

La reunión de marzo de la Reserva Federal estadounidense se saldó finalmente con una subida de 25 puntos básicos en los tipos de referencia -horquilla 0,25%-0,50%-, con una corrección en las estimaciones de crecimiento -4% reunión de diciembre vs 2,8% reunión de marzo-, una revisión al alza en cuanto a la inflación -2,6% reunión de diciembre vs 4,3% reunión de marzo- y con la idea puesta sobre la mesa de seis subidas de tipos más durante 2022 así como la reducción de balance.

*Estimaciones FED diciembre 2021 vs marzo 2022*

	Mediana			
	2022	2023	2024	Largo plazo
PIB (marzo 2022)	2,8	2,2	2	1,8
<i>Proyecciones diciembre 2021</i>	4	2,2	2	1,8
Tasa de desempleo (marzo 2022)	3,5	3,5	3,6	4
<i>Proyecciones diciembre 2021</i>	3,5	3,5	3,5	4
Inflación (marzo 2022)	4,3	2,7	2,3	2
<i>Proyecciones diciembre 2021</i>	2,6	2,3	2,1	2
Inflación subyacente (marzo 2022)	4,1	2,6	2,3	-
<i>Proyecciones diciembre 2021</i>	2,7	2,3	2,1	-
Tipos de interés (marzo 2022)	1,9	2,8	2,8	2,4
<i>Proyecciones diciembre 2021</i>	0,9	1,6	2,1	2,5

*Fuente: FED*

Todo el discurso de J. Powell vino a confirmar un cambio hacia una política monetaria más restrictiva con el fin de controlar la actual inflación -tasa interanual en EE. UU. del 7,9%-. Sin embargo, desde la fecha -encuentro realizado el 15 y 16 de marzo- los mercados estadounidenses han experimentado un rebote generalizado.

S&P 500

+3,83%

Nasdaq 100

+5,59%

DJI

+2,39%

Mientras que, por otro lado, si acudimos a los mercados de renta fija, notamos un comportamiento totalmente opuesto. La curva de tipos estadounidense ha continuado tensionándose, mostrando una figura cada vez más aplanada. De hecho, a raíz de este encuentro de dos días, se han ido sucediendo comparecencias de diferentes miembros del Comité de la FED, incluido J. Powell, que han acentuado este movimiento.

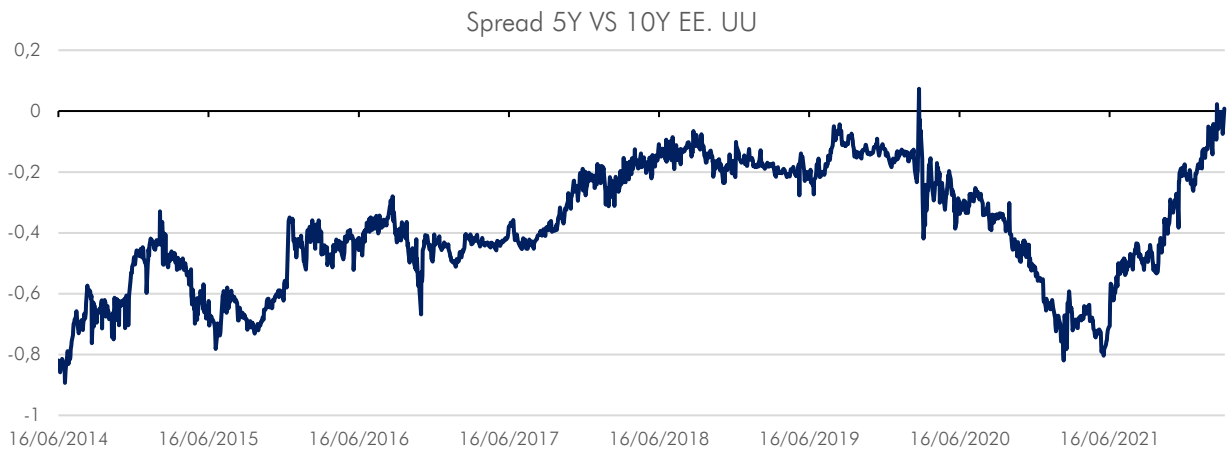
El actual presidente de la FED reiteró esta semana ante la NABE (*National Association for Business Economics*) que debido a los últimos eventos las anteriores proyecciones sobre la inflación se han “desmoronado”, provocando que el organismo se vea obligado a actuar más “rápidamente”. Además, remarcó que la inflación podría moderarse a raíz de factores ajenos a la política monetaria como “la ralentización del crecimiento”, “la disminución de la política fiscal” o “el progreso en las cadenas de suministro”. Pero que, a pesar de ello, la FED no va a “dirigir la política ahora con la expectativa de que veamos un progreso significativo a corto plazo”, y sí a “buscar un progreso real en este momento”. Con esto, el banquero afirmó que la posibilidad de subir 50 puntos básicos en cualquier reunión o reuniones era factible si así lo consideraban necesario.

