Nota Breve 27/10/2023

Mercados financieros · La última subida de la Fed: ¿noviembre, diciembre o ya fue?

Reunión del 31 de octubre y 1 de noviembre de 2023: qué esperamos

- Veníamos esperando una subida de 25 p. b. en los tipos de interés oficiales de la Fed en su reunión de la semana que viene. Sin embargo, en sus últimas apariciones públicas los miembros del FOMC se han mostrado más favorables a mantenerlos en su intervalo actual (5,25%-5,50%), animados, principalmente, por el repunte de los tipos de interés soberanos de las últimas semanas. Según declaró el presidente Jerome Powell, y secundaron otros miembros del FOMC, este aumento de la rentabilidad soberana reduce la necesidad de endurecer más la política monetaria.
- Por ello, es probable que en la reunión de la semana que viene la Fed decida mantener los tipos en el intervalo 5,25%-5,50% pero que no descarte subirlos más adelante. De hecho, en la última reunión la mayoría de los miembros del FOMC creían que los tipos de interés deberían subir un escalón más antes de finales de año, lo que podría ocurrir en diciembre. Esta decisión la subordinaron a la evolución de los datos económicos y, en todo caso, las últimas cifras de PIB, inflación y mercado laboral animarían a la Fed a seguir endureciendo la política monetaria (véase el apartado de Condiciones económicas).
- En este sentido, pensamos que la ventana que tiene la Fed para subir algo más los tipos de interés oficiales es cada vez más pequeña. Con una inflación que sigue descendiendo gradualmente hacia el 2% y una actividad económica que debería desacelerarse en los siguientes meses, creemos que la probabilidad de ver nuevas subidas de tipos es cada vez menor (no así los mercados financieros, que asignan una probabilidad acumulada de subida en noviembre, diciembre y enero del 0%, 29% y 39%, respectivamente). En cualquier caso, tanto si la Fed ya ha realizado la última subida como si no, lo que parece claro es que el entorno de tipos de interés elevados se mantendrá durante un buen tiempo, un mensaje en el que, seguro, Jerome Powell querrá insistir en la rueda de prensa del miércoles.

Condiciones económicas y financieras

- La actividad económica de EE. UU. muestra mucha resistencia a los vientos de cara a los que se enfrenta la economía global. En el 3T, el PIB creció un 1,2% intertrimestral, superando el ritmo promedio de la primera mitad de año (+0,5%), con un desempeño del consumo privado inusualmente robusto en un contexto de elevados tipos de interés.[1] Además, uno de los sectores que más debería estar sufriendo el entorno de elevados tipos de interés, el sector inmobiliario, parece estar ya recuperándose de la contracción sufrida desde la segunda mitad de 2021. Eso se ilustra no solo con el aumento del 1% de la inversión residencial en el 3T, sino también con los datos de compraventas de nuevas viviendas, que en septiembre fueron 759.000, el nivel más alto desde febrero de 2022. Con todo, prevemos que en los siguientes trimestres la actividad económica se desacelere, acusando la agresiva subida de los tipos de interés de la Fed.
- Mientras, el mercado laboral sigue inusualmente tensionado. La creación de empleo en septiembre se situó en los 336.000 trabajadores, el nivel más alto desde enero y muy por encima del ritmo previo a la pandemia (190.000). La tasa de paro se mantuvo en el 3,8%. En cuanto a los precios, el último dato publicado siguió señalando un descenso de la inflación núcleo hasta el 4,1%, pero también mostró algunos riesgos que podrían entorpecer el proceso de vuelta al 2% de la inflación. Por un lado, los precios energéticos repuntaron y no permitieron a la inflación general descender (se mantuvo en el 3,7%). Por otro lado, la inflación intermensual de los alquileres, un componente que pesa más del 30% de la cesta y cuyo comportamiento es muy inercial, subió 3 décimas hasta el +0,6%, lo que puede hacer la vuelta al objetivo del 2% de inflación algo más lenta.[2]
- En los mercados financieros, esta resistencia del crecimiento y la incertidumbre sobre el escenario en los siguientes meses se ha traducido en un repunte pronunciado de los tipos de interés soberanos, en especial en los vencimientos medios y largos de la curva. Desde la última reunión de la Fed (20 de septiembre), la rentabilidad de los bonos a 10 y 30 años ha aumentado 0,5 p. p. hasta el 5% y el 5,1%, respectivamente. Este repunte se explica, sobre todo, por un repunte de los tipos de interés reales, pues

[1] Véase la Nota Breve del dato de PIB del 3T.

[2] Véase la Nota Breve del dato de inflación de septiembre.

los bonos indexados a la inflación también han experimentado incrementos similares. Estos, a su vez, han repuntado no tanto por la expectativa de una política monetaria más agresiva, sino por un repunte de la prima temporal.[3] En este contexto, las bolsas estadounidenses acumulan desde entonces una caída cercana al 5%, si bien con algunos vaivenes.

