

Nota Breve 17/09/2021

Mercados Financieros · La Fed, obligada a retrasar el *tapering* por la variante Delta

Reunión del 21 y 22 de septiembre de 2021: qué esperamos

- **La Fed mantendrá sin cambios su política de estímulos en la próxima reunión.** Con los datos macro apuntando a una ralentización de la recuperación a causa de la extensión de la variante Delta, esperamos que la Fed mantenga una posición cautelosa y decida dejar intactos los instrumentos de su política monetaria: el tipo de interés oficial en el intervalo 0,00%-0,25% y 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.
- **No obstante, en la rueda de prensa, el presidente Powell probablemente comunicará que se está alcanzando un consenso en el Comité sobre cuándo y cómo se planea efectuar la eventual reducción del programa de compras de activos (*tapering*),** alistando al mercado para un anuncio en los próximos meses. De hecho, de acuerdo con la información de las Actas, en la reunión de julio ya se había logrado una mayoría sobre los principales parámetros de la hoja de ruta, que vislumbraban, en función de los datos, iniciar el *tapering* este año. En nuestra opinión, la extensión de la variante Delta tan solo ha retrasado, y no cancelado, el anuncio de dicha estrategia para las últimas reuniones del año.
- **Con respecto a los tipos oficiales,** esperamos que Powell reitere que se mantendrán en los niveles actuales hasta que la economía alcance el pleno empleo y la inflación supere persistentemente el 2%, desligando dicha decisión del eventual anuncio del *tapering*. También vemos probable que la actualización de las proyecciones de tipos oficiales (el gráfico de los *dots*) se mantenga sin cambios respecto a junio, consistente con dos subidas de +25 p. b. en 2023. Dicho esto, no descartamos la posibilidad de que los *dots* muestren una mayoría que favorezca una subida de tipos en 2022.
- **Para los mercados financieros,** no creemos que el posible retraso del *tapering* genere grandes movimientos en el corto plazo, especialmente si viene acompañado por una señal de que se pueda anunciar a finales de año. Más importante sería el adelanto de la primera subida de tipos a 2022 en las proyecciones oficiales, lo que, de confirmarse, podría resultar en cierta subida en la rentabilidad de la deuda soberana, con mayor ímpetu en los tramos más cortos de la curva, y en una apreciación del USD.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La recuperación se ralentiza por la extensión de la variante Delta:**
 - El conjunto de indicadores económicos que hemos ido conociendo a lo largo del trimestre coinciden en apuntar que, si bien aún en ritmos históricamente elevados, la recuperación parece perder velocidad. Por un lado, la madurez del ciclo económico, que, después de que el PIB retomara el nivel pre-pandemia en el 2T 2021, es coherente con tasas menos exuberantes de crecimiento. Por el otro, la extensión de la variante Delta, que se ha reflejado en un menor impulso en los indicadores del gasto privado y de movilización.
 - En este contexto, no sorprende que el sector servicios esté siendo el más castigado, de acuerdo con las encuestas empresariales más recientes, como la del ISM, que retrocedió en 2,4 puntos hasta el 61,7 en agosto, el mínimo desde febrero.
 - El deterioro sanitario también dejó su huella en el mercado laboral: el número de contrataciones retrocedió hasta las 235.000 en agosto, el mínimo desde el inicio del año. Asimismo, la tasa de participación se ha mantenido estancada. En balance, el nivel del empleo es aún un 3,5% inferior al nivel previo a la crisis, mientras la tasa de paro se ubica en el 5,2% (3,5% en febrero 2020).
- **En cuanto a la inflación, el crecimiento del IPC se ha estabilizado,** pero, en el 5,3% interanual en agosto, se mantiene en niveles históricamente elevados. En nuestro escenario central, proyectamos una gradual moderación de la inflación en el último tramo del año, a medida que se absorba el ahorro acumulado y se alivien las distorsiones del lado de la oferta. No obstante, seguimos viendo un riesgo sustancial de que la inflación se mantenga en niveles incómodamente altos.

