

Nota Breve 07/06/2024

## Mercados financieros · Los datos de actividad e inflación mantendrán a la Fed en guardia en su reunión de junio

### Reunión del 11 y 12 de junio 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 un tono restrictivo similar al expresado en su anterior reunión: no relajarán la política monetaria hasta tener la confianza de que la inflación avanza de manera sostenida hacia el 2%.
- La Fed se mostró preocupada en su última reunión porque los últimos datos de inflación publicados en 2024 no iban en la dirección que esperaban, lo que ha centrado sus discusiones en cuánto tiempo se deberían mantener los tipos de interés en los elevados niveles actuales. Por ello, es probable que el *dot plot* de la Fed se ajuste tras la próxima reunión y se reduzcan las bajadas proyectadas por el conjunto de sus miembros (actualmente tres).
- Desde la última reunión, sin embargo, los datos conocidos refuerzan la idea de bajadas de tipos después del verano. La inflación cayó levemente en abril, tras haber repuntado en los primeros meses del año, y algunos indicadores adelantados de actividad y mercado laboral muestran ligeras señales de enfriamiento. Con todo, pensamos que igualmente la Fed querrá tener más confianza en que esta caída de la inflación será sostenida en los meses siguientes, o en que el enfriamiento de la actividad será más intenso, antes de relajar la política monetaria, en línea con su estrategia de dependencia de los datos.
- También esperamos que la revisión del cuadro macro de la Fed mantenga el escenario central, anticipando que la inflación regrese al 2% a medio plazo, si bien ajustarán ligeramente a la baja la previsión del crecimiento del PIB en 2024 tras la sorpresa negativa del 1T.
- En vista de todo lo anterior consideramos que lo más probable es que el primer recorte de tipos de interés se produzca después del verano. Nuestra previsión central apunta a dos recortes en 2024, en septiembre y diciembre, y cuatro más en 2025. Esta expectativa coincide con la cotizada en los mercados financieros, que desde la última reunión han pasado de descontar una sola bajada en 2024, a aumentar la probabilidad de una segunda bajada del 35% al 80%. También han incrementado la expectativa de que ese primer recorte ocurra en septiembre en vez de noviembre.

### Condiciones económicas y financieras

- **La actividad en EE. UU. se ha desacelerado, aunque sigue mostrando una economía dinámica**
  - El PIB estadounidense creció un 0,3% intertrimestral en el 1T 2024, la mitad que el ritmo de crecimiento observado en el trimestre anterior, impulsado principalmente por el consumo privado que creció a su vez un 0,5% en el trimestre. Si bien el dato muestra una moderación de las tasas de crecimiento, el ritmo actual implicaría que la economía estaría creciendo cerca de su nivel potencial.
  - De cara al 2T, los indicadores muestran una economía aún dinámica, pero en la que han aparecido señales de enfriamiento. Por el lado del sector de servicios, el ISM repuntó en mayo por encima de 50, situándose fuera de terreno contractivo. En cambio, por el lado del sector manufacturero, el ISM, que en mayo cayó por segundo mes consecutivo y se encuentra en terreno contractivo, apunta a que el sector presenta todavía dificultades. Asimismo, el consumo privado y la renta de los hogares han venido cayendo ligeramente, impactando en las ventas minoristas que no crecen desde marzo.
  - Por su parte, la tasa de desempleo en el 3,9% refleja el tensionamiento en el que continúa el mercado laboral, pero nuevos datos apuntan a un ligero enfriamiento. La encuesta del JOLTS mostró cómo en abril cayeron las vacantes de empleo, y el reporte mensual de empleo de ADP mostró que el mes pasado las contrataciones en el sector privado crecieron al menor ritmo registrado en el año.
  - De mantenerse esta continuidad en las dinámicas de actividad, esperamos que la economía americana mantenga el actual ritmo de crecimiento intertrimestral en torno al 0,4%, llevándola a

crecer un 2,4% en 2024 y un 1,8% en 2025. Así lo sugieren también los *nowcastings* de la Fed, que predicen un crecimiento de un +0,4% intertrimestral.

