



NOTA DE ANÁLISIS

septiembre de 2021

Análisis del FOMC de septiembre

GRÁFICO 1: Ofertas de empleo en EEUU

Fuente: Bloomberg

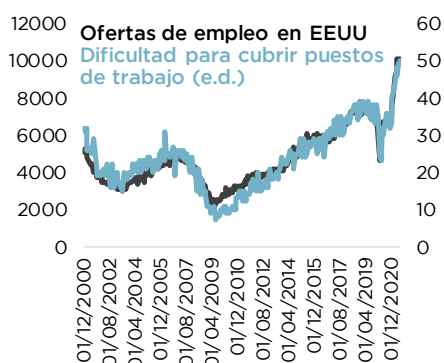


GRÁFICO 2: Proyección de recuperación de los puestos de trabajo perdidos en la crisis en EEUU

Fuente: Bloomberg

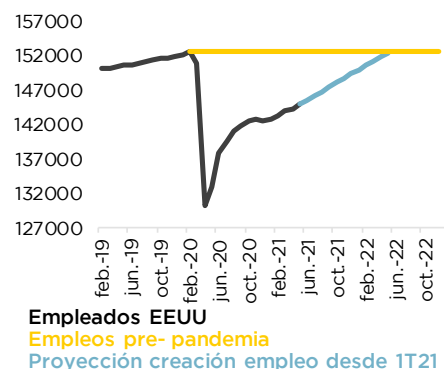
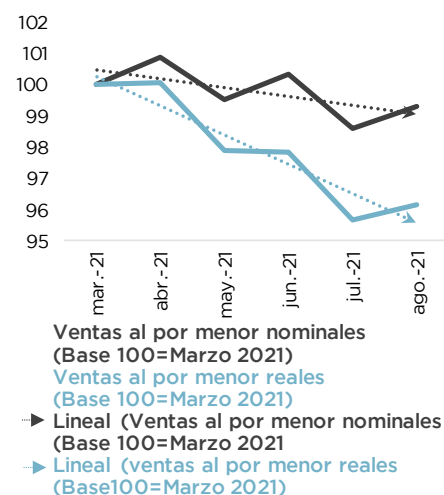


GRÁFICO 3: Desde marzo la evolución de las ventas al por menor no ha sido buena.

Fuente: Bloomberg



Una de las razones que explicaría porqué el comportamiento de las ventas al por menor no ha sido bueno desde marzo está en las lecturas elevadas de inflación que dreña renta real

La reunión de la Fed de este miércoles será uno de los principales acontecimientos de la semana ante la posibilidad de que la Autoridad Monetaria plantee un nuevo paso hacia el anuncio del tapering en la parte final del año y que publiquen las nuevas previsiones macro y Dots. Además, todo estaría aderezado por la creciente inestabilidad que se está observando en los mercados, ante los problemas que existen en China, con la crisis de Evergrande a la cabeza.

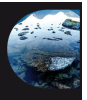
En esta nota queremos analizar qué es lo que se puede esperar de este acontecimiento, valorando los principales puntos de incertidumbre para los activos financieros.

Un pasito más hacia el tapering...aunque con un camino cada vez más bacheado

Sin duda, el tapering será uno de los elementos principales de la reunión del FOMC de esta semana. De acuerdo con el mensaje de la Autoridad Monetaria, cualquier paso que se pueda dar en este apartado estará directamente determinado por el “avance significativo” en los objetivos marcados, destacando especialmente la evolución del mercado laboral. En este sentido, el último dato de paro dejó un mal sabor de boca, pero si apartamos a un lado una referencia específica y consideramos la situación general veremos que:

- 1) La disposición a incrementar plantilla por parte de las empresas es muy elevada en estos momentos (ver gráfico 1).
- 2) La proyección de la media de puestos de trabajo contabilizados desde marzo de este año plantearía una recuperación de los empleos perdidos durante la crisis del Covid-19 a mediados del año que viene (ver gráfico 2), lo que podría ser entendido como un avance en la línea del que busca la Reserva Federal.

