Nota Breve 04/12/2019
Mercados · La Fed activa de nuevo el modo *wait and see*

Reunión del 10 y 11 de diciembre de 2019: qué esperamos

- En la reunión de la próxima semana, **creemos que a Reserva Federal (Fed) mantendrá los tipos de interés en el intervalo 1,50%-1,75%**.
- Tras haberlos reducido en 75 puntos básicos en la segunda mitad de 2019, los miembros de la Fed han expresado su **voluntad de mantenerlos en el nivel actual si el escenario macroeconómico es consistente con su expectativa** de un crecimiento moderado, un mercado laboral robusto y un retorno de la inflación al objetivo simétrico del 2%.
- En este sentido, **los miembros de la Fed deberán actualizar el cuadro macroeconómico**, lo que permitirá conocer qué escenario prevén para la economía estadounidense y qué desviación de este escenario sería consistente con nuevos ajustes en los tipos de interés.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La actividad económica en EE. UU. continúa mostrándose sólida aunque está creciendo a un rimo claramente inferior al de 2018**. En parte, ello se debe al desvanecimiento del impulso fiscal que la Administración de Donald Trump llevó a cabo y que permitió que el PIB aumentase un 2,9% en promedio en 2018 (vs un 2,1% intertrimestral anualizado en el 3T de 2019). Asimismo, el mercado laboral continúa mostrándose muy robusto, con una tasa de paro próxima a los mínimos de los últimos 50 años y una **creación de puestos de trabajo que, aunque desacelerándose, continúa siendo consistente con un mercado laboral en pleno empleo**.
- Sin embargo, diversos factores proyectan un escenario más sombrío para la economía de EE. UU. Por un lado los indicadores de sentimiento empresarial se encuentran en terreno contractivo (véanse los gráficos). En particular, **el sector manufacturero está siendo el más castigado tanto en EE. UU. como en la mayoría de economías avanzadas**. En este sentido, los modelos de Nowcasting de algunas Reservas Federales regionales prevén un crecimiento del PIB en el 4T de entre 0,8% y 1,3% (intertrimestral anualizado). Por otro lado, la inflación continúa mostrándose contenida y el índice preferido de la Fed (el PCE subyacente) se encuentra algo por debajo del objetivo simétrico del 2%.
- Además, a estos factores se le deben añadir los riesgos sobre el escenario (principalmente la incertidumbre alrededor de las tensiones comerciales y la desaceleración global), que han sido determinantes en la decisión de la Fed de reducir los tipos de interés en 2019.[1] Aunque las negociaciones comerciales entre China y EE. UU. parecían haberse encauzado hacía, al menos, un acuerdo parcial, las últimas noticias apuntan a un posible retraso de su firma hasta 2020.
- En este período entre reuniones, los mercados financieros acogieron con relativo optimismo la bajada de tipos de la Fed y el anuncio de pausa para los próximos meses. Además, **las mejores perspectivas sobre el acuerdo de EE. UU. con China empujaron al alza los tipos sobre los *Treasuries* y llevaron al S&P a registrar nuevos máximos históricos**. Más tarde, sin embargo, estos movimientos se deshicieron parcialmente y dejaron a la vista la fragilidad de las ganancias registradas desde finales de septiembre en los mercados financieros.

Mensajes recientes de la Fed

- Las últimas comparecencias de los miembros de la Reserva Federal se han centrado sobre todo en la descripción del escenario económico actual y en la revisión de la estrategia de política monetaria y las herramientas y comunicación de la Fed:
  - Visión del escenario: **La mayoría de miembros de la Fed coincidieron en destacar que la situación de la economía estadounidense es positiva**, con una tasa de crecimiento moderada y un mercado

[1] Véase "¿Por qué la Reserva Federal ha bajado los tipos de interés?" en el IM12/2019.

laboral robusto. Destacó especialmente el comentario que hizo Jerome Powell sobre la revisión de la serie histórica de creación de empleo. En agosto, el Bureau of Labour Statistcs revisó los datos de empleo de los 12 meses previos a marzo 2019 y redujo el promedio de creación de empleo de 210.000 a 170.000 en ese período. Powell dijo que, aunque esta revisión no alteraba "dramáticamente" su valoración del escenario, apuntaba a que **el *momentum* de la economía fue menor de lo anteriormente valorado**, lo que sugiere que los recortes en los tipos de interés habidos en 2019 pueden estar corrigiendo una política monetaria algo más restrictiva de lo necesario.

