Nota Breve 13/09/2019
Mercados · Los riesgos sobre el escenario, en el centro del debate de la Fed

Reunión del 17 y 18 de septiembre de 2019: qué esperamos

- En la reunión de la próxima semana, **creemos que la Reserva Federal (Fed) reducirá los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (p. b.) hasta el intervalo 1,75%-2,00%.**
- Como ya hizo en la reunión de julio, creemos que Jerome Powell **justificará esta bajada de tipos por la persistencia de riesgos** sobre el escenario central (como las tensiones comerciales o la desaceleración de algunas economías).
- Asimismo, **los miembros del FOMC deberán actualizar el cuadro macroeconómico**, donde prevemos que habrá cambios relevantes, entre otros, en la evolución esperada de los tipos de interés oficiales.

Condiciones financieras y económicas recientes

- Desde la última reunión de la Fed a finales de julio, **los mercados financieros se han mostrado algo turbulentos**. El recrudecimiento de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. (especialmente agudo en las primeras semanas de agosto) y la publicación de algunos datos económicos algo decepcionantes (PMI manufacturero de julio por debajo de los 50 puntos) fueron los principales factores que movieron las cotizaciones en los mercados financieros.
- En el mercado de renta fija, estos factores junto con el tono *dovish* de diversos miembros de la Fed provocaron una **caída significativa de los tipos de interés sobre los *treasuries***. De hecho, durante diversas jornadas, la curva soberana se invirtió en el tramo 10-2 años, hecho que avivó los temores de algunos inversores a una cercana recesión.[1] Sin embargo, desde los primeros días de septiembre, una aparente relajación de las tensiones comerciales facilitó una moderada flexión al alza de los tipos de interés soberanos.
- Por su parte, en el mercado de renta variable **la caída de los principales índices bursátiles fue más contenida al estar apoyada por la expectativa de una política monetaria más acomodaticia**. En este sentido, el S&P 500 llegó a caer más de un 6% en agosto, pero a día de hoy ha recuperado los niveles de finales de julio.
- En el plano económico, los indicadores de sentimiento continúan reflejando una disparidad entre sectores. Mientras que los servicios se muestran resistentes a las tensiones comerciales y a la desaceleración de la actividad global, **el sector manufacturero da muestras de debilidad** (véanse los gráficos).
- Por su parte, la creación de empleo, pese haber moderado los elevados registros del año anterior, se sitúa actualmente en los niveles necesarios para mantener la tasa de paro en mínimos históricos (3,7%) y los incrementos salariales en niveles moderados (3,2%). Todo ello podría empujar la inflación hacia niveles más próximos al objetivo del banco central (el índice preferido de la Fed, el PCE subyacente, se encuentra actualmente en el 1,6%), aunque los productos financieros ligados a la inflación a medio plazo no dan síntomas todavía de recuperación.

Mensajes recientes de la Fed

- Los últimos mensajes de los diversos miembros de la Fed se han concentrado en analizar la compleja situación que afronta la economía estadounidense. Mientras que, por un lado, la perspectiva del escenario central no ha variado significativamente y, rigiéndonos por las reglas ortodoxas de política monetaria, no aconseja ofrecer estímulos monetarios, **la persistencia e intensificación de los riesgos adversos está llevando a varios miembros del FOMC a valorar la posibilidad de ofrecer una política monetaria más acomodaticia**.

[1] El tramo 10 años-3 meses ha estado invertido durante todo el periodo entre reuniones.

