

Nota Breve 07/12/2022

**Mercados financieros · La Fed reducirá una marcha el ritmo de subida de tipos****Reunión del 13 y 14 de diciembre de 2022: qué esperamos**

- En su reunión de la semana que viene creemos que la Fed subirá los tipos de interés en 50 p. b. hasta el intervalo 4,25%-4,50%. Tras cuatro subidas consecutivas de 75 p. b. entre junio y noviembre, el ritmo más agresivo desde 1980, juzgamos que el hecho de haber dejado atrás, posiblemente, el pico de la inflación, la tímida moderación del sobrecalentamiento del mercado laboral y que la política monetaria se encuentre claramente en el terreno restrictivo justifican unos aumentos de tipos menos agresivos. Con todo, la Fed insistirá en que la lucha contra la elevada inflación no ha terminado todavía y que para alcanzar la estabilidad en los precios serán necesarios más aumentos de los tipos en las siguientes reuniones.
- Además de las decisiones en los instrumentos de la política monetaria, también será relevante la actualización de las previsiones macroeconómicas y de las proyecciones de tipos (el gráfico del *dot plot*). En este último es probable que se observe un aumento en el punto de llegada de los tipos de interés en 2023 (desde 4,5%-4,75% en las últimas previsiones de septiembre), aunque con una elevada dispersión entre las opiniones de los miembros del FOMC. En cuanto a las previsiones de PIB e inflación para el año que viene, no esperamos grandes cambios respecto a lo mostrado en septiembre (1,2% y 2,8%, respectivamente) (véase la tabla de previsiones anexa).
- En los mercados financieros, además de la probable subida de 50 p. b. y los posibles cambios en el *dot plot*, los inversores seguirán de cerca el tono y los mensajes durante la rueda de prensa del presidente Jerome Powell. De este modo, el mantenimiento de una narrativa marcadamente *hawkish* podría propiciar un retroceso en las ganancias registradas en los activos de riesgo en las últimas semanas, así como una nueva apreciación del dólar frente a las principales monedas.

**Condiciones económicas y financieras recientes**

- La desaceleración económica de EE. UU. va cogiendo forma. Pese a que el dato del PIB en el 3T sorprendió al alza, con un aumento intertrimestral del 0,7% (2,9% anualizado), los datos más recientes de actividad están dando señales de un enfriamiento de la economía, si bien con algunos matices. En concreto, el ISM de manufacturas cayó por debajo de los 50 puntos en noviembre (consistente con las encuestas PMI), entrando así en el terreno contractivo después de 28 meses en el expansivo. En sentido opuesto, el ISM servicios sorprendió de forma positiva al mejorar en noviembre (56,5 desde 54,4). La nota positiva en estas encuestas empresariales se observa en los subcomponentes de precios, donde se puede ver una moderación de las presiones inflacionistas (por ejemplo, el componente de precios pagados del ISM se situó en noviembre en los 43 puntos).
- Asimismo, el mercado laboral está ofreciendo ligeras señales de distensión. Si bien la tasa de paro se mantiene en niveles muy bajos (3,7%), el ritmo de creación de empleo se está moderando. Así, se crearon 263.000 puestos de trabajo en noviembre, una cifra por debajo del promedio de 2022 (392.000), mientras que la ratio de vacantes por desempleado se situó en el 1,7 en octubre, moderándose desde un máximo histórico en el 2,0. Sin embargo, estos niveles son todavía elevados con respecto a lo habitual (el promedio de estos dos indicadores entre 2017 y 2019 era de 177.000 y 1,1, respectivamente).
- En cuanto a la inflación, el dato de octubre mantuvo la tendencia decreciente, aunque todavía muy lejos del objetivo del 2% de la Fed. En concreto, la inflación general descendió 0,5 p. p. hasta el 7,7%, un registro inferior al máximo alcanzado en junio (9,1%), mientras que la inflación subyacente también se moderó, aunque de forma más contenida (-0,3 p. p. hasta el 6,3%), todavía afectada por algunos componentes muy inerciales y con un peso elevado en la canasta, como es el de los alquileres. Asimismo, la inflación general y subyacente medida con el PCE, el índice favorito de la Fed, se situó en octubre en el 6,0% y 5,0%, respectivamente, algo por debajo de los máximos alcanzados en verano (7,0% y 5,4%).
- En los mercados financieros, los inversores se han mostrado muy sensibles a los mensajes de la Reserva Federal sobre las perspectivas de los tipos de interés, centrándose en tres temas: el ritmo de subidas de tipos, el punto de llegada y el inicio de las posibles bajadas. Así, con estos *drivers* en mente, ante la

publicación de cualquier dato económico relevante, las expectativas sobre la Fed se han ido ajustando y actualmente cotizan un total de 1 p. p. de subidas de tipos hasta el 1T 2023 y el inicio de un ciclo de bajadas en el último tramo del año. Este reajuste ha provocado un descenso notable de la rentabilidad de los *treasuries*, especialmente en el tramo largo (el tipo de interés sobre la deuda soberana a 10 años ha caído unos 50 p. b. desde inicios de noviembre frente a los 15 p. b. de la deuda a 2 años). El dólar, por su parte, se ha debilitado notablemente en las últimas semanas, cotizando, en su cruce con el euro, en torno a los 1,05.