- Revisión: A mediados de 2020 la Fed desvelará las conclusiones del proceso de revisión de las estrategias de política monetaria, sus herramientas y comunicación. Por el momento, los miembros de la Fed están ofreciendo solamente pinceladas de los trabajos realizados hasta la fecha.
  - Powell destacó la importancia que tienen las expectativas de inflación sobre la inflación observada y lo difícil que es aumentarlas una vez se hunden (puso como ejemplo la economía japonesa). Por ello cree que **es muy necesario reforzar el objetivo de inflación *simétrica* del 2%**. En este sentido, el vicepresidente Richard Clarida se mostró reacio a cambios cosméticos como fijar un objetivo sobre el nivel de precios o un promedio de la inflación a medio plazo.
  - Sobre las herramientas que dispone la Fed en caso de encontrarse con la limitación de la zero lower bound, diversos miembros han mostrado recelos a fijar tipos de interés negativos y son más partidarios de realizar compras de bonos soberanos e introducir la forward guidance. Sobre estas dos medidas no convencionales de política monetaria, la gobernadora de la Fed Lael Brainard dijo que están planteando la posibilidad de fijar objetivos sobre el tipo de interés soberano a corto plazo. Además, aseguró que tras la Gran Recesión la Fed ha ganado experiencia en el manejo de estas herramientas y que las últimas investigaciones sugieren que la forward guidance es más efectiva cuando se compromete a no subir tipos hasta que la economía se encuentre en pleno empleo y la inflación en su objetivo. Por ello **cree que la subida de tipos en 2015 y posteriormente en 2016 pudo haber sido demasiado prematura**.

- Sobre **la división de opiniones** mostrada en las últimas reuniones, el presidente de la Reserva Federal de Philadelphia, Patrick T. Harker dijo que **es una muestra de que las decisiones de política monetaria en EE. UU. son el resultado de un proceso deliberativo** en el que cada Fed regional está representada.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

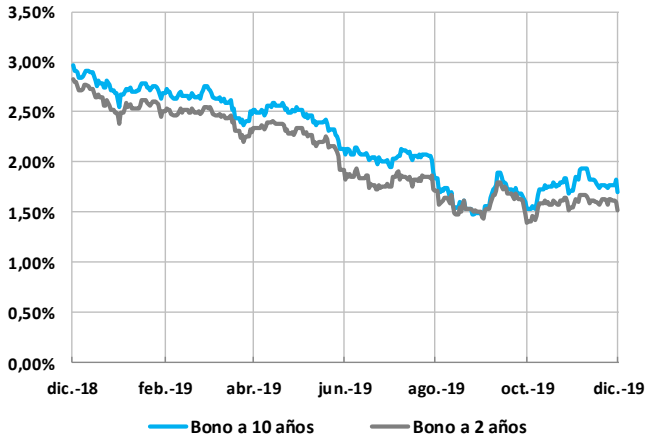
- **EE. UU. avanza en una fase madura del ciclo económico**:
  - Los indicadores macroeconómicos sugieren que el crecimiento económico se está moderando y en los próximos trimestres se situaría por debajo del potencial (que el FOMC estima en el 1,9%).
  - El mercado laboral está en pleno empleo, con una tasa de paro en mínimos desde los últimos 50 años y un ritmo de creación de puestos de trabajo similar al que la Fed considera necesario para mantener el objetivo de pleno empleo a largo plazo.
  - La inflación subyacente que sigue la Fed se sitúa por debajo del objetivo del 2%, 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 todavía puede ajustar los tipos de interés a la baja en los próximos trimestres**. Aunque está anunciando que pretende dejarlos constantes, asegura que ello depende de que se cumpla su expectativa de crecimiento moderado y retorno de inflación hacia el objetivo simétrico del 2%. Además, asegura que solo ajustarían los tipos de interés a la baja y que ignoraría, en el corto plazo, desviaciones de este escenario que requiriesen una política monetaria más restrictiva. Por todo ello, **creemos que la Reserva Federal mantendrá el sesgo acomodaticio mostrado en 2019**.

