

Nota Breve 11/06/2021

Mercados Financieros · La Fed, preparada para iniciar el largo camino a la normalización de la política monetaria

Reunión del 15 y 16 de junio de 2021: qué esperamos

- **La Fed mantendrá sin cambios su política de estímulos en la próxima reunión.** A pesar del buen tono de la economía y una inflación emplazada en niveles muy por encima del objetivo, esperamos que mantenga sin cambios los instrumentos de su política monetaria:
 - El tipo de interés oficial en el intervalo 0,00%-0,25%.
 - Las compras netas de activos a un ritmo de 80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS al mes, sin cambios en sus parámetros.
- **No obstante, es previsible que el Comité dé los primeros pasos en el debate sobre la eventual retirada de algunas de sus medidas de estímulos**, dados sobre todo las perspectivas positivas para el mercado laboral en los próximos meses, a medida que se completa el proceso de vacunación, y el riesgo de que las presiones inflacionarias persistan por más tiempo de lo esperado.
- **En ese sentido, esperamos que la Fed empiece el análisis sobre cuándo y cómo planean efectuar la eventual reducción del programa de compras de activos (*tapering*)**, un debate que, no obstante, probablemente se prolongará a las próximas reuniones (27-28 de julio y 21-22 de septiembre). El cambio de estrategia en cuanto a la comunicación sobre el *tapering*, hasta ahora ausente en las reuniones de la Fed, buscaría evitar movimientos bruscos en los mercados financieros. Además, ayudaría a minimizar los costes asociados a un potencial escenario de riesgo, en el que se requeriría una contracción anticipada de la política monetaria.
- **Nuestro escenario central es que la Fed dará comienzo a la reducción de las compras netas a inicios del 2022**, mientras que la primera subida de tipos la proyectamos a finales del 2023. En un escenario de riesgo (sobrecalentamiento de la economía), la Fed adelantaría el inicio del *tapering* a finales de este año y acordaría la primera subida de tipos en la segunda mitad de 2022.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La economía en pleno post-COVID boom, si bien con algunos matices:**
 - El PIB sorprendió positivamente en el 1T 2021, al crecer un 1,6% intertrimestral (6,4% en términos anualizados). En términos interanuales, el crecimiento ya se ubica en terreno positivo (+0,4% en el 1T 2021), con el tamaño de la economía cerca de retomar el nivel previo a la pandemia (-0,9% frente al 4T 2019).
 - El consumo privado ha estado al frente de la recuperación gracias a la aprobación de varias rondas de estímulos fiscales (0,9 billones de dólares a finales de diciembre y 1,9 billones de dólares a inicios de marzo), el avance en el programa de vacunación (el 52% de la población ha recibido al menos una dosis) y, por consiguiente, el rápido proceso de reapertura.
 - En ese sentido, la información disponible en los indicadores mensuales sugiere que la recuperación está ganando fuerza en el 2T 2021: los índices de sentimiento empresarial (ISM) se emplazaron en una fuerte zona expansiva en mayo (64,0 puntos el de servicios y 61,2 el de manufacturas) y las ventas minoristas se mantuvieron estables en abril (tras crecer un sólido 10,7% en marzo) mientras los pedidos de capital subyacente, el *proxy* mensual de la inversión, crecieron un 2,3% en abril, sorprendiendo, una vez más, al alza.
 - En general, los datos son consistentes con el cuadro de previsiones de la Fed, que anticipa un crecimiento del 6,5% para este año y 3,3% en 2022, por lo que vemos poco probable que se realicen revisiones importantes en la actualización de las previsiones del PIB en esta reunión.