En línea con esto, es decir, con una actuación más contundente o acelerada por parte de la FED en los próximos meses, recogemos las palabras de Lorreta Mester. La actual presidenta de la FED de Cleveland y nuevo votante del FOMC tras la rotación anual del panel (organismo encargado de decidir la política monetaria), declaró este martes ante la Universidad John Carroll (Ohio) que el rango objetivo para el tipo de interés de referencia de Estados Unidos debería alcanzar el 2,5% en 2022 –lo que supone ocho subidas adicionales-.

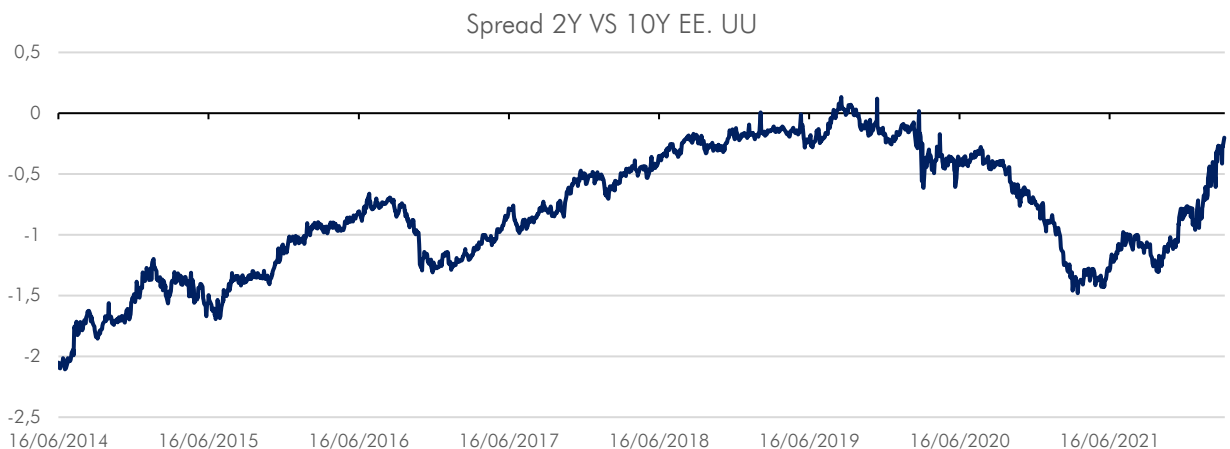
Lo cierto es que los mercados de renta variable han mostrado un comportamiento irregular en función de si el ciclo de subidas de la FED ha sido progresivo (y “lento”) o acelerado. Siendo el peor rendimiento obtenido a 24 meses –promedio de 1,84%- tras el primer ajuste al alza en los tipos dentro un ciclo de subidas acelerado -año 1967, 1973, 1980, 1987, 1994, 1999 y 2004-.