- **El recorrido de la última milla de la inflación está siendo más lento de lo anticipado, pero no debería cesar**
  - En abril, la inflación general cayó 1 décima hasta el 3,4% tras haber repuntado los dos meses anteriores. Aunque la moderación del índice núcleo resulta alentadora, pasando del 3,8% de marzo al 3,6% en abril tras mostrar una notable persistencia desde finales del año pasado, otras dinámicas subyacentes no lo son tanto. Así, los servicios todavía muestran dinámicas inflacionistas elevadas, por encima del 5%. Y si bien los precios energéticos se han suavizado en las últimas semanas, no están exentos de riesgos, especialmente en un ambiente de elevadas tensiones geopolíticas e incertidumbre acerca de la demanda global.
  - El PCE (índice de gastos de consumo personal, la medida preferida de inflación de la Fed) ha mostrado una mayor persistencia, manteniéndose sin cambios en el 2,7% durante abril.
  - Si bien estos datos permiten ser optimistas sobre el progreso de la inflación, todo ello nos lleva a anticipar que el camino que queda por recorrer hasta alcanzar el objetivo del 2% de inflación será muy gradual.
- **Los nuevos datos de inflación y actividad reajustan las expectativas de los mercados financieros**
  - El reajuste de expectativas de los mercados monetarios acerca de la cantidad de bajadas que la Fed concretará este año empujó las rentabilidades soberanas a la baja. Así, los tipos de interés de los *treasuries* a 10 años han caído unos 30 p. b. desde la última reunión (1 de mayo). Las bolsas se han beneficiado también del *repricing* desde entonces, apuntándose el S&P 500 ganancias de +6,5%.
  - En el mercado de divisas, el cambio de tono ha debilitado levemente al dólar, que en su cruce con el euro cotiza alrededor del 1,08, tras haberse acercado al 1,06 a finales de abril.

### Mensajes recientes de la Fed

---

- Los discursos recientes de la Fed mostraron un sesgo notablemente *hawkish*. En general, la mayoría de los miembros de la Fed se hicieron eco de Jerome Powell, reforzando que se necesitan más meses de buenos datos de inflación para obtener la confianza requerida antes de relajar la política monetaria y que los tipos de interés se deberán mantener a los niveles actuales por más tiempo de lo que inicialmente habían esperado.
- La mayoría de los miembros remarcaron que los niveles actuales de los tipos de interés son suficientemente restrictivos, pero algunos se mostraron más *hawkish*. Es el caso, por ejemplo, de Lorie Logan de la Fed de Dallas, quien cuestionó si los niveles actuales en realidad son tan restrictivos como pensaban. Por su parte, el presidente de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari, afirmó que una nueva subida de tipos no está fuera de la mesa, aunque fuera poco probable.

### Perspectivas de la Fed a medio plazo

---

- Pensamos que la Fed ya ha situado los tipos de interés en su máximo de este ciclo, y que, dados los últimos datos de actividad e inflación, podrá empezar a bajarlos después del verano de forma muy paulatina hacia 2026.
- Consideramos que los riesgos de esta previsión se mantienen balanceados. 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 aún más 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.

---

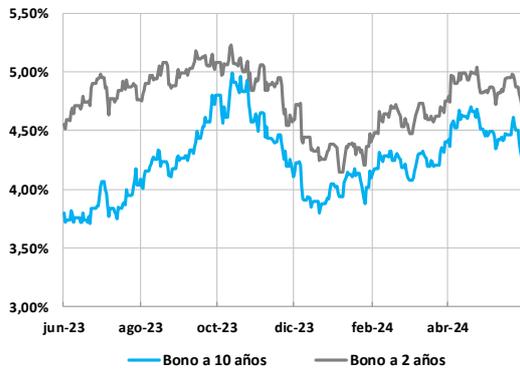
Isabela Lara White, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### 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.

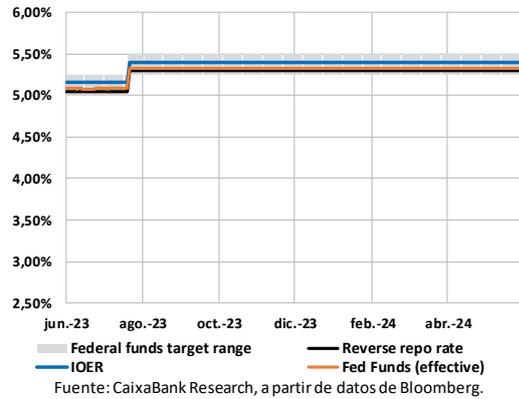
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



