

Nota Breve 16/09/2022

Mercados financieros · La Fed situará los tipos oficiales en niveles no vistos desde 2008

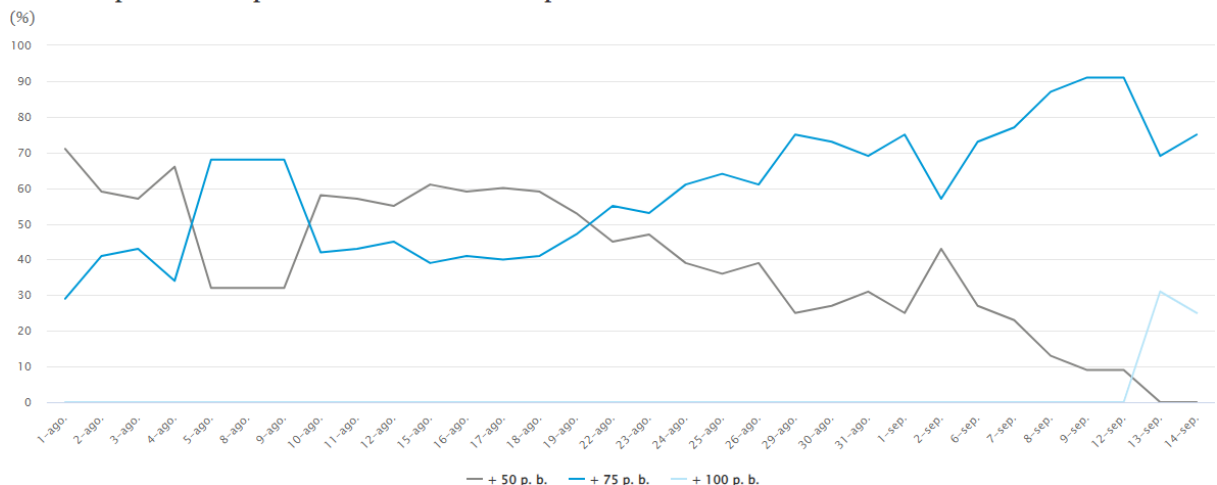
Reunión del 20 y 21 de septiembre de 2022: qué esperamos

- En su reunión de la semana que viene creemos que la Fed continuará de forma agresiva con su ciclo de subidas de tipos oficiales. Después de haber realizado dos aumentos de 75 p. b. en junio y julio, es muy probable que el próximo miércoles se alcance una mayoría para realizar la misma acción. Según han declarado algunos de sus miembros, para que la Fed aminore el ritmo de subidas de tipos es necesario observar una desaceleración de la inflación y los datos publicados en verano mostraron solamente una incipiente mejora.
- El foco de la reunión, más allá de la magnitud de la subida de tipos, probablemente estará puesto en ver hasta qué nivel deseará la Fed llevar los tipos de interés oficiales, cuando presente la actualización de las previsiones de tipos (el gráfico del *dot plot*). Hoy por hoy, los mercados esperan que se lleve al intervalo 4,25%-4,50% durante el 1T 2023, superior tanto a lo que se cotizaba a principios de agosto (3,25%) y lo previsto por la Fed en el *dot plot* de junio (3,8% en 2023).
- Asimismo, los miembros del FOMC actualizarán el cuadro de previsiones macroeconómicas, donde probablemente se observará un menor crecimiento del PIB en 2022 y 2023 y una mayor inflación en estos años. En los mercados financieros, la confirmación de que la Fed estaría dispuesta a subir los tipos a niveles más restrictivos por un mayor periodo de tiempo podría incidir en una revisión al alza en los implícitos de los mercados monetarios, que aún cotizan que se realizarán recortes en los tipos en la segunda mitad de 2023.

Condiciones económicas y financieras recientes

- Tras registrar dos trimestres consecutivos de contracción en el PIB, los datos disponibles para el 3T 2022 arrojan señales mixtas en el panorama económico. Así, las encuestas empresariales muestran comportamientos dispares (con caídas por debajo de los 50 puntos en el PMI frente a las leves mejoras del ISM por encima de los 55) y el *Beige Book* publicado la semana pasada detalla que la actividad económica se habría estancado en los meses de julio y agosto y que las expectativas económicas para 2023 se presentan débiles.
- El mercado laboral, eso sí, sigue dando muestras de fortaleza, pese al aumento de la tasa de paro del 3,5% en julio al 3,7% en agosto (debido mayoritariamente al aumento de la participación laboral). La creación de empleo se mantuvo en niveles elevados, pese a la moderación por debajo del promedio registrado en el conjunto del año, y los aumentos salariales avanzaron a un menor ritmo (0,3% intermensual en agosto frente al 0,5% de julio).

