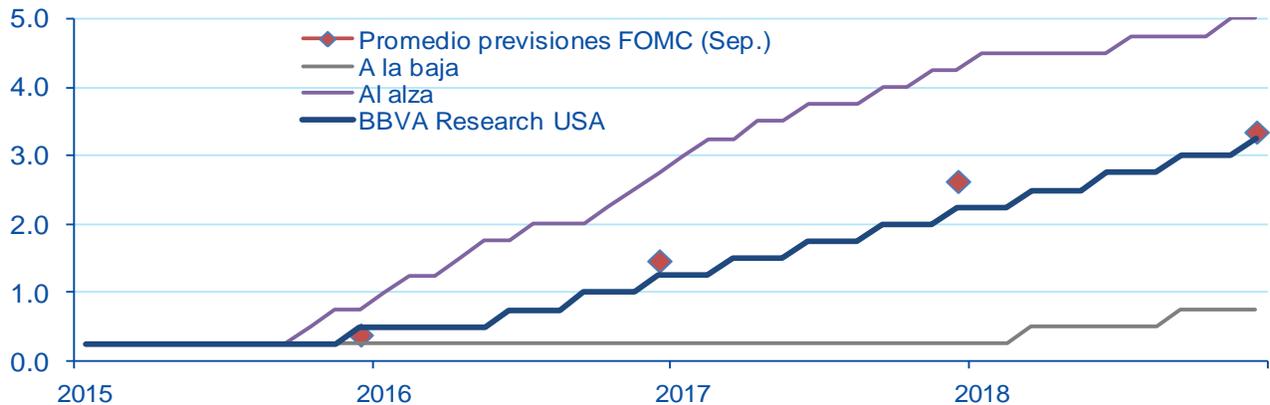


Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Conclusión: El foco pasa a diciembre con respecto al primer aumento de tasas

La decisión de la Fed de retrasar el primer aumento de tasas ha hecho que cambiemos nuestras expectativas a diciembre. Aunque habrá otra reunión del FOMC el 27-28 de octubre, no hay ninguna rueda de prensa ni publicación actualizada de las previsiones asociada con esa fecha. Si Yellen y sus colegas tienen el compromiso de mantener las sorpresas al mínimo, evitarán anunciar un movimiento al alza de las tasas en esa reunión. Además, no es probable que los datos económicos cambien mucho de aquí a finales de octubre. Por consiguiente, prevemos que esperarán hasta diciembre con el fin de reunir tanta información como sea posible. Las minutas de la reunión de hoy nos permitirán entender mejor qué requisitos específicos busca la Fed en los próximos datos económicos. Por ahora, podemos suponer que la inflación tiene que empezar a repuntar un poco más antes de que decidan aumentar las tasas. Además, no hay duda de que unas vibraciones más fuertes de la economía mundial impulsarían a la Fed hacia el despegue, en especial porque esto está vinculado con sus preocupaciones sobre la apreciación del USD.

Gráfica 9
Previsión de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos 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.