

Nota Breve 27/01/2023

Mercados financieros · ¿Está cerca el final de las subidas de tipos de la Fed?**Reunión del 31 de enero y 1 de febrero de 2023: qué esperamos**

- Creemos que en la reunión de la semana que viene, la Reserva Federal subirá los tipos de interés en 25 p. b. hasta el intervalo 4,50%-4,75%, la segunda reunión consecutiva en la que disminuiría el ritmo de subidas y apuntaría a que el ciclo alcista en los tipos oficiales está cercano a su fin. La moderación de la inflación, tanto general como subyacente, sugiere que ya se habría tocado techo en las presiones inflacionistas. Del mismo modo, las señales de enfriamiento de la economía son cada vez más palpables, al tiempo que diversos indicadores del mercado laboral ya apuntan a una ligera moderación desde los altos niveles de saturación observados en 2022.
- Con estos ingredientes en la coctelera, es probable que la Fed apunte a que, si las señales de moderación en los precios se mantienen, podría poner fin a las subidas de tipos en los próximos meses, aunque, al mismo tiempo, creemos que reforzará el mensaje de que será necesario mantener una política monetaria restrictiva por un buen periodo de tiempo. Si bien la inflación está ya en tendencia a la baja, queda todavía un largo viaje para alcanzar el objetivo del 2% habida cuenta de la elevada persistencia que están mostrando algunos componentes de la cesta de consumo como, sobre todo, en el sector servicios (con la vivienda, *shelter*, al frente).

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La economía de EE. UU. se está desacelerando.** Así lo muestran tanto los indicadores de sentimiento empresarial (por ejemplo, las encuestas PMI e ISM se sitúan en niveles compatibles con contracción en la actividad) como de los consumidores (el índice de perspectivas futuras del Conference Board está en niveles inferiores a los registrados durante la pandemia). Además, las ventas minoristas y la producción industrial cerraron 2022 con tasas intermensuales negativas. Así, no es de extrañar que el PIB de EE. UU. mostrase ayer en su publicación una desaceleración en el crecimiento (2,9% intertrimestral anualizado frente al 3,2% del trimestre anterior), que podría haber sido todavía mayor de no ser por el volátil componente de la variación de existencias. De hecho, al excluir esta partida, la demanda interna privada mostró signos de estancamiento, aupado por el retroceso en la inversión fija, en especial en el sector residencial (-26,7% intertrimestral anualizado). El consumo privado, por su parte, sigue siendo el principal motor de crecimiento de la economía de EE. UU., con un aumento del 2,1%, aunque es muy probable que en adelante estas tasas se moderen.
- **Donde las señales de desaceleración son menos visibles es en el mercado laboral,** pues la tasa de paro se mantiene en el mínimo histórico (3,5% en diciembre) y con 1,7 vacantes de empleo disponibles por cada persona desempleada (cuando el promedio histórico es inferior al 0,7). Ahora bien, el ritmo de creación de empleo se ha moderado (223.000 en diciembre) y se está acercando al promedio mensual observado entre 2015 y 2019 (191.000). Los aumentos salariales interanuales, por su parte, han empezado a descender y se sitúan ya por debajo del 5%, un nivel todavía elevado pero con una tendencia a la baja que los miembros de la Fed pueden interpretar como positiva de cara al cumplimiento del objetivo de inflación.
- **La inflación general, por su parte, acumula ya seis meses consecutivos de moderación, si bien se mantiene en cotas elevadas (6,5% interanual en diciembre).** Y no solamente esto, que sería esperable teniendo en cuenta los efectos base y la caída de los precios energéticos, si anualizamos el promedio de los últimos tres meses de la variación intermensual, obtendríamos una inflación general del 2% (del 3,2% en el caso de la inflación núcleo). Este simple ejercicio ofrece confianza a la Fed en la tendencia a la baja iniciada por la inflación, aunque todavía no asegura que el camino hasta llegar al objetivo del 2% vaya a ser rápido. De hecho, en nuestras previsiones, la inflación núcleo no alcanzaría el 2% hasta finales de 2024.
- En este contexto, **los mercados financieros están empezando a cotizar una política monetaria menos restrictiva** que anteriormente, por lo que las condiciones financieras en su conjunto se están volviendo

más acomodaticias. Esta relajación es visible en el tipo de interés a 10 años de la deuda soberana o en el tipo de interés de una hipoteca estándar a 30 años, que han caído, respectivamente, en 50 y 70 p. b. desde los máximos del 4T. Ello ha favorecido, además, un mayor apetito por el riesgo que se ha traducido en un *rally* en las bolsas, también beneficiadas por una campaña de resultados razonablemente positiva (S&P 500 y Nasdaq +6% y +10%, respectivamente, en lo que va de año). El dólar, por su parte, se ha debilitado un 1,5% en 2023 frente al euro y fluctúa alrededor del 1,08.