- **Las condiciones financieras se mantienen en cotas favorables.** El ajuste a la baja de las perspectivas de crecimiento se ha reflejado, principalmente, en una moderación en los tipos a largo plazo: el *treasury* a 10 años ha fluctuado en torno al 1,3%. La bolsa americana, por su parte, ha seguido cotizando en torno a sus máximos históricos, si bien se percibe cierta pérdida de dinamismo en las últimas semanas. En balance, la volatilidad financiera parece contenida y las condiciones financieras se emplazan en terreno acomodaticio: tanto el VIX (índice de volatilidad implícita de mercado) como el índice de condiciones financieras de la Fed están cerca de los mínimos desde el estallido de la crisis.

El Comité afina la hoja de ruta del *tapering*

- **En primer lugar, las condiciones necesarias.** En este contexto, la Fed debe evaluar si se han cumplido las condiciones necesarias para iniciar el *tapering*, que, desde finales de 2020, requiere (1) un aumento de la inflación por encima del 2% por un período de tiempo; y (2) un “progreso sustancial” hacia el pleno empleo. De acuerdo con las Actas de la reunión de julio, hay una visión bastante generalizada sobre el cumplimiento de (1), dado el fuerte repunte en el IPC desde el inicio del año. Con respecto a (2), la Fed ha reconocido que ha visto un “claro progreso”, pero aún no lo suficiente para disminuir los estímulos.
- **En segundo lugar, la estrategia a seguir.** Además de evaluar el progreso sobre los objetivos, el Comité debe alcanzar acuerdos sobre el plan de acción sobre el *tapering*. Esto incluye definir no solo cuándo empezar a disminuir las compras sino también cómo reducirlas, es decir acordar el ritmo de reducción mensual y su composición por tipo de activo (*treasuries* versus MBS y sobre que duración). En la reunión de julio, se había alcanzado una mayoría sobre el primer punto: el *tapering* iniciaría este año si los datos económicos evolucionasen en línea con las previsiones. También, una mayoría apoyaba que las compras debían ser reducidas proporcionalmente por tipo de activo, descartando la posibilidad de que se iniciara el *tapering* con un menor volumen de activos respaldados por hipotecas (MBS). No obstante, aún no se ha logrado un acuerdo de cuándo culminar las compras, ni, mucho menos, sobre el ritmo de reducción. Tampoco se ha consensuado una estrategia del tamaño del balance en el largo plazo. Estas cuestiones serán tratadas en septiembre, y su acuerdo permitiría, bajo un criterio de dependencia de los datos, un anuncio en los próximos meses.

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 cuadro en anexo para las estimaciones más recientes). Entre los posibles cambios, destacamos:
 - **Revisiones al alza en la inflación**, dada la persistencia en el repunte de los precios en los últimos meses, si bien a un menor ritmo que antes de verano. En ese sentido, será clave ver las posibles revisiones en la inflación subyacente del gasto en consumo personal, la métrica favorita de la Fed, en 2022 (2,1% proyectada en junio) y 2023 (2,1%), así como el rango de dispersión.
 - **Revisiones en los tipos de interés oficiales (el gráfico de los *dots*)**, que, en junio, mostraban al votante mediano de la Fed a favor de dos subidas de +25 p. b. en 2023. De acuerdo con las intervenciones públicas de los miembros del Comité, no anticipamos cambios en esta proyección. No obstante, reconocemos la posibilidad de que se alcance una mayoría entre los 18 miembros para adelantar la primera subida a 2022 (el número de disidentes que favorecían este adelanto ya ascendió a 7 en la reunión de junio). Dicha decisión podría tener un impacto en los mercados financieros, a través de una subida en la rentabilidad de la deuda soberana, especialmente en los tramos más cortos de la curva. El tipo de cambio del USD también podría fortalecerse.