- Con respecto al mercado laboral, la recuperación ha sido menos sólida. El empleo registró un crecimiento mensual de 559.000 en **mayo**, por segundo mes consecutivo por debajo de las expectativas. Por su parte, los salarios han aumentado un 1,2% acumulado desde marzo a mayo, lo que sugiere dificultades por parte de los proveedores de bienes y servicios en cubrir las vacantes disponibles. En balance, el número de empleados es todavía un 5,0% inferior al nivel previo a la crisis, equivalente a 7,6 millones de puestos de trabajo, al tiempo que la participación en el mercado laboral se ha estancado en torno al 62% en los últimos meses.
- **En cuanto a la inflación, el crecimiento del IPC se emplazó en el 5,0% interanual en mayo**, el máximo registro en los últimos 13 años. El repunte continúa acusando efectos de base, así como la combinación de un fuerte aumento de la demanda y dificultades del lado de la oferta. Como comentamos en la sección «Perspectivas de la Fed a medio plazo», no pensamos que estos rebotes, de momento, vayan a condicionar la hoja de ruta de la Fed, aunque es importante no menospreciar el riesgo de que los cuellos de botella y la liberación de la demanda embalsada den más persistencia a los repuntes de la inflación.
- **Las condiciones financieras en cotas favorables, los mercados a la espera de nuevos catalizadores:**
 - **Los tipos de interés a corto y largo plazo se han mantenido estables:** el *treasury* americano a 10 años ha fluctuado por debajo del 1,6% desde la última reunión de la Fed a finales de abril (esta semana llegó a cotizar en el 1,43%), lo que contrasta con el pico post-COVID del 1,75% alcanzado en marzo. Por su parte, los tipos de interés a corto plazo siguen anclados alrededor del 0%, gracias a la abundante liquidez en el sistema. La relativa calma en la curva del *treasury* sorprende, dado el contexto de repunte de la inflación, los buenos datos económicos y la mayor emisión por parte del Tesoro. De hecho, según los tipos implícitos de mercado, la primera subida de los tipos de referencia se ha retrasado a inicios del 2023 (en abril se esperaba a finales del 2022). El comportamiento sugiere que los mercados mantienen anclada la visión de transitoriedad en el aumento de la inflación.
 - **Entre tanto, la bolsa americana se mantiene en torno a sus máximos históricos**, debido a las mejores expectativas de crecimiento económico y de resultados empresariales (en torno al 85% de las empresas del S&P reportaron resultados mejores a las previsiones en el 1T). No obstante, se percibe una pérdida de fuerza en los índices bursátiles (en el último mes tanto el S&P como el NASDAQ han subido menos del 2%), a medida que el mercado sigue a la espera de nuevos catalizadores. Seguimos pensando que **la incertidumbre a corto plazo es elevada** y unas valoraciones altas pueden dar lugar a correcciones rápidas y repuntes de volatilidad, como se observó en la primera mitad de mayo.
 - En balance, **la volatilidad financiera sigue contenida y las condiciones financieras en terreno acomodaticio:** tanto el VIX (índice de volatilidad implícita de mercado) como el índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago se han mantenido en mínimos desde el estallido de la COVID-19, aunque aún ligeramente por encima de sus niveles previos a la pandemia.

Formalización del debate (sobre el debate) del *tapering*

- **Giro en la estrategia de comunicación sobre la retirada de estímulos.** El buen tono en los indicadores macro, el repunte de la inflación y la relativa calma en los mercados financieros, a diferencia de la turbulencia del 1T 2021, están permitiendo levantar el tabú entre los miembros de la Fed sobre el debate de la eventual retirada de algunos estímulos. De hecho, ya en la reunión de la Fed de abril algunos de sus miembros pedían al Comité disposición para iniciar el debate del *tapering* en «las próximas reuniones» si la economía continuaba mostrando progreso en torno a los objetivos, según la información contenida en las actas. Desde la publicación de las actas, los discursos e intervenciones en prensa de los miembros de la Fed han confirmado que, al menos informalmente, el debate sobre cuándo empezar a discutir el *tapering* ya ha comenzado: de acuerdo a nuestro seguimiento de la Fed, al menos 7 de los 18 miembros del Comité se han pronunciado sobre este tema en el último mes.
- **A debatir: cuándo, cómo y dónde.** El programa de compras netas de activos es el primer ítem a debatir en la hoja de ruta, tomando como referencia el comunicado oficial del banco central; el ajuste de los

