

Observatorio Bancos Centrales · Reserva Federal

Nota Breve 27/04/2023

Mercados financieros · Se acerca el fin de las subidas de tipos de la Reserva Federal

Reunión del 2 y 3 de mayo de 2023: qué esperamos

- En la reunión de la semana que viene, pensamos que la Reserva Federal subirá los tipos de interés en 25 p. b. hasta el intervalo 5,00%-5,25%. La persistencia de las presiones inflacionistas subyacentes y la tensión en el mercado laboral, cuya gradual normalización es todavía muy incipiente, aconsejan seguir con las subidas de tipos pese a las turbulencias financieras iniciadas tras la caída de Silicon Valley Bank. Además, la actividad económica estadounidense sigue creciendo a un ritmo sólido: según el *Nowcasting* de la Reserva Federal de Atlanta, el PIB de EE. UU. (que se publica esta tarde) habría crecido en el 1T un 0,5% intertrimestral, un ritmo más que notable en un contexto de incertidumbre y endurecimiento monetario como el actual.
- Así, creemos que la Reserva Federal subirá los tipos de interés hasta el intervalo que indica ahora mismo el votante mediano (y moda) en el dot plot. Muy posiblemente, ante la poca visibilidad que hay sobre la inflación futura, la Fed no querrá comprometerse de cara a los siguientes movimientos y dejará las opciones abiertas para la reunión de junio, donde, además, deberá actualizar las previsiones macroeconómicas. En nuestra opinión, pese a no descartar alguna subida de tipos adicional más allá de mayo, pensamos que los tipos de interés por encima del 5% deberían ser suficientes para enfriar la economía y el mercado laboral y conseguir que la inflación prosiga la senda hacia el objetivo del 2%.

Condiciones económicas

- La economía de EE. UU. en el 1T se mostró más resiliente de lo esperado. Los PMI e ISM del sector servicios se situaron claramente por encima de los 50 puntos, en el terreno expansivo, mientras que los manufactureros se situaron algo por debajo de este umbral. Asimismo, los indicadores de confianza de los hogares se mantuvieron estables en niveles no muy boyantes, pero ligeramente superiores a los del 4T 2022. Estos datos, aunque no muestran una economía especialmente dinámica, sí que reflejan una mejora con respecto a las perspectivas que muchos analistas tenían para el arranque de año. De hecho, la previsión del *Nowcasting* de la Reserva Federal de Atlanta de un crecimiento del 0,5% intertrimestral en el 1T se sitúa claramente por encima de lo esperado a principios de trimestre, donde buena parte del consenso esperaba una contracción del PIB.
- La inflación subyacente sigue siendo elevada y, en términos interanuales, repuntó en marzo una décima hasta el 5,6%. En términos intermensuales se desaceleró ligeramente (del 0,5% al 0,4%), todavía en niveles elevados. Eso sí, hay algunos signos que sugieren que podríamos estar en los inicios de una senda desinflacionista: por ejemplo, el precio de los alquileres, con un peso de más del 30% de la cesta, se moderó ligeramente (desde el 0,8% al 0,6%) y podría indicar tentativamente las primeras señales del efecto en la cesta del IPC del enfriamiento del sector inmobiliario. Por otro lado, la inflación general prosiguió su tendencia a la baja gracias, mayoritariamente, a la moderación de los precios energéticos y se situó en el 5,0% interanual.
- En el tensionado mercado laboral también encontramos señales incipientes de desaceleración. La creación de empleo se moderó en marzo hasta los 236 mil nuevos empleos desde los 326 de febrero, alcanzando un ritmo más similar a los promedios históricos. Asimismo, la demanda de empleo, medida con las vacantes de empleo, cayó en más de 600 mil y la ratio de vacantes por persona desempleada descendió hasta el 1.7, un nivel todavía muy superior a la norma histórica pero inferior al 2 alcanzado a finales de 2022. Estas cifras nos muestran un mercado laboral todavía tensionado pero que está gradualmente normalizándose.

Condiciones financieras

 Desde la última reunión de la Reserva Federal, apenas unos días después de la caída del Silicon Valley Bank, las aguas se han ido calmando poco a poco en los mercados financieros. El indicador de volatilidad de la bolsa estadounidense (VIX) se situó en mínimos no vistos desde principios de 2022 y el S&P 500 y el Nasdaq han superado los niveles de principios de marzo. Donde estas turbulencias sí han dejado cicatrices algo más profundas es en:



