Nota Breve 20/07/2023

Mercados financieros · ¿Cómo afronta la Fed el tramo final del ciclo de subidas?

Reunión del 25 y 26 de julio 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 objetivo 5,25%-5,50%. Tras haber pausado el ciclo de subidas en junio, la Fed comunicó la intención de realizar todavía dos incrementos adicionales en lo que resta de año, aunque a un ritmo más gradual. Esta menor velocidad sería coherente con ajustes al alza en reuniones alternas (por ejemplo, julio y noviembre), siempre y cuando la evolución de los datos económicos lo permita.
- Estos datos por el momento animan a la Fed a subir algo más los tipos de interés:
    - Pese al descenso de la **inflación** en los últimos meses, la inflación núcleo se sitúa todavía en el 4,8% y hay incertidumbre sobre la velocidad a la cual podría seguir moderándose.
    - El **mercado laboral** sigue mostrándose muy tensionado. A pesar de algunos signos de normalización, la oferta y demanda de empleo siguen estando desequilibradas.
    - La **actividad económica** se muestra inusualmente resistente a los elevados tipos de interés.
    - Las **turbulencias financieras** desatadas tras la caída del Silicon Valley Bank se han atenuado.
- Con todo, más allá de si la Fed realizará 25 p. b. o 50 p. b. adicionales de subidas, el escenario más probable es que el entorno de elevados tipos de interés se mantendrá durante bastante tiempo todavía, una narrativa que probablemente será reiterada por el presidente Jerome Powell la próxima semana. Los mercados financieros se han ido ajustado a este escenario de «tipos más altos por más tiempo». Y es que, incluso teniendo en cuenta que la Fed podría iniciar las bajadas de los tipos de interés a principios de 2024, los mercados financieros esperan que los tipos de interés de la Fed se sitúen en el 3,75%-4,00% en diciembre de 2024, un nivel todavía restrictivo.

Condiciones económicas

- **La economía de EE. UU. se muestra, por el momento, resiliente al entorno de elevados tipos de interés**. Los indicadores que hemos conocido a lo largo del 2T 2023 reflejan una economía que se desacelera pero que se mantiene claramente en expansión. Por ejemplo, el PMI compuesto cayó 0,9 puntos en junio hasta los 53,2, aunque con clara divergencia entre sectores: mientras que el índice de servicios se emplaza en 54,4, el de manufacturas se situó por debajo de los 50 puntos por quinta vez en lo que va de año, coherente con caídas en la actividad. Otra muestra de esta debilidad del sector manufacturero es la producción industrial, que en junio encadenó el segundo mes consecutivo con una caída intermensual del 0,5%. La confianza de los consumidores, por su parte, se sitúa en niveles elevados (el índice del *Conference Board* se sitúa en el nivel más elevado desde enero de 2022) y las ventas minoristas aumentaron un 0,2% intermensual en junio (+0,5% en mayo). En esta línea, en el 2T 2023 se espera que el crecimiento del PIB sea cercano al 0,5%, según el modelo de *Nowcasting* de la Reserva Federal de Atlanta, muy similar al 0,6% del trimestre anterior.
- **Este buen desempeño del consumo privado está apoyado por un mercado laboral que sigue muy tensionado, aunque con algunos signos de normalización**. En junio, la creación de empleo se moderó hasta los 209.000 nuevos puestos de trabajo, desde los 292.000 mensuales promediados en 2023, pero todavía en niveles algo por encima de lo que sería habitual en esta fase del ciclo económico. En una línea similar, la ratio de vacantes por desempleado ha descendido hasta el 1,6 desde máximos del 2,0 en enero, pero lejos todavía del 0,67 promediado históricamente. Los salarios, por su parte, están aumentando a un ritmo superior al 4% y la tasa de desempleo se mantiene muy cerca de los mínimos registrados en este ciclo (3,6% en junio).
- En este contexto, **la inflación está moderándose** (**3,0% interanual en junio)** y acumula ya 12 meses consecutivos de caídas. Esta tendencia se explica no solo por los menores precios energéticos y los efectos base, sino también por señales de presiones desinflacionistas domésticas. El componente de la vivienda (*shelter*), que 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 0,4% en junio. Este ritmo de crecimiento sigue siendo elevado (anualizado sería cercano al 5% interanual), si bien indicadores

avanzados de precios de alquileres apuntan a que en los siguientes meses esta tendencia a la baja debería proseguir. Asimismo, la inflación de los servicios que excluye *shelter*, un indicador monitorizado muy de cerca por la Fed, se encuentra en niveles consistentes con el objetivo del 2%.