Mensajes recientes de la Fed

- En sus últimos comentarios, la mayoría de los miembros de la Reserva Federal se han mostrado favorables a subir los tipos de interés en 25 p. b., tras seis reuniones donde los incrementos han sido de 50 o 75 p. b. La excepción fue, una vez más, el presidente de la Reserva Federal de St. Louis, James Bullard, quien sugirió aumentarlos en 50 p. b. para llevarlos cuanto antes al nivel que considera necesario (al menos al 5%) para asegurar que la inflación vuelve al objetivo. Asimismo, la mayoría de los miembros coincidió en resaltar las noticias positivas en la caída de la inflación, si bien son conscientes de que todavía queda trabajo por hacer para devolverla al 2%.
- En cuanto a las perspectivas de crecimiento económico, algunas voces dentro del FOMC apuntan a que un *soft landing* de la economía, en el cual no se destruyan puestos de trabajo de forma masiva, es probable. Consideran que si bien la desaceleración económica conllevará un destensionamiento del mercado laboral (que ya se ha iniciado), hay un nivel de saturación tan elevado en la actualidad que el incremento en la tasa de paro podría ser relativamente pequeño.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Creemos que la Fed subirá los tipos de interés en las reuniones de febrero y marzo para situarlos en el intervalo del 4,75%-5,00%. 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 del 1T 2023. 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*.

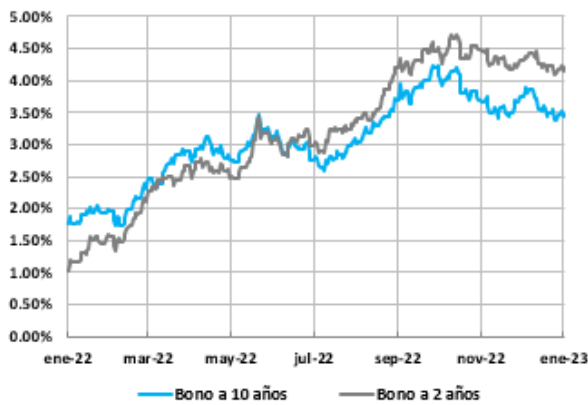
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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.

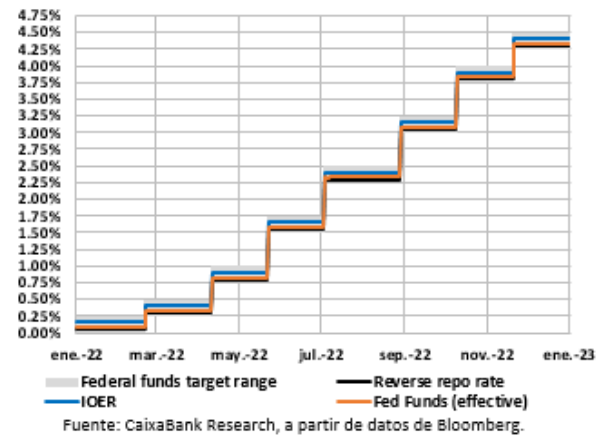
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



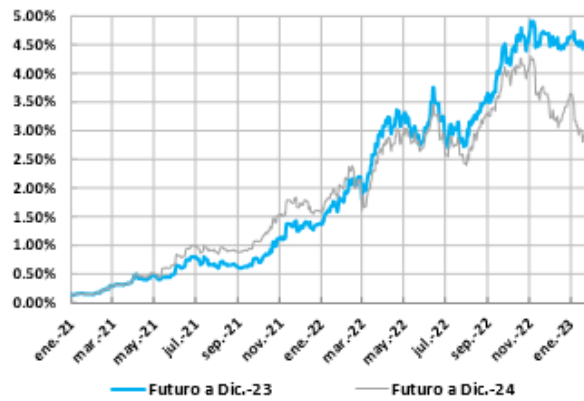
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



