

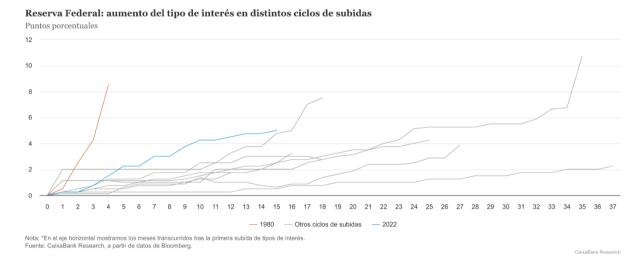
Observatorio Bancos Centrales · Reserva Federal

Nota Breve 08/06/2023

Mercados financieros · La Fed pausará en junio, pero ¿es el fin del ciclo de subidas de tipos?

Reunión del 13 y 14 de junio de 2023: qué esperamos

• En la reunión de la semana que viene, pensamos que la Reserva Federal dejará sin cambios los tipos de interés en el rango 5,00%-5,25%, tras haberlos subido en 5 p. p. en algo más de un año, la subida de tipos más agresiva desde el año 1980. Pese a que la inflación sigue en cotas elevadas, arroja señales de desaceleración y las turbulencias en el sector financiero del mes de marzo e, incluso, algunas señales de normalización del mercado laboral, sugieren en conjunto que la Fed podría pausar la subida de tipos. Esto le daría además margen para comprobar como el mencionado ciclo de subidas se acaba de filtrar al conjunto de la economía.



Esta intención de pausar las subidas de tipos de interés ha sido expresada por diversos miembros del FOMC, si bien en ningún caso han quitado de la mesa la posibilidad de realizar más incrementos en las reuniones de julio o posteriores. De hecho, hoy los mercados financieros están cotizando que, tras la pausa de junio, la Fed subiría los tipos de interés un escalón más (hasta el rango 5,25%-5,50%) en julio para bajarlo de nuevo a finales de año. Tras la reunión, la Fed publicará su cuadro macroeconómico y el dot plot, donde se podrá ver cuál es escenario sobre crecimiento económico que contemplan los miembros del FOMC y qué política monetaria estiman que será necesaria para volver a situar la inflación en el objetivo del 2%.

Condiciones económicas

- La economía de EE. UU. se muestra, por el momento, resiliente al entorno de elevados tipos de interés. En el primer trimestre de 2023 el crecimiento del PIB se desaceleró (0,3% intertrimestral tras un 0,6% en el 4T) a causa de una contribución negativa de la variación de existencias, un componente que no es especialmente hábil para describir el pulso de la actividad económica. No obstante, la aceleración del consumo privado, principal motor de la economía estadounidense, desde el 0,3% del 4T hasta el 0,9%; y el hecho de que la inversión sufriera su menor caída en cuatro trimestres, subrayan el dinamismo de la actividad económica.
- En el 2T esta resiliencia podría continuar, tal y como sugieren los indicadores de sentimiento económico tanto de hogares como de empresas. Las encuestas del ISM, por ejemplo, se deterioraron en mayo con respecto al promedio del primer trimestre, aunque para el sector servicios se mantienen en nivel expansivo, por encima de los 50 puntos. Por el contrario, la industria manufacturera acumula ya 7 meses por debajo de ese umbral. Ante esta situación el Nowcasting de la Reserva Federal de Atlanta apunta a que el crecimiento del PIB en el 2T se situaría alrededor del 0,5% intertrimestral, un ritmo de avance robusto. Sin embargo, de cara a los siguientes trimestres se espera que haya una desaceleración más



Observatorio Bancos Centrales · Reserva Federal

pronunciada de la actividad económica, fruto del entorno de mayores tipos de interés y de un agotamiento del ahorro embalsado durante la pandemia.