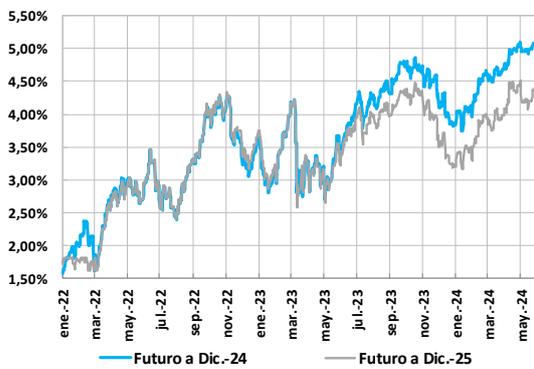
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



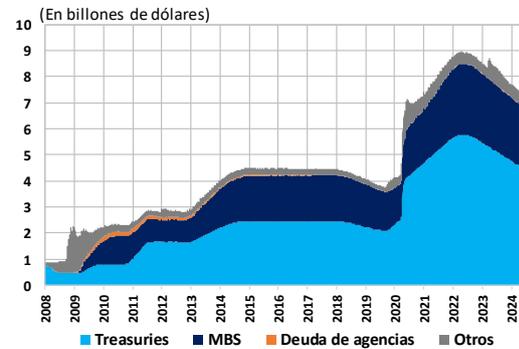
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



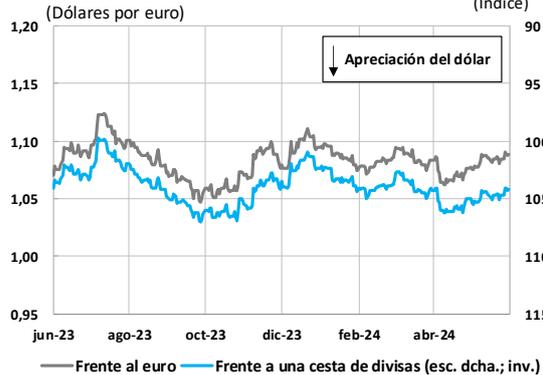
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



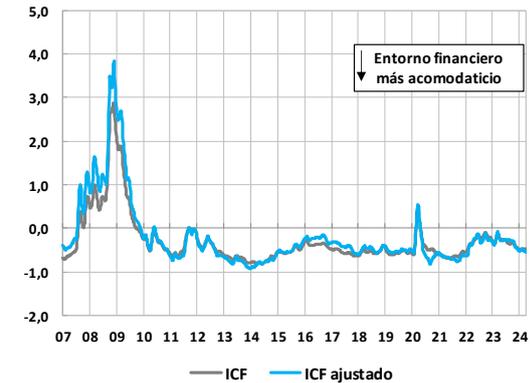
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



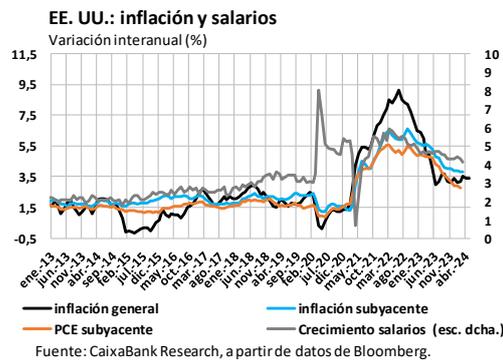
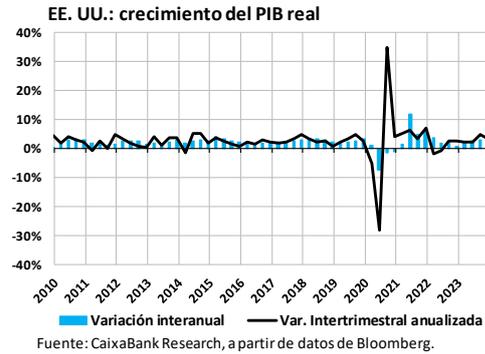
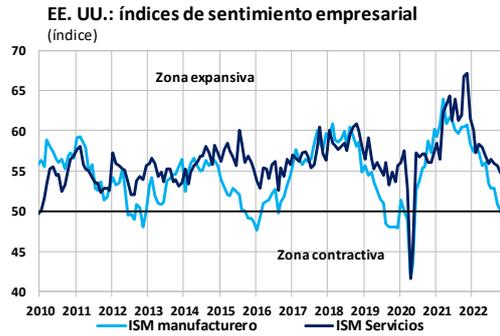
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

## Indicadores de condiciones económicas



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.