Reunión septiembre Fed: probabilidad del aumento de tipos



Nota: probabilidades calculadas en base a cotizaciones de los mercados financieros.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FedWatch tool del CME Group.

- En cuanto a los precios, la inflación moderó su avance en julio, principalmente por la caída del precio del petróleo y la gasolina, pero también hizo lo propio el índice subyacente. Otros indicadores, como el índice de precios de producción o el componente de precios de las encuestas del ISM o el PMI, sí que están ofreciendo señales más claras de mejora, pero tardarán todavía algunos meses a trasladarse por completo a los precios finales. Esto se confirmó en el dato del IPC de agosto, publicado esta semana, con un avance mayor a lo esperado y generalizado en el componente subyacente (+0,6% intermensual frente al 0,3% del mes anterior). Pese a las tentativas señales de mejora, todavía no parecen suficientes como para que la Fed reduzca el ritmo de aumentos de tipos en esta reunión, en nuestra opinión.
- En este contexto en el que se espera que la Fed endurezca todavía más las condiciones financieras, las bolsas estadounidenses han tendido a caer desde la última reunión de la Fed a finales de julio, mientras que los tipos de interés han repuntado con fuerza (el del *Treasury* a 10 años ha repuntado en casi 100 p. b.). La curva soberana ha agudizado su inversión en los diferentes tramos, como, por ejemplo, entre el 10 y 2 años que se sitúa ahora en -43 p. b. frente al -25 de finales de julio.

Mensajes recientes de la Fed

- En este periodo entre reuniones, los miembros del FOMC se han mostrado decididos a combatir la elevada inflación y a continuar con las subidas de tipos a un ritmo inusualmente agresivo. Así lo dejó claro el presidente Powell en su comparecencia en Jackson Hole, alertando que el banco central no cambiará de curso hasta que vea señales claras de moderación en la inflación, incluso en un contexto de desaceleración económica. Powell, no obstante, explicó que en algún momento será apropiado aminorar el ritmo de incrementos de tipos una vez estos se emplacen en el terreno restrictivo.
- Los mensajes más recientes han confirmado que este momento, sin embargo, todavía no ha llegado. Tal y como explicó Esther George, presidenta de la Reserva Federal de Kansas, se deben observar, al menos, tres meses consecutivos de mejoras en los datos de inflación para determinar que hay una tendencia convincente hacia el objetivo de inflación. Los datos de empleo también sugieren que el mercado laboral se encuentra aún bastante tensionado.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Creemos que, para contener la inflación, la Fed subirá los tipos de interés en todas las reuniones que quedan este año para situarlos alrededor del 3,5%. Creemos, también, que la gradual mejora en los datos de inflación llevará a la Fed a considerar un menor ritmo de aumento que el actual y, posiblemente, a no alcanzar los niveles actualmente cotizados en los mercados financieros.
- Por otro lado, la Fed inició en junio el proceso de reducción del balance, no reinvertiendo los activos a su vencimiento con un límite mensual de 47.500 millones de dólares durante tres meses y de 95.000 en adelante, a partir de este mes de septiembre. Dado que en esta fase inicial del *quantitative tightening* no están venciendo MBS suficientes para alcanzar el límite mensual, creemos que la Fed podría vender MBS de forma proactiva en el mercado secundario para reducir su balance de forma más acelerada, si bien más adelante.
- En el mapa de riesgos, en caso de que los registros intermensuales de la inflación no se moderen como esperamos, creemos que la Fed continuaría realizando subidas de 75 p. b., que llevarían a los tipos a niveles parecidos a los cotizados actualmente por los mercados financieros. Por otro lado, en caso de que la inflación descendiera más rápidamente, en un contexto de fuerte enfriamiento de la demanda, la Fed podría acordar un ritmo de subidas menos agresivo.

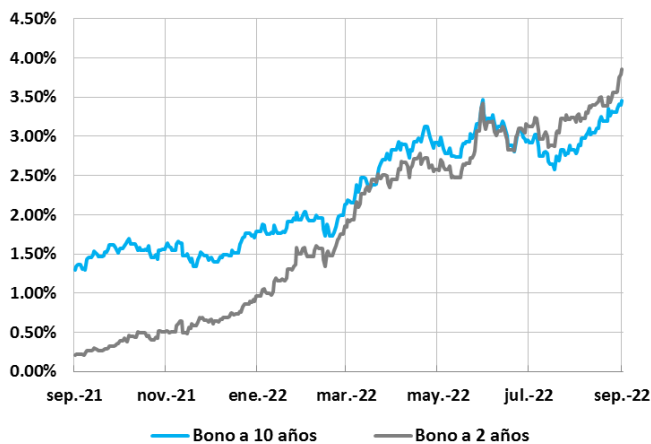
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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.