- Este menor ritmo de crecimiento se debería trasladar al mercado laboral, que ya muestra señales de normalización tras un 2022 en que estuvo especialmente tensionado. El último informe de empleo, publicado el pasado viernes ofreció señales mixtas: mientras que la encuesta de hogares mostró como en mayo 318.000 personas perdieron su puesto de trabajo y la tasa de desempleo aumentaba desde el 3,4% hasta el 3,7%, según la encuesta a las empresas se crearon cerca de 340.000 puestos de trabajo en el mismo mes. La divergencia podría explicarse por una destrucción de empleo entre los autónomos, o por un trasvase del autoempleo al empleo asalariado, aunque lo cierto es que ambas encuestas acumulan una divergencia significativa desde hace un año.
- En este contexto, la inflación está moderándose y acumula ya 10 meses consecutivos de caídas. Esta tendencia se explica no solo por los menores precios energéticos y el desatasco de los cuellos de botella de las cadenas de valor globales, sino también por presiones desinflacionistas domésticas. El componente de la vivienda, que incluye principalmente alquileres, pesa más de un 40% de la cesta núcleo y suele exhibir un comportamiento muy inercial, ha pasado de aumentar un 0,8% intermensual en febrero a un 0,6% en marzo y un 0,4% en abril. De forma similar, la inflación intermensual de los servicios excluyendo vivienda, un indicador seguido muy de cerca por la Reserva Federal, se ha moderado desde el 0,52% intermensual promediado en 2022 hasta el 0,27% registrado en abril.

Condiciones financieras

- Tras las turbulencias financieras de marzo, con la caída de Silicon Valley Bank como evento más visible, la situación se ha ido paulatinamente estabilizando: se han frenado las salidas de depósitos tanto de los bancos pequeños como los grandes y las cotizaciones de los bancos regionales han rebotado en el último mes aunque, eso sí, aún arrastran una pérdida de valor en torno al 25% respecto a su valor a principios de marzo. Ante esta estabilización, esperamos que el entorno de elevados tipos de interés se mantendrá durante bastante tiempo, lo que puede poner de manifiesto algunas otras vulnerabilidades del sector financiero (como por ejemplo el sector inmobiliario comercial, que ya ha registrado caídas en su valoración y sobre el cual la banca pequeña y regional estadounidense tiene una elevada exposición).
- Por otro lado, otro de los riesgos que centró la atención de los mercados financieros en el último mes, el techo de deuda del Tesoro de EE. UU., finalmente se resolvió con un acuerdo político. El Congreso de los EE. UU. aprobó la suspensión del techo de deuda hasta enero de 2025 y evitó así el cierre del gobierno o el impago de la deuda soberana, cuyas consecuencias económicas y financieras hubieran sido imprevisibles. Con todo, hay estimaciones que apuntan a que el Tesoro deberá emitir elevadas cantidades de bonos en los próximos meses para poder deshacer parte de las medidas excepcionales llevadas a cabo desde enero para evitar sobrepasar el límite de deuda, lo que podría ejercer presión al alza en los tipos de interés soberanos, sobre todo en el mercado primario.
- En este contexto, desde la reunión del 3 de mayo de la Fed, los mercados financieros han ido revisando sus expectativas de los tipos de interés oficiales al alza. Así, mientras que tras la reunión de mayo se puso en precio el final de las subidas de tipos y un total de 75 p. b. de bajadas en 2023, a día de hoy los inversores esperan que haya todavía una subida de tipos adicional, en julio, y que el proceso de bajadas se inicie en diciembre, cerrando el año con los tipos de interés en el rango 5,00%-5,25% actual.