- Los miembros que abogan por mantener los tipos de interés constantes (por ejemplo Loretta Mester, presidenta de la Fed de Cleveland, o Eric Rosengreen, de la Fed de Boston) consideran que aunque los riesgos sobre el escenario son elevados, no se han materializado todavía en los datos y que, hasta que esto no ocurra, la política monetaria debería permanecer a la espera.
- Por otro lado, los miembros más favorables de una política monetaria más acomodaticia (entre otros, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, o Mary Daly, presidenta de la Fed de San Francisco) consideran que es necesario actuar apropiadamente para sostener la fase expansiva. Argumentan que es en los tramos finales de la expansión económica que los colectivos más desfavorecidos perciben los beneficios de un mercado laboral robusto.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

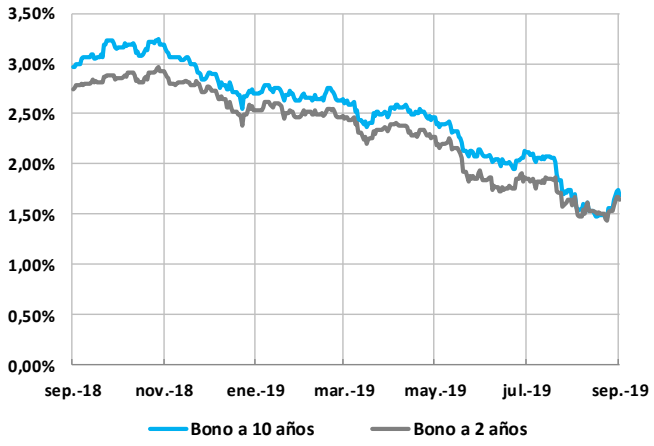
- **EE. UU. avanza en una fase madura del ciclo económico**:
  - Los indicadores macroeconómicos sugieren que el crecimiento económico se está moderando y en los próximos trimestres se puede situar por debajo del potencial (que el FOMC estima en 1,9%).
  - El mercado laboral está en pleno empleo, con una tasa de paro en mínimos desde los últimos 50 años y un ritmo de creación de empleo similar al que la Fed considera necesario para mantener el objetivo de pleno empleo a largo plazo.
  - La inflación subyacente se sitúa por debajo del objetivo del 2% de la Fed, mientras que la general se ha moderado arrastrada, principalmente, por la caída del componente energético. Asimismo, las expectativas de inflación permanecen contenidas por debajo del objetivo de la Fed.

- **Creemos que la Fed reducirá los tipos de interés de forma gradual** a lo largo de los próximos trimestres con el fin de apoyar la expansión actual y mitigar los efectos que la desaceleración prevista tendría sobre el mercado laboral y la inflación. Además, dado que la Fed ha empezado a reaccionar ante cambios en el mapa de riesgos (y no en el escenario central), es más probable que en adelante el banco central ofrezca estímulos monetarios adicionales en caso de que los riesgos persistan o aumenten.

- Diversos escenarios alternativos podrían modificar nuestras previsiones de la evolución de los tipos de interés de la Fed:
  - Por un lado, la Fed podría reducir tipos de forma más agresiva en caso de que las tensiones comerciales y geopolíticas ganen fuerza y pongan en riesgo el escenario macroeconómico. Además, eventuales turbulencias financieras, la debilidad de algunos países emergentes y la desaceleración del crecimiento global también podrían impactar negativamente sobre la economía de EE. UU.
  - Por otro lado, si se mantiene la robustez del mercado laboral y el aumento de más del 3% en los salarios se traspasa finalmente a la inflación (en una señal de que la curva de Phillips opera de modo no lineal) o se produce un estímulo fiscal con el mercado laboral en pleno empleo, la Fed podría no estimular más la economía o, incluso, endurecer su política monetaria.

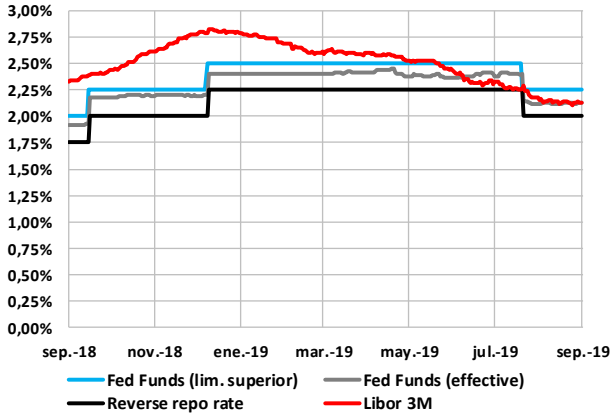
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario

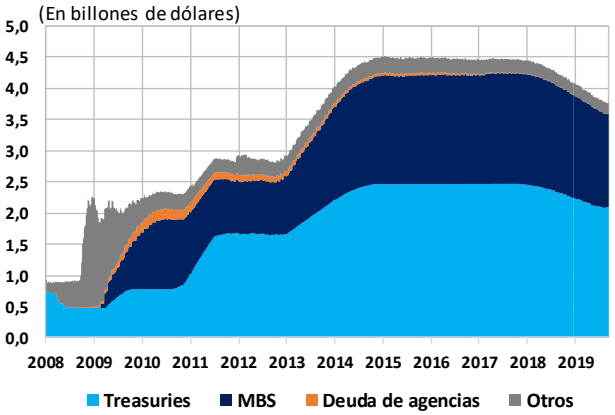


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (*Fed funds*)

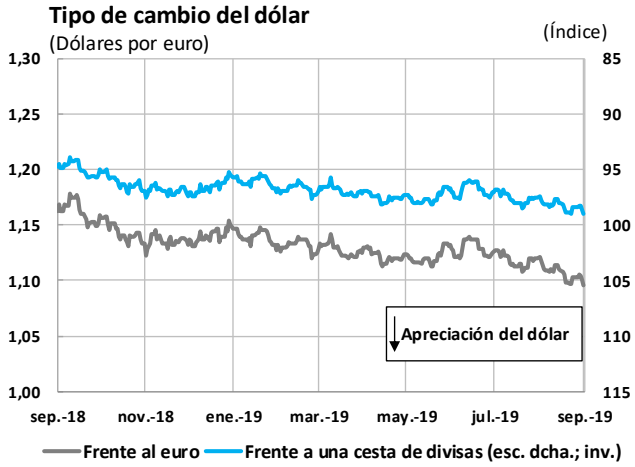
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



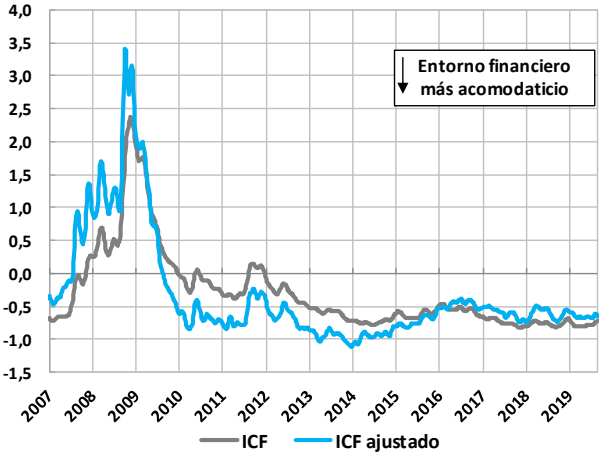
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago

