

# Fed Watch

## EEUU

Houston, 19 de abril de 2013  
Análisis Económico

EEUU  
Shushanik Papanyan  
shushanik.papanyan@bbvacompass.com

### Antes de la reunión FOMC de 30 abril-1 mayo

#### Los miembros con derecho a voto del FOMC abordan la magnitud del QE3 y la salida

- Las previsiones son similares en cuanto al ritmo de compras de activos, pero difieren sobre el futuro del balance y la forma de salida
- Debate sobre la inflación frente a los objetivos de desempleo y la sostenibilidad de las mejoras del mercado de trabajo

La semana pasada, 8 de los 12 miembros con derecho a voto del FOMC hicieron apariciones públicas para debatir la política monetaria y ofrecer una valoración de la estabilidad financiera y las perspectivas económicas. Estas apariciones han sido previas a la reunión de 2 días que celebrará el FOMC a partir del 30 de abril.

**QE3:** las expectativas son que en la próxima reunión no es probable que haya ninguna sorpresa política importante. Probablemente no habrá cambios en el ritmo ni en la composición de las compras de activos. Respaldados por la desaceleración del crecimiento del empleo en marzo, los miembros moderados del comité, Dudley y Evans, destacaron que la mejora del mercado de trabajo observada en los 4 meses anteriores no es sostenible y debe considerarse “moderada”, no “sustancial”. La mayoría de los miembros con derecho a voto creen que la postura de la política monetaria actual, muy flexible, es apropiada, e insisten en que los beneficios, como la aceleración del ritmo del gasto sensible a las tasas de interés sobre los bienes de consumo duraderos, la vivienda y los bienes de capital, siguen siendo mayores que los riesgos que plantea dicha política para la estabilidad financiera.

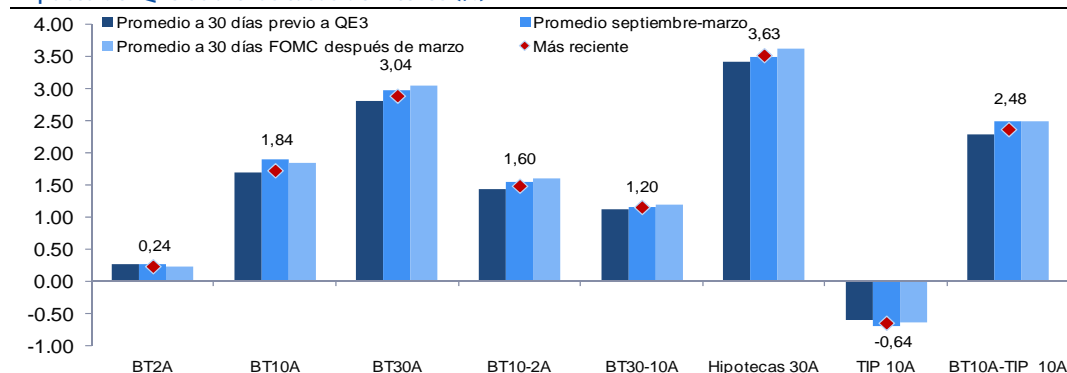
Yellen (16 de abril de 2013): “No veo que haya pruebas dominantes de rápido crecimiento del crédito, de un mercado aumento del apalancamiento ni de burbujas de activos importantes que amenacen la estabilidad financiera”.

Dudley (16 de abril de 2013): “El FOMC seguirá comprando activos hasta que vea una mejora sustancial en las perspectivas del mercado de trabajo, supeditado a la valoración continua de los beneficios y costos”.

Duke (16 de abril de 2013): “El hecho de mantener las tasas de interés bajas ha ayudado a evitar que muchos deudores incumplan los pagos de los préstamos”.

Ruskin (18 de abril de 2013): “...se prevé que la política monetaria acomodaticia que eleva la actividad económica de modo más general incrementará las posibilidades de obtener buenos resultados para las familias americanas”.

