

Nota Breve 05/12/2023

Mercados financieros · La Fed ante su escenario deseado: *soft landing* y desinflación

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

- En la reunión de la semana que viene, pensamos que la Reserva Federal mantendrá, por tercera reunión consecutiva, los tipos de interés en el intervalo 5,25%-5,50%. Tanto en su última reunión como en otras intervenciones públicas, la mayoría de los miembros del FOMC apuntan a que la política monetaria debe mantenerse restrictiva para asegurar el retorno de la inflación al objetivo del 2%. Además, aunque no descartan nuevas subidas en los tipos de interés oficiales en caso de que el proceso de retorno al 2% sea poco visible o más gradual de lo esperado, han reconocido igualmente el progreso realizado y que los riesgos asociados a futuras decisiones de tipos de interés (subirlos demasiado, o demasiado poco) están ahora más equilibrados.
- Con todo, nuestra expectativa es que, en ausencia de nuevos *shocks*, la inflación siga descendiendo y alcance el 2% en la segunda mitad de 2024, de la mano de un enfriamiento de la actividad económica y el mercado laboral así como de unas mayores dinámicas desinflacionistas en los precios de los alquileres (*shelter*, con un peso de más del 30% de la cesta de consumo). De ser así, pensamos no solo que la Fed podría no subir más los tipos de interés, sino que los empezará a recortar ya a mitad de año. De hecho, también es esta la visión de los mercados financieros que con un 56% de probabilidad ven una bajada de tipos en la reunión de marzo (72% en mayo) y descuentan un total de cinco bajadas hasta el 4,00%-4,25% en diciembre de 2024.
- La reunión de la semana que viene será importante también para observar cómo la Fed revisa su cuadro macroeconómico, donde es probable que confirme que su expectativa de *soft landing*, otrora considerada excesivamente optimista, se puede cumplir. Especial atención se pondrá también sobre el *dot plot*, donde es probable que se siga observando una gran dispersión en el número de bajadas de tipos que estiman los miembros del FOMC que se observarán en 2024 y 2025.

Condiciones económicas y financieras

- La actividad económica en EE. UU. se está desacelerando, aunque desde unos ritmos de crecimiento inusualmente elevados en un entorno de política monetaria restrictiva. En el 3T, el PIB creció un notable 1,3% intertrimestral (5,2% anualizado), apoyado sobre todo en la fortaleza del consumo privado y público, y favorecido por un menor lastre de la inversión residencial. En el 4T, como es normal, se espera que el crecimiento del PIB sea menor y los *Nowcasting* de la Reserva Federal de Atlanta y la de Nueva York esperan un crecimiento del PIB ligeramente superior al 2% intertrimestral anualizado, respectivamente. Diversos indicadores de confianza de hogares (como el Conference Board Consumer Confidence) y de empresas (como los PMI e ISM) dan muestras de este arranque del 4T más apático.
- Asimismo, el mercado laboral sigue normalizándose. Si bien la creación de empleo mensual continúa a ritmos sólidos (+150.000 en octubre), esta se encuentra por debajo del promedio de 2022 (399.000) y al habitual antes de la pandemia (190.000). La tasa de paro sigue en niveles muy bajos (3,9% en octubre) pero algunas décimas por encima de los mínimos observados este año (3,4%), mientras que la ratio de vacantes de trabajo por persona desempleada sigue moderándose y está ahora en el 1,5, alejándose del 2 alcanzado en 2022.
- La inflación, por su parte, sigue descendiendo hacia el objetivo del 2%, si bien lo hace a un ritmo gradual: en octubre, el índice general fue un 3,2% superior al de hace un año (3,7% en septiembre), mientras que el subyacente lo fue un 4,0% (4,1% en el mes anterior). De cara a los próximos meses, pensamos que la marcada desinflación del componente *shelter* debería arrastrar al conjunto de la inflación a la baja,¹ así como la moderación del resto de la cesta, gracias a la desaceleración que prevemos de la actividad económica y a la normalización de los crecimientos salariales.
- En este contexto, los mercados financieros han centrado su atención en las últimas semanas en el eventual pivote, y su contemporización, de la política de la Reserva Federal sobre los tipos de interés oficiales. Si antes de la reunión de noviembre de la Fed se esperaba con un 30% de probabilidad una subida adicional antes de enero, ahora esta está completamente descartada. Además, se espera que se

¹ Véase «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

inicien los recortes en los tipos de interés en la primera mitad de año (con un 56% de probabilidad en marzo y un 72% en mayo). Esto ha llevado a la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense a deshacer la subida observada desde principios de septiembre (que llevó el tipo a 10 años a fluctuar en torno al 5%) y a los índices bursátiles a registrar avances próximos al 10% en el conjunto de octubre, apoyados también por una campaña de resultados empresariales del 3T relativamente positiva.

