

ANDBANK RESEARCH

Global Economics &
Markets

Alex Fusté
Chief Economist

alex.fuste@andbank.com

+376 881 248



Working paper - 102

La Fed y el BCE podrían llevar el Terminal Rate por encima del 6,5% y 4% respectivamente. Eso marcará el bottom del mercado. Después..., se iniciaría una intensa recuperación en "V"

ANDBANK /
Private Bankers

22 Diciembre, 2022

Financieros, periodistas económicos y políticos ejercen una enorme presión de naturaleza dovish sobre Powell (e indirectamente sobre el BCE) para que no endurezca en exceso las condiciones monetarias. Ello hace que la política monetaria, hoy, siga en territorio expansivo en términos reales en ambas regiones. Se hace evidente, pues, que el tono de las discusiones ilustra un sesgo predominante hacia la creencia en un “pain-free disinflation”, excluyendo la necesidad de una prolongación considerable en el endurecimiento monetario. En este trabajo revelamos las claves del porqué esto no será así, y porqué la Fed y el BCE podrían tener que incurrir en subidas prolongadas en los tipos de interés.

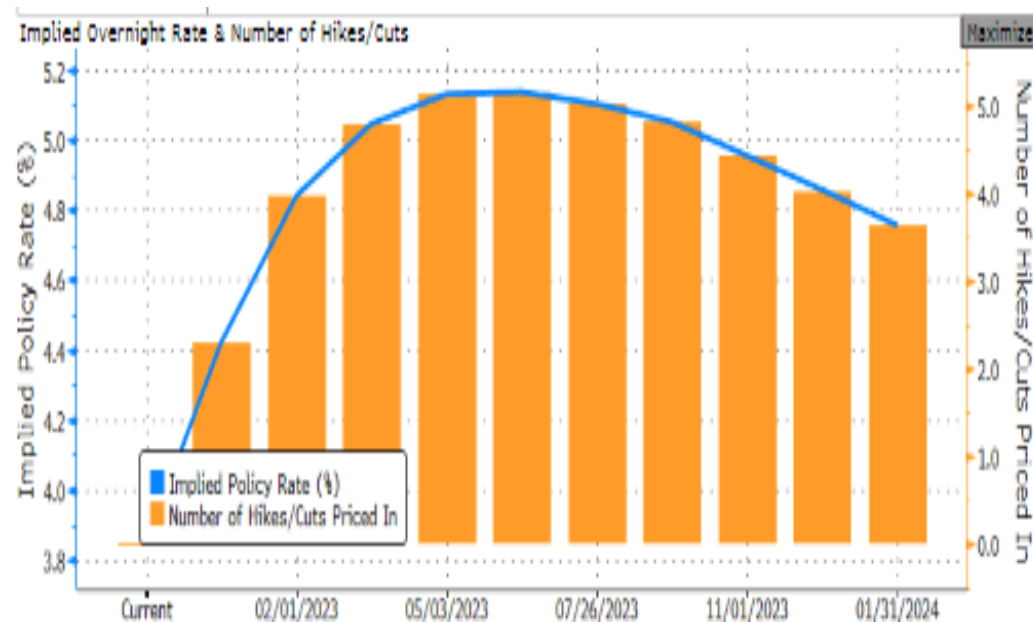
Los procesos de desinflación suelen tener dos fases: Supply-side disinflation y Demand-side disinflation. Claramente estamos aún en medio de la primera fase, es decir, lejos de alcanzar el objetivo. Es por ello por lo que los Terminal Rate podrían tener que fijarse en niveles del 6,5% y del 4% en USA y Europa (o incluso por encima).

Sobre el cuándo; es muy probable que las autoridades decidan alcanzar tales niveles de política monetaria en 2023 (hacia la segunda mitad del año), y será ese momento el que marque el bottom del mercado.

A partir de ahí, vislumbro el inicio de un rebote intenso en forma de “V”.

La Fed marca el ritmo. Siempre lo ha hecho.