Observatorio Bancos Centrales · Reserva Federal

- Las expectativas de tipos de interés: Mientras que los tipos implícitos en los mercados antes de la caída del SVB apuntaban a un *peak rate* del 5,75%, ahora este apenas alcanza el 5,25%. Además, ahora los mercados anticipan unos recortes de la Reserva Federal más agresivos que empezarían en la segunda mitad de 2023.
- Los tipos de interés soberanos, que reflejan ahora esta menor expectativa de los tipos de interés sobre la Reserva Federal. Así, por ejemplo, el tipo de interés del *Treasury* a 2 años descendió del 5% hasta en torno al 4%, una caída que apenas se ha corregido.
- Las cotizaciones bancarias: El sector bancario, sobre todo de la banca regional, está mostrándose más débil en bolsa debido a, por un lado, la expectativa de menores tipos de interés que anteriormente y, por el otro, las dudas que se han generado sobre los bancos pequeños y medianos, cuya exigencia regulatoria es más laxa que para los de mayor tamaño.
- Para monitorizar el estrés del mercado financiero, los inversores y analistas han puesto el foco en los indicadores de alta frecuencia del sector financiero, como los datos semanales de depósitos o volúmenes de crédito. Estos muestran cómo se ha producido un drenaje de los depósitos, especialmente en los bancos pequeños, hacia los mercados monetarios; así como una menor concesión de crédito, de nuevo más acusada en el caso de los bancos pequeños. Asimismo, el balance de la Reserva Federal muestra como las herramientas de liquidez desplegadas desde el 10 de marzo, cuyo coste es cercano al 5%, están siendo ampliamente utilizadas hasta día de hoy (unos 140.000 millones de dólares entre el Bank Term Funding Program y el Discount window y unos 170.000 destinados a instituciones intervenidas por el Fondo de garantía de depósitos).

Mensajes recientes de la Fed

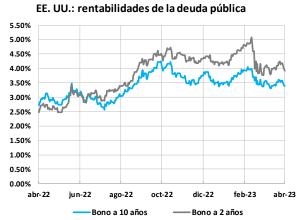
- Los mensajes de los miembros de la Reserva Federal en este período entre reuniones han sido bastante unánimes en destacar la necesidad de continuar endureciendo la política monetaria para contrarrestar una inflación que se encuentra por encima de lo deseado.
- Algunos miembros han destacado que estiman necesaria una sola subida más de los tipos de interés (ahora en mayo), mientras que otros prevén que será necesaria alguna más (por ejemplo, el presidente de la Reserva Federal de Saint Louis, James Bullard, desearía subir el tipo oficial hasta el intervalo 5,50%-5.75%).
- En cualquier caso, lo que parece generar consenso es que el ciclo de endurecimiento monetario estaría llegando a su fin y la siguiente pregunta es cuánto tardará la Fed en realizar la primera bajada en los tipos de interés.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

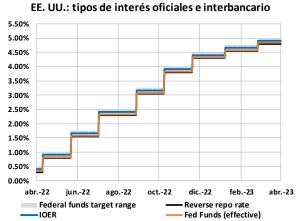
- Creemos que la Fed subirá los tipos de interés hasta el intervalo 5,00%-5,25%. Llegados a este punto, en nuestra opinión, la gradual mejora en los datos de inflación, la esperada moderación de los datos de actividad económica y las consideraciones de estabilidad financiera llevarán a la Fed a pausar el proceso de subidas de tipos, y, de esta forma, recalibrar el impacto que el conjunto de medidas realizadas podría tener tanto en el mercado laboral como en los precios. Por otro lado, la Fed viene reduciendo su balance desde el pasado junio, no reinvirtiendo los activos a su vencimiento con un límite mensual de 95.000 millones de dólares desde septiembre.
- Creemos que la Reserva Federal podría comenzar a reducir, gradualmente los tipos de interés entre finales de este año y principios del siguiente. En los niveles que se encuentran ahora mismo los tipos de interés, y pese a estos posibles recortes, la política monetaria continuaría siendo restrictiva durante todo 2024 al estar los tipos de interés por encima del 3%.
- En el mapa de riesgos, en caso de que los registros intermensuales de la inflación se desvíen de la tendencia bajista iniciada en julio de 2022, creemos que la Fed podría seguir subiendo los tipos de interés en las siguientes reuniones. Por otro lado, en caso de que la inflación descendiera más rápidamente en un contexto de fuerte enfriamiento de la demanda, o si se rebrotase la inestabilidad financiera, la Fed podría moderar el ritmo de su reducción de balance (quantitative tightening) e incluso iniciar el proceso de recortes en los tipos de interés este mismo 2023.



Indicadores de condiciones financieras



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



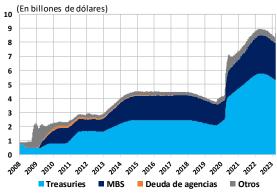
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)

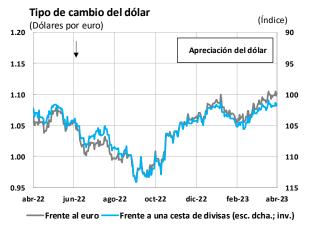


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

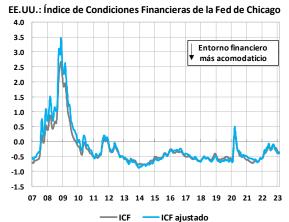
Composición del balance de la Reserva Federal



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



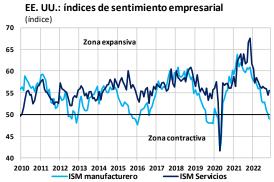
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.



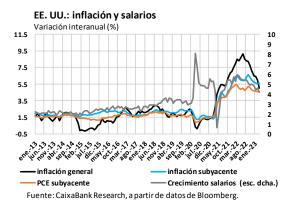
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

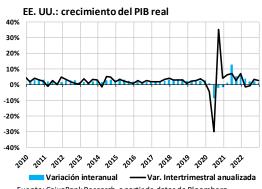


Indicadores de condiciones económicas



 $Fuente: {\tt CaixaBank\,Research, a\,partir\,de\,datos\,de\,Bloomberg}.$





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



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

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones a diciembre 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.

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.

www.caixabankresearch.com 27/04/2023