

Nota Breve 15/06/2023

Mercados financieros · La Fed le da al *pause* y dice que no al *stop*

Principales mensajes y valoración

- La Reserva Federal no subió los tipos de interés en su reunión de junio, tras 10 reuniones consecutivas haciéndolo, y tal y como esperaban los inversores. Mantuvo el intervalo objetivo en el rango 5,00%-5,25% y explicó que pausando la subida de tipos de interés podrían valorar mejor cómo la economía termina de absorber el agresivo endurecimiento monetario realizado hasta la fecha. No obstante, pese a que en el comunicado no hay una referencia explícita sobre qué dirección tomarán los tipos de interés en el futuro, el *dot plot* publicado y las declaraciones posteriores del presidente Jerome Powell muestran que casi todos los miembros del FOMC son partidarios de realizar más subidas de tipos en lo que resta de año.
- En concreto, según se observa en el *dot plot*, la mayoría de los miembros estiman que se deberán subir los tipos todavía en 0,5 p. p. hasta el intervalo 5,50%-5,75%. Pese a que la inflación está mostrando una clara tendencia a la baja, la resiliencia de la actividad económica y del mercado laboral, junto con la gradualidad con la que la inflación está moderándose, anima a los miembros de la Fed a anticipar más subidas de tipos. De hecho, la actualización del cuadro de previsiones muestra para el 4T 2023 no solo unos mayores tipos de interés, sino también una inflación algo más elevada (3,9%), una menor tasa de paro (4,1%) y un mayor ritmo de crecimiento económico (1,0%), una tasa, no obstante, aún inferior al crecimiento potencial de EE. UU.
- Con todo, la reunión de ayer torna menos probable nuestra expectativa de que la Reserva Federal habría finalizado su ciclo de subidas de tipos en mayo. Las declaraciones de Powell apuntan a que en julio podríamos ver alguna subida más en los tipos de interés, en función de los datos económicos que se vayan conociendo. En estas seis semanas hasta la siguiente reunión, los datos de mayor relevancia que se publicarán serán los de empleo e inflación de junio. Aunque pensamos que ambos continuarán en la senda de normalización iniciada ya hace meses, es probable que no sea suficiente como para que 16 de los 18 miembros del FOMC cambien su opinión sobre la senda de tipos de interés necesaria para volver la inflación al 2%.

Entorno macroeconómico y financiero

- La valoración del escenario económico por parte de la Fed no fue muy distinta a la de la reunión anterior. Continúan observando una economía que se desacelera y que crece a un ritmo modesto, lastrada, sobre todo, por aquellos sectores más sensibles a las subidas de los tipos de interés (como el sector inmobiliario). En sus perspectivas para los próximos trimestres, la Fed estima que habrá dos años de crecimiento por debajo del potencial, tal y como se puede observar en la actualización del cuadro macroeconómico, aunque no necesariamente una recesión como sí preveían anteriormente.

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones de marzo de 2023. PIB e inflación son variaciones interanuales respecto al 4T. Inflación se refiere a la PCE. La tasa de desempleo corresponde al promedio del 4T.

- Esta revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB es correlativa con una tasa de desempleo prevista para 2023 inferior a la que se anticipaba en marzo, dado que el mercado laboral continúa estando todavía muy tensionado. Powell explicó que hay señales de normalización del mercado laboral (como un menor crecimiento salarial, menos vacantes de trabajo o un aumento de la tasa de participación laboral), pero que son todavía modestas, y aún queda margen de distensión.
- En cuanto a la inflación, la Fed considera que todavía es muy elevada y la velocidad con la que está descendiendo no es suficiente. Aunque aprecian presiones desinflacionistas en la mayoría de los componentes de la cesta de consumo, estas son más graduales de lo que esperaban, y con los riesgos sesgados al alza. En este sentido, Powell expresó que desde la segunda mitad de 2021 las proyecciones de inflación de la Fed y de la mayoría de los analistas habían errado a la baja, por lo que prefería no cantar victoria antes de tiempo.

Política monetaria

- En este contexto, la Fed no modificó los tipos de interés y, aunque en el comunicado no se expresa ninguna intención en concreto de cara a las siguientes reuniones, la mayoría de los miembros estiman que será necesario subirlos algo más en lo que resta de año. En la rueda de prensa, Powell explicó que la pausa tomada en la reunión de ayer era coherente con un nuevo cambio en la **velocidad** de las subidas de tipos, que en adelante podría ser de 25 en 25 p. b. en reuniones alternas (recordemos que la Fed había subido los tipos de 75 en 75 p. b. por reunión, luego de 50 en 50 y más recientemente de 25 en 25). En ningún momento Powell expresó su convencimiento respecto a que el **nivel** actual de los tipos sea el adecuado para volver la inflación al 2%, aunque considerando que este nivel debe estar muy cerca, tiene sentido aminorar el ritmo de las subidas. Lo que sí parece obvio es que el entorno de elevados tipos de interés se mantendrá bastante **tiempo**: aunque podamos ver bajadas de tipos ya en diciembre de este año, a finales de 2024 la Fed proyecta que estos se situarán todavía alrededor del 4,5%.
- Esta comunicación más bien *hawkish* contrasta con la valoración que Powell hizo sobre el endurecimiento de la política monetaria realizado hasta la fecha. Las subidas de tipos de los últimos 15 meses han sido agresivas y todavía no se han acabado de filtrar a la economía, pues la política monetaria impacta sobre la actividad con rezago. Además, en la Fed han observado también un endurecimiento de las condiciones de crédito, que van a afectar sin duda al crecimiento, al mercado laboral y a la inflación.
- Calibrar correctamente las subidas de tipos necesarias para que el enfriamiento de la economía y el mercado laboral lleven a la inflación al 2% sin provocar una recesión no es fácil. Pero a juzgar por el *dot plot* y las declaraciones de Powell, la Fed parece favorable a errar por el lado de pasarse de frenada que no de quedarse corta (*doing too much vs. doing too little*). Dicho esto, y como siempre que se publica el *dot plot*, Powell explicó que este documento no es un compromiso de los miembros de la Fed sobre las siguientes reuniones, sino una agregación de las proyecciones individuales de los miembros realizadas la semana antes de la reunión.

Reacción de los mercados

- Los inversores reaccionaron con cautela ante una pausa de la Fed ampliamente descontada ya en el mercado y ni el nuevo *dot plot* ni el tono más *hawkish* de los miembros del FOMC respecto a nuevas subidas de tipos en lo que queda de año tuvieron un fuerte impacto en el mercado. Así, la rentabilidad de la deuda soberana se mantuvo prácticamente plana (la referencia a 2 años repuntó 2 p. b., mientras que la referencia a 10 años caía otros 2 p. b.). El dólar tampoco se apreció pese a las mayores expectativas de tipos, sino que se depreció en torno a un 0,3% frente a sus principales pares. En cuanto a la bolsa, los principales índices mostraron un comportamiento mixto, con el S&P cerrando prácticamente plano (avanzó un 0,1%) y el Dow Jones cayendo un 0,7%. El índice Nasdaq, particularmente sensible a las subidas de tipos de interés, avanzó un 0,4%.

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.