

Nota Breve 09/12/2021

Mercados Financieros · La Fed se muestra más *hawkish* pese a la variante ómicron

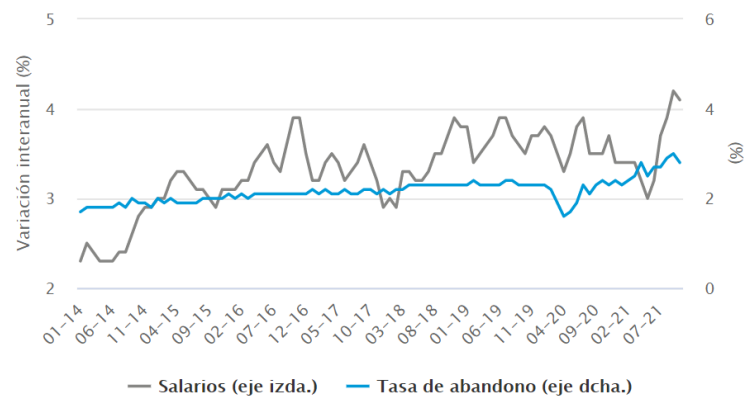
Reunión del 14 y 15 de diciembre de 2021: qué esperamos

- En la reunión de la semana que viene creemos que la Fed anunciará una aceleración del ritmo de reducción de las compras netas de activos para finalizarlas antes de junio. Las últimas declaraciones de los miembros del FOMC, incluso las de aquellos percibidos como *doves*, vislumbran un apoyo generalizado en el Comité para endurecer la política monetaria antes de lo que se preveía anteriormente, y así contrarrestar el riesgo de las elevadas tasas de inflación.
- Algo que podría frenar esta acción sería el movimiento de la balanza de riesgos, pues el deterioro en la evolución de la pandemia podría generar reticencias a una retirada más acelerada de los estímulos monetarios. Con todo, los datos de inflación (en máximos noviembre de 1990) y los de empleo (que muestran un mercado laboral muy tensionado) apuntan a que la Fed subirá los tipos de interés ya en 2022 (nuestro escenario central proyecta dos subidas de 25 p. b. a lo largo del año).
- También será clave la actualización del cuadro macroeconómico y de las previsiones de tipos de interés oficial (*dot plot*). En balance, pensamos que se observará una revisión a la baja del crecimiento del PIB, un aumento de la inflación y más miembros optando por subir los tipos de interés en 2022, lo que, probablemente, ubicaría el votante mediano de la Fed a favor de dos subidas de tipos a lo largo del año. Dicha revisión se alinearía con lo que cotizan los mercados financieros, por lo que no creemos que genere un impacto significativo en el corto plazo.

Condiciones financieras y económicas recientes

- Tras un decepcionante 3T (+0,5% intertrimestral), por el impacto de los cuellos de botella y de la variante delta, el crecimiento del PIB en el 4T podría ser algo más dinámico (anticipamos un +0,8%). Así lo sugieren los datos disponibles hasta la fecha de ventas minoristas y producción industrial (+1,7% y +1,6% intermensual en octubre, respectivamente) y los indicadores de sentimiento económico (PMI compuesto en 57,2 en noviembre). Sin embargo, la nueva variante ómicron supone un claro riesgo a la baja para el crecimiento económico, si bien existe mucha incertidumbre sobre el impacto que pudiera generar, tanto en evolución de la demanda como en la oferta.
- En este contexto, el mercado laboral se mantiene muy tensionado, con el nivel más bajo de despidos en más de 28 años, la tasa de paro en el 4,2% (cerca de lo que la Fed proyectaba para el largo plazo) y una generación de empleo mensual que promedia +378 miles de trabajadores desde septiembre. Sin embargo, la tasa de participación laboral se encuentra todavía por debajo del nivel pre-pandemia (61,8% frente al 63,4% registrado a inicios de 2020), lo que acusa tanto elementos transitorios (por ejemplo miedo a volver a un puesto de trabajo con riesgo de contagio o el cuidado de personas a su cargo) como más estructurales, como la retirada prematura de la fuerza laboral de parte de la generación del *baby boom*. Como resultado, los salarios se han incrementado de forma notable.
- La inflación, por su parte, se mantiene en niveles históricamente elevados y creemos que se ubicará por encima del 6% y el 5% durante el 1T y 2T 2022, respectivamente. Con todo, prevemos que la moderación de los precios energéticos y el reajuste entre la demanda y la oferta (por el agotamiento de la demanda embalsada y la normalización en las cadenas globales de suministro) deberían llevar gradualmente la inflación más cerca del 2% (nuestra previsión para diciembre de 2022 es que la inflación general y subyacente se sitúen en +2,3% y +3,0%, respectivamente).
- En este contexto incierto, la volatilidad en los mercados financieros se ha visto incrementada, a medida que los inversores evalúan el posible impacto que podría tener sobre el crecimiento económico la variante ómicron, lo que ha tendido a favorecer a los activos considerados refugio (como la deuda soberana de EE. UU. o el yen japonés).