Gráfica 1  
Impacto del QE3 sobre las tasas de interés (%)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Mantenemos nuestras previsiones de que el ritmo actual de compras continuará hasta mediados de 2013, comenzará a reducirse en el 3T13 y finalizará en enero de 2014. No se prevén cambios en la composición del programa actual de compras de activos. Nuestras previsiones actuales se reafirman, pues Dudley sugiere un periodo de 3 a 6 meses sin cambios políticos para borrar el efecto de la política fiscal, que en su opinión ha sufrido un cambio brusco, pasando de una restricción moderada en 2012 a una restricción mucho mayor en 2013. Además, Evans repitió su opinión de que debería haber un crecimiento del empleo de al menos 200 mil puestos al mes durante varios meses, combinado con un crecimiento del producto interno bruto real por encima de la tendencia antes de plantearse hacer cambios en la política actual. Asignó una "alta probabilidad" al mantenimiento del mismo ritmo de compras por parte del FOMC durante el otoño y el inicio de la salida a finales de 2013. Dudley y Evans comparten la opinión de Bernanke, Yellen y el resto de los miembros moderados del FOMC de que los factores cíclicos son la razón que subyace a la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo. Nuestra previsión sobre la tasa de desempleo se corresponde estrechamente con la previsión del límite superior de la Reserva Federal relativa al desempleo, que apunta a que el desempleo cíclico del 2T13, medido como la diferencia entre la tasa de desempleo y la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU), está en 1.03%. Se estima que el NAIRU del 2T13 está en 6.6% y el promedio de 2013 se estima en 6.5%, lo que está en línea con los actuales umbrales políticos de la Fed que marcan lo que constituiría una actividad económica sana.

George, que fue el único voto disidente en las dos primeras reuniones del FOMC en 2013, sigue recalando que el uso prologando de las políticas de "emergencia", como las tasas de interés próximas a cero y las compras de activos a gran escala, conllevan riesgos considerables: "Me preocupa que la política monetaria con sus parámetros actuales es demasiado acomodaticia con relación a los largos y variables retardos con los que opera. Los bancos centrales deben concentrarse en lograr un crecimiento sostenible a largo plazo y tener paciencia al perseguir sus objetivos a largo plazo". Esto nos hace creer que el de ella continuará siendo el único voto en contra de las acciones del FOMC en las próximas reuniones.

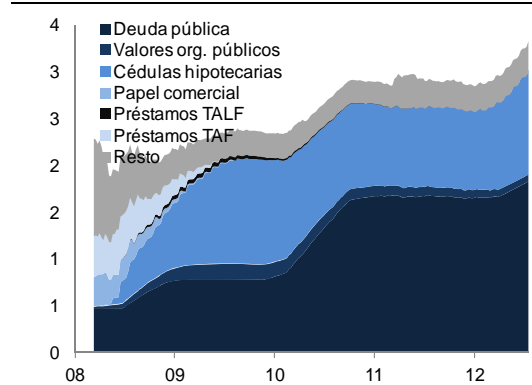
**Salida:** el balance de la Reserva Federal incluye 3.2 billones de dólares y, con el ritmo actual de compras de 85 mil millones de dólares al mes, alcanzaría 3.54 billones de dólares a finales de julio. Prevemos que en enero de 2014, los activos del balance oscilarían en torno a los 4 billones de dólares. La pregunta que está en la mente del público, así como en la de algunos directivos de la Fed es si este organismo está preparado para la salida cuando llegue la hora de retirar su política acomodaticia. El marco de la estrategia de salida se preparó durante la reunión del FOMC celebrada en junio de 2011, cuando el balance se situaba en 2.85 billones de dólares. Plosser, miembro votante suplente del FOMC en 2013 y miembro votante del FOMC en 2014, se involucró activamente en delinear la salida en junio de 2011 y pidió que se hicieran los cambios necesarios a la estrategia de salida, cambios en los que tendrán que ponerse de acuerdo.

