

Nota Breve 15/09/2023

**Mercados financieros · La Fed en el incierto tramo final del ciclo de subidas de tipos****Reunión del 19 y 20 de septiembre de 2023: qué esperamos**

- En la reunión de la semana que viene, pensamos que la Reserva Federal mantendrá los tipos de interés en el intervalo 5,25%-5,50%. Esta decisión sería coherente con la intención explicada en junio de moderar el ritmo de subidas de los tipos de interés (siendo ahora con subidas de 25 p. b. en reuniones alternas) y con no descartar alguna subida más de tipos en lo que resta de año. Y es que la inflación en EE. UU. lleva ya diversos meses moderándose, pese al reciente repunte provocado por el componente energético; la actividad económica ofrece señales de desaceleración, y el mercado laboral está normalizándose, lo que en conjunto debería animar a la Fed a dejar de subir los tipos de interés más pronto que tarde.
- Con todo, más allá de si habrá o no una subida de tipos adicional en lo que queda de año, todo apunta a que Jerome Powell seguirá señalando que la política monetaria deberá mantenerse restrictiva por bastante tiempo (*high for longer*) y querrá alejar la expectativa en el tiempo del primer recorte de los tipos de interés (actualmente ubicada por los mercados financieros en verano de 2024). A esta comunicación puede ayudar la revisión del *dot plot* y del resto de indicadores del cuadro macroeconómico, que seguramente mostrará una mejoría en la previsión de crecimiento del PIB en 2023.

**Condiciones económicas**

- La actividad económica en EE. UU. se está desacelerando muy paulatinamente. Por un lado, los PMI muestran debilidad, con el índice del sector servicios, que resistía mejor que el de manufacturas, que cayó en agosto casi 2 puntos hasta los 50,5 y dejó el índice compuesto flirteando con la zona contractiva (50,2 puntos). Sin embargo, otros indicadores como las ventas minoristas resistieron bien en verano, con aumentos intermensuales de 0,5% y 0,6% en julio y agosto, respectivamente. Asimismo, el sector inmobiliario está ofreciendo algunas leves señales de recuperación, tras diversos trimestres en contracción. Todo ello hace pensar que el dato de PIB del 3T podría ser mejor de lo esperado hace unos meses. De hecho, los Nowcastings de la Reserva Federal de Atlanta y de Nueva York estiman, respectivamente, que el PIB podría crecer un 5,6% y un 2,3% intertrimestral anualizado.
- Por su parte, el mercado laboral sigue normalizándose tras haber estado muy tensionado desde mitades de 2021. La tasa de desempleo aumentó en agosto del 3,5% hasta el 3,8%, la ratio de vacantes de empleo por desempleado ha descendido desde 2 a 1,4 y la creación de empleo promedio en los últimos tres meses es de 150.000 trabajadores, lejos de los 400.000 promediados en 2022. Además, otra señal de que el mercado laboral estaría moderándose es el hecho de que el sector que está generando más empleo en los últimos meses es el de la salud y la educación que, *a priori*, no es especialmente indicativo del dinamismo de una economía (como sí podrían ser, por ejemplo, el de la construcción o la restauración).<sup>1</sup>
- En este contexto, prosigue la moderación de las presiones inflacionistas, aunque el aumento de los precios energéticos podría poner esta dinámica en entredicho. En agosto, la inflación aumentó 0,5 p. p. hasta el 3,7% debido a un incremento intermensual desestacionalizado de la energía del 5,6%. Sin embargo, el resto de los productos y servicios del índice continúan mostrando unas dinámicas desinflacionistas que tienen visos de continuar en los siguientes meses. Por ejemplo, la inflación del componente *shelter* (que recoge el precio de la vivienda), que pesa más de un 40% de la cesta núcleo, sigue moderándose y el último dato nos mostró un aumento intermensual del 0,3% (llegó a estar en +0,8%). Prevemos que durante la segunda mitad de 2024 la inflación, tanto general como núcleo, podría situarse ya por debajo del 2%.

<sup>1</sup> Mientras que el sector de la salud y la educación ocupan conjuntamente el 16% de la fuerza laboral de EE. UU., en julio y agosto representaron más del 50% de la creación de empleo (ajustada estacionalmente).