### Mensajes recientes de la Fed

---

- En estas últimas semanas, diversos miembros han ofrecido su visión de la economía estadounidense y sus perspectivas sobre la inflación y los tipos de interés. En general, todos los miembros creen que es necesario continuar subiendo los tipos oficiales y que todavía es pronto para cantar victoria con el inicio de la moderación de la inflación. Sin embargo, existen algunos matices sobre el ritmo de las subidas y el punto de llegada. Por ejemplo, el presidente de la Reserva Federal de San Luis, James Bullard, explicó que los tipos de interés oficiales deberían situarse, como mínimo, en el intervalo 5,00%-5,25% en 2023 y mantenerse restrictivos por un cierto tiempo. Por otro lado, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, John Williams, no descartó la posibilidad de empezar a bajar los tipos de interés en 2024.
- Mary Daly, presidenta de la Reserva Federal de San Francisco, se mostró algo más *dovish* y explicó que la Fed deberá ser cautelosa en sus próximos aumentos de los tipos y tener en cuenta que: (i) el endurecimiento de las condiciones financieras ha sido más agresivo que lo sugerido únicamente por el aumento de los tipos de interés oficiales de la Fed y (ii) que, en la medida de lo posible, se debe evitar que la economía de EE. UU. entre en recesión. Por todo ello, Daly es partidaria de moderar el ritmo de subidas de tipos, algo que el presidente Jerome Powell confirmó que podría producirse «tan pronto como este diciembre» con una subida de 50 p. b.

### Perspectivas de la Fed a medio plazo

---

- Creemos que, para contener la inflación, la Fed subirá los tipos de interés en las reuniones de diciembre y enero para situarlos en el intervalo del 4,50%-4,75% a principios del año próximo. En nuestra opinión, la gradual mejora en los datos de inflación y la debilidad de los datos de actividad económica llevarán a la Fed a pausar el proceso de subidas de tipos, y, de esta forma, recalibrar el impacto que el conjunto de medidas anunciadas podría tener tanto en el mercado laboral como en los precios. 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 95.000 millones de dólares desde septiembre.
- En el mapa de riesgos, en caso de que los registros intermensuales de la inflación se desvíen de la tendencia bajista iniciada en julio, creemos que la Fed seguiría subiendo los tipos de interés más allá de enero e incluso mantener el ritmo de subidas actual. 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 subidas menos agresivas de tipos e incluso moderar el ritmo del *quantitative tightening*.

---

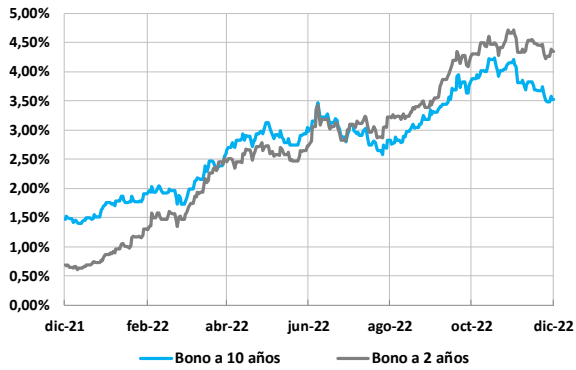
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### **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.

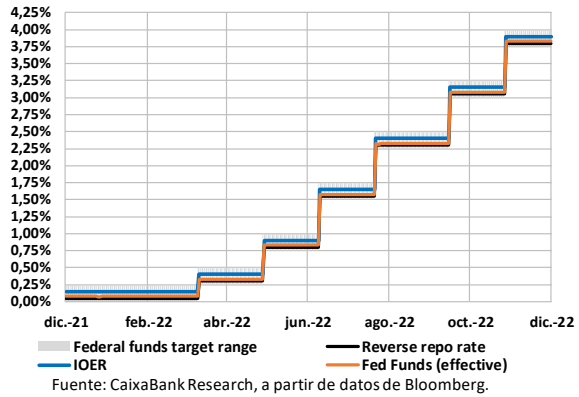
## Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



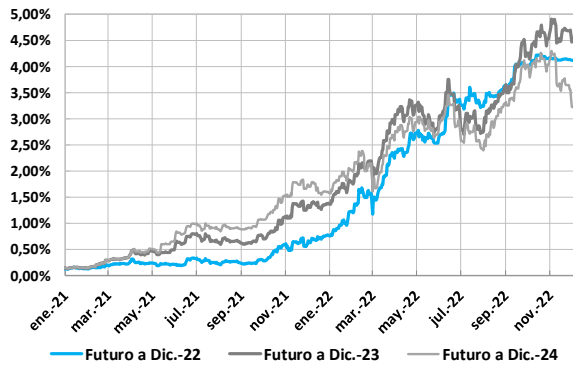
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



