

Nota Breve 26/07/2024

Mercados financieros · La Fed: con más confianza en julio, aunque no la suficiente todavía

Reunión del 30 y 31 de julio de 2024: qué esperamos

- Esperamos que la Reserva Federal mantenga los tipos de interés en el intervalo del 5,25%-5,50% en la reunión de julio, dejando para después del verano la primera bajada de 25 p. b. Así también lo esperan los mercados financieros, que descuentan una primera bajada en septiembre.
- Anticipamos que la Fed se mostrará cautelosamente optimista y relajará ligeramente el tono restrictivo, al haber reconocido ya varios miembros del FOMC que los datos más recientes de inflación muestran un buen progreso hacia el objetivo del 2%. A la vez, seguirá mostrándose cauta y querrá ver más datos en la buena dirección antes de mover ficha. Así se asegurará de que no se trunca el proceso de moderación que ha tomado la inflación, comprensible tras vivir una aceleración inesperada de los precios durante el 1T del año. Sus mensajes más recientes han sido explícitos en que necesitarán todavía aún más meses con datos en la buena dirección para tener la confianza suficiente de que pueden acometer un recorte de tipos de interés.
- Al mismo tiempo, la Fed está buscando equilibrar los riesgos asociados a sus dos mandatos: la estabilidad de precios y el máximo empleo. Si recortan los tipos muy temprano, podrían generar una reaceleración indeseada de la inflación. Pero una bajada demasiado tardía elevaría el riesgo de una desaceleración de la actividad y, con ello, un enfriamiento indeseado del mercado laboral.
- Un contexto en el que la actividad económica sigue creciendo a un ritmo sólido concede margen a la Fed a la hora de decidir el momento de la primera bajada de los tipos de interés. Los últimos datos de empleo apuntan a que la oferta y la demanda en el mercado laboral se encuentran ya en equilibrio, así que cualquier enfriamiento adicional no sería bienvenido por el banco central americano. Ello nos lleva a pensar que, si los datos de inflación continúan en la buena dirección en los meses de julio y agosto, y dado el estado del mercado laboral, la Fed podría concretar una primera bajada en septiembre.

Condiciones económicas y financieras

- **La actividad en EE. UU. no muestra signos de debilidad**
 - El PIB estadounidense creció un 0,7% intertrimestral (2,8% anualizado) en el 2T 2024, duplicando el ritmo de crecimiento observado en el trimestre anterior. La actividad fue impulsada nuevamente por el consumo privado y la inversión no residencial, que crecieron un 0,6% y un 1,3%, respectivamente. Si bien el dato muestra una moderación de las tasas de crecimiento frente a las registradas en el año anterior, el ritmo actual implicaría que la economía está creciendo por encima de su nivel potencial.
 - Los últimos datos apuntan a un mercado laboral en equilibrio tras el fuerte desajuste derivado de la pandemia. Por el lado de la oferta, un mayor flujo de inmigración, junto con un incremento en la tasa de participación, ha permitido ocupar las vacantes de manera efectiva. Del lado de la demanda, la creación de empleo se ha moderado significativamente: 222.000 nuevos empleos creados al mes en promedio en el primer semestre de 2024 frente a 289.000 en el primer semestre de 2023. Así, la tasa de vacantes por desempleado se encuentra en 1,2, lejos del pico de 2 de principios del 2022. La tasa de paro se encuentra en el 4,1% (+0,6 p. p. con respecto al año pasado) y el crecimiento de los salarios se ha moderado desde el máximo del 6% de marzo de 2022, a un 3,9%, un ritmo que la Fed considera coherente con una inflación del 2%.
- **Las dinámicas de inflación mejoraron en el 2T**
 - Junio fue el tercer mes consecutivo que mostró una moderación de la inflación (3,0% interanual la general y 3,3% la núcleo) y, de cara a los próximos meses, los datos son alentadores. Así, el componente *shelter*, que engloba los precios de alquiler de vivienda y representa un 35% de la cesta del IPC, registró en junio una caída intermensual por primera vez en cuatro años, ejerciendo así un efecto arrastre sobre el componente de servicios. Además, diversos indicadores adelantados

apuntan a una moderación de los precios del alquiler, por lo que esperamos que la tendencia del *shelter* se consolide en los próximos meses.