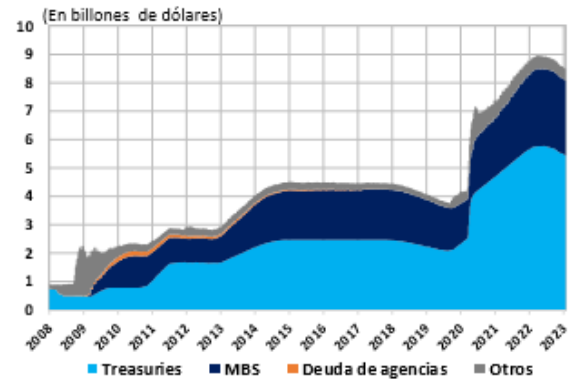
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



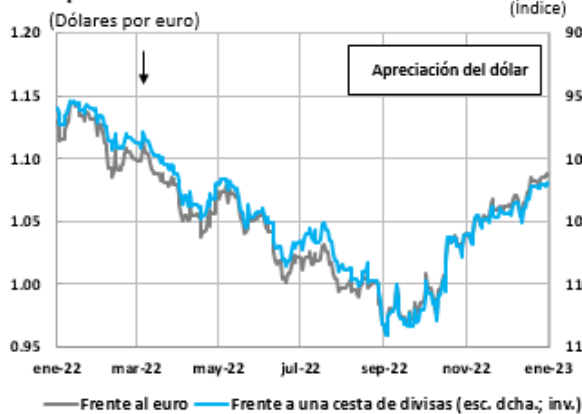
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



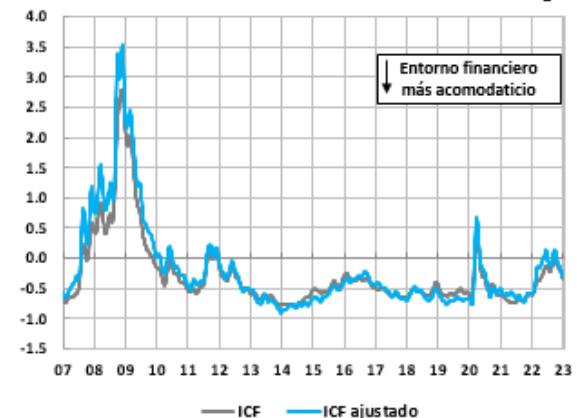
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



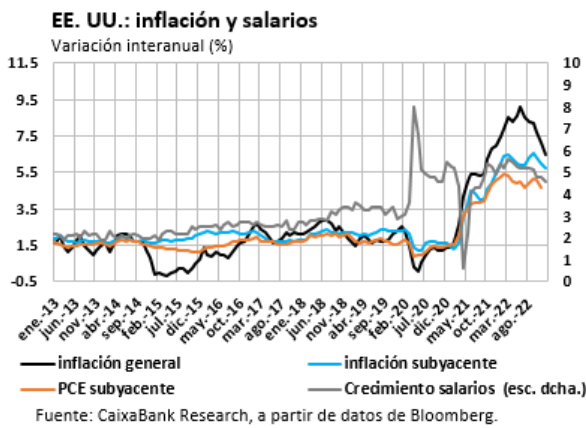
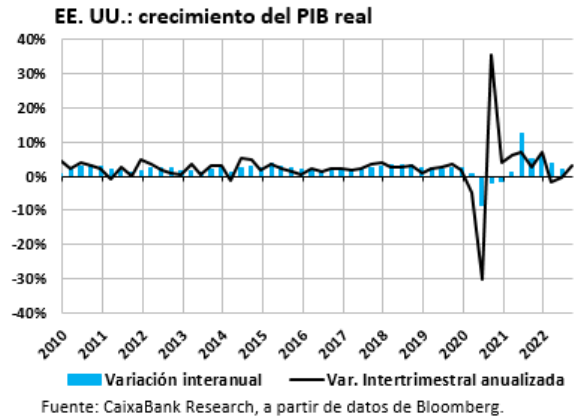
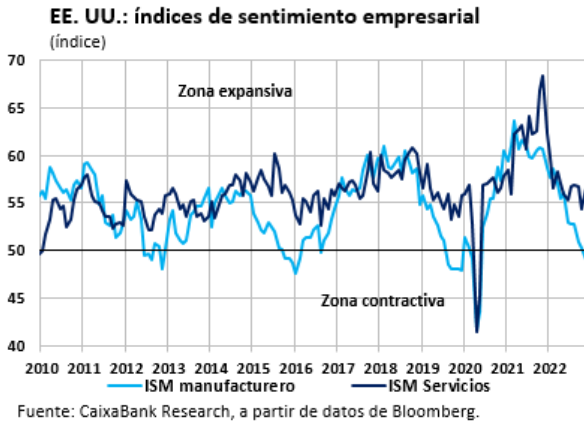
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones a septiembre 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.