

Nota Breve 13/09/2024

Mercados financieros · Reserva Federal: ¿la primera bajada será de 25 o 50?

Reunión del 17 y 18 de septiembre de 2024: qué esperamos

- Todo apunta a que la Reserva Federal iniciará el ciclo de bajadas de tipos de interés en la reunión de septiembre con un recorte de en 25 p. b., llevando al *Fed Funds* al intervalo del 5,00%-5,25%.
- El balance de riesgos de los dos mandatos de la Fed posibilita ya el inicio de los recortes de tipos. Los últimos datos confirman que la inflación converge hacia el objetivo del 2%, a la vez que el mercado laboral se enfría paulatinamente. La cuestión no es tanto si la Fed bajará tipos, sino la magnitud del recorte: 25 p.b o 50 p. b. Anticipamos que será de 25 p.b, pues, a pesar de que la inflación avanza por buen camino, los componentes de servicios han mostrado algo de resistencia a bajar, y, aunque el mercado laboral se enfría, no colapsa. Con lo cual, con una bajada de 25 p.b., la Fed señalaría tanto su apoyo al mercado laboral, como cautela por la persistencia de la inflación de servicios.
- También esperamos que la revisión del cuadro macro de la Fed mantenga el escenario central, en el que prevé que la inflación regrese al 2% en el medio plazo, si bien esta podría ajustar ligeramente a la baja la inflación de 2024, y ligeramente alza la expectativa de la tasa de paro.
- Los mercados financieros descuentan al 100% una bajada de 25 p. b. en septiembre, y tras recibir los últimos datos de empleo, han pasado a esperar una distensión monetaria más agresiva, anticipando 100 p. b. de bajadas en lo que queda de año. Ello implicaría que, en alguna de las tres reuniones restantes de 2024, alguna bajada sería de 50 p. b.

Condiciones económicas y financieras

- **Los indicadores de actividad muestran una economía que sigue creciendo.**
 - El crecimiento del PIB en la primera mitad de 2024 sigue haciendo gala de una notable resiliencia y sorprendió al crecer un 0,7% intertrimestral (3,0% anualizado) en el 2T y un 0,4% en el 1T (1,4% anualizado). Además, la composición del crecimiento es muy positiva: el consumo privado y la inversión no residencial siguen tirando fuertemente de la economía, mientras que el déficit comercial es el principal lastre ante un crecimiento de las importaciones, pero a su vez, eso es una señal adicional de la fortaleza de la demanda interna.
 - Los indicadores recientes apuntan a que el dinamismo se extenderá al tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado. Los PMI de julio (54,3) y agosto (54,1) se sitúan por encima de la media del 2T (53,5) y superan claramente el umbral de 50 que apunta a crecimiento positivo. Este buen comportamiento se explicaría por el renovado dinamismo que se observa en servicios (55,2 en agosto), que más que compensa el sustancial deterioro que se está produciendo en la industria (48,0). Otros indicadores de julio no basados en encuestas, sino en registros, apuntan también en esta dirección: en tasas mensuales, las ventas minoristas crecieron un 1,0%; y el consumo de las familias, un 0,4%; mientras que la producción industrial cayó un 0,6%; y los pedidos de bienes de capital, sin transporte y defensa (que adelantan la inversión en capital fijo) retrocedieron un 0,1%.
 - Los *nowcasts* de la Fed apuntan a que en el 3T el PIB crecerá un 0,45% (2,6% anualizado)
- **La inflación avanza hacia el objetivo del 2%.**
 - Agosto marcó el quinto mes consecutivo de caída de la inflación general. Esta disminuyó 0,4 puntos porcentuales, situándose en 2,5% interanual, su nivel más bajo desde febrero de 2021. La moderación respondió principalmente a una caída en los precios energéticos y al abaratamiento de los bienes industriales no energéticos.
 - Sin embargo, la inflación núcleo se quedó estancada en el 3,2%. Esta persistencia se debe principalmente a un repunte de la inflación de vivienda *shelter* hasta el 5,2% que explicó el 70% del avance de la subyacente. No obstante, indicadores adelantados de alquileres sugieren que los precios de vivienda podrían moderarse en los próximos meses.