EE. UU.: la gran renuncia



Nota: Salarios corresponden a media móvil de 3 meses, crecimiento medio.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Atlanta Fed y del Bureau of Labor Statistics.

Mensajes recientes de la Fed

- La gran novedad de este período entre reuniones ha sido el cambio en el tono de Jerome Powell, quien recientemente fue renombrado en su cargo de presidente. Frente al Congreso declaró que la palabra “transitorio” para describir la inflación estaba siendo malinterpretada como algo corto en el tiempo y seguramente deberían cambiarla. Explicó que la inflación se mantendría elevada durante 2022 pero no espera que deje marcas permanentes en el medio plazo.
- Por otro lado, Powell también explicó que para ver un mercado laboral como el previo a la pandemia sería necesaria una larga expansión económica y que, para ello, era importante atenuar las crecientes presiones inflacionistas. En este sentido, Powell explicó que en su opinión sería positivo acelerar el ritmo del *tapering* (actualmente en 15.000 millones de dólares al mes) para poder finalizar las compras netas de activos antes de junio de 2022. Incluso Mary Daly, presidenta de la Reserva Federal de San Francisco y usualmente en el campo de los *doves*, se mostró a favor de acelerar el *tapering* si la evolución de la economía continuaba siendo positiva.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Creemos que la Fed finalizará las compras netas de activos durante la primavera de 2022, en lugar de junio, y que iniciará el ciclo de subidas de los tipos de interés en la segunda mitad de año con un aumento de 50 puntos básicos. En adelante, creemos que el ritmo de subidas de tipos de interés será similar al del ciclo anterior (2016-2018) hasta llevarlos algo por encima del 2%.
- En caso de que la recuperación en el mercado laboral fuese mucho más rápida de lo previsto actualmente, o que la Fed considerase que el mercado laboral estructural post-pandemia es distinto al pre-pandemia, las subidas de tipos podrían adelantarse y, posiblemente, el ritmo del ajuste acelerarse.
- Por otro lado, un empeoramiento de la situación pandémica en EE. UU. o a nivel global podría forzar a la Fed a frenar su plan de normalización de la política monetaria.

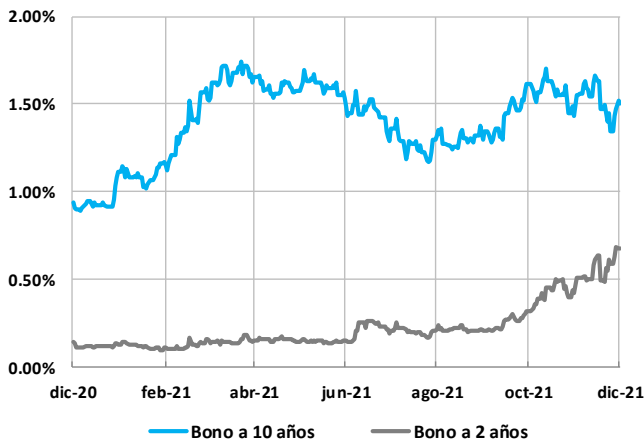
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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.

