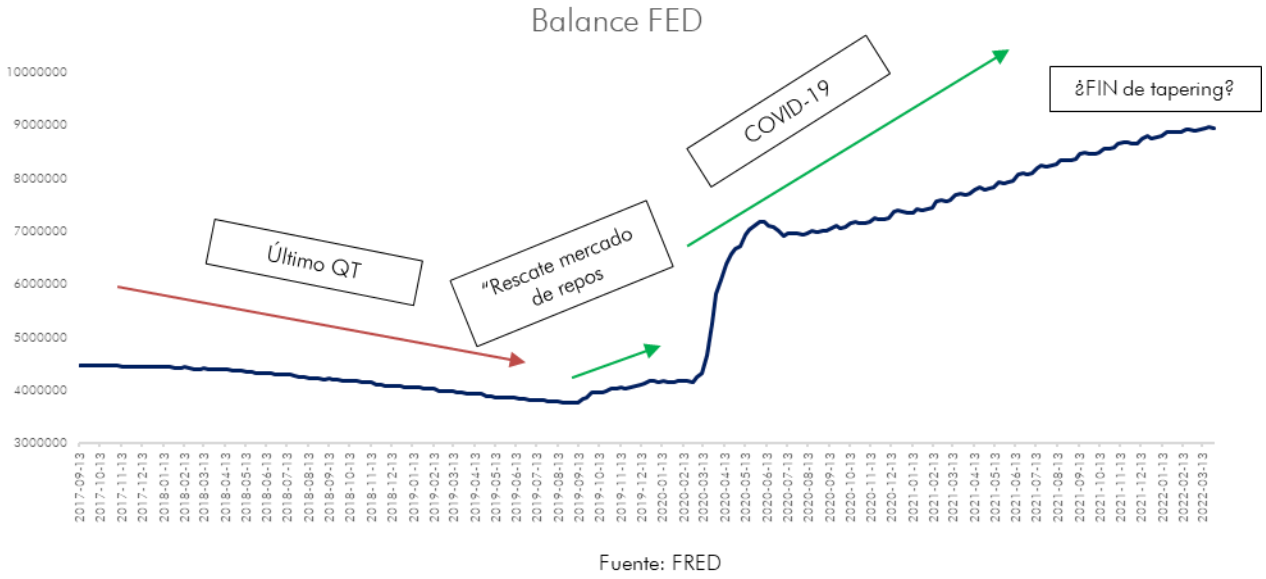
El desarrollo de la guerra de Ucrania, junto con las nuevas sanciones impuestas por el bloque occidental –paralización por parte del Tesoro estadounidense de los pagos de deuda rusa en dólares a través de entidades financieras de EE. UU-, así como el incremento de casos por coronavirus en China y las consiguientes restricciones – PMI manufacturero y de servicios en contracción- continúan acaparando la atención de los mercados. Con todo, la referencia principal de la semana es la publicación en el día de hoy (20:00 horas española) de las actas de la FED de la reunión celebrada el 15-16 de marzo. Ya que el documento podría proporcionar más detalles tanto sobre una posible subida de 50 pbs en la próxima reunión de mayo como del ritmo de la reducción de balance de la Reserva Federal (*Quantitative Tightening, QT*).

Con respecto a esta segunda medida, ya venimos advirtiendo que podría tener un mayor impacto para la estabilidad financiera o las condiciones de financiación que la mera actuación de subidas de tipos. Operativamente, el QT reduce el nivel de efectivo en poder de los bancos, mediante una reducción de reservas mantenidas en la FED. Y cambia la composición del dinero en poder de las entidades no bancarias, con menos depósitos bancarios y más títulos del Tesoro. Este ajuste se origina cuando la FED recibe el principal de los bonos vencidos y en vez de reinvertirlo en nuevas emisiones "extingue" este dinero, lo elimina del sistema drenando con esto liquidez. Los títulos del Tesoro que dejan de ser comprados por la FED pasan a manos de agentes no bancarios, que evidentemente exigen una mayor recompensa, una mayor TIR. Por lo tanto, el QT puede transmitirse en aumentos adicionales en los tipos de interés, no en la horquilla de referencia, pero sí en la curva de tipos.

En el día de ayer, la ya confirmada nueva vicepresidenta de la FED, Lael Brainard, quien se había mostrado normalmente a favor de políticas laxas y tipos bajos -postura *dovish*- cambió radicalmente su discurso afirmando que el banco central debería actuar rápida y agresivamente. En un discurso escrito para una discusión de la FED de Minneapolis, Brainard dijo que el endurecimiento de la política incluirá una reducción rápida en el balance y un ritmo constante de aumento de las tasas de interés. "Dado que la recupera-

ción ha sido considerablemente más fuerte y rápida que en el ciclo anterior, espero que el balance se reduzca considerablemente más rápido que en la recuperación anterior, con límites significativamente más grandes y un período mucho más corto para introducir los límites máximos en comparación con 2017-19." Estas palabras posaron un sentimiento negativo en el mercado cortando la buena racha que venían trazando los activos de riesgo. El S&P 500 cae en el momento que se realiza esta nota un -1,37% (-2,63% junto con la caída de ayer), el Dow Jones Industrial retrocede un -0,82% (-1,64% sumando el cierre de ayer), mientras que el Nasdaq 100 corrige un -2,46% (firmando una caída del -4,6% en dos días).

