

Nota Breve 20/07/2021

Mercados financieros · Reunión de julio de la Fed: continuidad y pocas sorpresas, a pesar de la inflación

Reunión del 27 y 28 de julio de 2021: qué esperamos

- **La Fed mantendrá sin cambios su política de estímulos en la próxima reunión, a pesar de la mayor subida de lo esperado de la inflación.** En un entorno macroeconómico todavía muy incierto, con algunos datos mixtos, y los mercados financieros atravesando nuevos baches de volatilidad, aún no ha llegado el momento para que la Fed altere los instrumentos de su política monetaria:
 - El tipo de interés oficial se mantendrá en el intervalo 0,00%-0,25%.
 - Las compras netas de activos seguirán a un ritmo de 80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS al mes.
- **El interés de la reunión se centrará en la discusión sobre cuándo y cómo la Fed efectuará la eventual reducción de las compras de activos (*tapering*),** un debate en el que, no obstante, difícilmente lograrán un consenso a corto plazo. Hasta que se acuerde una hoja de ruta (esperamos que se anuncie, como pronto, en septiembre) lo más probable es que el Comité decida mantener sin cambios su comunicación y reitere la importancia de conseguir un «progreso sustancial» hacia el pleno empleo para iniciar al *tapering*. En la rueda de prensa, el presidente Powell podría arrojar ciertas pistas de las deliberaciones sobre el plan para las compras, aunque probablemente no dará detalles sobre el *timing* o el *modus operandi* de la eventual reducción.
- **Con respecto a los tipos oficiales,** también vemos muy poco probable que se altere la política de comunicación. La Fed reiterará que subirá tipos solo cuando finalicen las compras netas de activos, la economía alcance el pleno empleo y la inflación supere moderada pero persistentemente el 2%. Tras el revuelo que generó la revisión en las proyecciones de tipos oficiales en la [reunión de junio](#) (coherente con dos subidas de +25 p. b. en 2023), es posible que Powell recuerde que dichos cambios no representan la posición oficial del Comité (sino que las proyecciones son opiniones individuales de los miembros) y que la Fed opera bajo el [nuevo marco estratégico](#) acordado hace un año (con el que señaló una mayor paciencia para subir tipos).
- **Por último,** esperamos que el Comité mantenga la visión de transitoriedad en el repunte que está sufriendo la inflación, a pesar del dato del IPC de junio, que sorprendió, una vez más, al alza. En cuanto a la actividad, el comunicado probablemente mantendrá el buen tono sobre la recuperación, si bien también poniendo énfasis en la persistencia de riesgos ligados a la evolución de la pandemia y en los cuellos de botella en las cadenas de producción.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La economía cierra el primer semestre con muy buen ritmo:**
 - El conjunto de indicadores económicos que conocemos al cierre del 2T 2021 coincide en apuntar que la economía de EE. UU. se aceleró en el 2T, con una expansión del PIB que estimamos cerca del 2,0% intertrimestral, después del ya sólido 1,6% alcanzado en el 1T.
 - No obstante, las encuestas empresariales más recientes y datos de alta frecuencia han dado algunas señales de cierta ralentización en el crecimiento, si bien siguen en niveles muy elevados. Así, por ejemplo, los índices de sentimiento empresarial del ISM tanto del sector manufacturero (60,6 puntos, -0,6 p. p.) como, y principalmente, de servicios (60,1 puntos, -3,9 puntos) retrocedieron en junio, al tiempo que la fuerte expansión en los índices de movilidad o de gasto con tarjetas bancarias parece estar perdiendo vigor.
 - Con respecto al mercado laboral, la recuperación ha tomado cierto impulso, con la [creación de 850.000 puestos de trabajo en junio](#). Sin embargo, la tasa de participación se ha mantenido

estancada; las dificultades para cubrir las vacantes disponibles se reflejaron en un nuevo avance en los salarios (3,6% interanual en junio). En balance, el número de empleados es todavía un 4,4% inferior al nivel previo a la crisis, mientras la tasa de paro se ubica en el 5,9%, frente al 3,5% registrado antes de la pandemia.