Condiciones financieras

- **Las turbulencias desatadas tras la caída del Silicon Valley Bank se han calmado**: las cotizaciones bursátiles de los bancos regionales han dejado de caer (de hecho, han recuperado un 27% de su valor desde los mínimos registrados en mayo) y las salidas de depósitos de los bancos, de cualquier tamaño, han cesado. Así, las expectativas de los mercados financieros sobre los tipos de interés de la Reserva Federal han recuperado los niveles previos a esas turbulencias y vuelven a cotizar unos niveles superiores al 5,25% para diciembre de 2023.
- Sin embargo, de cara al 2024, los últimos datos económicos publicados han permitido cierto ajuste a la baja en las expectativas de los mercados financieros sobre los tipos de interés en 2024 (3,75%-4,00% en diciembre). La esperanza de que el fin del ciclo de subidas está cerca, junto a un arranque positivo de la campaña de publicación de resultados, ha favorecido un mayor apetito por el riesgo entre los inversores, lo que se ha traducido en aumentos generalizados en los índices bursátiles.

Mensajes recientes de la Fed

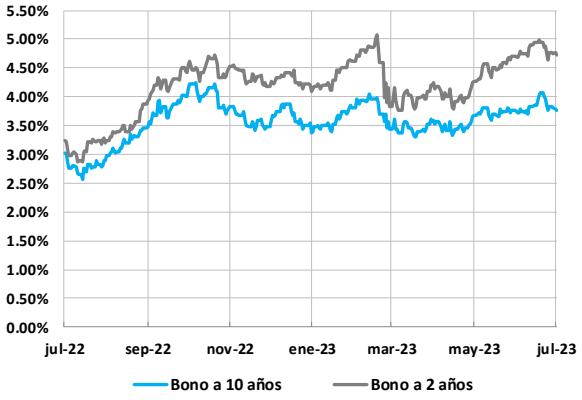
- En este periodo entre reuniones, los miembros de la Fed han mantenido un discurso bastante uniforme sobre el rumbo que debe tomar la política monetaria. En general, **existe un consenso entre los miembros del FOMC en realizar dos subidas más en los tipos de interés en lo que resta de año**, tal y como señala el votante mediano del *dot plot* publicado en junio. Por ejemplo, Mary C. Daly, presidenta de la Reserva Federal de San Francisco y uno de los miembros más *dovish* del FOMC, apoyó esta perspectiva. Explicó que el menor ritmo de las subidas en adelante (por ejemplo, con subidas de tipos en reuniones alternas) permitiría a la Reserva Federal adoptar una posición de «extrema» dependencia de los datos, que podría concluir en menos o en más subidas de las señalizadas en la última reunión de junio.
- Una de las voces disonantes de este consenso es Raphael Bostic, presidente de la Reserva Federal de Atlanta, que apuntó que era el momento de dejar tiempo para que el acumulado de subidas ya implementadas hiciera mella en el crecimiento económico y en la inflación.
- Con todo, pensamos que **la Fed se encuentra en un momento comunicativo especialmente complejo**, donde el manejo de las expectativas de los inversores resulta particularmente clave. Y es que, una señal de que el final del ciclo de subidas se acerca suele ocasionar un adelanto del inicio de bajadas de tipos cotizado en los mercados monetarios, lo que, a su vez, relaja las condiciones financieras en un momento en el que la Fed quisiera mantenerlas, como mínimo, restrictivas. Así, es muy probable que durante los siguientes meses asistamos a una comunicación de la Fed con un tono duro sobre las perspectivas de inflación y que acompañen ese discurso con todavía alguna subida más en lo que resta de año.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Pensamos que la Fed se encuentra en el tramo final del ciclo de subidas de tipos y, más allá de si todavía realizará una, dos o tres subidas más de tipos, el escenario más probable es que mantendrá una política monetaria restrictiva por bastante tiempo: no prevemos que, en ausencia de nuevos *shocks*, la Fed sitúe los tipos de interés por debajo del 3%, un nivel que podría ser considerado como neutral, hasta al menos 2025.
- En la balanza de riesgos, si se produjese un enfriamiento de la actividad económica más brusco de lo esperado, la Fed podría iniciar los recortes en los tipos de interés a un ritmo más agresivo y frenar el proceso de reducción del balance. Por otro lado, si la desinflación fuese más gradual de lo previsto, la Fed podría retrasar el inicio de las bajadas o incluso subir los tipos de interés hasta la zona del 6%.