- Hoy el mercado piensa en términos de ***"pain-free disinflation"***
 - ✓ Los Fed Fund rates están en 4.5% (el *PCE Inflation rate* en el 6%). Significa que los Tipos reales son expansivos. Y sin embargo, el mercado piensa tales condiciones serán suficientes para anclar y canalizar la inflación hacia al 2%.
 - ✓ Está claro que existe un sesgo en el pensamiento predominante hacia el *"pain-free disinflation"*. El *consenso sitúa* el *Terminal Rate* de la Fed no muy lejos del 4,5% actual (dado que el mercado espera bajadas de tipos ya en 2023), y para el BCE sitúa el *Terminal Rate* en el ~3%. Demasiada complacencia, quizás.



¿Es creíble el relato del "*Pain-Free Disinflation*"?

Cuatro razones apuntarían a un rotundo NO

1. Los agentes del mercado hablan constantemente del "**Efecto Base**", y que éste hará que la inflación siga moderándose hasta devolvernos al nivel objetivo del 2%. Lo cierto es que el efecto base suele servir solo para configurar un "*Plateau*" (o meseta). En la actualidad, esa meseta de precios puede quedar fijada en un nivel inconvenientemente alto.
2. Los procesos de desinflación suelen ser **largos y comprenden dos fases** bien diferenciadas: "*Supply-side disinflation*" y "*Demand-side disinflation*". En la actualidad estamos inmersos solo en la primera de las dos fases, aún lejos de iniciar la segunda, y por lo tanto muy lejos de completar el proceso *desinflacionista* en su conjunto. Los mercados muestran un mal comportamiento durante el despliegue de ambas fases, si bien hay diferencias sectoriales que pueden justificar estrategias de inversión relativa que intentaremos capturar.
 - Durante la primera fase (Supply-side disinflation), el peor sector es el de Consumer Staples, siendo el mejor sector el de Materials. Una estrategia exitosa en tal entorno de mercado, aún negativo, sería entonces un Long Materials + Short Staples.
 - Durante la segunda fase (Demand-side disinflation), ocurre justo lo contrario. El peor sector es el de Materials, siendo el mejor sector el de Consumer Staples. Una estrategia exitosa en tal momento sería entonces un Long Staples+ Short Materials.

¿Es creíble el relato del "*Pain-Free Disinflation*"?

Cuatro razones apuntarían a un rotundo NO

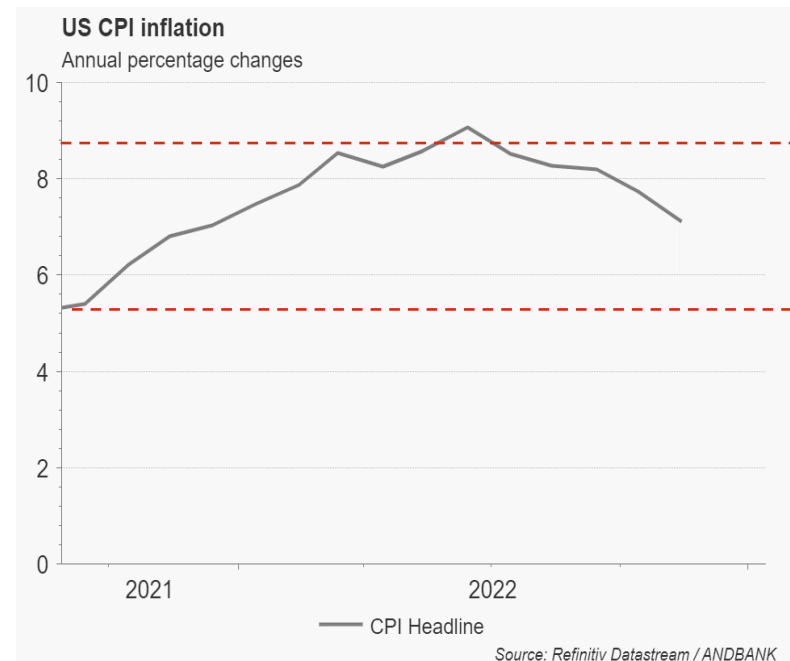
3. **El mercado parece escuchar solo lo que quiere, e ignorar también lo que quiere.** Tras la séptima reunión de la Fed en 2022 (que tuvo lugar el 31 de octubre), y el subsiguiente discurso de Powell sobre las decisiones alcanzadas, la atención de los inversores se centró en el anuncio de una menor intensidad en las subidas de tipos de interés, interpretándolo como una señal de que ya estamos cerca del final del ciclo de subidas. Aquí deberíamos rescatar las sabias palabras de Winston Churchill tras la batalla del Alamein (la segunda gran victoria del ejército británico sobre los alemanes): *"No es el final, no es ni siquiera el principio del final. Puede ser, más bien, el final del principio."*

