

Nota Breve 25/04/2024

Mercados financieros · Sin avances en la desinflación, la Fed cambiará el tono**Reunión del 30 de abril y 1 de mayo 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 que ajustará el tono para mostrarse menos favorable a suavizar pronto la política monetaria.
- Desde diciembre, la Fed destaca el notable avance de la desinflación y explica que desea tener una «mayor confianza» en que la inflación avanza de forma sostenida hasta el 2% antes de recortar los tipos de interés. Sin embargo, los datos de inflación publicados en 2024 no han ido en la dirección que la Fed, ni nosotros, esperábamos y pensamos que ello podría propiciar un cambio en su tono.
- En concreto, pensamos que la Fed explicará que no se ha avanzado en esta «mayor confianza» y ello hará que incida más en la estrategia de dependencia de los datos y en mantener una política monetaria restrictiva por más tiempo del esperado anteriormente.
- Esta expectativa ya se ha cotizado en los mercados financieros, que, desde la última reunión, han rebajado del 77% al 18% la probabilidad de ver el primer recorte de tipos en junio. Hoy, el primer recorte se espera que se produzca entre la reunión de septiembre y la de noviembre.

Condiciones económicas y financieras

- **La actividad económica en EE. UU. no tiene visos de frenar:**
 - Los indicadores económicos publicados en el 1T muestran una economía dinámica que, si bien puede haber moderado el ritmo de crecimiento observado en el 4T 2023 (+0,8% intertrimestral), seguirá creciendo por encima del potencial. Esta tarde se publica el dato de PIB del 1T y los *nowcastings* apuntan a un crecimiento entre el 0,5% y el 0,7% intertrimestral.
 - Asimismo, el sector manufacturero, que había mostrado mucha debilidad durante 2023, parece haber tocado ya fondo y está recuperándose. Así lo indica el ISM de manufacturas que se situó en marzo, 16 meses después, por encima del umbral de los 50 puntos, y el PMI manufacturero, por encima de los 50 puntos en el promedio del 1T 2024.
 - El consumo privado sigue siendo el principal motor de crecimiento de la economía estadounidense, con unas ventas minoristas que crecieron un 0,9% y 0,7% intermensual en febrero y marzo, respectivamente. A ello ha ayudado, sin duda, la fortaleza del mercado laboral, que sigue creando empleo a ritmos por encima de lo que era habitual antes de la pandemia y mantiene la tasa de paro en el 3,8%.
 - De mantenerse esta fortaleza en los indicadores de actividad y mercado laboral, y a la espera del dato de hoy del PIB del 1T, es probable que el crecimiento del PIB del 2,2% que preveíamos para el conjunto de 2024 se quede algo corto.
- **Dudas en la última milla de la inflación**
 - En marzo, la inflación general repuntó 0,3 p. p. hasta el 3,5% y la núcleo se mantuvo en el 3,8%. Sin embargo, más allá de este repunte de 3 décimas, preocupa la persistencia, o incluso aceleración, de los servicios en los últimos meses que se encuentran en el 5,4% interanual. Esta dinámica se observa tanto en los precios de los alquileres (*shelter*), que prevemos que se deberían moderar en los siguientes meses, como en el resto de los servicios, más vinculados al ciclo económico.
- **Las dudas sobre la desinflación y el cambio de tono de la Fed empujan los tipos soberanos al alza**
 - Ante estos datos macroeconómicos, ahora apenas se descuentan dos recortes por parte de la Fed en el conjunto del año, comparado con los seis que se llegaron a descontar en enero. Así, los tipos de interés de los *treasuries* a 2 y 10 años han aumentado unos 40 p. b. desde la última reunión (20 de marzo).
 - Sin embargo, esta expectativa de una política monetaria más restrictiva por más tiempo ha impactado solo de forma moderada en las bolsas y, en lo que va de mes, el S&P500 y el Nasdaq

acumulan caídas en torno al 4%. La expectativa de que la actividad económica siga creciendo dinámicamente y los buenos resultados empresariales conocidos más recientemente han ayudado a moderar el impacto de los mayores tipos de interés.