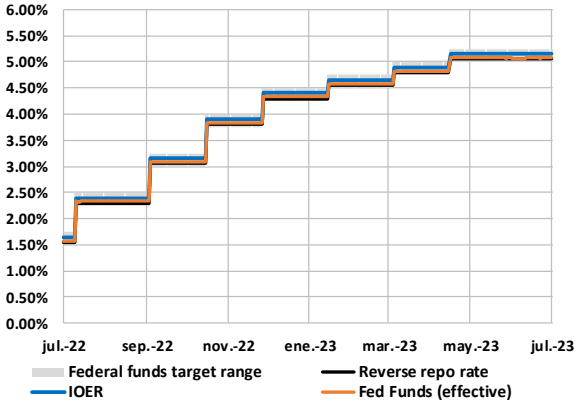
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



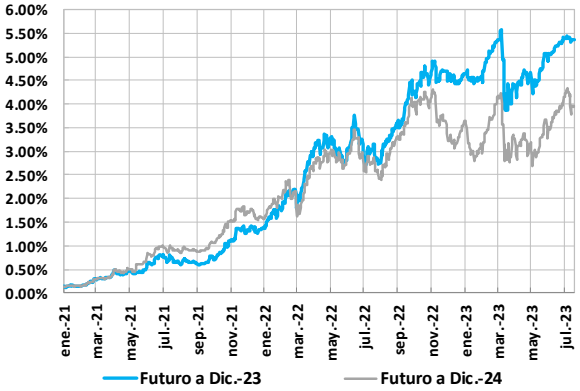
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



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

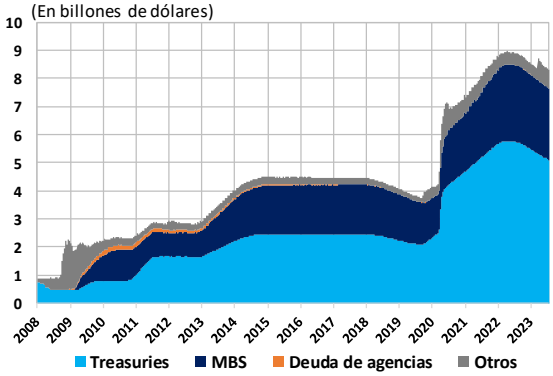
Futuros del tipo de interés de referencia (*Fed funds*)



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

Composición del balance de la Reserva Federal

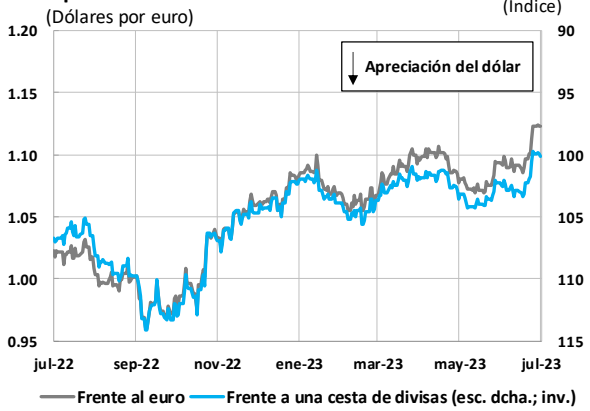
(En billones de dólares)