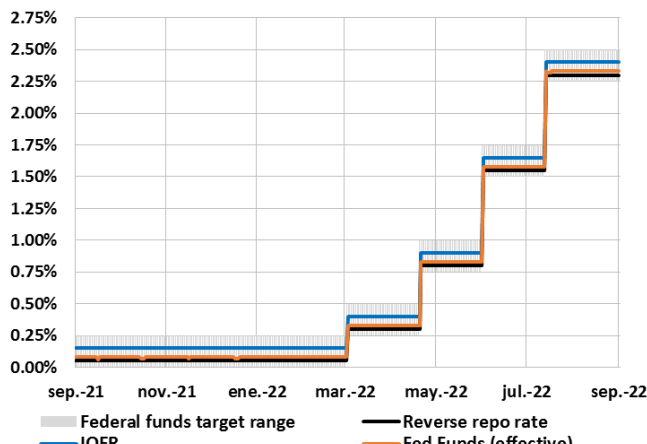
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



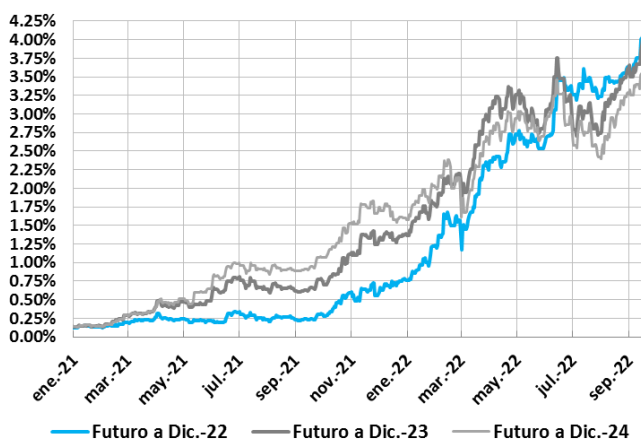
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



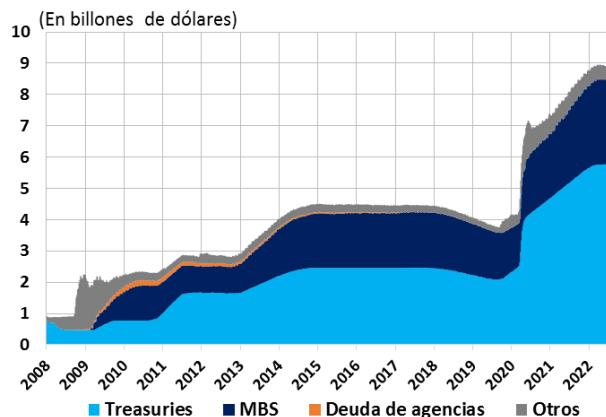
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



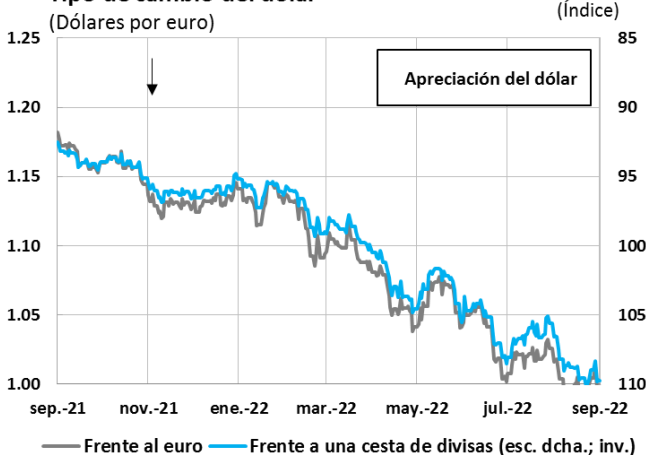
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



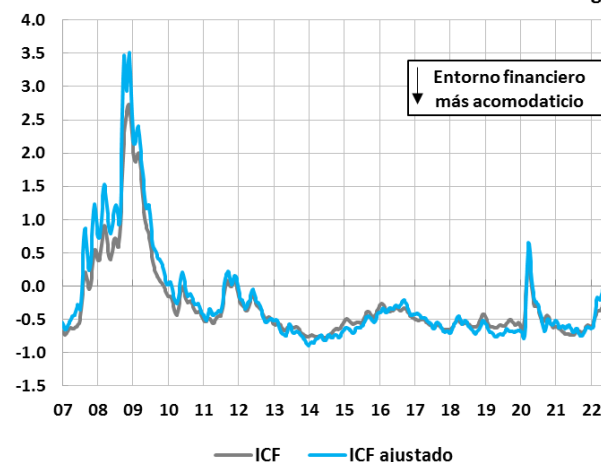
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

