

Nota Breve 14/03/2024

Mercados financieros · La Fed no mostrará prisa para empezar a recortar los tipos**Reunión del 19 y 20 de marzo de 2024: 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% y ofrecerá un tono muy similar al expresado en su anterior reunión: se necesita más confianza en la vuelta de la inflación hacia el 2% antes de recortar los tipos de interés.
- Desde que la Fed expresara esta intención en enero, los datos de inflación y otros indicadores relacionados con los precios han ofrecido señales mixtas, con datos de inflación del IPC en enero y febrero más altos de lo esperado, aunque con algunos matices en este último mes (véase [Nota Breve](#)).
- Así, pensamos que las condiciones para que la Fed inicie los recortes seguramente se darán en la reunión de junio y le seguirán tres recortes de 25 p. b. cada uno hasta finales de año. De hecho, esta es una visión compartida con el consenso de analistas y los mercados financieros, que le asignan una probabilidad del 77% al primer recorte en junio.
- Clave en la reunión de la semana siguiente será observar la actualización del cuadro macroeconómico, en la que podremos conocer:
 - Si los miembros de la Fed esperan un *no landing* o *soft landing* de la economía estadounidense tras la agresiva subida de tipos de interés de los últimos dos años;
 - cuándo esperan que se cumpla el objetivo de inflación del 2% (ahora mismo se proyecta en 2026, mientras que nosotros lo esperamos a principios de 2025);
 - cuántos recortes de tipos proyectan para 2024. Ahora mismo un total de tres (o 75 p. b.), opinión que, a juzgar por las últimas declaraciones de los miembros del FOMC, podría no variar mucho; y
 - si hay cambios en su visión de cuál es el punto de llegada de los tipos de interés y el tipo a largo plazo (actualmente en el 2,5%).

Condiciones económicas y financieras

- **Los indicadores en EE. UU. reflejan una economía que sigue creciendo:**
 - Tras crecer un notable 0,8% intertrimestral en el 4T, apoyado sobre todo en el consumo privado y público, los *Nowcastings* de la Reserva Federal de Atlanta y de Nueva York apuntan a un crecimiento del 0,5%-0,6% en el 1T 2024.
 - Si bien el ISM de manufacturas sigue en terreno contractivo (lleva por debajo de los 50 puntos desde noviembre de 2022), su promedio en el 1T (48,5) es superior al promedio del 4T 2023 (46,8). En el sector servicios, la dinámica es más positiva, pues el índice se sitúa en el 1T en los 53,0 puntos (51,6 en promedio en el trimestre anterior).
 - En febrero, el mercado laboral volvió a anotar unos registros propios de un mercado laboral tensionado, con la creación de 275.000 puestos de trabajo, si bien a un ritmo algo más normalizado que el observado en promedio entre 2022 y 2023 (314.000). Por otro lado, la tasa de paro repuntó 2 décimas hasta el 3,9% y los salarios por hora crecieron solamente un 0,1% intermensual, dejando el registro interanual en el 4,3%.
- **La inflación avanza en el gradual y no lineal camino hacia el 2%:**
 - En febrero, la inflación general repuntó 0,1 p. p. hasta el 3,2% y la núcleo cayó 0,1 p. p. hasta el 3,8%. Esta persistencia de la inflación se explica sobre todo por la inflación de los precios de los alquileres (*shelter*) que pese a pesar el 46% de la cesta núcleo explica el 70% de su *momentum*.¹
 - Así, en la medida que son notables las señales de distensión en el mercado del alquiler, prevemos que la inflación del *shelter* debería caer a lo largo de 2024 y empujar la inflación a la baja.²

¹ La variación anualizada del IPC desestacionalizado promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.

² Véase «[La última milla de la inflación en EE. UU.](#)» en el IM03/2024.

- Los mercados financieros siguen operando en un entorno de apetito por el riesgo, pese al repunte en los tipos de interés:
 - Desde la última reunión de la Fed, los mercados financieros han corregido sus expectativas sobre los recortes en los tipos de interés que la Fed realizará en 2024. Si el 1 de febrero esperaban que el primer recorte se produjera en mayo y que lo siguieran cinco más, ahora esperan que el primero sea en junio (con un 77% de probabilidad) y que lo sigan solamente dos o tres más.
 - Este movimiento ha empujado al alza los tipos de interés de los *treasuries*. Así, la referencia de 10 años lleva repuntando desde febrero unos 20 p. b. y se sitúa en el 4,15% (habiendo llegado a fluctuar entretanto por encima del 4,30%).
 - Los índices bursátiles, rompiendo con la correlación habitual con los tipos de interés, siguen con el *rally* iniciado en noviembre y desde la última reunión de la Fed acumulan ganancias superiores al 6%. Muy probablemente, una campaña de resultados empresariales mejor de lo esperado y el optimismo con las empresas relacionadas con la inteligencia artificial estén detrás de este buen desempeño de la renta variable.

