

EEUU

# Fed Watch

17 de noviembre de 2010

## Análisis Económico

Hakan Danış  
hakan.danis@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog  
jeff.herzog@bbvacompass.com

## Compras de activos a gran escala

### El plan de flexibilización de la Fed y la emisión de deuda del Tesoro

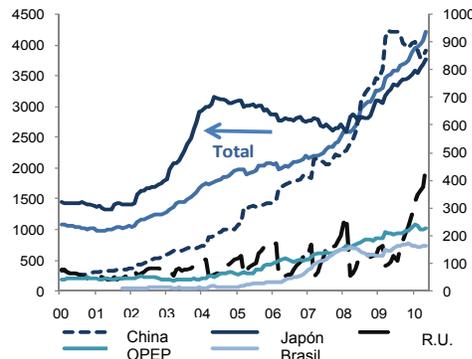
- **Las compras previstas de la Fed y una demanda externa moderada tendrán un peso importante en las acciones circulantes de los valores del Tesoro de 1 a 10 años**
- **Recientemente, el Tesoro está emitiendo relativamente más letras, lo que contribuirá a aumentar este peso**

#### Panorámica de las compras de la Fed y las acciones circulantes de la deuda pública

El 3 de noviembre, la Reserva Federal anunció una segunda ronda de flexibilización cuantitativa que tiene como objetivo garantizar su doble mandato de estabilidad de precios y crecimiento económico. Así, la Fed dio instrucciones a su servicio de operaciones de mercado abierto para realizar compras de valores del Tesoro hasta finales del 2T2011 por una cifra que asciende a 600 mil millones de dólares (mmd). Durante el mismo periodo, y según un programa ya existente, también está prevista la reinversión de un capital de 250 mmd a 300 mmd procedente de cédulas hipotecarias (MBS) con fecha de vencimiento próxima, lo que hará un total de 850 mmd a 900 mmd en compras. Para calibrar el efecto de estas compras en el mercado tenemos que relacionar el plan de la Fed con el perfil del mercado de valores del Tesoro ya existente. Según el Departamento del Tesoro la emisión neta correspondiente al 4T10 y al 1T11 ascenderá a 362 mmd y 431 mmd, respectivamente. En los ocho últimos trimestres, el promedio de préstamos netos comercializables del Tesoro ascendió a 408.7 mmd, lo que equivale aproximadamente a una emisión neta de deuda pública comercializable de 1.2 billones de dólares, suponiendo que el ritmo continúe en el próximo año. Pero además de las compras de valores del Tesoro de la Fed, los gobiernos extranjeros también están bastante activos. Desde enero, los extranjeros han aumentado su tenencia de valores del Tesoro en 500 mmd. En los dos años anteriores, los extranjeros aumentaron su tenencia de valores del Tesoro en 650 mmd aproximadamente cada año. Una cuestión adicional es que en términos nominales, con deflación durante parte del periodo de tiempo, el aumento real de las tenencias es ligeramente superior. Si suponemos una demanda un poco inferior en 2011, en torno a 300 mmd, las compras de la Fed y de la demanda extranjera totalizarán los 1.2 billones de dólares de nuestro cálculo aproximado para la próxima emisión comercializable hasta finales del 2T11.

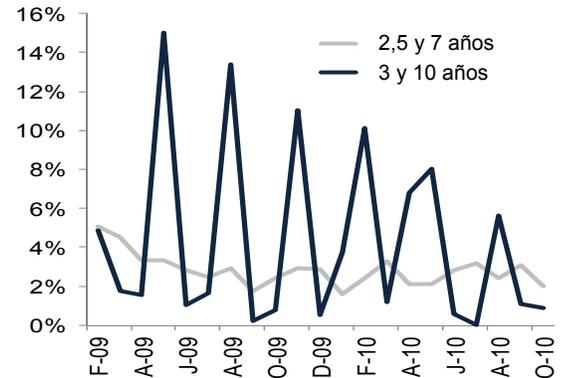
Estas compras se producen sobre todo a través del mercado secundario, ya que la Fed no tiene una influencia importante en las subastas directas del Tesoro. Los datos sobre la implicación de la Fed en las subastas del Tesoro, muestran que el Banco Central solo representa un pequeño porcentaje de las ofertas aceptadas. En lo que respecta a la emisión neta, durante la crisis, el Tesoro emitió relativamente más bonos que letras. Sin embargo, los últimos datos indican que se está apartando de esta tendencia y vuelve a las letras.

Gráfica 1  
**Demanda internacional de valores del Tesoro (miles de mill. de \$)**



Fuente: Tesoro de EE.UU.