Mensajes recientes de la Fed

- Los miembros de la Reserva Federal han dedicado buena parte de sus últimos discursos a tratar de alejar las expectativas de recortes de tipos de interés, aunque sin dejar de reconocer el endurecimiento monetario ya realizado, y un balance de riesgos más equilibrado.
- Ante unas cifras de crecimiento económico tan dinámicas como las actuales y con una inflación que, pese a descender, sigue lejos del objetivo del 2%, los miembros del FOMC se muestran cautelosos sobre los siguientes pasos que debe seguir la política monetaria, sin descartar categóricamente subidas adicionales de los tipos de interés oficiales, pero reconociendo que solo serían necesarias si la senda de desinflación de los últimos meses se trunca.
- Por otro lado, algunos miembros como Michelle Bowman (gobernadora de la Reserva Federal en Washington) sí han declarado que su estimación es que todavía serán necesarios más incrementos en las siguientes reuniones para asegurar un pronto 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 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%.

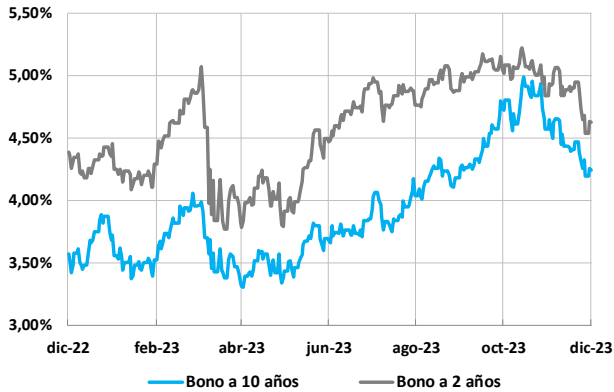
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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

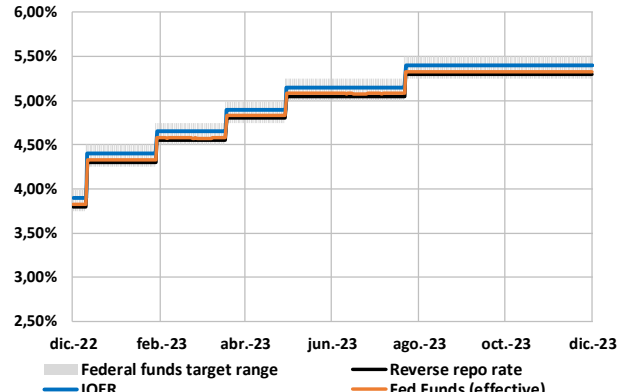
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



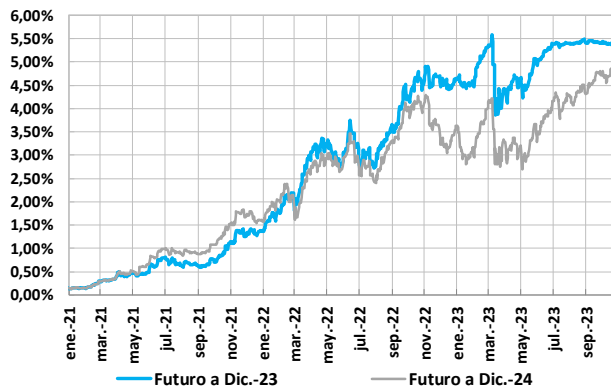
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



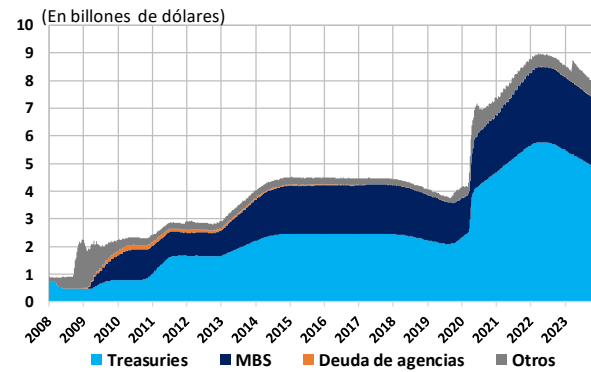
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