Claramente, lo que quiso decir el Bulldog Inglés, es que, si bien faltaba mucho para ver el final de la guerra, la victoria era posible. Pues bien. En estos mismos términos pienso en relación al ciclo de subidas de tipos y el control definitivo de la inflación. Y tengo razones para ello, pues en realidad, y a diferencia del resto del mercado, sí pongo atención en todo lo que dijo Powell. En ese "todo" destaco las siguientes frases:

"la mejoría en precios es insuficientemente sustancial para generar confort" (fíjense en el gráfico, como, a pesar de la moderación en la inflación, ésta aún se encuentra en la parte alta del rango iniciado en junio 2021)

"A pesar de la política monetaria más tensa, y del menor crecimiento, en 2022 no hemos observado un progreso suficiente en los precios"

"Nuestros modelos econométricos venían anticipando caídas en la inflación"



¿Es creíble el relato del "*Pain-Free Disinflation*"?

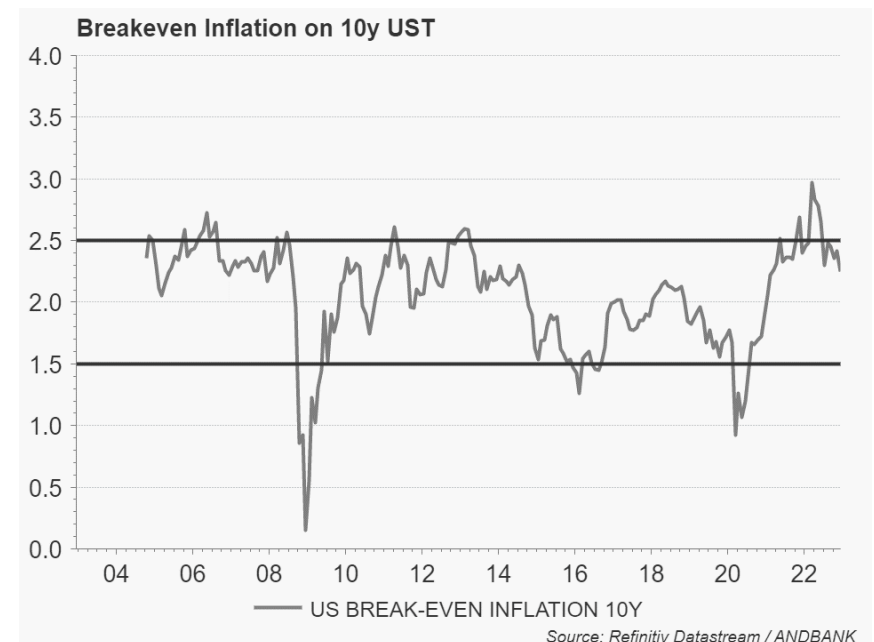
Cuatro razones apuntarían a un rotundo NO