- Diversos escenarios alternativos podrían modificar nuestras previsiones sobre la Reserva Federal:
  - 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 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 realizar ningún ajuste a la baja adicional o, incluso, endurecer su política monetaria.

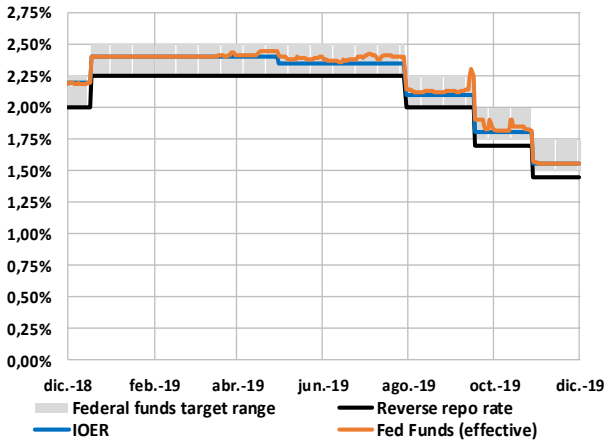
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



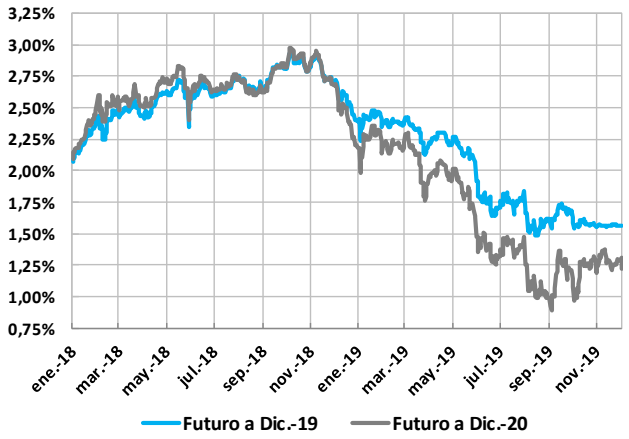
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



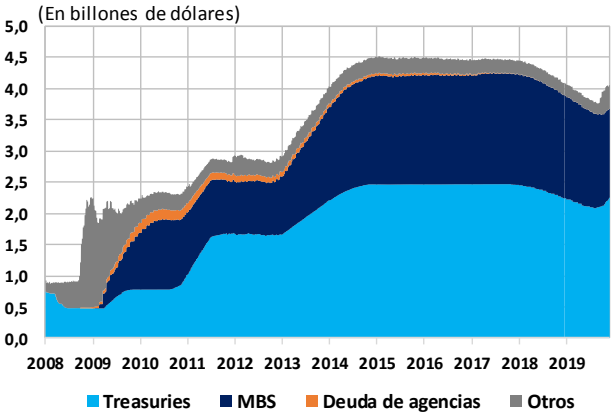
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



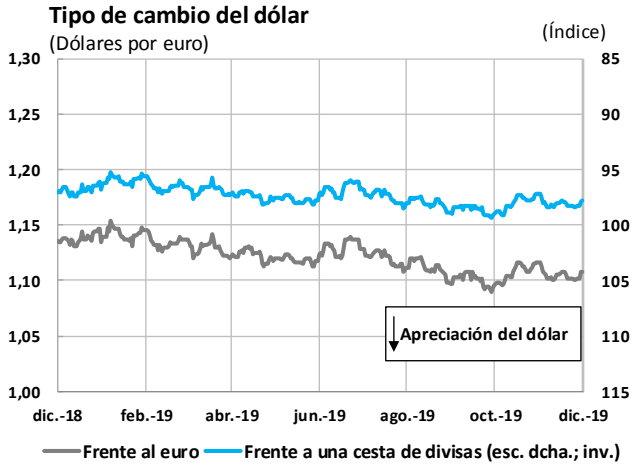
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