tipos oficiales se espera mucho después de que finalicen las compras netas. Actualmente, la Fed, a través de la sede regional de Nueva York, compra en los mercados secundarios 80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS al mes, con una duración de entre 0 y 30 años para el primer grupo y de entre 15 y 30 años para el segundo, sin límite de tiempo establecido (el programa no tiene fecha de caducidad). De este modo, antes de finalizar el programa, el Comité debe alcanzar acuerdos no solo sobre cuándo concluir las compras netas, sino también sobre cómo reducir las, lo que implica definir tanto el ritmo de reducción mensual como su composición por tipo de activo (*treasuries* versus MBS y sobre cuál duración). En ese sentido, destacamos los comentarios del gobernador de la Fed de Dallas, Robert Kaplan, que, recientemente, enfatizó la necesidad de reducir las compras netas de los activos respaldados por hipotecas (MBS) y así minimizar el riesgo de una continua aceleración en los precios de la vivienda, que actualmente se expanden al mayor ritmo desde 2005.

- **Del dicho al hecho hay mucho trecho.** En general, lo complejo de la negociación sugiere que el Comité requerirá más de una reunión para sellar un acuerdo para definir la hoja de ruta del *tapering* y que, una vez alcanzado, tomará un tiempo adicional antes de que empiece a reducir las compras netas. Y es que, las condiciones que estableció la Fed en diciembre para disminuir los estímulos aún no han sido satisfechas: (i) aumento de la inflación por encima del 2% por un periodo de tiempo (la subida reciente sigue siendo percibida como transitoria) y (ii) progreso sustancial hacia el pleno empleo. Los indicadores económicos sugieren progreso en ambos ámbitos, no obstante, la volatilidad en los datos mensuales, dados varios efectos transitorios, hace pensar que la Fed mantendrá una postura cautelosa, con una estrategia de comunicación diseñada en minimizar movimientos abruptos en los mercados financieros.

Actualización en el cuadro de previsiones de la Fed

- La próxima semana la Fed también publicará la actualización de su cuadro de previsiones macro (véase el cuadro en anexo para las estimaciones más recientes). Con los datos de crecimiento evolucionando en línea con el escenario presentado en marzo, destacamos los dos siguientes posibles cambios:
 - **Revisiones al alza en la inflación**, dados el mercado avance en el IPC y en el deflactor del gasto en consumo personal en el mes de abril, ambos por encima de las expectativas del consenso de analistas y de la Fed. En ese sentido, será importante ver las posibles revisiones en la inflación subyacente del gasto en consumo personal, la métrica favorita por la Fed, en 2022 (2,0% proyectada en marzo) y 2023 (2,1%).
 - **Revisiones en los tipos de interés oficiales (el gráfico de los *dots*)**, que, a marzo, se proyectaban sin cambios en el horizonte de previsión (2021-2023). En esta reunión, vemos probable que se alcance una mayoría entre los 18 miembros para adelantar la primera subida de tipos al 2023 (el número de disidentes que favorecían este adelanto ya ascendió a siete en la reunión de marzo).

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- **La recuperación del PIB se consolidará en los próximos trimestres:**
 - **Recientemente, revisamos nuestras previsiones de crecimiento este año hasta el 6,5%**, dado el buen dato de PIB en el 1T 2021, pero también la evolución favorable de los indicadores económicos a lo largo del 2T 2021. En los próximos trimestres, no obstante, esperamos que la recuperación se consolide a sendas más «normales» de crecimiento, a medida que la economía absorba la demanda embalsada durante la crisis y las limitaciones del lado de la oferta se moderen.
 - El número de desempleados ha descendido gradualmente desde principios de año, hasta alcanzar el mínimo nivel desde el inicio de la pandemia. Sin embargo, el ritmo de mejora del mercado laboral ha sido notablemente inferior al del PIB, al tiempo que se empiezan a notar dificultades por parte del sector empresarial para cubrir las vacantes disponibles. Seguimos pensando que tomará todavía algún tiempo antes de que el mercado laboral muestre el «progreso sustancial» (asociado también con inclusividad en el mercado laboral) hacia el pleno empleo que la Fed señala en su comunicación (la tasa de paro a largo plazo es estimada en torno al 4%).