---

## Mensajes recientes de la Fed

---

- Desde la reunión que la Reserva Federal celebró en julio, sus miembros han mostrado en sus declaraciones distintas posturas con respecto al camino que deben seguir los tipos de interés en adelante. Algunos pocos han abogado por subirlos en la reunión de la semana que viene e incluso más allá (como Michelle W. Bowman), otros por finalizar el ciclo de subidas (como Patrick Harker de la Fed de Filadelfia) y, por último, hay una buena parte que se han mostrado muy escépticos y simplemente repitieron el mantra de dependencia de los datos (como el presidente Jerome Powell).
- Como es habitual, en agosto se celebró el congreso en Jackson Hole, donde los presidentes de distintos bancos centrales se reúnen para discutir las perspectivas de la política monetaria. Este año, los discursos dedicaron bastante tiempo a hablar sobre el tipo de interés neutral, aquel nivel teórico de los tipos de interés que ni estimula ni contrae la economía (o que equilibra la demanda de inversión con la del ahorro). Sin embargo, no se extrajeron muchas conclusiones relevantes respecto a las futuras decisiones de la Fed, pues se trata de un tipo de interés teórico sobre el cual, como recordó Powell, existe siempre mucha incertidumbre. Destacó, eso sí, que John Williams, de la Reserva Federal de Nueva York y cuyo trabajo académico ha estado muy centrado en el estudio de este ámbito, comentase que no había evidencia de que el tipo de interés neutral hubiese cambiado mucho desde antes de la pandemia.

---

## 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 mantendrá los tipos de interés en su nivel actual o si todavía realizará una o dos subidas más, 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%.

---

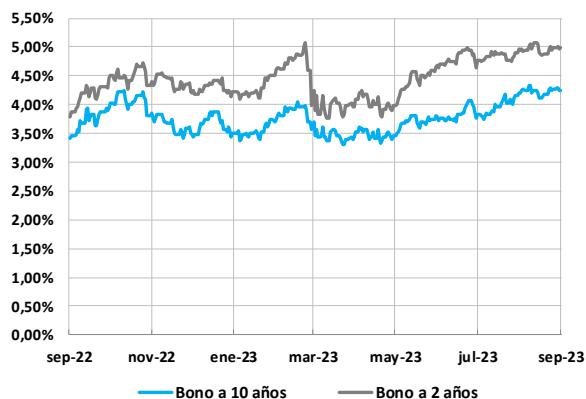
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### **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.

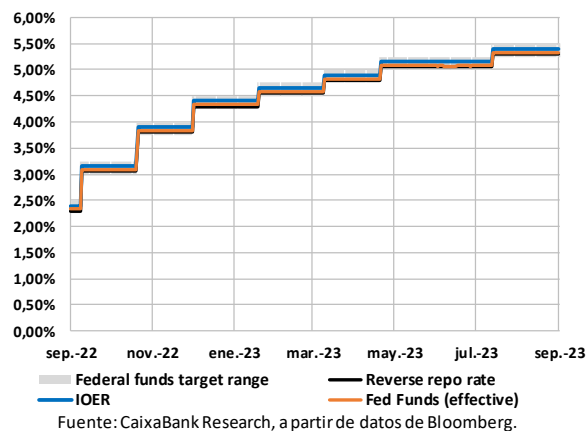
## Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



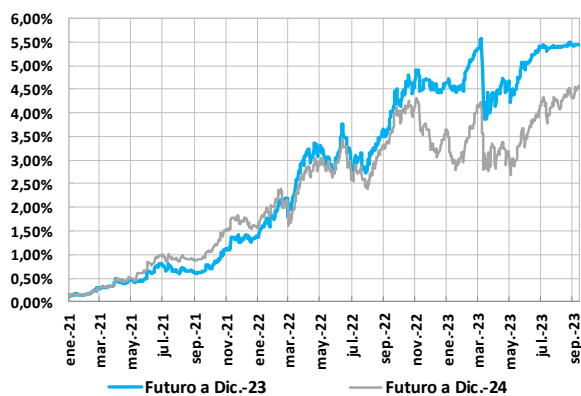
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



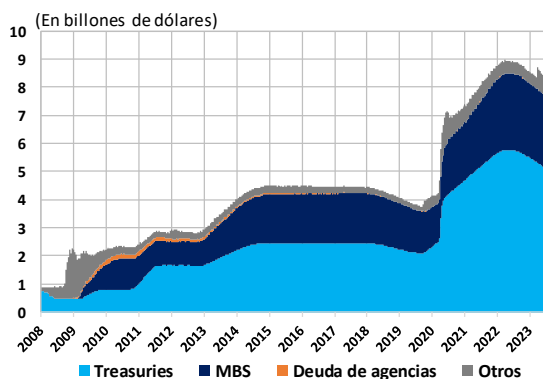
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