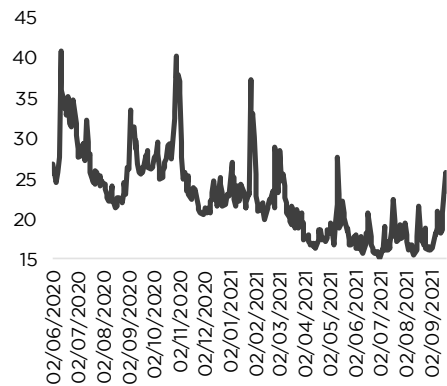
En materia de inflación es cierto que, sobre el papel, la fuerte desaceleración del dato subyacente de la semana pasada rebajaría la ansiedad por empezar a restringir la política monetaria cuanto antes. Pero un análisis más sosegado de la referencia evidenciaría que, en realidad, las presiones al alza sobre los precios siguen siendo elevadas (ver nota del pasado jueves: IPC en EEUU ¿Se acabaron los riesgos inflacionistas?) y, además, pueden empezar a incidir de manera negativa sobre la actividad. De hecho, pese al contexto actual todavía favorable y más allá de la sorpresa al alza que supusieron las ventas al por menor de agosto, lo cierto es que la evolución del consumo desde el mes de marzo no ha sido especialmente favorable, llegando incluso a observarse una ligera contracción en términos reales (ver gráfico 3).



Análisis del FOMC de septiembre

GRÁFICO 4: Evolución del VIX

Fuente: Bloomberg

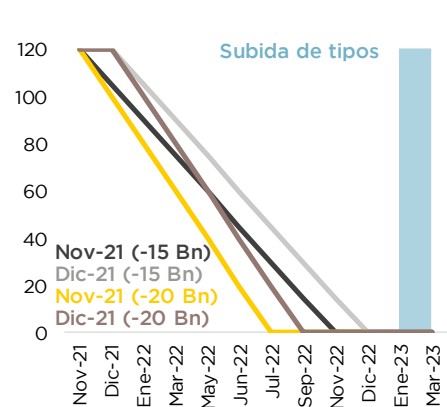


Por lo tanto, se puede llegar a concluir que un análisis del mercado laboral y de la inflación justificaría la retirada de una parte de los estímulos actuales. La cuestión radica en saber si esta noticia puede acabar incidiendo de manera negativa en unos mercados que empiezan a ofrecer señales de alerta de diferente índole:

- 1) La evolución de los beneficios empresariales en EEUU parece haber llegado a un pico y es factible que, a partir de ahora, asistamos a una ralentización de los mismos, si bien es cierto que, a día de hoy, la misma no debería ser especialmente significativa.
- 2) Las noticias que provienen de China son preocupantes, no sólo por la situación que se adivina en Evergrande, sino porque la misma no es más que el reflejo de un problema de apalancamiento muy notable que afecta a múltiples sectores, pero muy especialmente al del Real Estate (entorno a un 29% del PIB del país).

GRÁFICO 5: Escenarios de tapering vs expectativas de subidas de tipos

Fuente: Bloomberg

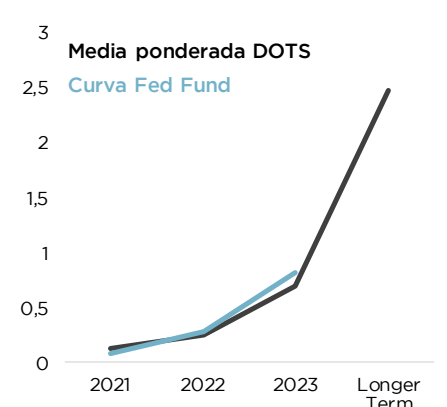


Todo ello está llevando a que los índices de volatilidad de los mercados desarrollados empiecen a dar muestras de inestabilidad (ver gráfico 4), lo que podría llegar a ser una razón para que la Fed dé marcha atrás en su discurso respecto al tapering. Desde nuestro punto de vista, es probable que se necesite un grado de estrés mucho mayor para que la Autoridad Monetaria recule, aunque sí es factible que la aproximación sea bastante cauta y, sobre todo, tratando de cortar cualquier nexo de unión entre el final de la reducción de las compras netas de activos y el momento de la subida de tipos.

Otro debate interesante será ver la clase de tapering que tiene pensado realizar la Fed. En este sentido, es altamente probable que este tema no sea tratado hasta el mes de noviembre o, en su defecto, diciembre. En cualquier caso, como ya comentamos en el último encuentro que tuvimos con nuestros clientes a principios de mes, pensamos que, asumiendo como válidas las expectativas de inicio de subidas de tipos del mercado (1T23) y el momento de inicio del tapering (noviembre o diciembre), el ritmo de compras debería tender a desacelerarse relativamente rápido, ya que, en caso contrario, la Autoridad Monetaria no estaría dejando prácticamente tiempo entre el final del proceso y el lift-off efectivo (ver gráfico 5). Es por ello que, a día de hoy, nos decantamos por una rebaja de 20.000 millones de dólares por reunión, aunque, evidentemente, dicha decisión dependerá claramente de la evolución de los puntos de incertidumbre que señalamos anteriormente.