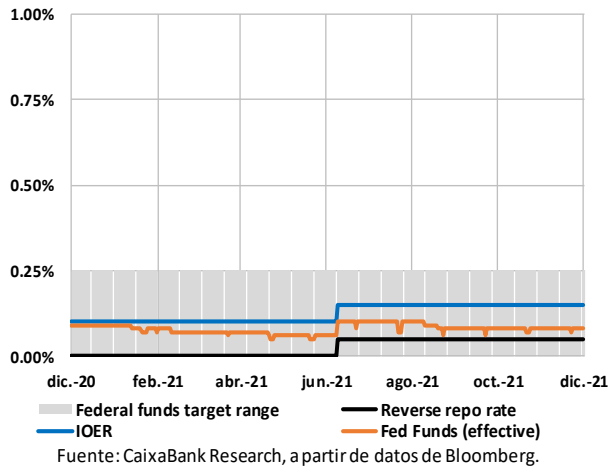
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



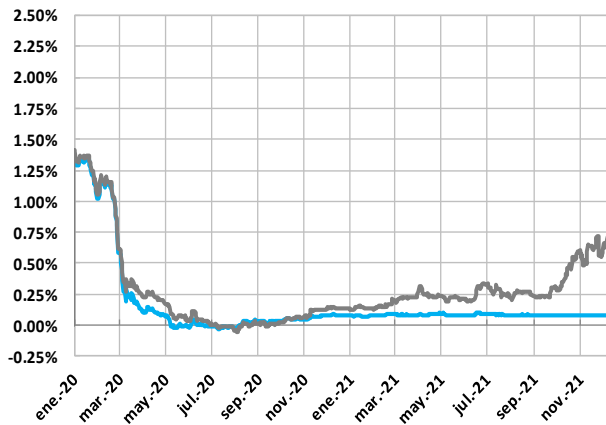
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



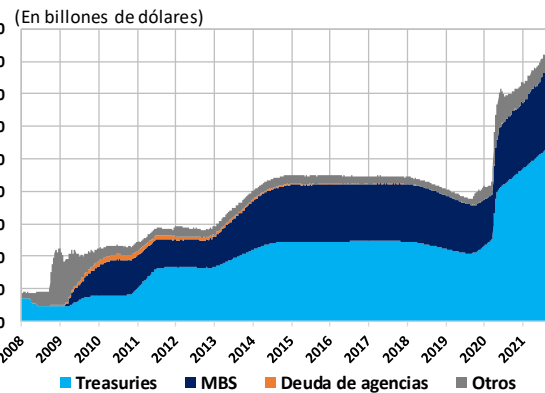
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



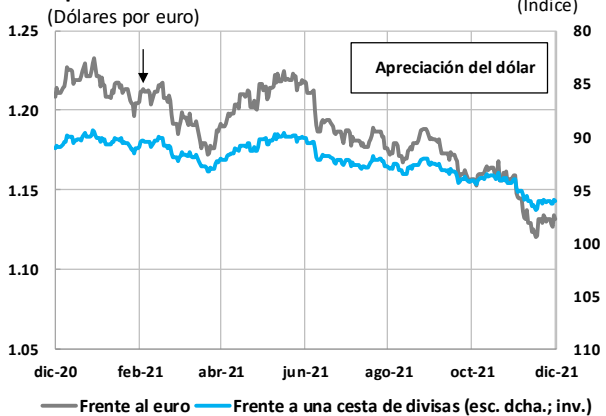
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



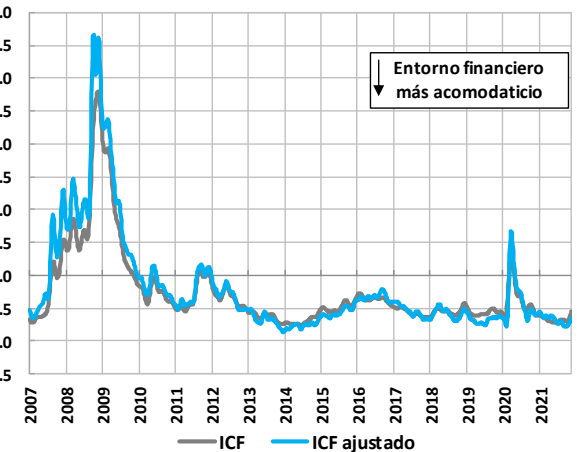
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