Brainard hizo referencia al periodo de QT llevado a cabo entre 2017 y 2019, algo en lo que había incidido Powell en anteriores comparecencias. La FED comenzó a finales de 2017 a reducir su balance a un ritmo mensual de 6.000 millones USD al mes en bonos del Tesoro aumentando progresivamente la cantidad hasta los 30.000 millones USD al mes. A mediados de 2019 decidió desacelerar el ritmo con la idea de poner fin al QT a finales de año. Sin embargo, el organismo se vio obligado a intervenir en el mes de septiembre reiniciando de nuevo la expansión cuantitativa cuando se dispararon las tasas REPO –operaciones de financiación a un día-.



Hay que tener en cuenta que el QT vino acompañado por un ciclo de subidas de tipos, finalizada en 2018 con los tipos federales de referencia en el 2,25%. Las medidas actuales recuerdan a la actuación llevada a cabo por la FED entonces, donde vimos caídas pronunciadas en las bolsas, sobre todo a medida que se aceleraba el QT -4T18 S&P 500 -14%-. Esto, posó un sentimiento de error de política monetaria, llevando de nuevo al organismo a incrementar su balance y reducir sus tipos de referencia durante 2019.

Por lo tanto, la incertidumbre y expectación generada en cuanto a los movimientos que pueda realizar próximamente la FED es evidente. Ya que hay que tener presente que durante el ciclo anterior de endurecimiento de política monetaria no vivíamos con una inflación más próxima al doble dígito que al objetivo del 2%. El discurso por parte de la FED es cada vez más agresivo, y la composición del FOMC está adoptando cada vez una posición más *hawkish*, con "palomas" como Brainard predicando con un discurso muy restrictivo. Recordemos que en la reunión de la FED de enero se ratificó el fin del *tapering* -fin de la expansión de balance- para principios de marzo. Sin embargo, si atendemos de nuevo a la gráfica del balance de la FED, vemos que este ha continuado expandiéndose durante el mes de marzo. Hecho que pudiera venir explicado por la liquidación de operaciones realizadas en meses anteriores a la decisión, aunque, en definitiva, podríamos decir que el efecto del final de la expansión cuantitativa no se ha materializado. Parece inevitable que el cambio de rumbo de política monetaria tenga un aterrizaje brusco en los mercados teniendo en cuenta los niveles de inflación actuales. Por lo que conocer y analizar las decisiones que pueda adoptar la FED a través de publicaciones como las actas de hoy son cruciales para evaluar el potencial impacto.

Probabilidades tipos de interés

| MEETING DATE | 50-75 | 75-100 | 100-125 | 125-150 | 150-175 | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 04/05/2022 | 23,4% | 76,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | | | | |
| 15/06/2022 | 0,0% | 0,0% | 16,1% | 59,9% | 24,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 27/07/2022 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 4,9% | 29,5% | 48,9% | 16,7% | 0,0% | 0,0% |
| 21/09/2022 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,8% | 18,7% | 40,4% | 30,9% | 7,3% |
| 02/11/2022 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,3% | 16,0% | 36,7% | 32,5% |
| 14/12/2022 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 15,0% | 35,2% |

Fuente: CME

Actualmente el mercado descuenta con una probabilidad del 77% una subida de 50 pbs para la reunión de mayo y del 60% para otras dos subidas de tipos en la reunión de junio. En total, para el final de este año se descuentan 11 subidas de tipos con una probabilidad del 35%, lo que nos lleva a la horquilla del 2,5%-2,75% , hecho que dista mucho de las 3/4 subidas descontadas por la FED en diciembre de 2021. La "hoja de ruta" a seguir sobre cómo reacciona la economía ante un cambio en la política monetaria nos lleva desde el mercado inmobiliario hasta las tasas de empleo, pasando por los pedidos manufactureros y los beneficios empresariales. Con todo esto, el seguimiento de los indicadores adelantados cobra ahora especial importancia. Como Family Offices, estamos preparados en todo momento para tomar las decisiones que más beneficien al patrimonio de nuestros clientes, con una búsqueda de alternativas de inversión continua y dinámica, y teniendo en cuenta en todo momento la situación del ciclo en la que nos encontramos partiendo siempre de la protección financiera.