- Tras el fuerte avance en los últimos meses, nuestro escenario central proyecta tanto la inflación general como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) en una trayectoria descendiente en los próximos meses, a medida que los efectos transitorios (efectos de base, limitaciones en suministros de proveedores y en la oferta laboral) se apacigüen. No obstante, reconocemos que el balance de riesgos está sesgado hacia un escenario donde la inflación se mantiene en cotas elevadas en la segunda mitad del año, asociado, principalmente, a la persistencia en los cuellos de botella en las cadenas de producción y a la falta de disponibilidad de factores productivos. En este escenario de riesgo, la Fed no tendría otra opción que actuar para restringir algunas de las medidas de estímulo monetario.
- **El *tapering* será el primer paso en la retirada de estímulos.** Debido al riesgo de que la inflación se mantenga elevada por un periodo de tiempo más largo que el deseado, esperamos que la Fed dé inicio al debate sobre la eventual hoja de ruta hacia la normalización de su política monetaria. Como comentamos previamente, el primer paso será alcanzar un consenso sobre cuándo y cómo reducir las compras netas de activos. Esperamos que el Comité acuerde un plan de acción en las próximas reuniones y que empiece a reducir gradualmente las compras netas en el primer tramo del 2022. Una vez finalizado el *tapering* (que esperamos a finales del 2022), nuestra visión es que la Fed seguirá activa en los mercados mediante las reinversiones.
- **Las subidas de tipos lucen aún muy distantes.** Esperamos que, de momento, la Fed resista la presión del aumento en la inflación y mantenga el foco puesto en el mercado laboral. Vemos poco probable, a corto plazo, que la Fed modifique su comunicación oficial sobre la eventual subida de tipos, atada a las condiciones de pleno empleo y de un aumento sostenido en la inflación por encima del objetivo. En nuestro escenario central proyectamos la primera subida en los tipos oficiales (25 p. b.) a finales del 2023, seguida por dos subidas adicionales (25 p. b. cada una) a lo largo del 2024.
- **El riesgo de sobrecalentamiento ha aumentado.** Si el mercado laboral se recupera más rápido de lo previsto y los cuellos de botella no se relajan, la inflación subyacente podría situarse de forma persistente cerca del 3% en 2022. En este escenario de riesgo, prevemos que la Fed adelantaría el comienzo del *tapering* al último tramo de este año. La primera subida de tipos (25 p. b.) se produciría en la segunda mitad del 2022 (por ejemplo, en la reunión de septiembre), seguida de cuatro subidas adicionales en 2023 y dos más en 2024, hasta el 2,00% (100 p. b. más que en el escenario central; véase el [Focus](#) para una discusión más exhaustiva sobre el riesgo de sobrecalentamiento).

Antonio Montilla, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

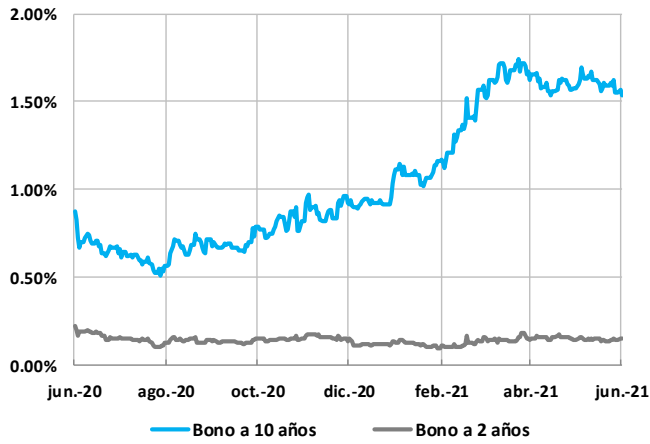
AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN “NOTA BREVE” DE CAIXABANK

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.

ANEXOS

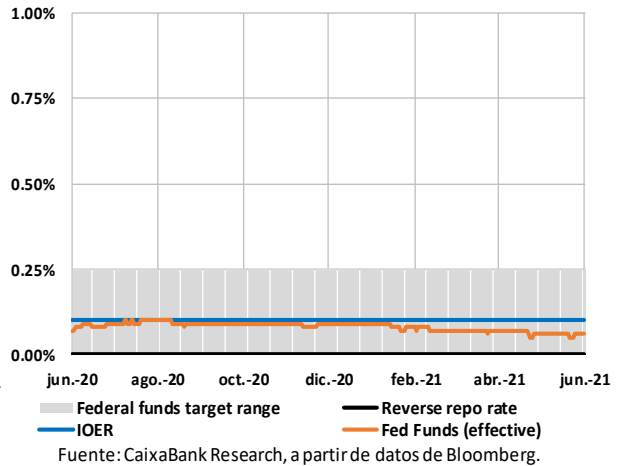
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