- En el mercado de divisas, el esperado cambio de tono de la Fed junto con la aversión al riesgo derivada de las tensiones en Oriente Próximo ha fortalecido al dólar, que en su cruce con el euro se ha situado alrededor del 1,07.
- **El Informe de estabilidad financiera de la Fed destaca los altos precios de diversos activos:**
 - Si bien el citado informe destaca en positivo la reducción de la deuda de los hogares y las empresas, alerta sobre los elevados precios de los índices bursátiles, del sector inmobiliario y sobre el estrechamiento de los diferenciales en el crédito corporativo.
 - Asimismo, la Fed enfatiza, en positivo, la solidez del sector bancario en su conjunto, pero avisa sobre las posibles implicaciones financieras de mayores caídas de precios en el sector inmobiliario residencial (CRE) y sobre las pérdidas no reconocidas en balance por los *treasuries* que se mantienen hasta vencimiento.

Mensajes recientes de la Fed

- Tras la reunión del 20 de marzo, los miembros de la Fed habían centrado los mensajes de sus apariciones públicas en explicar cuál era la posición con respecto al *dot plot* (en el cual el votante mediano descontaba tres recortes de tipos a lo largo de 2024). Sin embargo, lo más relevante ha sido el cambio en el tono generalizado de los miembros a medida que se han ido conociendo los últimos datos económicos, en particular de inflación y mercado laboral.
- Así destacó el discurso de Jerome Powell el pasado 16 de abril, en el cual explicó que la inflación no había progresado suficiente en el camino hacia el 2% y que ello haría que la política monetaria se mantuviera restrictiva todavía por más tiempo. Otros miembros secundaron esta visión, como el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, John C. Williams, quien explicó que, no hay ninguna prisa para iniciar los recortes en los tipos de interés.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Pensamos que la Fed ya ha situado los tipos de interés en su pico de este ciclo, aunque nuestra expectativa de un inicio de los recortes en la reunión de junio parece poco probable en vista de los últimos datos de empleo y de inflación. Con todo, vemos altamente probable que en 2024 la Fed realice las primeras bajadas en los tipos, aunque con ellas los tipos de interés seguirán manteniéndose en niveles elevados a finales de 2024 y durante 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 inflación se acelerase 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.

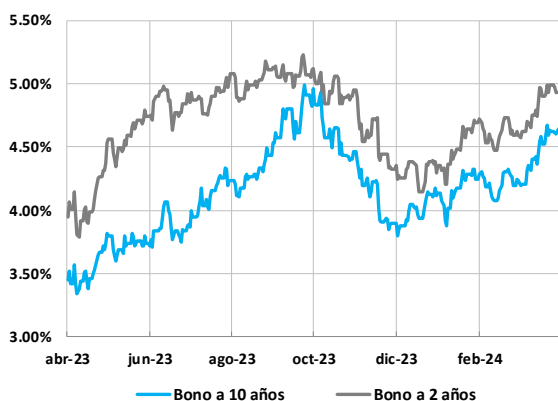
Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

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.

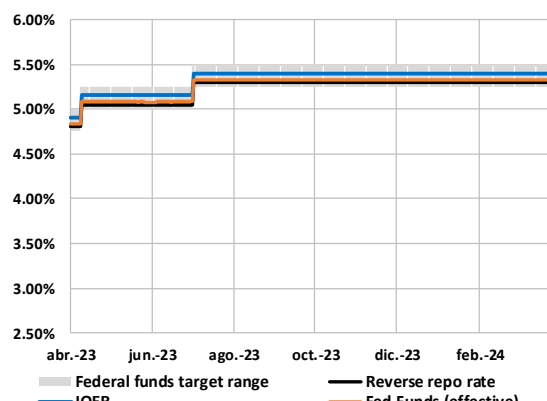
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