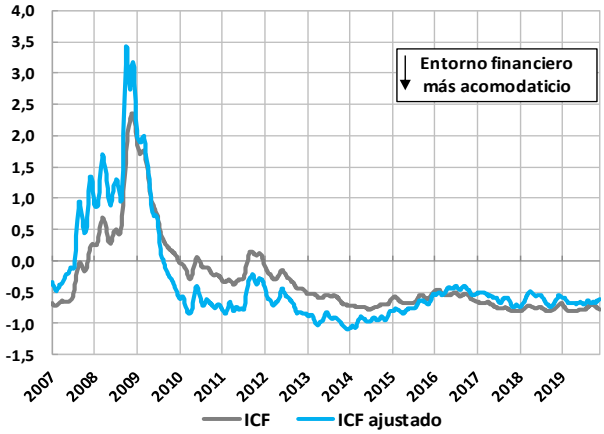
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

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

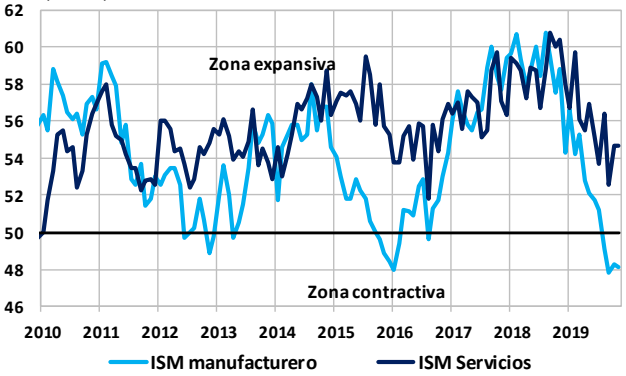


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

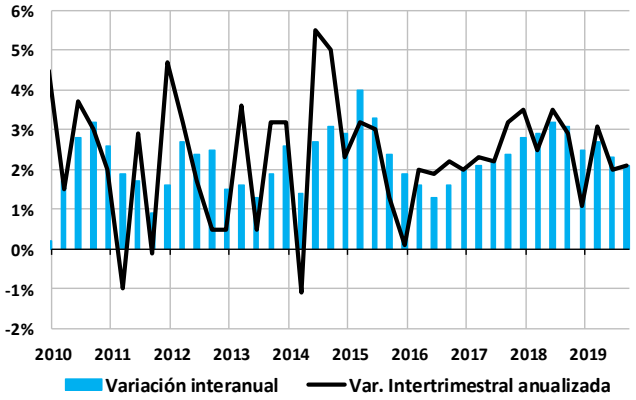
EE. UU.: índices de sentimiento empresarial

(índice)



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

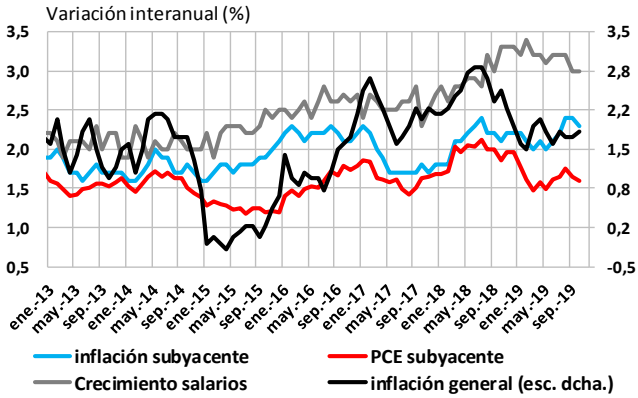
EE. UU.: crecimiento del PIB real



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 (Septiembre 2019) [1,2,3]

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

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.