4. La idea de lograr anclar la inflación en el 2% sin dolor, y solo con un crecimiento *sub-par* por un tiempo (que es lo que ofrece hoy la Fed con las recientes subidas de tipos) parece un poco simplista.
 - Cada vez que debemos enfrentar un proceso *desinflacionista* serio, de al menos 2pp de recorte en precios, se ha hecho necesario incurrir en una recesión => Ello conlleva desempleo.
 - Hay que saber cuanto cuesta cada declino de 1pp en inflación, en términos de desempleo. Según nuestras pesquisas, en base a procesos pasados, la relación es de 0,6pp de desempleo por cada 1pp de inflación (ver tabla adjunta)
 - ➔ Recortar esos 5pp objetivo en inflación exigiría, al menos, 3pp de desempleo (hoy en el 3,7%. Significa que deberíamos llevar el desempleo en USA a niveles del 6,7%. Eso es doloroso, y no está recogido en el precio de los activos)

	Inflation High	Inflation Low	Variation in Inflation	Unemployment Low	Unemployment High	Variation in Unemployment	Cost of 1pp cut in inflation (in terms of unemployment)
Dec74 - Nov76	12,3	4,86	-7,44	4,6	9	4,4	-0,59 p.p
Apr80-Jul83	14,7	2,55	-12,15	5,6	10,8	5,2	-0,43 p.p
Nov90-Nov91	6,28	2,6	-3,68	5,2	7,8	2,6	-0,71 p.p
Mar00-May02	3,75	1,06	-2,69	3,9	5,9	2	-0,74 p.p
Mar03-Mar04	3,02	1,73	-1,29	5,8	6,3	0,5	-0,39 p.p
Jul08-Jul09	5,6	-2	-7,6	4,4	10	5,6	-0,74 p.p
Average							-0,60 p.p

Eso nos abre un escenario desafiante para 2023

- Como el ***Pain-Free Disinflation*** nunca existió, y dado que aún no hemos incurrido en ningún coste social, NO vemos razones para que la inflación se modere significativamente por debajo del 5%-6% en 2023.
- Esa sensación de inflación permanente (debido a la formación de un “plateau” en precios durante todo el 2023) se integrará en:
 1. Las expectativas de precios de los agentes del mercado → (Hoy esas expectativas están apenas en el 2.5% (ver gráfico adjunto). **¿Qué pasará con los activos de duración si la expectativa de precios a largo plazo pasa del 2.5% al 3,5% o 4%?**)
 2. Las estrategias empresariales (quizás precios de venta mayores)
 3. El patrón del mercado laboral (quizás con demandas salariales más elevadas)



A Fork in the Road:

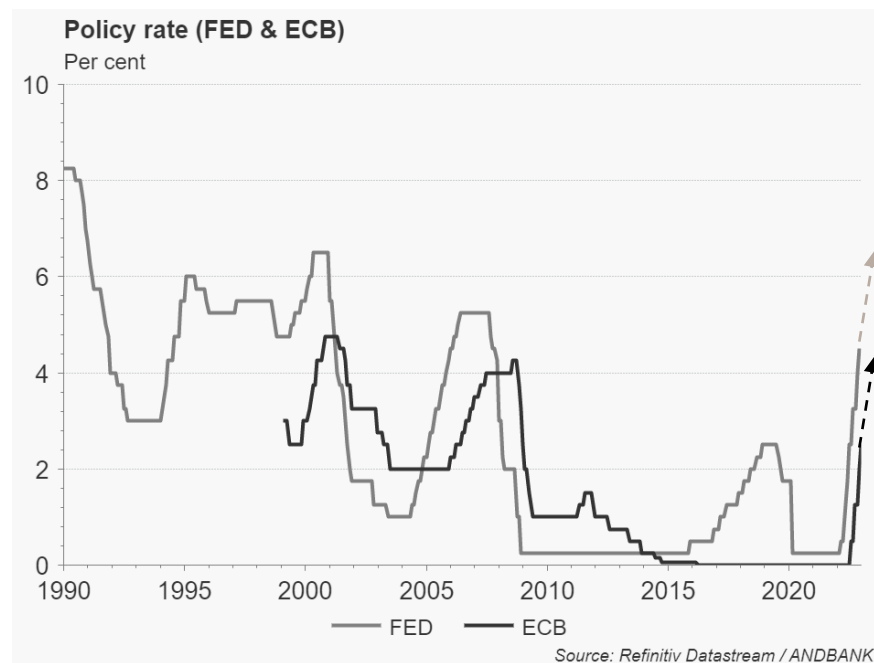
Eso nos deja con dos opciones para la Fed y el BCE ... y una dura decisión