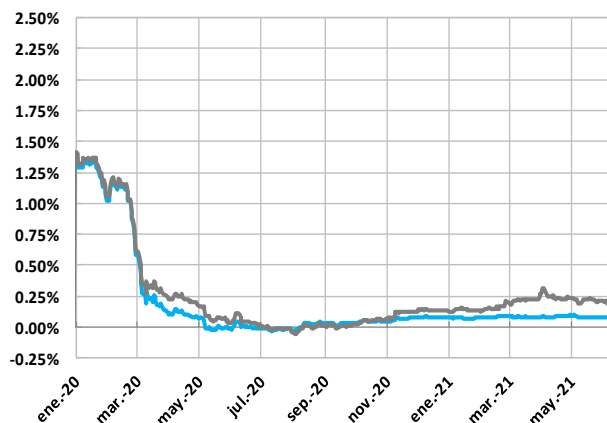
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



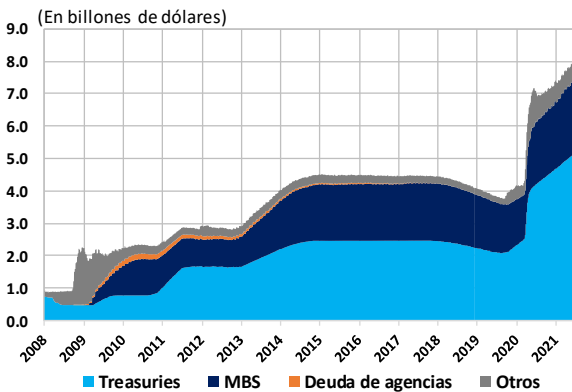
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



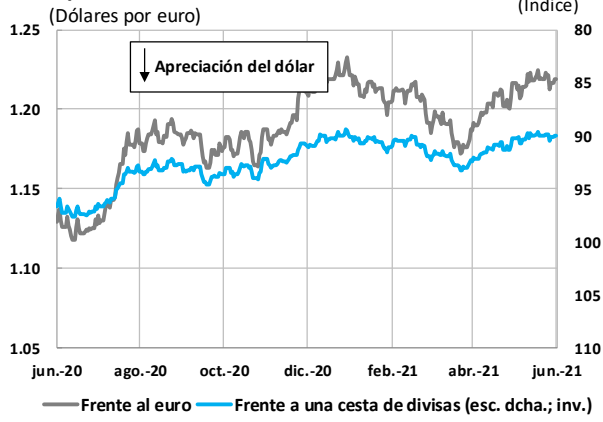
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



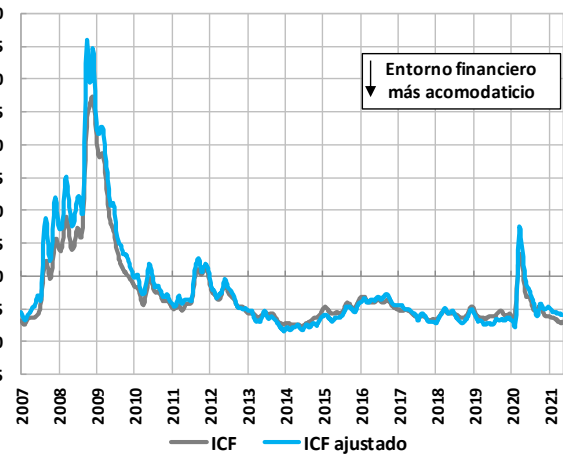
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

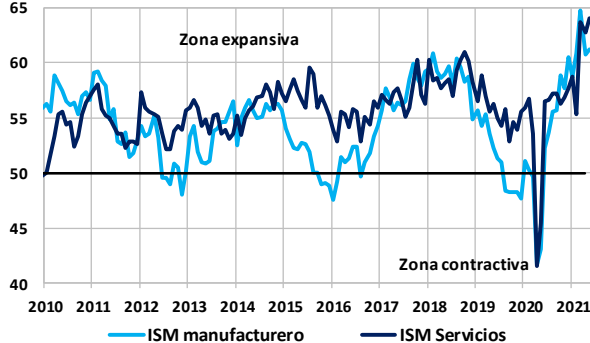
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