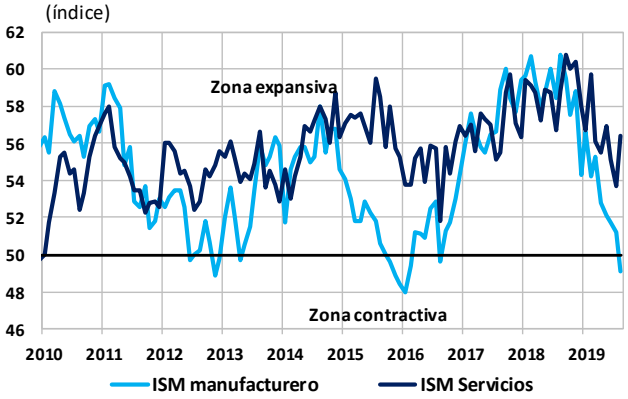


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

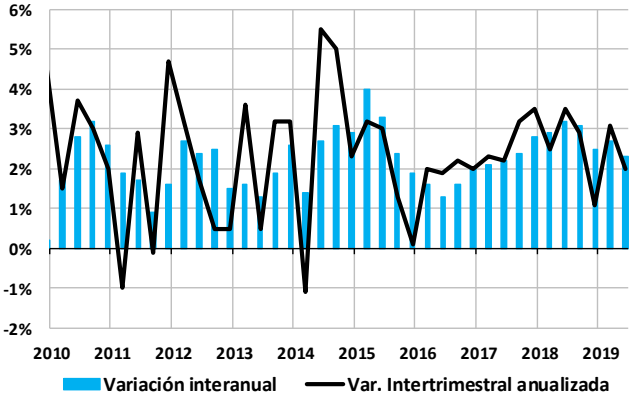
EE. UU.: índices de sentimiento empresarial

(índice)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

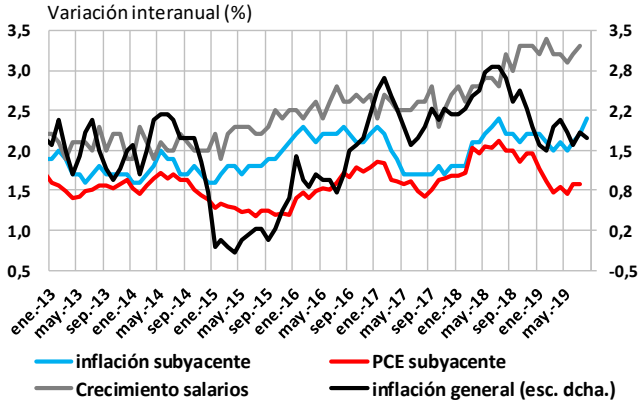
EE. UU.: crecimiento del PIB real



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

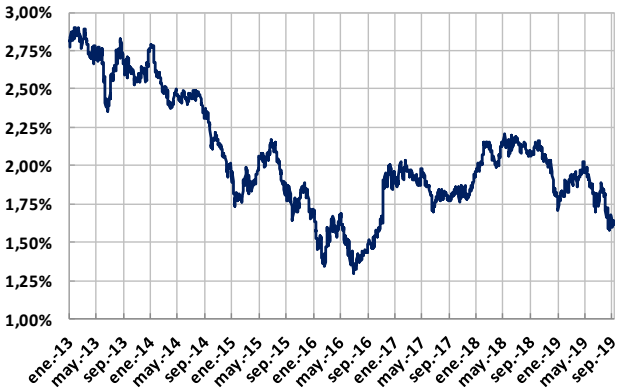
EE. UU.: inflación y salarios

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: expectativas de inflación a 5 años dentro de 5 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

FOMC: previsiones económicas (Junio 2019) [1,2,3]

(%)	*2019*	*2020*	*2021*	*Largo plazo*
Crecimiento PIB	*2,1 (2,1)*	*2,0 (1,9)*	*1,8 (1,8)*	*1,9 (1,9)*
Tasa desempleo	*3,6 (3,7)*	*3,7 (3,8)*	*3,8 (3,9)*	*4,2 (4,3)*
Inflación (PCE) [4]	*1,5 (1,8)*	*1,9 (2,0)*	*2,0 (2,0)*	*2,0 (2,0)*
Inf. Subyacente (PCE)	*1,8 (2,0)*	*1,9 (2,0)*	*2,0 (2,0)*	-
Tipo referencia objetivo	*2,4 (2,4)*	*2,1 (2,6)*	*2,4 (2,6)*	*2,5 (2,8)*

1. Mediana de las previsiones de los miembros del FOMC.

2. Todas las variables, excepto la tasa de desempleo, se expresan en variación interanual respecto al 4T de cada año.

3. Entre paréntesis, previsiones anteriores.

4. Índice de inflación PCE (Personal Consumption Expenditure).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

Las Notas Breves son una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.