Mensajes recientes de la Fed

- Tras la reunión de septiembre, eran mayoría los miembros que estimaban necesaria una subida más de los tipos de interés antes de finales de año. Esta podría haber sido en la reunión de la semana que viene, pues los datos publicados desde entonces (PIB del 3T y empleo e inflación de septiembre) no han mostrado un avance significativo hacia el enfriamiento de la actividad económica o hacia el objetivo del 2% de inflación. Sin embargo, el repunte en los tipos de interés, según explicó el presidente Jerome Powell, reduce la necesidad de endurecer más la política monetaria. Además, otros miembros del FOMC, como John C. Williams (Nueva York), Thomas Barkin (Richmond), Patrick Harker (Filadelfia), Raphael Bostic (Atlanta), Mary C. Daly (San Francisco) y Austan D. Goolsbee (Chicago), han explicado que muy probablemente los tipos de interés hayan alcanzado ya la cima en este ciclo de subidas.
- Por otro lado, miembros como Loretta Mester (Cleveland) o Michelle Bowman (gobernadora de la Reserva Federal en Washington) estiman que todavía serán necesarios más incrementos en las siguientes reuniones para asegurar un retorno de la inflación al 2%.

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 mantiene los tipos de interés en su nivel actual o si todavía realiza alguna subida más, el escenario más probable es que mantenga 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*

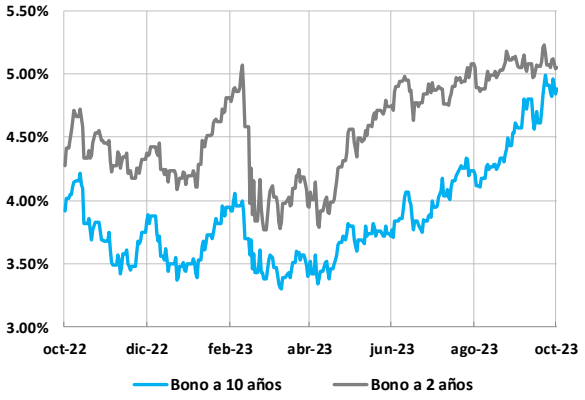
AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

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.

[3] Mediante modelos econométricos se puede descomponer el tipo de interés soberano observado entre un componente que depende de la expectativa sobre la política monetaria y otro que corresponde a la prima que exigen los inversores por la incertidumbre sobre los tipos de interés en el futuro. Véase https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs#/overview

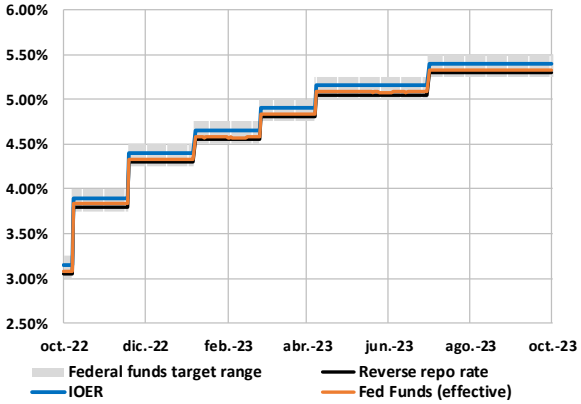
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



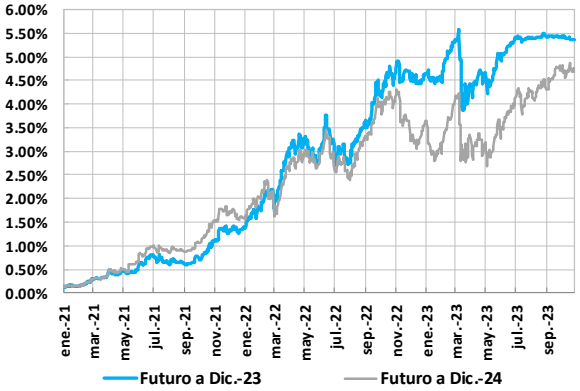
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



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

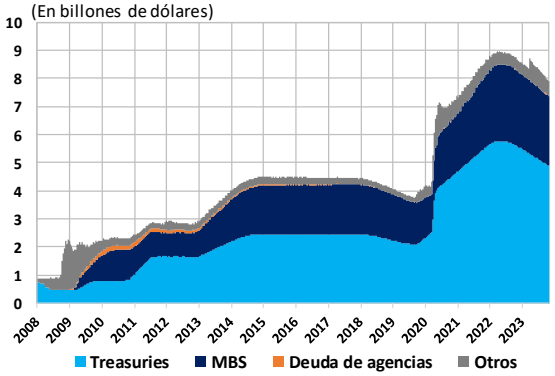
Futuros del tipo de interés de referencia (*Fed funds*)