Gráfica 2  
**% de la Fed de ofertas aceptadas en las subastas del Tesoro**



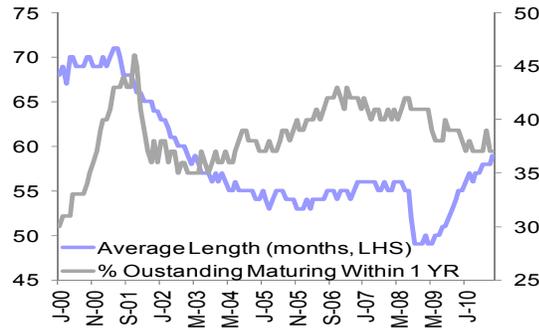
Fuente: BBVA Research y Tesoro de EE.UU.

Sin embargo, la Reserva Federal se centra en los bonos y prevé que la duración media de estas compras se sitúe entre los 5 y los 6 años, lo que podría sugerir que la Fed tendrá una influencia considerable en la mitad de la curva de rendimiento. Por ejemplo, el Tesoro anuncia aproximadamente 5 billones de dólares en valores circulantes con vencimiento entre 1 y 10 años. La Reserva Federal, por su parte, al 12 de noviembre, mantiene aproximadamente 600 mmd en valores dentro de su rango de vencimiento y prevé que el 91% de sus compras se produzcan dentro de este mismo rango, lo que equivale aproximadamente a 775-820 mmd. Esta cifra, más los 300 mmd de la demanda extranjera de valores del Tesoro, se sitúa en torno al 22% de las acciones existentes de valores del Tesoro con plazos de vencimiento de 1 a 10 años. En combinación con los 600 mmd existentes en el balance de la Fed, este nivel llega a 34.4%, debido a nuestra estimación, muy conservadora, de la demanda extranjera. En este análisis suponemos que el total de los 5 billones de dólares circulantes de este rango de vencimiento se mantiene en el mismo nivel y que toda la demanda extranjera se dirige a este rango de vencimiento.

La composición de la deuda pública en circulación está cambiando desde la crisis. Inmediatamente durante la crisis, los altos niveles de emisión de letras provocaron que el plazo de vencimiento medio de la deuda pública de EEUU cayera hasta 49 meses, el nivel más bajo desde el año 2000. Después de varios meses, el Tesoro se apartó de las letras y se inclinó hacia los bonos, de modo que en septiembre el plazo medio de vencimiento llegó a 59 meses, el nivel más alto desde mayo de 2003. Esta es probablemente la razón por la que el porcentaje de deuda en circulación que vence en un año está en 30%, el porcentaje más bajo desde el año 2000. Por consiguiente, el riesgo de refinanciamiento de EEUU ha disminuido en los últimos meses, cuando alcanzó un máximo del 45% en noviembre.

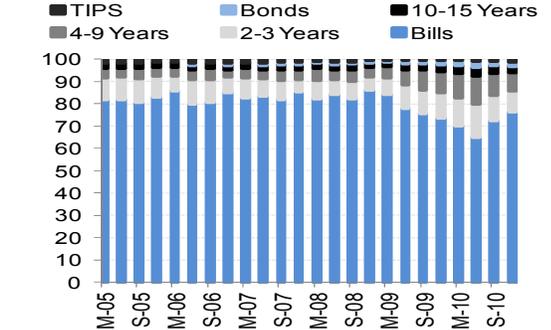
Esta descripción general de la deuda pública en circulación y del plan de compra de la Fed implica que la Fed limitará a los principales actores privados dentro de la distribución de vencimiento de 2 a 10 años y empujará a los inversionistas a comprar bonos a más largo plazo y a alejar la asignación de su cartera de los valores del Tesoro. También es posible que los inversionistas aumenten sus tenencias de letras, pero las rentabilidades excesivamente bajas puede que no les compensen tanto como ellos desearían.

Gráfica 3  
**Vencimiento medio de la deuda pública de EEUU y riesgo de refinanciamiento**



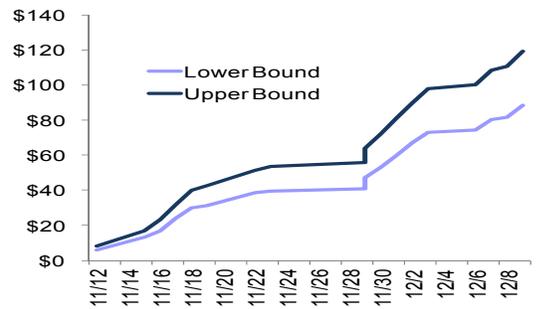
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 4  
**Desglose de las emisiones netas comercializables**



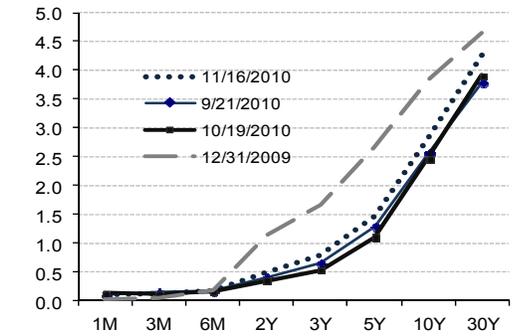
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 5  
**Plan de compras previsto de la Fed, en miles de mill. de \$**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 6  
**Curva de rendimiento**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

**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 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.