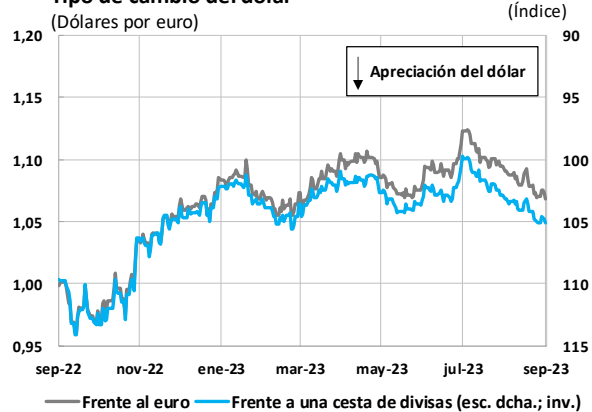
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



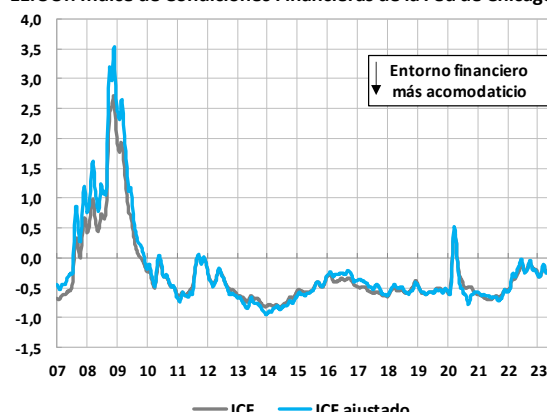
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

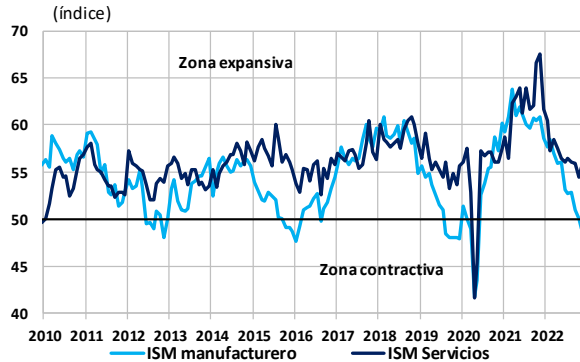
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

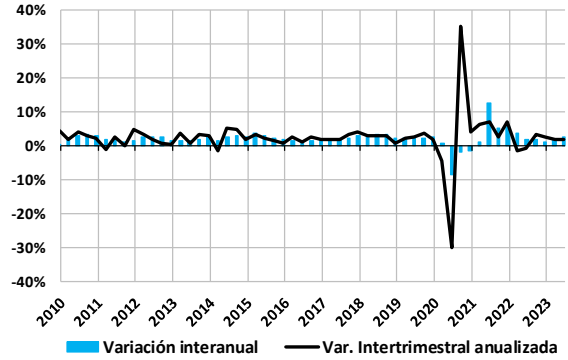
## Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial



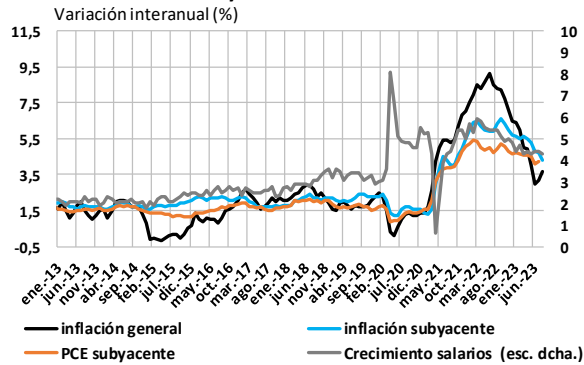
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



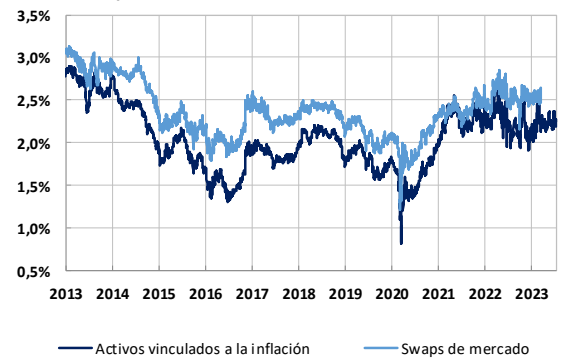
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: inflación y salarios



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.