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

Composición del balance de la Reserva Federal

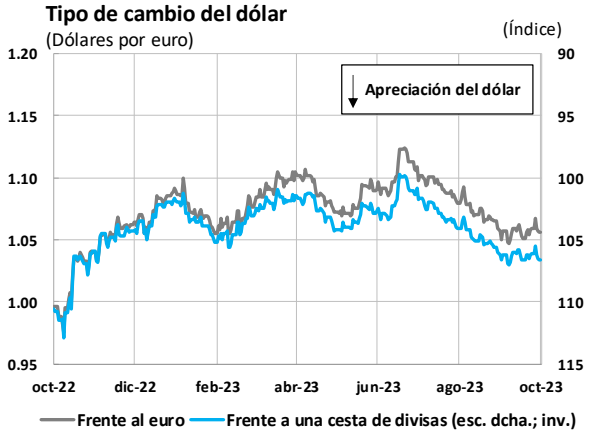
(En billones de dólares)



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

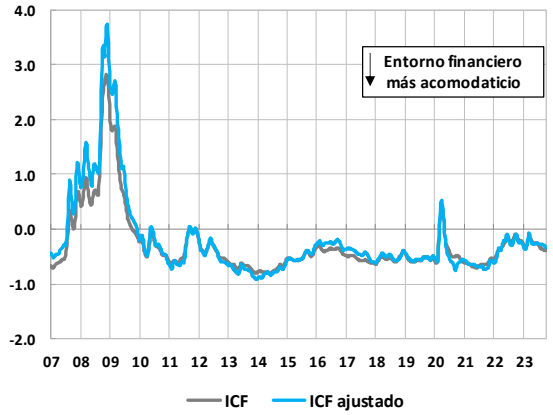
Tipo de cambio del dólar

(Dólares por euro) (Índice)



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

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

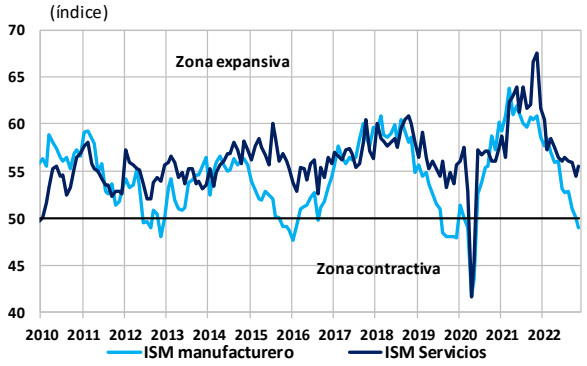


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

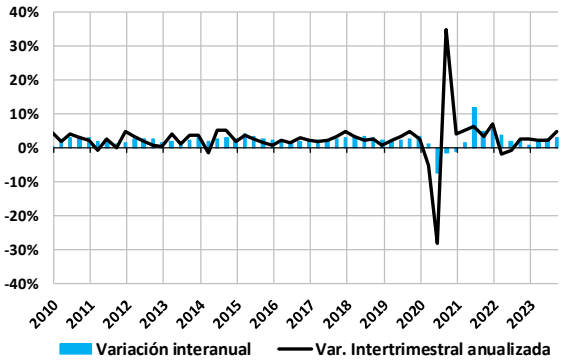
EE. UU.: índices de sentimiento empresarial

(índice)



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

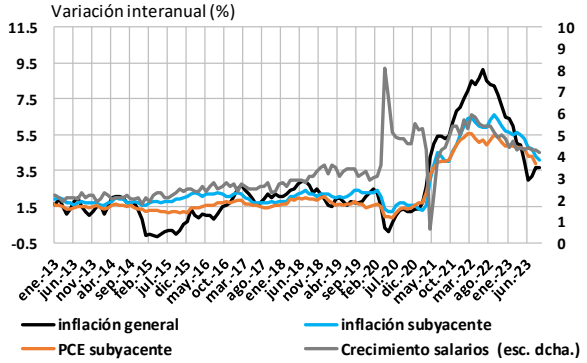
EE. UU.: crecimiento del PIB real



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

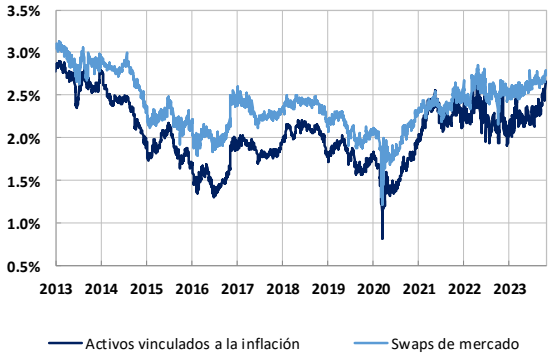
EE. UU.: inflación y salarios

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 del FOMC en septiembre	2023	2024	2025	2026	Largo plazo
Crecimiento del PIB	**2,1** (1,0)	**1,5** (1,1)	**1,8** (1,8)	**1,8**	**1,8** (1,8)
Tasa de desempleo	**3,8** (4,1)	**4,1** (4,5)	**4,1** (4,5)	**4,0**	**4,0** (4,0)
Inflación general	**3,3** (3,2)	**2,5** (2,5)	**2,2** (2,1)	**2,0**	**2,0** (2,0)
Inflación subyacente	**3,7** (3,9)	**2,6** (2,6)	**2,3** (2,2)	**2,0**	-
Tipo de interés oficial	**5,6** (5,6)	**5,1** (4,6)	**3,9** (3,4)	**2,9**	**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.*