Mensajes recientes de la Fed

- En las últimas semanas, los miembros de la Fed han dedicado sus palabras, sobre todo, a reforzar los mensajes que expresó el presidente Jerome Powell en su última rueda de prensa. Existe un consenso generalizado en que todavía es pronto para iniciar los recortes en los tipos de interés, si bien, también lo existe en que este año la política monetaria debe empezar a flexibilizarse.
- Los matices entre los miembros afectan al número de recortes que esperan y su momento de inicio. Por ejemplo, John C. Williams, Loretta Mester y Mary Daly han sido explícitos en señalar que los tres recortes que se proyectan ahora en el *dot plot* son un escenario razonable. Por otro lado, Neel Kashkari expuso que su voto en diciembre fue de dos recortes en 2024 y que ahora le sigue pareciendo un número razonable (o incluso lo reduciría a uno solamente).
- En cuanto a la posibilidad de moderar el ritmo de reducción del balance, un tema sobre el cual se espera que se empiece a debatir en la reunión de la semana que viene, Lorie K. Logan de la Reserva Federal de Dallas explicó que aproximarse al nivel de reservas bancarias deseado de forma más gradual sería positivo para evitar episodios de tensión financiera.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- La Fed ya ha situado los tipos de interés en su pico de este ciclo y el escenario más probable es que mantenga una política monetaria restrictiva por bastante tiempo. Aunque en 2024 se iniciarán los recortes en los tipos de interés (prevemos que en junio), estos seguirán siendo elevados, ya que, en ausencia de *shocks*, prevemos que a finales de año los tipos seguirán estando por encima del 4%.
- 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 inflación exhibiera una mayor resistencia a la baja en un entorno de crecimiento sólido y mercado laboral tensionado, la Fed podría retrasar el inicio de las bajadas o incluso recalibrar los tipos de interés e incrementarlos moderadamente.

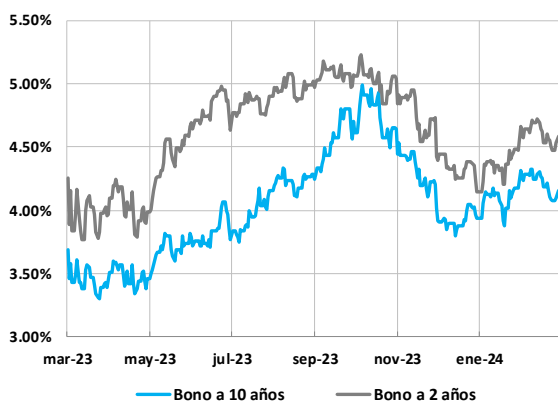
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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.

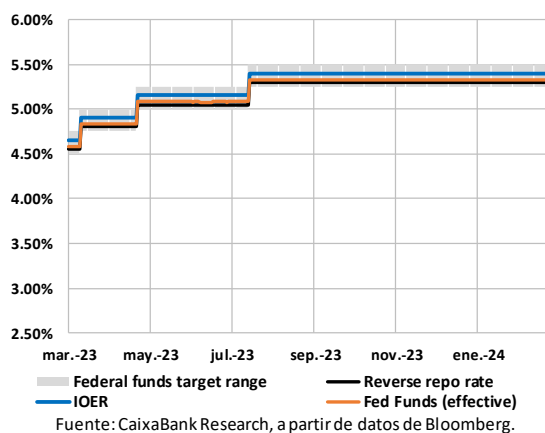
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



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

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



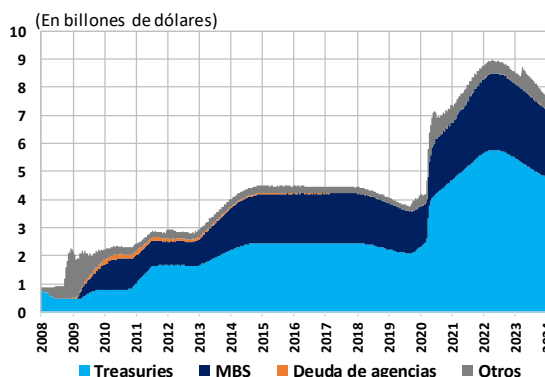
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