GRÁFICO 6: Dots vs estimaciones de mercado

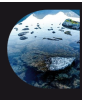
Fuente: Bloomberg y Fed



Los dots no están exentos de riesgo

Precisamente, otro de los puntos de atención de este miércoles estará en la publicación de las proyecciones macroeconómicas y muy especialmente de los Dots.

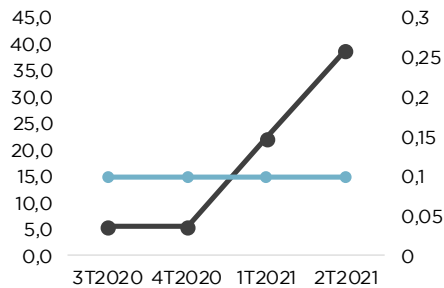
En estos momentos el mercado estaría relativamente alineado con el mensaje que la Fed transmitió en junio, manejando el inicio de las subidas a principios del 2023 y valorando hasta dos acciones a lo largo de ese año (ver gráfico 6). Teniendo esto en



Análisis del FOMC de septiembre

GRÁFICO 7: Porcentaje de miembros del FOMC que maneja subidas para el 2022

Fuente: Fed



Porcentaje del Comité que plantea subidas para el 2022

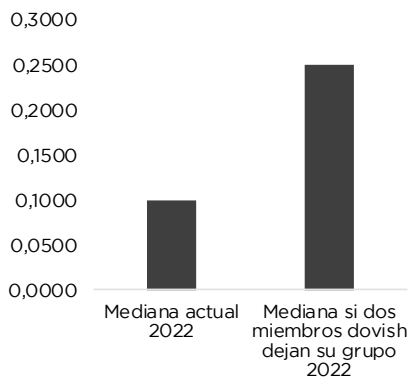
Mediana distribución de los Dots (e.d.)

consideración, se puede llegar a concluir que un adelanto del lift-off para el 2022 y, por lo tanto, un aumento en el Fed Fund de cierre del 2023, podría generar un re-pricing en la curva de Treasuries.

Es importante señalar que no es del todo descartable que las nuevas proyecciones de la Fed empiecen a reflejar ese resultado, especialmente si tenemos presente que el porcentaje de miembros del Comité que ha ido adelantando su expectativa de subida para el año que viene ha ido aumentando claramente a lo largo del tiempo (ver gráfico 7). De hecho, según nuestros cálculos, bastaría con que dos miembros del FOMC empezasen a trasladar un mensaje más hawkish en relación a ese ejercicio para que la mediana de los Dots pasase de descontar un mantenimiento a reflejar una subida de 25 puntos básicos (ver gráfico 8).

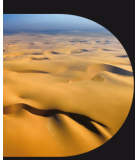
GRÁFICO 8: Proyección mediana de DOTS para 2022

Fuente: Fed



Conclusiones

- 1) Esperamos que la Fed plantee un paso más en el anuncio del tapering para el mes de noviembre o diciembre. En este sentido, el comunicado debería trasladar un mensaje claro de que la decisión es prácticamente inminente.
- 2) El aumento en los focos de incertidumbre que se han dado recientemente no debería suponer una razón para retrasar la acción efectiva, aunque sí justificaría que la aproximación sea cauta. Una forma de hacerlo pasaría por diferenciar claramente entre el tapering y el inicio de la subida de tipos.
- 3) Precisamente este mensaje puede condicionar el ritmo de la desescalada. Así, asumiendo como cierto el timing del inicio del tapering (noviembre o diciembre) y el del inicio de la subida de tipos (1T23), una reducción de las compras relajadas apenas dejaría espacio entre el final del primer evento y el inicio del segundo. A día de hoy nos decantamos más por una rebaja de 20.000 millones de dólares por reunión.
- 4) Los Dots suponen un punto de riesgo. A día de hoy el mercado está bastante alineado con el mensaje de la Fed de junio, pero, en realidad, el Consejo tampoco está tan lejos de empezar a señalar subidas en el 2022. Basta con que dos miembros pasen al lado hawkish y la mediana ya trasladaría ese escenario.



Inverseguros S.V.
DUNAS CAPITAL

Análisis  Tel. +34 914 26 38 20/6

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es

Silvia Verde (Analista)
sverde@inverseguros.es

Pedro Cid (Analista)
pcid@inverseguros.es

Patricia Rubio (Apoyo)
correo@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.