- **En cuanto a la inflación, el crecimiento del IPC se aceleró hasta el 5,4% en junio**, el máximo registro en los últimos 13 años. El repunte continúa acusando la combinación de un fuerte aumento de la demanda y dificultades del lado de la oferta, principalmente en la escasez de suministros (como los semiconductores) y de otros factores productivos. Como comentamos más adelante, no pensamos que estos rebotes, de momento, vayan a condicionar la hoja de ruta de la Fed. Pero está claro que el balance de riesgos está sesgado hacia una persistencia en las presiones inflacionistas, que, de materializarse, pudiera generar una respuesta más contundente por parte del banco central.
- **Las condiciones financieras se mantienen en cotas favorables, a pesar de nuevos episodios de volatilidad:**
 - **La bolsa americana ha cotizado en torno a sus máximos históricos**, impulsada, principalmente, por las buenas expectativas sobre los resultados empresariales gracias a la robustez de los datos en el 2T 2021. No obstante, los principales índices bursátiles han perdido cierta fuerza, a medida que volvía a ganar presencia entre los inversores una mayor incertidumbre sobre el ritmo de recuperación y los numerosos rebotes del virus. Seguimos pensando que **la incertidumbre a corto plazo es elevada** y que unas valoraciones altas pueden dar lugar a correcciones rápidas y repuntes de volatilidad, como ya se observó a inicios de julio.
 - **Por su parte, los tipos a largo plazo han seguido una tendencia a la baja:** el *treasury* americano a 10 años ha descendido de manera sostenida en los últimos meses, hasta cotizar en mínimos no vistos desde mediados de febrero (ayer cerraba por debajo del 1,20%, lejos del pico del 1,75% alcanzado en marzo). La posición menos complaciente de la Fed sobre el riesgo de mayores presiones inflacionistas (que se reflejó en las revisiones antes comentadas en las proyecciones de tipos oficiales) ha ocasionado un ajuste también a la baja en las expectativas de inflación del mercado, lo que, unido a una moderación en los tipos de interés reales, explica el comportamiento en el rendimiento de los bonos. A pesar de esto, nuestro escenario central es que los tipos a largo plazo retomarán una tendencia alcista en los próximos meses, cuando se defina la hoja de ruta del *tapering* y la recuperación económica se consolide a escala global.
 - **Con respecto a los tipos de interés a corto plazo**, la decisión de la Fed de ajustar en junio el tipo de interés de las reservas bancarias y el tipo *repo* inverso (+5 p. b.), movimientos técnicos relacionados con la abundante liquidez en el sistema, tuvo un impacto limitado en el mercado interbancario, con los principales referentes anclados cerca del 0%.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- **La recuperación del PIB se consolidará en los próximos trimestres:**
 - En línea con los indicadores más recientes, esperamos que la recuperación se consolide a ritmos más «normales» de crecimiento en la segunda mitad del año, a medida que la economía absorba la demanda embalsada y las limitaciones en la oferta se atenúen. En balance, proyectamos que el PIB registre un crecimiento del 6,5% en el año y que se modere hasta el 4,3% en 2022.
 - Dicho avance permitirá que el mercado laboral se mantenga en la senda de recuperación en los próximos meses, mientras que la moderación de ciertos factores asociados a la pandemia (apertura de centros educativos, reducción en las ayudas por desempleo y mayores niveles de vacunación) facilitará un gradual aumento en la tasa de participación. No obstante, **seguimos pensando** que tomará todavía algún tiempo antes de que el mercado laboral muestre el «progreso sustancial» hacia el pleno empleo que la Fed señala en su comunicación.
 - Con respecto a la evolución de los precios, nuestro escenario central proyecta la inflación general como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) en una trayectoria descendiente en el tramo final del año, bajo el supuesto de que las limitaciones en suministros de proveedores y en la oferta laboral se normalicen. Dicho esto, reconocemos que el balance de riesgos está sesgado

hacia un escenario donde la inflación se mantiene en cotas demasiado elevadas durante toda la segunda mitad del año, lo que podría acelerar el proceso de retirada de estímulos monetarios.

El *tapering* será el primer paso en el camino hacia la «normalización». Como comentamos anteriormente, esperamos que la Fed formalice las deliberaciones de la eventual reducción en el programa de compras de activos en la reunión de julio, pero que el debate se extienda a los próximos meses. En primer lugar, el Comité probablemente se enfocará en el plan de acción de cómo reducir las compras (a qué ritmo y en qué tipo de activo), dejando para más adelante la pregunta de cuándo empezar el *tapering*. Esperamos que la hoja de ruta se defina y anuncie en otoño, con vistas a iniciar la reducción en el volumen de compras a partir de 2022. Una vez finalizado el *tapering* (que esperamos a finales de 2022), la Fed seguirá activa en los mercados mediante las reinversiones. **Esperamos una primera subida de tipos en 2023.**

- **El riesgo de sobrecalentamiento se ha intensificado.** Nuestro escenario central se fundamenta en el supuesto de que la inflación descienda en el tramo final del año. No obstante, el riesgo de sobrecalentamiento continúa siendo elevado. En un escenario de mayor persistencia de los repuntes de inflación, la Fed podría adelantar el *tapering* a finales de 2021 y preparar la primera subida de tipos para la segunda mitad de 2022.