Observatorio Bancos Centrales · Reserva Federal

Mensajes recientes de la Fed

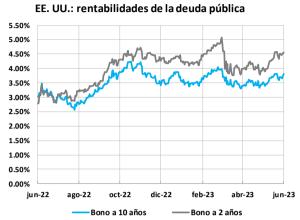
- En este período entre reuniones, los discursos de la mayoría de los miembros del FOMC ha sido coherente con pausar las subidas de tipos en junio, para así poder obtener más información sobre como la economía está absorbiendo las turbulencias financieras y las subidas de tipos acumuladas. Sin embargo, no son pocos los miembros que han dicho que esta pausa no implica, necesariamente, el final del ciclo de subidas de tipos, pues todavía existe mucha incertidumbre sobre la senda que seguirá la inflación en los próximos meses.
- Por ejemplo, el presidente Jerome Powell fue explícito al decir que tras los 5 p. p. de subidas de tipos en poco más de un año, los riegos de continuar subiéndolos frente a los de no subirlos más están balanceados. Sin embargo, continuó apuntando a que el retorno de la inflación al 2% está siendo gradual y requiere una política monetaria restrictiva. Por otro lado, Mary Daly, presidenta a de la Reserva Federal de San Francisco, se mostró algo más cauta al apuntar que las decisiones de política monetaria se deben tomar reunión a reunión y que existen riesgos en endurecer excesivamente la política monetaria.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Creemos que la Fed habría alcanzado ya el pico en las subidas de tipos de interés y los va a mantener en el intervalo 5,00%-5,25% en las siguientes reuniones. Con la presencia de presiones desinflacionistas; con el mercado laboral ofreciendo señales mixtas, pero apuntando a una normalización; y con el esperado enfriamiento de la actividad económica en la segunda mitad de año; pensamos que la Fed puede permitirse ser prudente y observar como la agresiva subida de tipos realizada desde marzo 2022 se acaba de filtrar en la economía. Una vez se observen trimestres de crecimiento por debajo de potencial en la segunda mitad de año, pensamos que la Fed iniciará una gradual bajada de tipos en diciembre de este mismo año.
- Dicho esto, existe el riesgo de que en este contexto de pausa en la política monetaria (con el *quantitative tightening* en piloto automático de fondo) la tendencia a la baja de la inflación sea más gradual de lo esperado o que el mercado laboral no siga con la tendencia a normalizarse. En tal caso, no descartamos que se observen más subidas de tipos de interés en los próximos meses, pudiendo ser tan pronto como en la reunión de julio, tal y como apuntan los implícitos de mercado.
- 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 e incluso iniciar el proceso de recortes en los tipos de interés antes de diciembre.



Indicadores de condiciones financieras



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

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario 6.00% 5.50% 5.00% 4.50% 4.00% 3.50% 3.00% 2.50% 2.00% 1.50% 1.00% 0.50% 0.00% jun.-22 ago.-22 oct.-22 feb.-23 abr.-23 Federal funds target range Reverse repo rate Fed Funds (effective) -IOER

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

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)

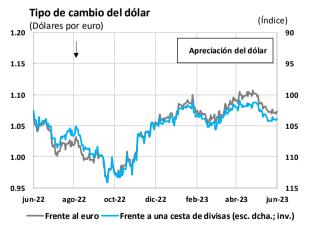


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

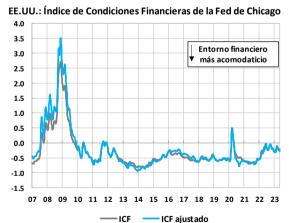
Composición del balance de la Reserva Federal



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.

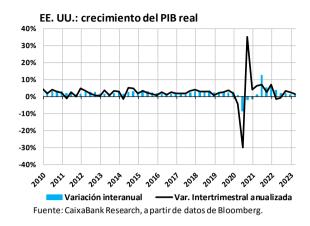
www.caixabankresearch.com 08/06/2023

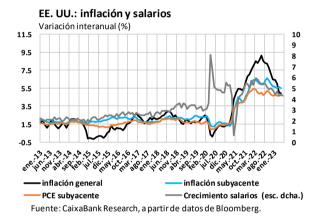


Indicadores de condiciones económicas



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





0%	Nu.							- Aa
5%	M	A		M	MANA		Jul.	ALM'S
0%	, h	M	W		MM	AWN.	J 19	Man M
5%		7	W	, ,		ישי	<i>y</i>	
0%			· •				•	
5%								
	014 20	015 2	016 2	017 2	018 20	019 2020	2021	2022

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 08/06/2023