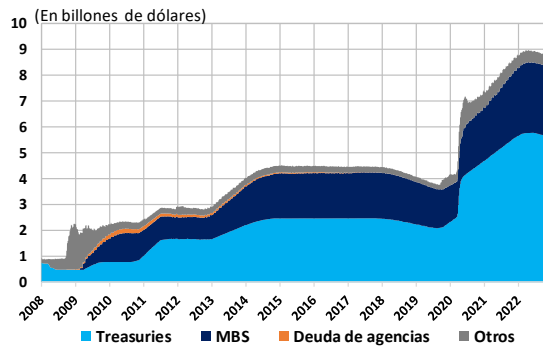
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



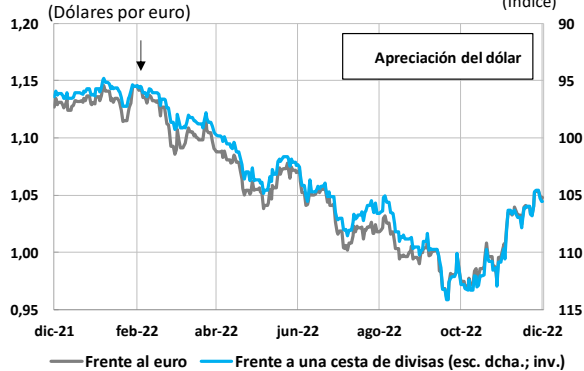
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



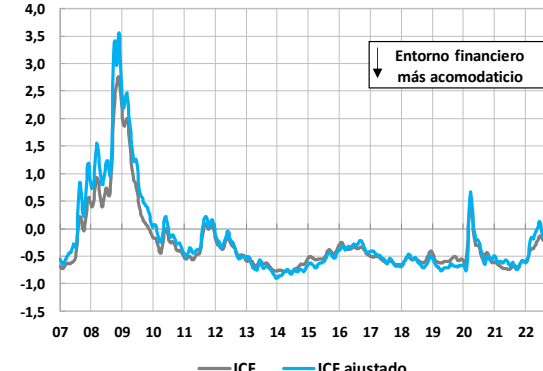
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



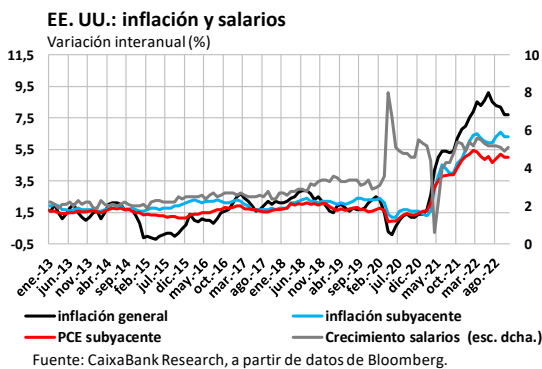
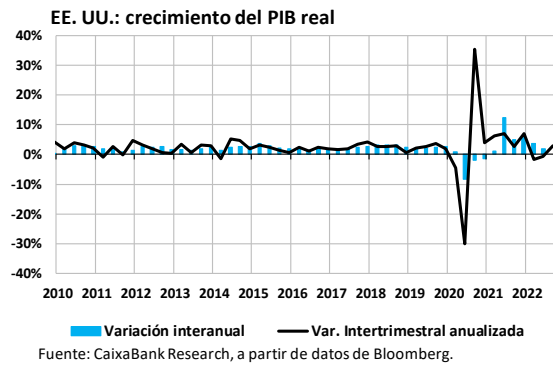
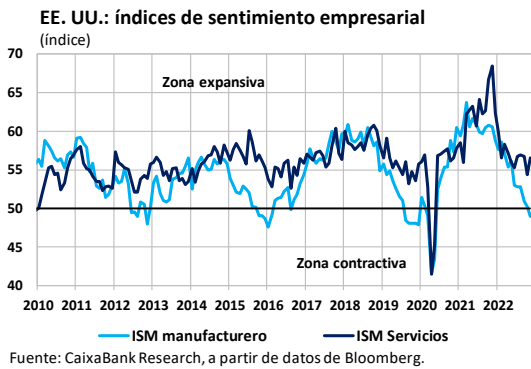
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

## Indicadores de condiciones económicas



Previsiones a septiembre	2022	2023	2024	2025	Largo plazo
Crecimiento del PIB	0,2 (1,7)	1,2 (1,7)	1,7 (1,9)	1,8	1,8 (1,8)
Tasa de desempleo	3,8 (3,7)	4,4 (3,9)	4,4 (4,1)	4,3	4,0 (4,0)
Inflación general	5,4 (5,2)	2,8 (2,6)	2,3 (2,2)	2,0	2,0 (2,0)
Inflación subyacente	4,5 (4,3)	3,1 (2,7)	2,3 (2,3)	2,1	-
Tipo de interés oficial	4,4 (3,4)	4,6 (3,8)	3,9 (3,4)	2,9	2,5 (2,5)

Notas: Entre paréntesis, previsiones a junio de 2022. PIB e inflación son variaciones interanuales respecto al 4T. Inflación se refiere a la PCE. La tasa de desempleo corresponde al promedio del 4T.