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

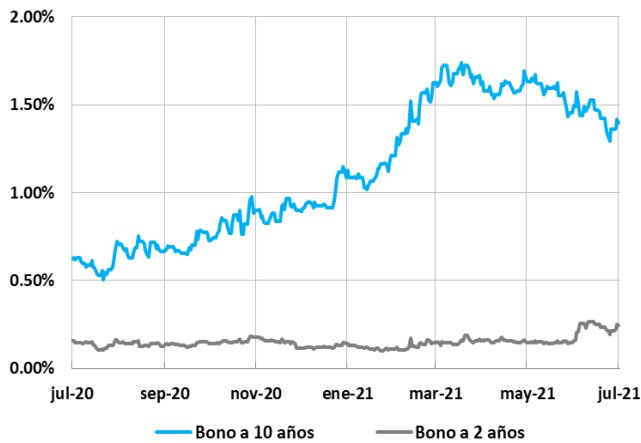
AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN “NOTA BREVE” DE CAIXABANK

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

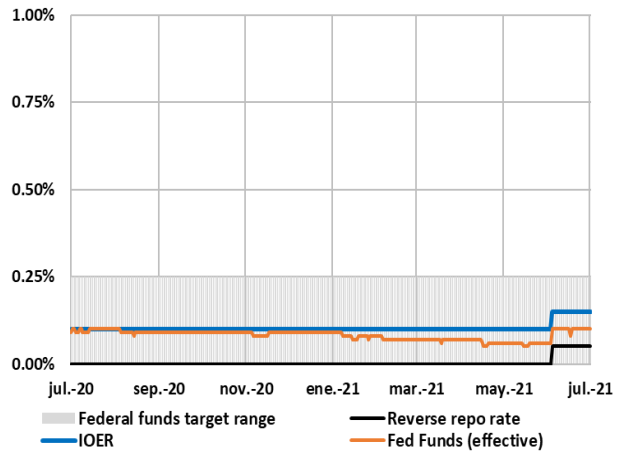
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



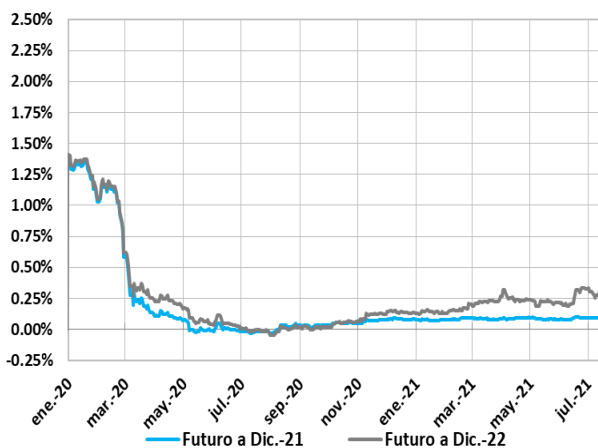
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



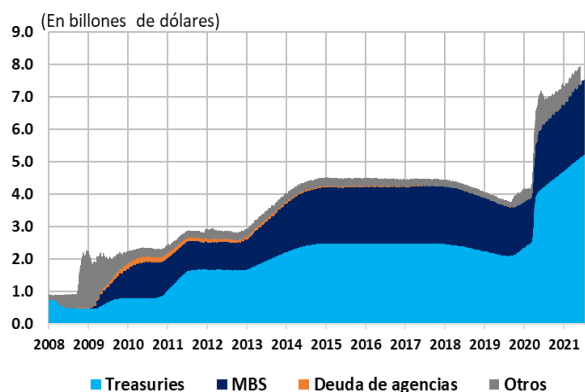
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



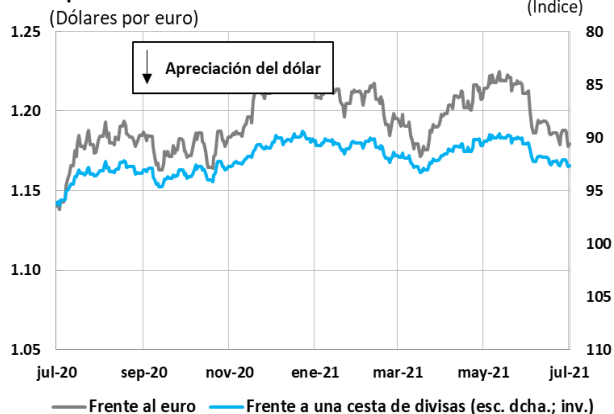
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