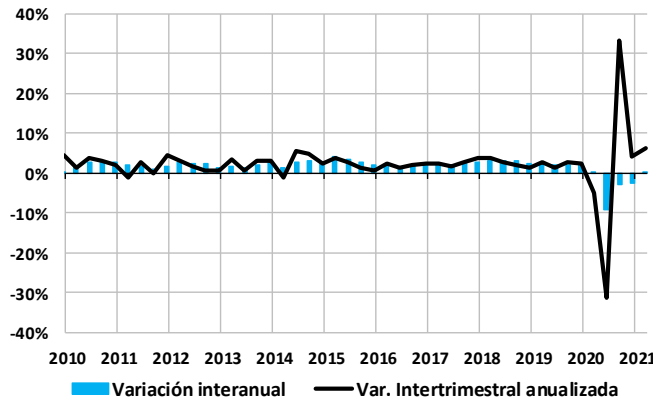
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial (índice)



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

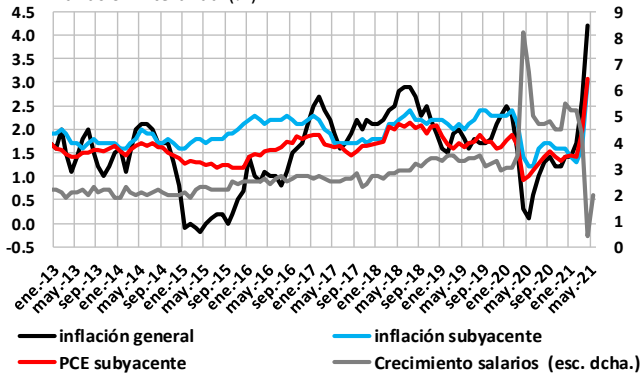
EE. UU.: crecimiento del PIB real



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

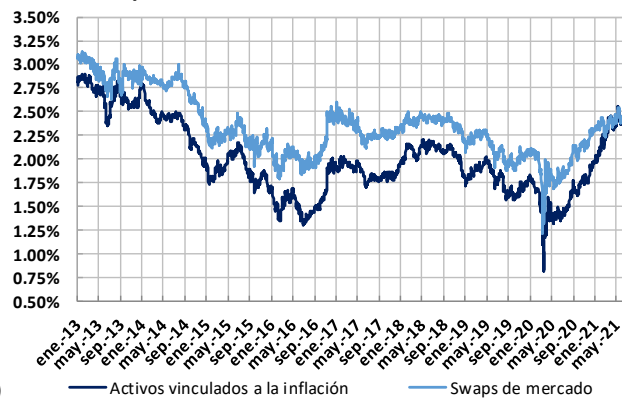
EE. UU.: inflación y salarios

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 marzo 2021 ^{1,2,3}

(%)	2021	2022	2023	Largo plazo
Crecimiento PIB	6,5 (4,2)	3,3 (3,2)	2,2 (2,4)	1,8 (1,8)
Tasa desempleo	4,5 (5,0)	3,9 (4,2)	3,5 (3,7)	4,0 (4,1)
Inflación (PCE) ⁴	2,4 (1,8)	2,0 (1,9)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Inf. Subyacente (PCE)	2,2 (1,8)	2,0 (1,9)	2,1 (2,0)	-
Tipo referencia objetivo	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	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 (diciembre 2020).