- En cuanto al PCE (el índice de gastos de consumo personal, la medida preferida de inflación de la Fed), viene mostrando una mayor persistencia y se quedó estancada en el 2,5% en julio, tras haber caído ligeramente en junio.
- **El mercado laboral empieza a enfriarse**
 - En los últimos meses la creación de empleo se está ralentizando. Desde marzo de este año, la creación de puestos de trabajo no agrícola ha sido inferior al promedio mensual de 251.000 puestos nuevos en 2023. La moderación ha sido especialmente marcada desde mayo, tocando mínimo en julio con 89.000 nuevos empleos, lo que a su vez a impulsado al alza la tasa de paro a tocar 4,3% en julio, máximo desde 2021. En agosto, sin embargo, la tasa de paro cedió 0,1 p. p. y la creación de empleo repuntó.
 - Aunque el enfriamiento es evidente, pensamos que responde más a una normalización del mercado laboral que a un colapso inminente. La última encuesta JOLTs de julio mostró que los despidos se mantienen reducidos y que el número de vacantes por desempleado se encuentra en niveles previos a la pandemia. Es decir, que el enfriamiento se está originando por la ralentización de la demanda de empleo sumada, además, a una creciente población activa impulsada por los elevados flujos migratorios
- **Los mercados financieros anticipan una relajación monetaria agresiva**
 - Los mercados financieros descuentan 100 p. b. de recortes en el conjunto de 2024, lo que implica que, en al menos una de las tres reuniones restantes, uno de los recortes sería de 50 p.b.
 - Este aumento en las expectativas de recortes se ha saldado con caídas en la rentabilidad de los *Treasuries* a 2 años, de hasta 62 p. b. desde la publicación del dato de empleo de julio, momento en el cual se empezaron a esperar los 100 puntos de recorte. También la rentabilidad del *Treasury* a 10 años cayó por debajo del 4% por primera vez en 2024.
 - En el mercado de divisas, la narrativa ha debilitado levemente al dólar, que en su cruce con el euro cotiza alrededor del 1,10.

Mensajes recientes de la Fed

- Desde la reunión de julio del FOMC, varios de sus participantes, incluyendo al presidente Powell, sugirieron que era probable que se implementara el primer recorte de tipos en la reunión de septiembre.
- Powell evaluó la actual situación económica señalando que “los riesgos al alza para la inflación han disminuido y los riesgos a la baja para el empleo han aumentado”, y que, un enfriamiento adicional del empleo no sería bienvenido. Desde entonces, varios participantes del FOMC insinuaron que podrían apoyar un recorte mayor de 50 p.b. en el futuro si el mercado laboral seguía deteriorándose, si bien la mayoría de miembros del FOMC ha aclarado que las decisiones sobre el tamaño y ritmo de los recortes se tomarían en cada reunión. Los comentarios más recientes del gobernador Waller y del presidente Williams sugieren que un recorte de 25 puntos básicos es el escenario más probable en septiembre.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- Pensamos que la Fed empezará la distensión monetaria de manera gradual en su próxima reunión para acompañar la convergencia de la inflación al 2%. A partir de entonces, esperamos bajadas de 25 p. b. cada tres meses hasta finales de 2026, pero si el mercado laboral continúa deteriorándose, esperaríamos que la Fed reaccione de una manera más contundente con bajadas más agresivas.

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

Notas: Entre paréntesis, previsiones a marzo de 2024. PIB e inflación son variaciones interanuales respecto al 4T. Inflación se refiere a la PCE. La tasa de desempleo corresponde al promedio del 4T.

Isabela Lara White, 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.