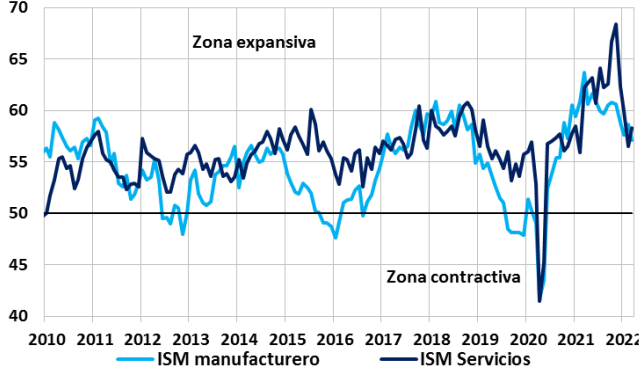
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

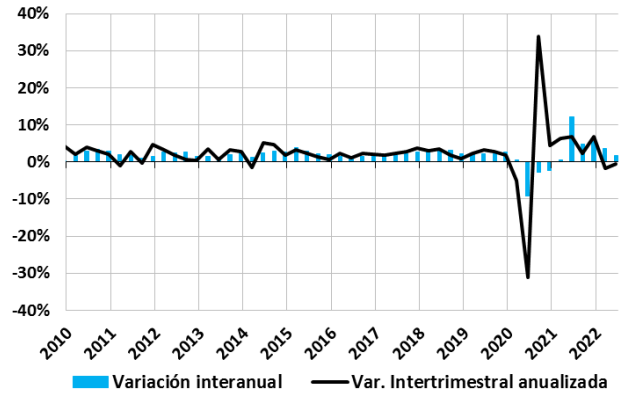
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial (índice)



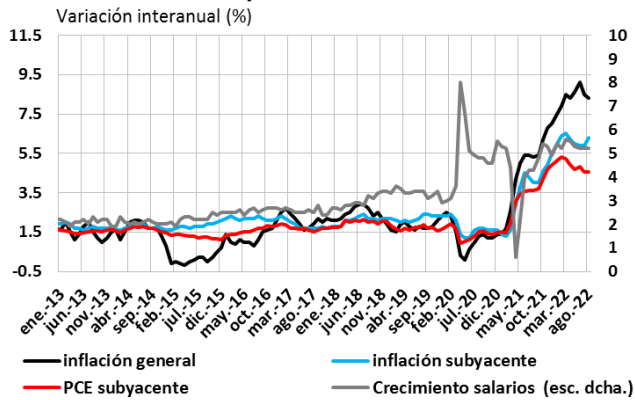
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



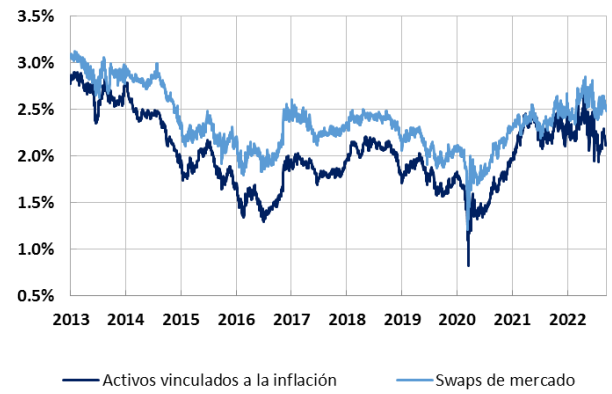
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

Previsiones a junio de 2022	2022	2023	2024	Largo plazo
Crecimiento del PIB	1,7 (2,8)	1,7 (2,2)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)
Tasa de desempleo	3,7 (3,5)	3,9 (3,5)	4,1 (3,6)	4,0 (4,0)
Inflación general	5,2 (4,3)	2,6 (2,7)	2,2 (2,3)	2,0 (2,0)
Inflación subyacente	4,3 (4,1)	2,7 (2,6)	2,3 (2,3)	-

Notas: Entre paréntesis mostramos las previsiones anteriores (marzo de 2022). Las cifras se refieren a la variación interanual (excepto la tasa de desempleo) del 4T de cada año.