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

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

Política monetaria de la Fed: situación y medidas contra la COVID-19

- La Fed ha tomado acciones contundentes desde inicios de marzo de 2020 para hacer frente a la crisis económica causada por la COVID-19. Estas pueden dividirse en tres ámbitos: la **rebaja de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0%**, un **incremento en la compra de activos** y la **apertura de 13 programas de crédito de emergencia** (los principales, expirados el 31 de diciembre).
- El objetivo de estas medidas es ofrecer una **política monetaria acomodaticia**, relajando las condiciones financieras al **aportar liquidez a los mercados** y dando **soporte directo de crédito** a las familias, empresas, estados y gobiernos locales.
- Respecto a la compra de activos, en la pasada reunión (27-28 de abril), la Fed comunicó que mantendrá al menos el ritmo actual de compras de activos (es decir, comprarán **como mínimo** 80.000 millones en *treasuries* y 40.000 millones en MBS al mes) hasta que haya un **progreso sustancial adicional hacia los objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios** (previamente se limitaba a decir que el ritmo actual de compras se mantendría durante los próximos meses).
- Los principales programas de crédito de emergencia (expirados) eran ejecutados por la Reserva Federal de Boston y la Reserva Federal de Nueva York con los fondos provenientes del CARES Act (*Coronavirus, Aid, Relief and Economic Security Act*) respaldado por el Congreso. Entre ellos destacaban:
 - *Municipal Liquidity Facility*: con el objetivo de ayudar a estados y gobiernos locales, la Fed estaba dispuesta a comprar hasta 500.000 millones de dólares de deuda a corto plazo emitida por estados, condados y ciudades de al menos 250.000 habitantes. Finalmente, se compraron 1.700 millones de dólares y se contribuyó a la fuerte recuperación de los mercados de activos municipales.
 - *Main Street Lending Program*: con el objetivo de dar crédito a pymes y ONG, la Fed estaba dispuesta a prestar hasta 600.000 millones de dólares con este programa. Finalmente, se financiaron 6.000 millones de dólares a través de este programa. *Main Street* fue retocado a finales de año, ya que la Fed decidió reducir el valor mínimo de los préstamos para llegar a un público mayor (de hecho, esta medida tuvo mucho efecto: en octubre *Main Street* solamente había financiado 1.000 millones de dólares).
 - *Secondary Market Corporate Credit Facility*: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiriría deuda corporativa en el mercado secundario con un límite de 25.000 millones de dólares. Finalmente, se financiaron 13.600 millones de dólares a través de este programa. La Fed anunció a inicios de junio que comenzará a vender gradualmente estos activos.
 - *Primary Market Corporate Credit Facility*: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiriría deuda corporativa directamente del emisor con un límite de 10.000 millones de dólares. Finalmente, no se efectuó ninguna compra a través de este programa.
 - *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*: con el objetivo de ayudar a los consumidores y negocios, la Fed aceptaba obligaciones de préstamos garantizados (CLOs en inglés) como garantía de la deuda de los hogares (estudios, auto, tarjetas de crédito), con un límite total de 100.000 millones de dólares. Finalmente, se financiaron 3.800 millones de dólares a través de este programa.
- **Los programas de crédito han sido relativamente poco usados** por las empresas, ONG y entidades públicas. De todos modos, **su mera existencia respaldaba el papel de «prestamista de última instancia» en cualquier mercado de deuda**. Esto ha dado más confianza a los participantes de los mercados y ha ayudado a sus respectivas recuperaciones. La intención de la Fed era mantener estos programas en marcha hasta que la recuperación económica sea evidente y los riesgos disminuyan sustancialmente.

- A pesar de ello, Mnuchin (máximo mandatario del Tesoro de EE. UU. en la anterior Administración) dejó **expirar este 31 de diciembre los programas de crédito de emergencia más importantes** incluyendo: *Municipal Liquidity Facility, Main Street Lending Program, Secondary Market Corporate Credit Facility, Primary Market Corporate Credit Facility* y el *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. El 31 de marzo también expiraron programas de menores dimensiones como el *Commercial Paper Funding Facility, Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* y el *Primary Dealer Credit Facility*. El *Paycheck Protection Program Liquidity Facility* (programa de crédito para las pymes) expira el 31 de junio.

A través de los tres ámbitos de actuación, la Fed ha financiado un billón de dólares, evitando el cierre de organizaciones y salvando muchos puestos de trabajo. A pesar de ello, **la Fed avisa que tiene potestad para prestar, pero no para dar transferencias** (*lend but not spend*). De este modo, solo puede hacer préstamos a negocios solventes con buenas perspectivas a largo plazo. Desafortunadamente, hay muchos casos donde un préstamo no es suficiente y mayor ayuda es necesaria. Dada esta situación, la Fed ve con buenos ojos el reciente soporte fiscal por parte del Gobierno americano.