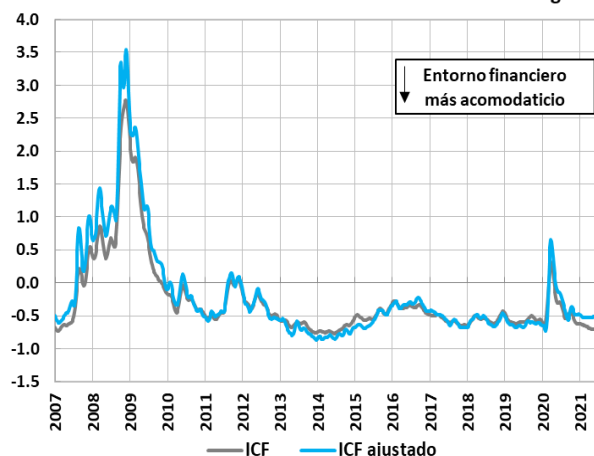
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

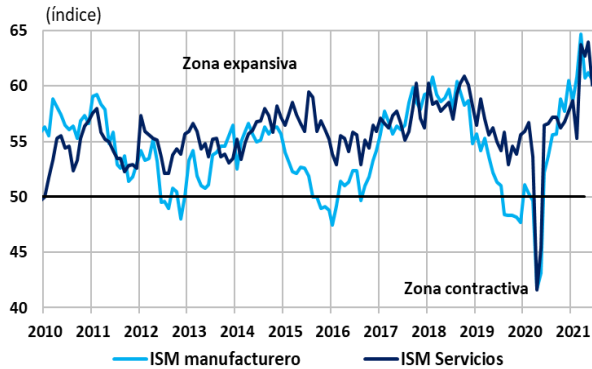
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

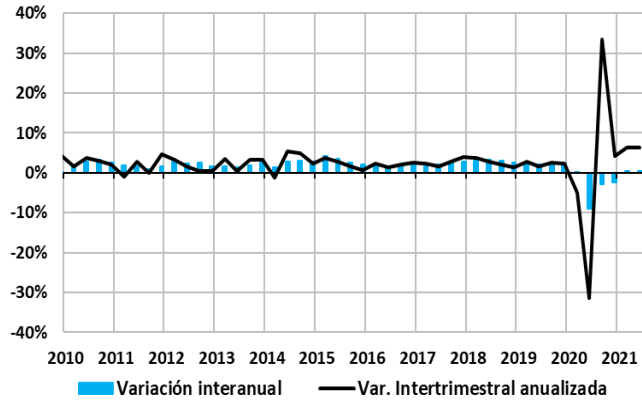
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial



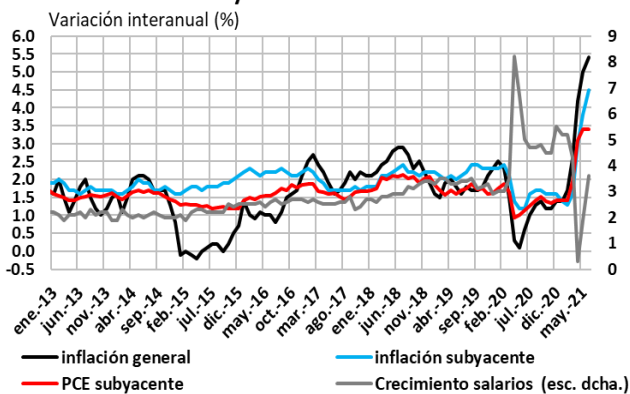
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



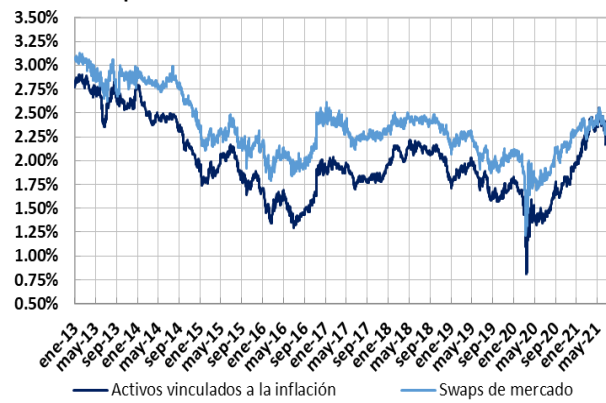
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: inflación y salarios



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 2021 ^{1,2,3}

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

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).
- Respecto a la compra de activos, en la pasada reunión (15-16 junio), 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**.
- 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 emitida por estados, condados y ciudades de al menos 250.000 habitantes. Finalmente, se compraron 1.700 millones de dólares contribuyendo a la fuerte recuperación de los mercados de activos municipales.
 - **Main Street Lending Program**: con el objetivo de dar crédito a las pymes y ONG, la Fed estaba dispuesta a prestar hasta 600.000 millones de dólares con este programa. Finalmente, se financiaron solo 6.000 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 de 2021 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 (CLO, 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.
- **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) expiró el 30 de junio.
- A través de los tres ámbitos de actuación, la Fed ha financiado un billón de dólares y ha evitado el cierre de organizaciones y salvado 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 apoyo fiscal por parte del Gobierno americano.