- Si como sospechamos, la propuesta actual de la Fed y el BCE no basta, y NO vemos razones para que la inflación se modere significativamente por debajo del 5%-6% en USA ni Europa, entonces en algún momento del 2023 la Fed y el BCE deberán enfrentarse a una difícil decisión, y escoger entre dos opciones desagradables.

Opción	Mecanismo	Probabilidad	Rationale
Aceptar que la inflación permanezca alta por un tiempo prolongado	Para la Fed: Dejar el Terminal Rate en el mismo nivel, o por debajo, del PCE rate (que está hoy en el 6%). Para el BCE: dejar el Terminal Rate en el ~3%	20%	Fed Fund rate entre 5%-6%. La Fed dejaría los tipos reales en territorio Neutral-Expansivo. Las razones que le llevarían a optar por esta solución tendrían que ver con la fuerte presión <i>Dovish</i> que aún, a día de hoy, recibe por parte de políticos, financieros y medios, agrupados todos detrás del Institute Brookings.
No aceptar que la inflación alta se extienda por más tiempo	Para el BCE: Subir el Terminal Rate por encima del PCE rate, hasta al 6.5%-7% Para el BCE: Subir el Depo Rate y el Refi Rate hasta el 4% (mínimo)	80%	Fed Fund rates entre 6.5%-7.5%. Las razones que le llevarían a optar por esta solución tienen que ver con que la Fed conoce los peligros ocultos detrás de la inflación, tales como la exageración de beneficios (costes operativos y depreciaciones son contabilizados a precios históricos) y la sobre distribución de beneficios (la necesaria reposición de depreciaciones y costes operativos se dan a precios de mercado más altos, y en un entorno de "late cycle", con capacidades utilizadas al 80%, estos suelen ser cuantiosos). Si ha habido sobre distribución de beneficios pueden aflorar problemas de caja, y por lo tanto, tensión en el MM, con el correspondiente aumento en el coste de <i>funding</i> . Las opciones entonces son son: a) Destrucción de márgenes. b) Destrucción de capacidad = Recesión + destrucción empleo.

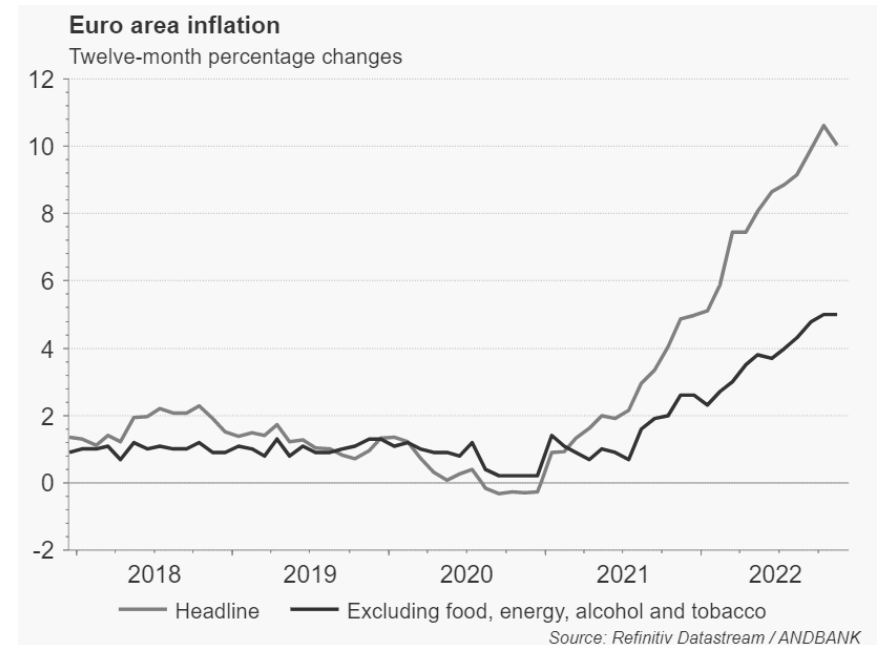
¿Puede el BCE desmarcarse de lo que haga la Fed? No