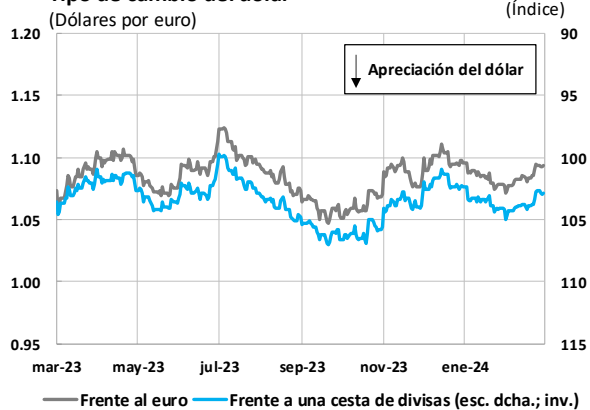
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



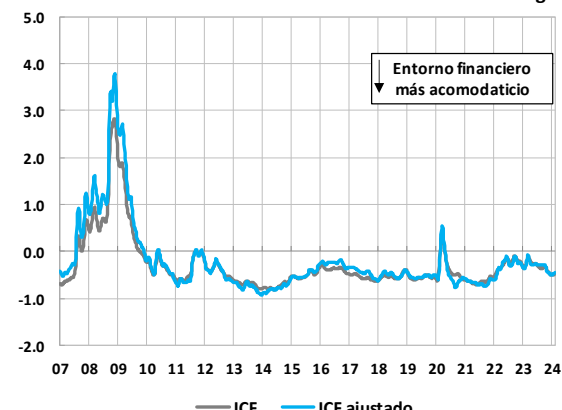
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

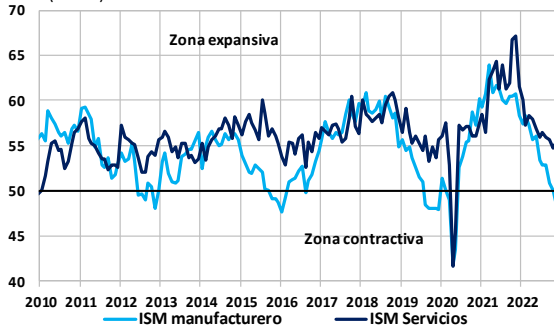
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

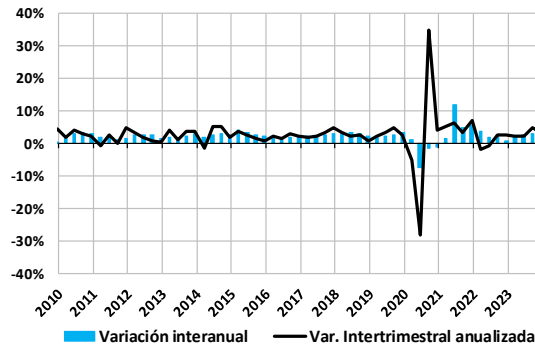
Indicadores de condiciones económicas

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



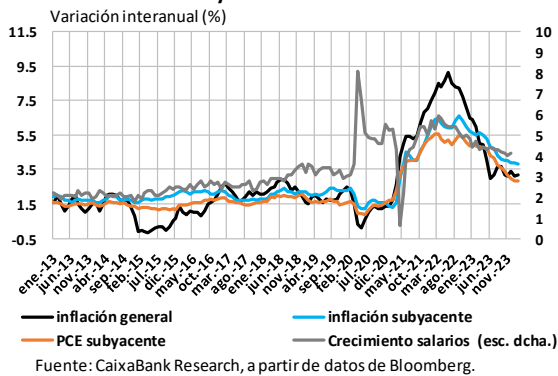
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



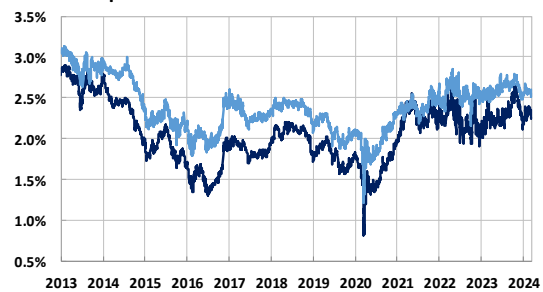
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: inflación y salarios



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 diciembre

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones a septiembre 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.