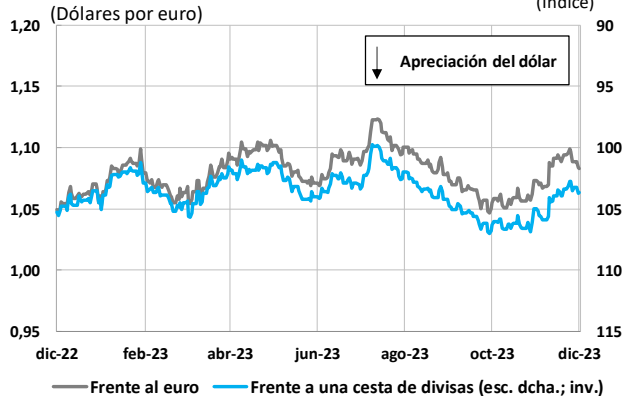
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



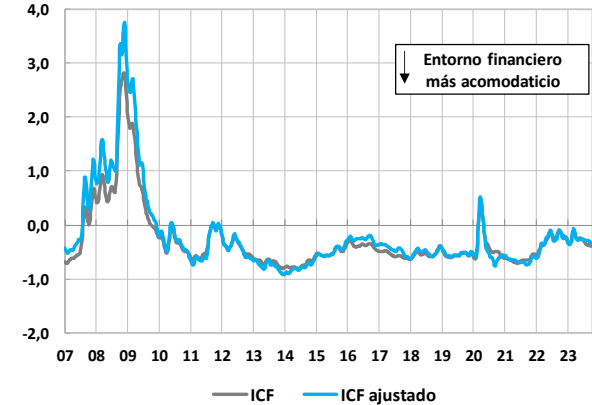
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

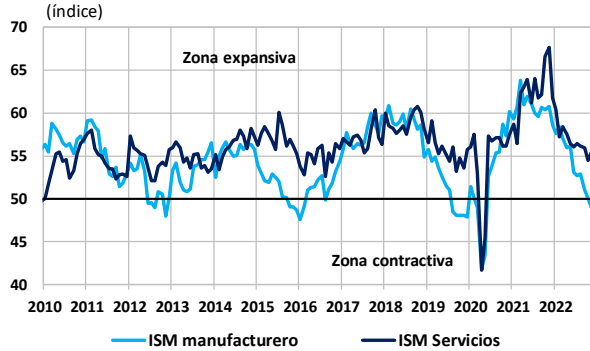
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

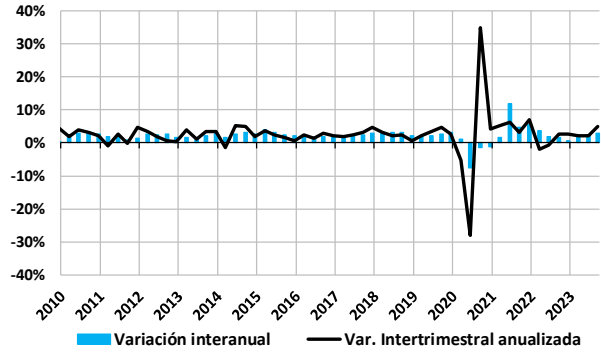
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial



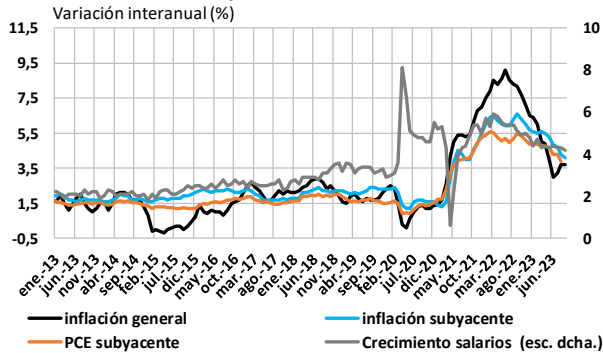
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



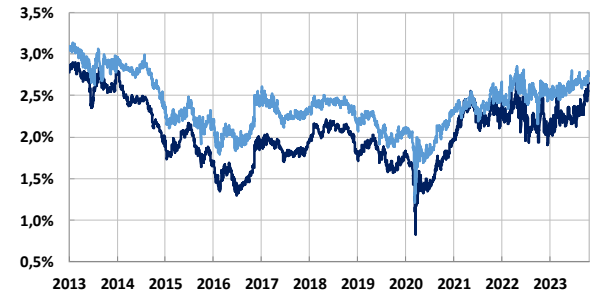
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 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.