Volviendo a la renta fija, y en concreto a la curva de tipos estadounidense, el Treasury +10 ha pasado de ofrecer una rentabilidad del 1,77% el 14 de marzo a los 2,35% actuales -nivel más alto desde mayo de 2019-. Con todo, el movimiento que más preocupa es el estrechamiento de los diferenciales entre los diferentes vencimientos de la curva.

Tras la reunión de la FED la curva a 3-10 años se invirtió, al igual que a 5-10 años y que a 7-10.



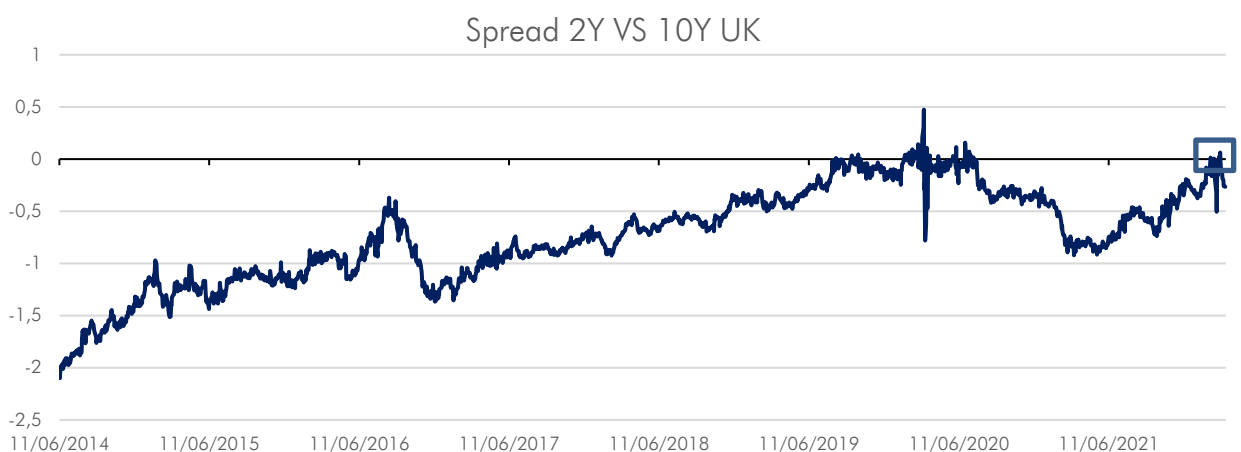
La inversión de la curva a 2 y 10 años -indicador adelantado clásico de recesión- todavía no se ha producido. Aunque el diferencial viene reduciéndose progresivamente (-0,20 actuales).



Esto es algo en lo que venimos incidiendo en nuestros análisis desde finales de 2021 y que monitorizamos continuamente. Tras la reunión de diciembre, la Reserva Federal estadounidense dejó la puerta abierta a tres subidas de tipos para este año -ahora descuenta 7- En un principio los activos de riesgo pusieron en precio el mensaje de Powell acerca de una expansión fuerte de la economía, sin embargo, la curva de tipos estadounidense comenzó a lanzar otro mensaje.

Poniéndonos en perspectiva y situándonos en años pre-covid, hay que recordar que durante 2018 la FED emprendió hasta cuatro subidas de tipos situando su horquilla en diciembre en 2,25%-2,5%, con una inflación interanual del 2,4% -ahora es del 7,9%-. Esto provocó fuertes correcciones bursátiles durante el último trimestre del año poniendo de manifiesto un posible error de política monetaria. El tramo de 2-10 años se invirtió hasta en cuatro ocasiones en 2019, y el trayecto de los tipos de interés de referencia estadounidenses viró de nuevo a la baja hasta en tres ocasiones, cerrando el año en la horquilla 1,5%-1,75%.

A comienzos de año insistíamos en la importancia de que los mercados compraran el mensaje de una recuperación económica fuerte lanzado por la FED, así como una moderación en las tasas de inflación. Sin embargo, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania se ha colado en los mercados como un “tail risk” -evento atípico- que está lastrando la economía y postergando los problemas tanto de inflación –tensiones en precios energéticos y materias primas- como en las cadenas de suministro. Esto ha acentuado el movimiento de inversión de la curva en las últimas semanas, y la inversión del tramo 2-10 años en la curva estadounidense parece a día de hoy inevitable. De hecho, en la curva británica, ya hemos notado este movimiento en los últimos días.