Plosser: *"En los dos últimos años han cambiado muchas cosas con respecto a la economía y a la política monetaria. De modo que es totalmente apropiado replantearse la estrategia de salida de la Fed".*

Las opiniones con respecto a la salida se dividen en 2 vías posibles: el primer escenario de salida, que Plosser apoya firmemente, es similar al plan de junio de 2011: normalización del balance en un periodo de 2-3 años, con la venta de cédulas hipotecarias (MBS) a completar en un periodo de 3-5 años, un regreso a la tasa de los fondos federales como principal instrumento político y un retorno a la cartera anterior a la crisis, con el predominio de valores del Tesoro a corto plazo. Los riesgos que conlleva la implementación del siguiente escenario de salida incluyen pérdidas de capital debido a la venta de activos a largo plazo en un entorno de tasas de interés crecientes, así como el trastorno del mercado de cédulas hipotecarias si el ritmo de ventas de dichas cédulas es bastante moderado. La segunda opción de salida, mencionada por primera vez durante la declaración de Bernanke ante el Congreso y repetida después en varios discursos de los miembros del FOMC con derecho a voto (Ruskin, Bullard y Evans), consiste sencillamente en mantener los activos a largo plazo hasta su vencimiento. Este segundo escenario implica que la tasa de interés sobre las reservas será la tasa de referencia, por tanto, el tamaño del balance de la Reserva Federal sería irrelevante y podría ampliarse sin afectar a la implementación de la política monetaria. El resultado sería la pérdida de remesas, ya que la Fed pagaría una tasa de interés mayor sobre las reservas del que recibiría por los valores mantenidos. Sin embargo, se evitaría el riesgo de distorsión del mercado.

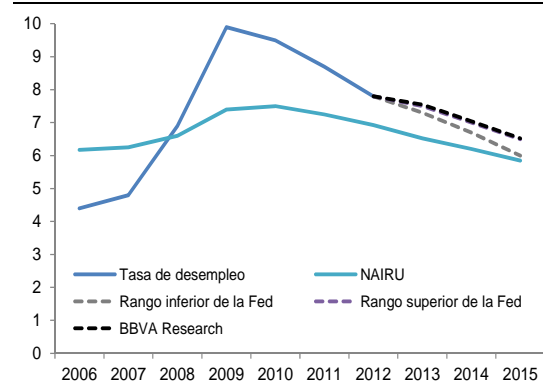
**Desempleo frente a objetivo de inflación, el doble mandato:** En vista de las políticas monetarias flexibles aplicadas en todo el mundo y probablemente debido a la decisión de Japón sobre la flexibilización monetaria, Yellen y Rosengren subrayaron las ventajas del doble mandato de la Reserva Federal y de los objetivos de inflación flexibles en contraposición con fijar exclusivamente un objetivo de inflación, y observaron que ayuda a conseguir claridad y transparencia en la comunicación con el público y a mantener la credibilidad del banco central. La transparencia y la comunicación con el público, lo que se denomina formalmente "orientación de futuro" se ha convertido en la herramienta de política monetaria fundamental de un FOMC restringido con un límite por debajo de cero. Al mismo tiempo, Bullard trató un asunto más importante para la política actual de la Reserva Federal: las sugerencias posteriores a la crisis de que el FOMC debe "dar más peso" al desempleo en su proceso de toma de decisiones. Citando estudios académicos, Bullard hizo hincapié en que "la estabilidad de los precios" debe seguir siendo el foco principal de los bancos centrales, y argumentó que "intentar solucionar las diversas ineficiencias del mercado de trabajo únicamente con la política monetaria no funciona muy bien", y que "la política monetaria por sí misma no puede solucionar de forma efectiva las múltiples ineficiencias del mercado de trabajo". ¿Es posible que esté haciendo un llamado a una política fiscal responsable?