- Nunca el BCE se ha desmarcado significativamente en cuanto a la intensidad del ciclo monetario. Quizás los tempos no sean del todo ajustados, pero la respuesta acaba siendo similar. (Ver gráfico)
- Si la Fed toma la decisión que creemos (dejar el *Terminal Rate* en el 6.5%-7.5%), eso ejercería una enorme presión sobre el BCE, de forma que pueda verse obligado a seguir a la Fed, situando los tipos en niveles más cercanos al 4%.



Existe una corriente en Europa que sugiere que el BCE no tendrá que enfrentarse a esa difícil decisión entre aceptar inflación o no (induciendo la recesión) ...

- ... porque la decisión ya se habría decantado en favor de entrar en recesión (y no la habría tomado el BCE, sino el Kremlin).
- Podríamos caer en la tentación de pensar que no hace falta entonces hacer el esfuerzo en materia de tipos de interés, pues la recesión hará el trabajo en materia de precios.
- Tal reflexión pudiera ser engañosa. La recesión en Europa puede no bastar para encauzar la inflación. Moscú alimenta esa inflación de oferta (energética), retrasando la fase 1 de todo proceso *desinflacionista*, manteniendo los precios generales en la Eurozona incómodamente altos por un largo periodo (IPC headline entre el 6%-8%)
- **Tales niveles de precios hacen incompatibles un Terminal Rate del BCE del 3% para el Refi y del 2,75% para el Depo.**



Legal Disclaimer

All the sections in this publication have been prepared by the financial institution's team of analysts.

The views expressed in this document are based on the assessment of public and private information. These reports contain evaluations of a technical and subjective nature on economic data and relevant social and political factors, from which the financial institution's analysts have extracted, evaluated and summarized the information they believe to be the most objective, subsequently agreeing upon and drawing up reasonable opinions on the issues analyzed herein.

The opinions and estimates in this document are based on market events and conditions that took place before the publication of this document, and therefore cannot be determining factors in the evaluation of future events that take place after its publication.

The financial institution may hold views on financial instruments that differ completely or partially from the general market consensus. The market indices chosen have been selected using the exclusive criteria that the financial institution regards as most appropriate.

The financial institution cannot in any way guarantee that the predictions or events given in this document will take place, and expressly reminds readers that any past performances mentioned do not in any circumstances imply future returns; that the investments analyzed may not be suitable for all investors; that investments can fluctuate over time in terms of their share price and value; and that any changes that might occur in interest rates or currency exchange rates are other factors that may also make it unadvisable to follow the opinions expressed herein.

This document cannot be regarded, under any circumstances, as an offer or proposal to buy the financial products or instruments that may have been mentioned, and all the information herein is for guidance purposes and should not be regarded as the only relevant factor when it comes to making a decision to proceed with a specific investment.

This document does not, therefore, analyze any other determining factors for properly appraising the decision to make a specific investment, such as the risk profile of the investor, his/her knowledge, experience and financial situation, the duration or the liquidity of the investment in question. Consequently, investors are responsible for seeking and obtaining appropriate financial advice in order to assess the risks, costs and other characteristics of any investments they wish to make.

The financial institution cannot accept any responsibility for the accuracy or suitability of the evaluations or estimates of the models used in the valuations in this document, or any possible errors or omissions that may have been made when preparing this document.

The financial institution reserves the right to change the information in this document at any time, whether partially or in full.