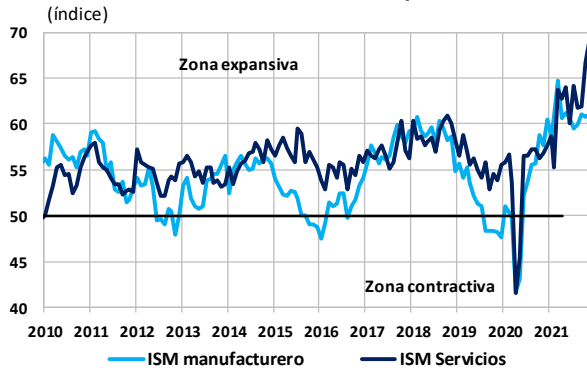
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

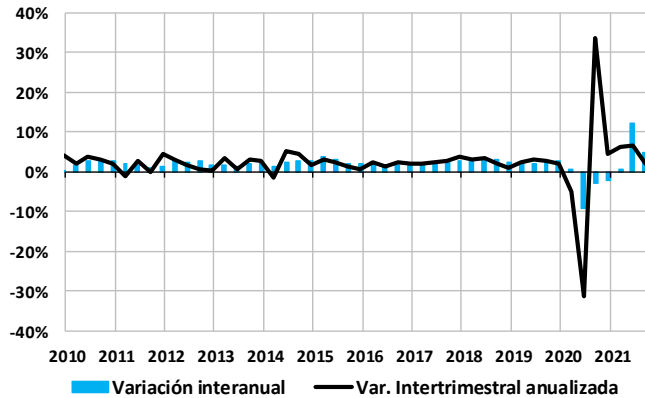
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial



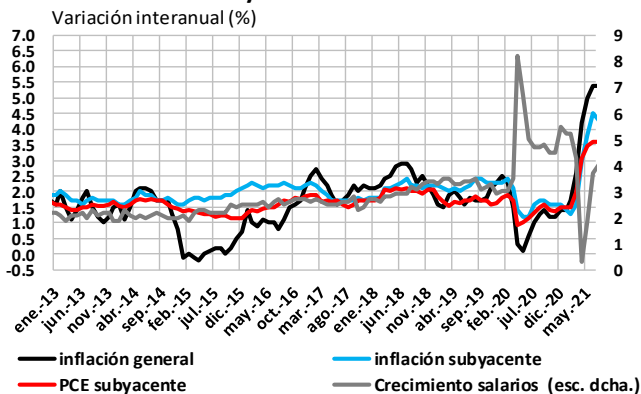
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



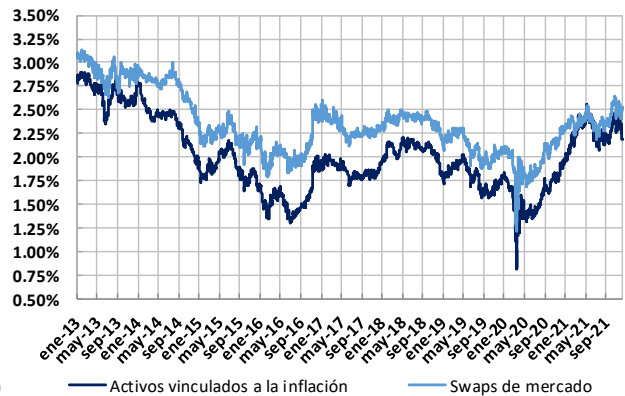
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 septiembre 2021 ^{1,2,3}

(%)	2021	2022	2023	2024	Largo plazo
Crecimiento PIB	5,9 (7,0)	3,8 (3,3)	2,5 (2,4)	2,0	1,8 (1,8)
Tasa desempleo	4,8 (4,5)	3,8 (3,8)	3,5 (3,5)	3,5	4,0 (4,0)
Inflación (PCE) ⁴	4,2 (3,4)	2,2 (2,1)	2,2 (2,2)	2,1	2,0 (2,0)
Inf. Subyacente (PCE)	3,7 (3,0)	2,3 (2,1)	2,2 (2,1)	2,1	-
Tipo referencia objetivo	0,1 (0,1)	0,3 (0,1)	1,0 (0,6)	1,8	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 (junio 2021).

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

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