Gráfica 2  
**Factores que aportan fondos de reserva  
(en billones de dólares)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 3  
**Tasa de desempleo (4T, %)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

**Conclusiones: no se prevén cambios en el QE3 en la próxima reunión del FOMC que se celebrará el 30 de abril-1 de mayo**

Probablemente no habrá cambios en el ritmo ni en la composición de las compras de activos. Mantenemos nuestra previsión de que el ritmo actual de compras continuará hasta mediados de 2013, comenzará a reducirse en el 3T13 y terminará en enero de 2014. Las opiniones con respecto a la salida se dividen en 2 vías posibles: la política fiscal plantea consecuencias que restringen el crecimiento económico y la mejora del mercado de trabajo, mientras que la política monetaria por sí sola no puede resolver todas las ineficiencias del mercado de trabajo actual. Los miembros del Comité siguen con atención las mejoras sustanciales en las perspectivas del mercado de trabajo y están preparados para reducir el ritmo del QE3 si detectan pruebas de que el impulso económico mejora o de recalentamiento en los mercados crediticios. No obstante, el FOMC también está preparado para aumentar el ritmo del QE3 si el impacto de la política fiscal resulta más fuerte de lo esperado.

## Referencias

Bullard, James, Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de St. Louis. *"Some Unpleasant Implications for Unemployment Targeters"* Presentado en la 22ª conferencia anual Hyman P. Minsky, Nueva York, N.Y., 17 de abril de 2013.

Dudley, William C., Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. *"The Outlook for the National and Local Economy"*. Comentarios en la Cámara de Comercio de Staten Island, Staten Island, NY, 16 de abril de 2013.

Duke, Elizabeth, Gobernadora, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Discurso en la Cumbre de Relaciones Gubernamentales 2013 de la American Banking Association, Washington, DC, 16 de abril de 2013.

Duke, Elizabeth, Gobernadora, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. *"Comments on Housing and Mortgage Markets"*, en la Conferencia de invierno sobre la financiación de la vivienda de la Mortgage Bankers Association, Avon, CO, 8 de marzo de 2013.

Evans, Charles L., Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Discurso en "What Lies Ahead?"- Foro con Charles Evans, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Chicago en el Union League Club of Chicago, Chicago, IL, 16 de abril de 2013.

George, Esther L., Presidenta y Consejera Delegada del Banco de la Reserva Federal de Kansas City. *"Central Bank Patience"*. Redlands Community College, El Reno, OK, 4 de abril de 2013.

Plosser, Charles I., Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia. *"Reconsidering EXIT: Monetary Policy in a Global Setting: China and the United States"* Federal Reserve Bank of San Francisco, Banco de la Reserva Federal de St. Louis y el Instituto Nacional de Estudios Fiscales en Tsinghua University, Pekín, China, 16 de abril de 2013.

Plosser, Charles I., Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia. *"A Perspective on the U.S. Economic Outlook and Monetary Policy"*. Market News International Seminar, Hong Kong, China, 11 de abril de 2013.

Raskin, Sarah Bloom, Gobernadora, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. *"Aspects of Inequality in the Recent Business Cycle"*, en "Building a Financial Structure for a More Stable and Equitable Economy", 22ª conferencia anual Hyman P. Minsky sobre el Estado en EEUU y las economías del mundo, Nueva York, NY, 18 de abril de 2013.

Rosengren, Eric S., Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Boston. *"Should Full Employment Be a Mandate for Central Banks?"* 57ª Conferencia Económica del Banco de la Reserva Federal de Boston: "Fulfilling the Full Employment Mandate - Monetary Policy & the Labor Market" Boston, MA, 12 de abril de 2013.

Yellen, Janet L. Vicepresidenta, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Panel de análisis sobre *"Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments. Where Do We Stand?"* en *"Rethinking Macro Policy II"*, conferencia patrocinada por el Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., 16 de abril de 2013.

### AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el BBVA Research 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.