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

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



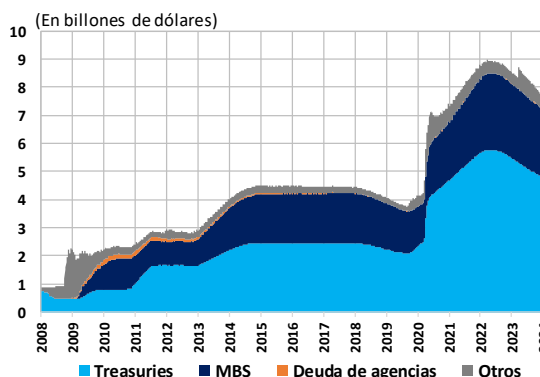
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



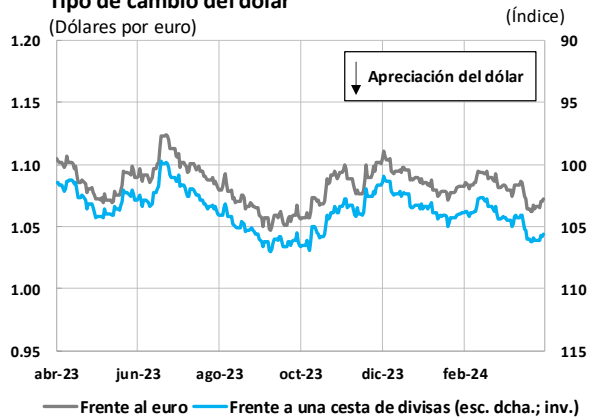
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

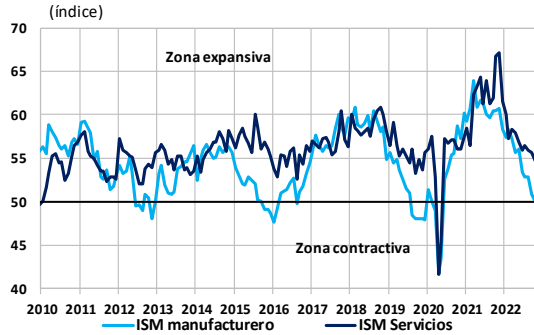
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

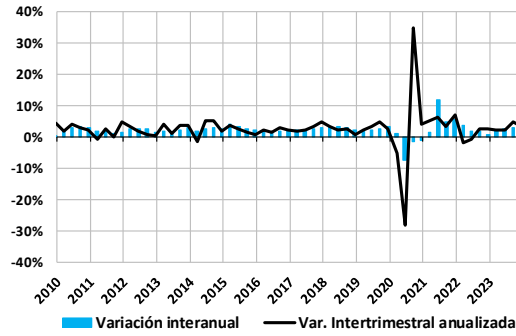
Indicadores de condiciones económicas

EE. UU.: índices de sentimiento empresarial



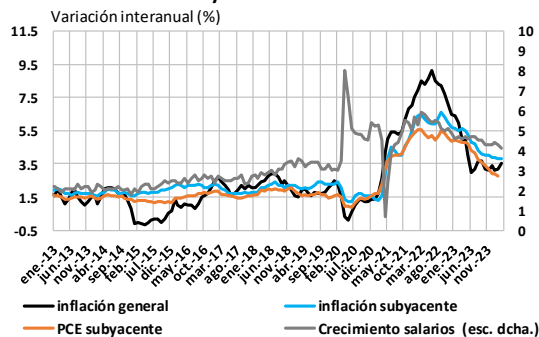
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



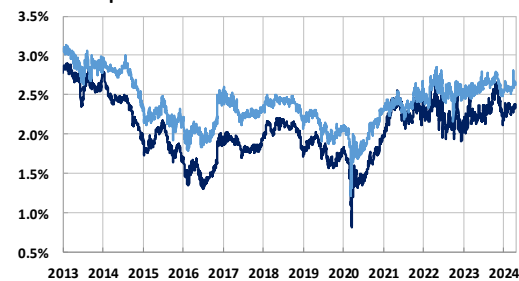
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 marzo

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones a diciembre 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.