Con todo esto, podemos concluir que la curva estadounidense ya está descontando una contracción del ciclo, a al menos una desaceleración. El Bundesbank alemán ya da por hecho una recesión técnica tras el primer trimestre del año. Sin embargo, Estados Unidos

mantiene una exposición menor al conflicto bélico que el Viejo Continente. Por ello, además de poner el foco en la curva estadounidense -que insistimos el mensaje que lanza es claro- toca analizar y monitorizar con mayor vehemencia otros indicadores adelantados. Estos indicadores preceden a la evolución del ciclo económico, es decir, tienden a cambiar su tendencia antes de que la economía lo haga. Para ello, una de las formas que tenemos de hacerlo es analizar y seguir el indicador LEI (*“Leading Economic Index”*) elaborado por *The Conference Board*. El LEI es un índice económico compuesto por diez componentes que configuran un sistema analítico –principalmente a través de promedios- para determinar picos y valles en el ciclo económico. Está configurado para resumir y revelar patrones de puntos de inflexión comunes en los datos económicos utilizados para su composición, siendo esto, entre otras cosas, una manera eficiente de suavizar parte de la volatilidad del comportamiento individual de los diferentes componentes.

## LEI The Conference Board

1. Promedio de horas semanales sector manufacturero.
2. Solicitudes semanales promedio de subsidio por desempleo.
3. Nuevos pedidos de fábrica (bienes de consumo y materiales).
4. Índice ISM de nuevos pedidos.
5. Nuevos pedidos de fabricantes, bienes de capital no relacionados con la defensa.
6. Permisos de construcción, nuevas viviendas privadas.
7. Evolución S&P 500.
8. Leading Credit Index (rastreo de las condiciones crediticias en EE. UU).
9. Diferencial de tipos de interés, bonos del Tesoro a 10 años menos fondos federales.
10. Expectativas promedio del consumidor sobre las condiciones comerciales.

El indicador se publicó por última vez el 18 de marzo, con datos correspondientes a febrero. Mostró un incremento del 0,3% hasta los 119,9 puntos (base 100=2016) –vs 120,1 diciembre 2021-, después de caer un 0,5% en enero y presentar una mejora del 0,8% en el mes de diciembre. Siete de los diez componentes que componen el LEI presentaron una mejora. Los indicadores que contribuyeron positivamente –empezando

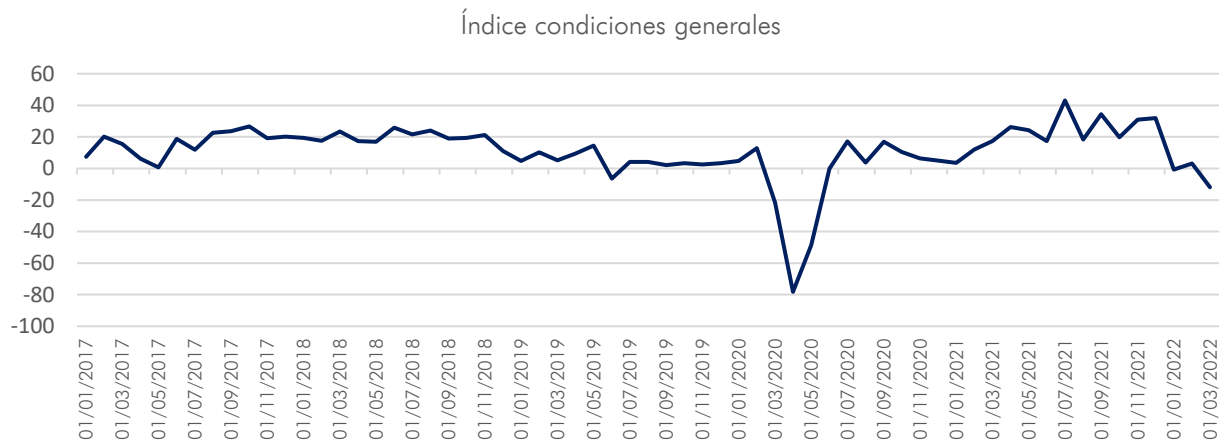
por el que más contribuyó- fueron los diferenciales de tipos de interés, la media de horas semanales de trabajo en el sector manufacturero, la media de solicitudes iniciales semanales de subsidio de desempleo, el índice ISM de nuevos pedidos, el *Leading Credit Index*, los nuevos pedidos de los fabricantes de bienes de capital no destinados a la defensa, y los nuevos pedidos de los fabricantes de bienes y materiales de consumo. Los factores negativos -empezando por el más importante- fueron las expectativas medias de los consumidores sobre la situación de los negocios, los precios de las acciones y los permisos de construcción.