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

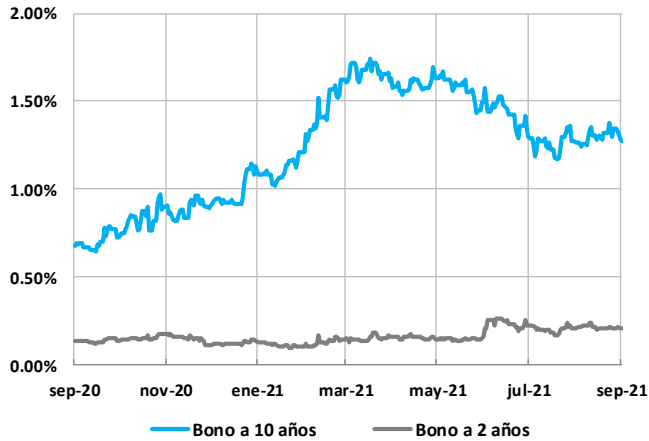
AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN “NOTA BREVE” DE CAIXABANK

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

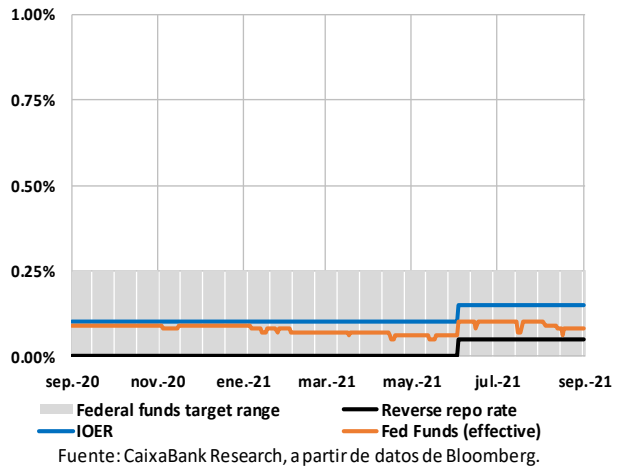
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



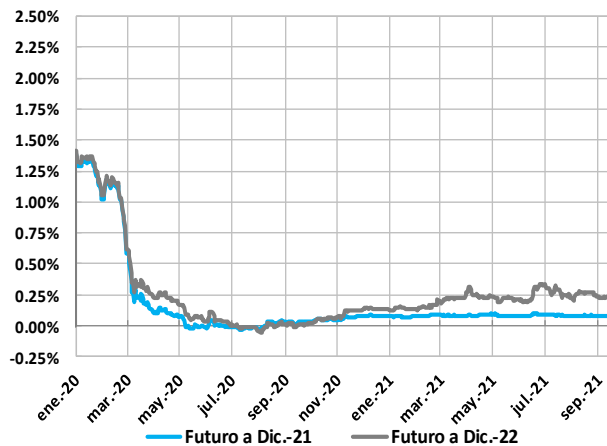
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



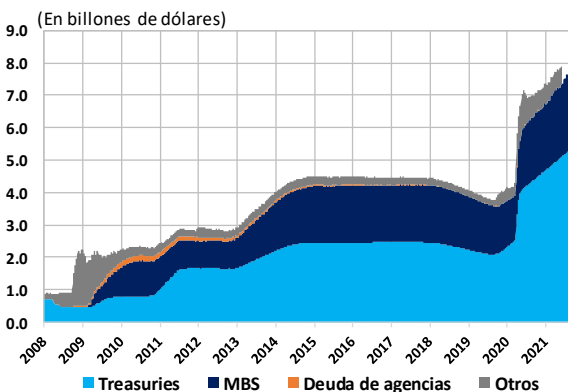
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



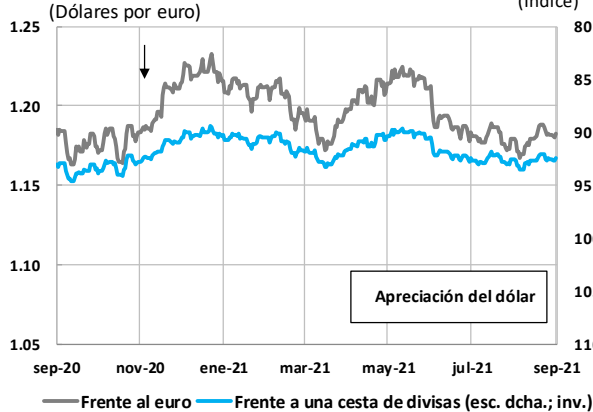
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