- En cuanto al PCE (el índice de gastos de consumo personal, la medida preferida de inflación de la Fed), que venía mostrando una mayor resistencia a descender, cayó en mayo al 2,6% y el núcleo al 2,5%. El consenso de analistas anticipa que en junio la moderación se extienda hasta el 2,4%.
- **Los mercados financieros ponen el foco en septiembre**
 - Los mercados financieros continúan descontando con un 100% de probabilidad la primera bajada en septiembre, y una segunda en diciembre. Tras el buen dato de inflación de junio y de crecimiento del PIB en el 2T 2024, los mercados aumentaron la probabilidad de una tercera bajada en 2024 de prácticamente un 0% a un 75%.
 - Este reajuste de expectativas de los mercados monetarios acerca de la cantidad de bajadas que la Fed concretará este año se saldó con caídas en la rentabilidad de los *treasuries* a 2 años, de hasta 20 p. b. desde la publicación del dato de inflación de junio.
 - 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 junio en plena turbulencia política en Francia.

Mensajes recientes de la Fed

- Los mensajes recientes de la Fed parecen estar preparando el terreno para una primera bajada de tipos de interés, basándose en la senda reciente de inflación y los riesgos del mercado laboral.
- Powell se ha mostrado optimista ante los datos de inflación, pese a afirmar la necesidad de más meses con datos positivos para ganar la confianza suficiente antes de bajar los tipos, y ha comenzado a recalcar de manera explícita que retrasar demasiado la distensión monetaria podría conllevar efectos negativos en el empleo. Encontrar este balance entre ambos mandatos es, afirmó, «lo que le mantiene despierto por las noches».
- Otros miembros de la Fed, especialmente el gobernador Waller y el presidente de la Fed de Nueva York, Williams, se han hecho eco de las palabras de Powell. El discurso más reciente de Waller, titulado *Getting Closer* (acercándonos), afirmó que la Fed está cerca ya de poder empezar a bajar los tipos, pero que los datos de los próximos meses son los que confirmarán esta expectativa. De hecho, Williams también afirmó que, entre julio y septiembre, la Fed tendrá mucha más información para poder tomar una decisión.

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, buscando el equilibrio entre sus dos mandatos, acompañará la convergencia de la inflación al 2% con una distensión gradual de la política monetaria, empezando este septiembre con -25 p. b. A partir de entonces, esperamos bajadas de 25 p. b. cada tres meses hasta finales de 2026.
- Esta previsión conlleva dos principales focos de riesgo. Por un lado, el mercado laboral, como apuntan los miembros de la Fed, se encuentra ya en equilibrio, por lo que cualquier enfriamiento adicional pondría en alerta a la Fed y la impulsaría a actuar con mayor celeridad. Por otro lado, más a medio plazo, la incertidumbre política podría redundar en mayores presiones inflacionarias, en particular si tenemos en cuenta varias de las propuestas de algunos candidatos presidenciales, lo que podría afectar al ritmo de bajadas de la Fed.

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.

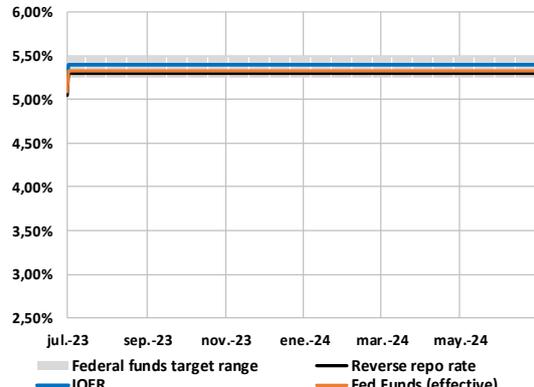
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



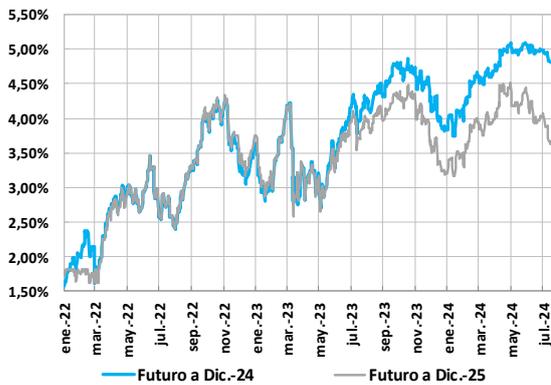
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



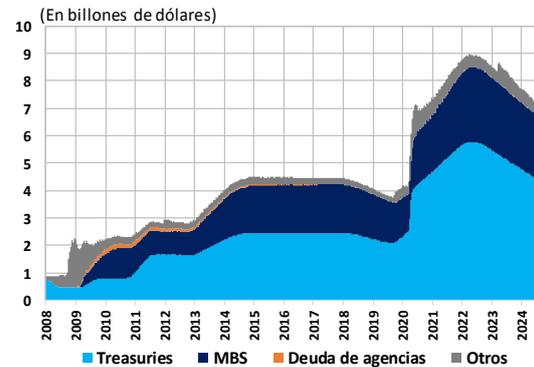
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