Hay que tener en cuenta que estos resultados no reflejan el impacto de la invasión rusa, por lo que los vientos de cola desfavorables -impacto en las cadenas de suministro y el aumento de los precios de la energía, los alimentos y los metales-, así como el incremento en los tipos de interés, no están recogidos. Por lo tanto, aunque con los datos que actualmente tenemos podríamos decir que la última información presentada por este índice no debería alarmarnos, tanto el índice ISM de nuevos pedidos, como los nuevos pedidos de fabricantes de bienes y materiales de consumo, así como las condiciones de crédito, podrían verse perjudicadas en el mes de marzo por el conflicto bélico y la subida de tipos. Mientras que, las expectativas medias de los consumidores sobre la situación de negocios podrían mantenerse en término negativo. Con todo, la incertidumbre actual es muy elevada, por lo que habrá que esperar la publicación y los detalles del LEI fijado para el 21 de abril.

Como decimos, los datos hasta ahora arrojados por el LEI no muestran una preocupación excesiva. Sin embargo, si analizamos los datos ofrecidos por otro informe también publicado este mes -15 de marzo para ser más exactos- notamos que las condiciones económicas en Estados Unidos podrían estar efectivamente empeorando. Nos referimos al *"Empire State Manufacturing Survey"*, que evalúa las condiciones y expectativas manufactureras del estado de Nueva York- tercer estado en cuanto aportación al PIB en Estados Unidos-. Hay que tener en cuenta que los datos obtenidos para elaborar el informe provienen de encuestas realizadas entre el 2 y el 9 de marzo, por lo que aquí, el

conflicto ruso-ucraniano, al menos el sentimiento, sí que queda recogido.

La actividad empresarial disminuyó por primera vez desde el inicio de la pandemia. El índice general de condiciones empresariales generales cayó quince puntos a -11,8, su nivel más bajo desde mayo de 2020, lo que representa un desplome de 15 puntos.



*Fuente: FED Nueva York*

Los nuevos pedidos (-11,2) y los envíos (-7,4) disminuyeron, mientras que los pedidos pendientes aumentaron (13,1). Los plazos de entrega siguieron alargándose sustancialmente (32,7) y los inventarios aumentaron al ritmo más rápido en años –factor clásico en las primeras etapas de contracción-. Los indicadores del mercado laboral apuntaron a un modesto aumento del empleo y a una semana laboral media ligeramente más larga. Por su parte, el índice de precios pagados se elevó hasta los 73,8 puntos, mientras que el de los precios recibidos alcanzó un máximo histórico de 56,1 puntos.

Por concluir, podemos decir que obtenemos un resultado mixto al analizar los indicadores adelantados publicados a día de hoy. Pero también que el impacto del conflicto bélico, y sobre todo su duración y resolución, están teniendo y tendrán un impacto fuerte en la economía real. Incluso en la estadounidense a pesar de su menor cercanía geográfica y dependencia energética. Con todo, el comportamiento de la curva de tipos marca una clara pauta de contracción del ciclo, al menos de desaceleración, por lo que habrá que estar especialmente pendientes de su evolución.