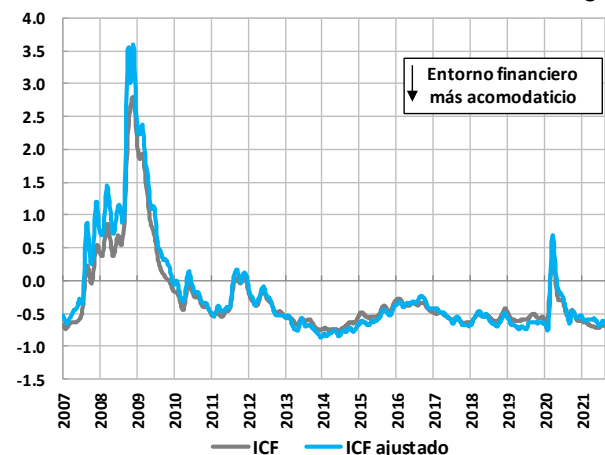
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

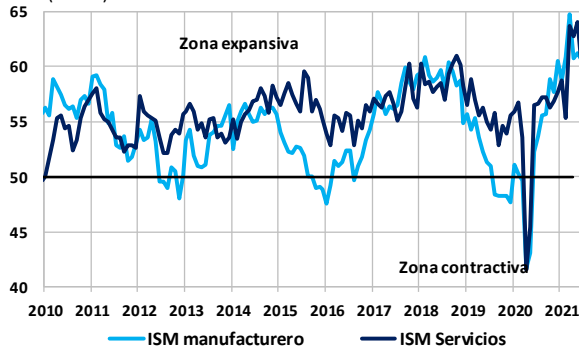
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

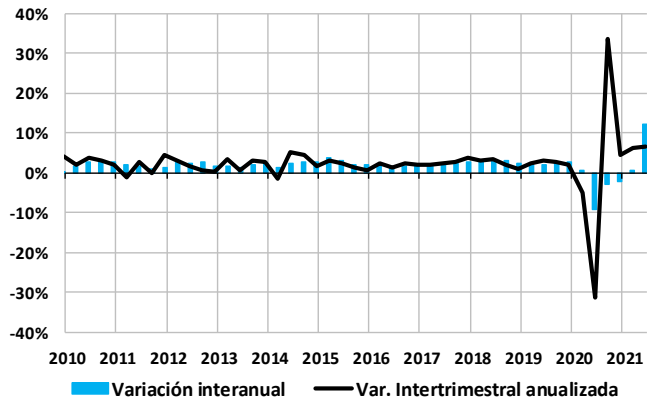
Indicadores de condiciones económicas

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



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

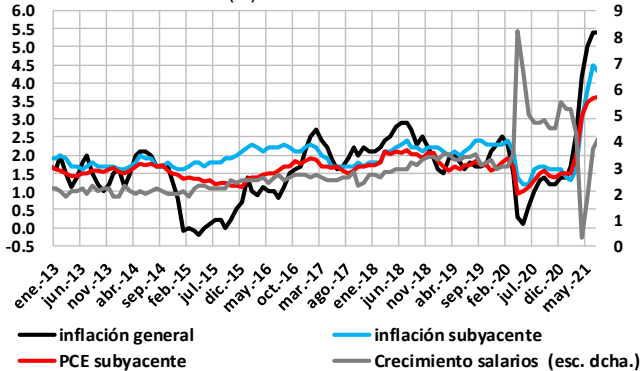
EE. UU.: crecimiento del PIB real



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

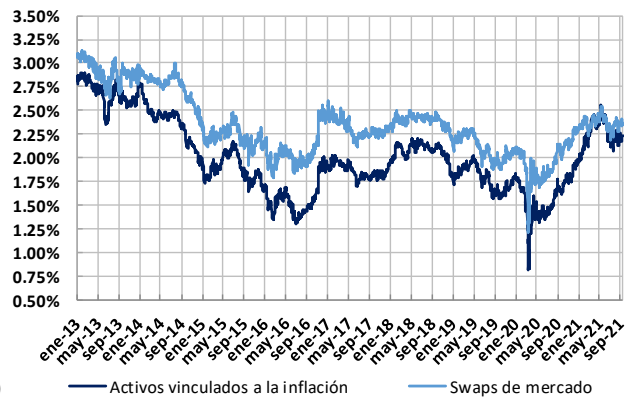
EE. UU.: inflación y salarios

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 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.