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

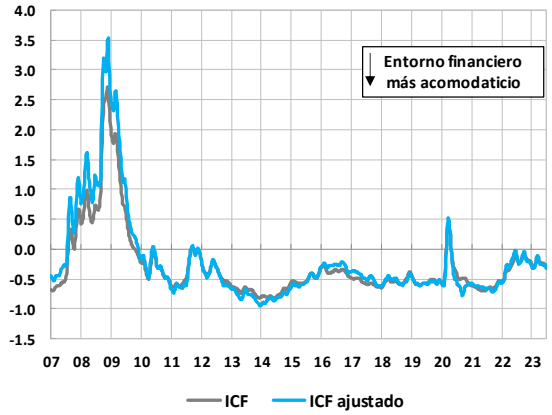
Tipo de cambio del dólar

(Dólares por euro) (Índice)



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

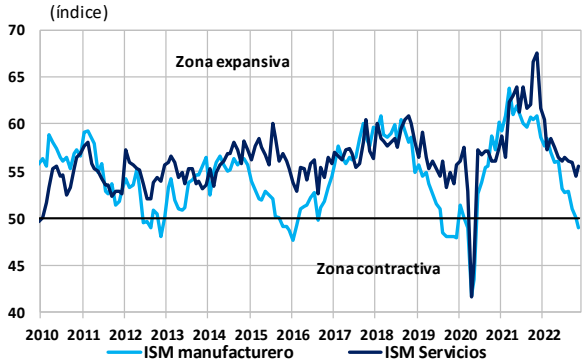
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

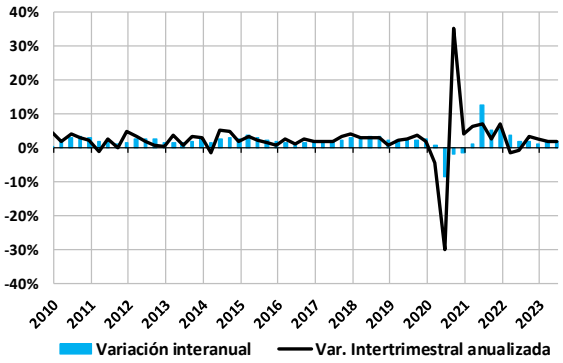
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial
(índice)



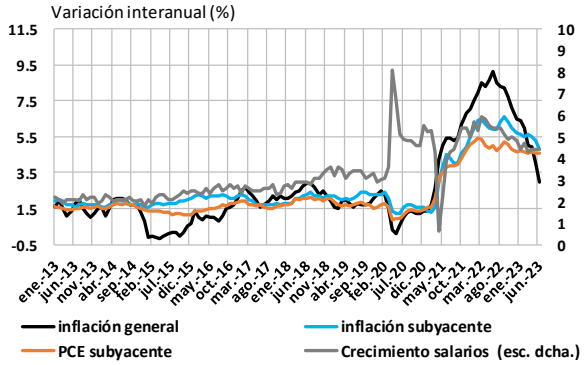
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



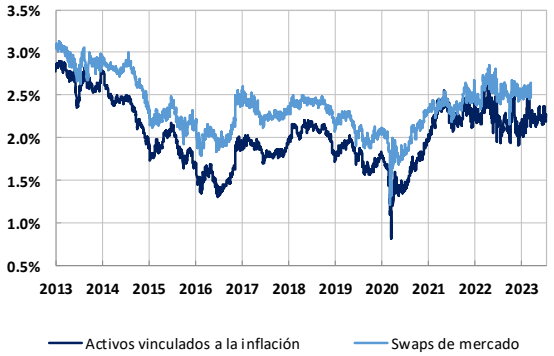
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: inflación y salarios
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: expectativas de inflación a 5 años dentro de 5 años



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

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 a junio 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.

***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.