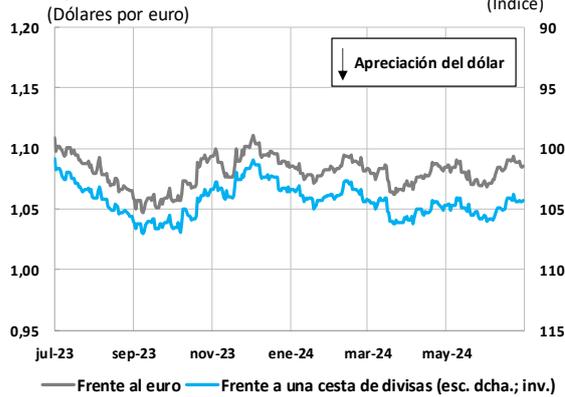
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



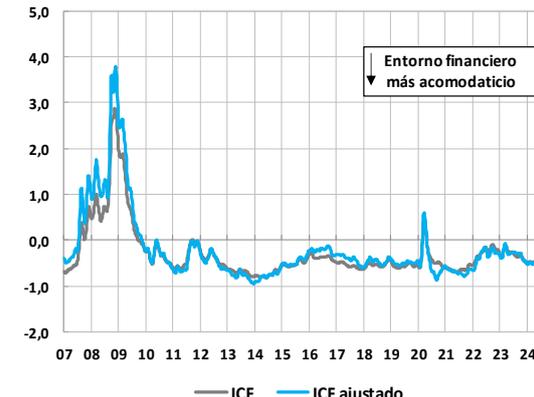
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

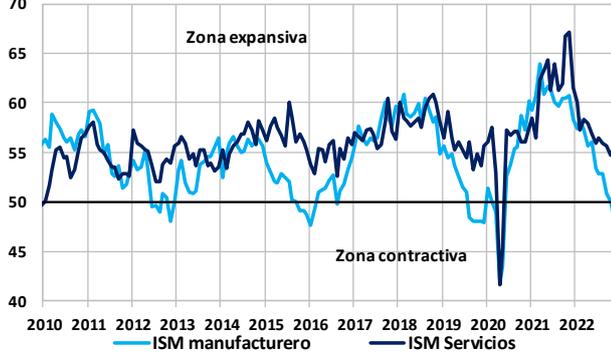
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

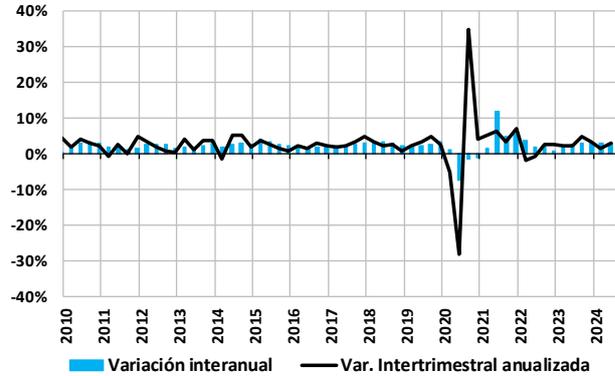
Indicadores de condiciones económicas

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



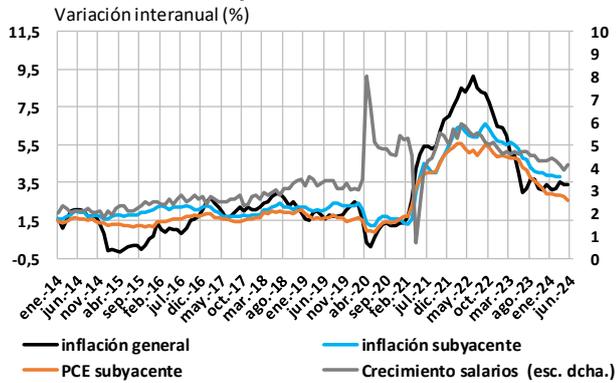
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



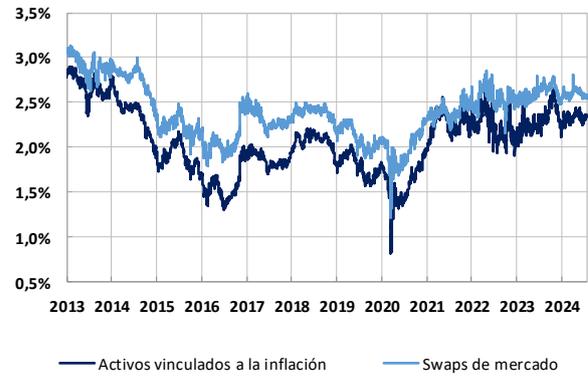
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 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.