

Los bancos centrales se estancan, pero ¿qué sigue y cuándo?

6 de noviembre de 2023

- **Celebramos una *reunión sin cita previa* la semana pasada para explicar nuestra opinión sobre las últimas comunicaciones políticas de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra tras sus decisiones de dejar los tipos sin cambios. (Vea la grabación [aquí](#)). Esta *actualización* responde a varias de las preguntas que recibimos sobre las implicaciones económicas y de mercado.**
- **¿Qué opina de las últimas comunicaciones de la Reserva Federal? ¿Tenían razón los mercados al considerar la declaración como moderada?** La decisión de mantener los tipos de interés entre el 5,25% y el 5,50% y la declaración adjunta fueron en gran medida las esperadas. (Ver [aquí](#).) Pero hubo varios indicios moderados. La Reserva Federal repitió que “procedería con cuidado” y Powell restó importancia a la proyección de septiembre de una nueva subida de tipos. También sugirió que una actividad económica resiliente en sí misma no tiene por qué provocar un mayor endurecimiento y que las condiciones del mercado laboral serían mucho más importantes. Mientras tanto, reconoció que las condiciones financieras más estrictas relacionadas con los mayores rendimientos de los bonos habían comenzado a pesar sobre la actividad y que continuarían haciéndolo.
- **¿Su previsión de recortes de tipos en EE.UU. el próximo año depende de un deterioro importante de los datos económicos?** Seguimos anticipando recortes de tipos de 200 puntos básicos por parte de la Reserva Federal en 2024, por lo que si el PIB continuara expandiéndose al fuerte ritmo del tercer trimestre, esto supondría un importante riesgo alcista. Pero no hace falta una recesión para justificar los recortes de tipos que estamos proyectando mientras la inflación siga cayendo y el mercado laboral siga relajándose. [El informe de empleo](#) de la semana pasada ofreció un fuerte respaldo a nuestra opinión de que el crecimiento salarial se debilitará aún más.
- **¿Cuáles cree que son las perspectivas para el ajuste cuantitativo en EE.UU.? ¿Fue un factor clave del reciente aumento de los rendimientos?** La Reserva Federal no ha anunciado ningún plan para alterar el ritmo de la reducción de su balance y creemos que hay margen para que continúe sin provocar una crisis de liquidez. Sin embargo, QT ha contribuido a impulsar

los rendimientos en los últimos meses. Si tenemos razón en que el crecimiento se debilitará marcadamente el próximo año y la inflación caerá, entonces parece poco probable que la Reserva Federal continúe con el QT al mismo ritmo si esto amenaza con causar un nuevo aumento en los rendimientos de los bonos a largo plazo. (Ver [aquí](#)).

- **¿Recortará el Banco de Inglaterra los tipos de interés tan pronto como esperan los mercados financieros?** Creemos que la proyección del mercado de que los recortes de tipos comenzarán en agosto/septiembre puede ser un poco pronto y anticipamos el primer recorte hacia finales de año. Si bien la votación de este mes fue ligeramente menos agresiva, reflejó un cambio en la membresía del MPC y el Banco enfatizó que los recortes de tasas no estarían justificados por algún tiempo. (Ver [aquí](#).) Una diferencia clave con Estados Unidos es que, si bien parece que las condiciones del mercado laboral se están relajando allí, el crecimiento de los salarios en el Reino Unido ha mostrado pocas señales de caer. El Banco de Inglaterra ha revisado al alza su estimación de la tasa de desempleo de equilibrio, reconociendo que persistirá parte de la reducción de la oferta laboral causada por la pandemia. Esto sugiere que [el crecimiento de los salarios](#) se mantendrá alto por más tiempo.
- **¿En qué medida influyen en su opinión las próximas elecciones en el Reino Unido?** El Gobierno estará dispuesto a recortar los impuestos antes de las próximas elecciones, tal vez en el presupuesto del próximo mes de marzo. El apoyo adicional a la demanda hará que la lucha contra la inflación sea más difícil y se suma a las razones para que el Banco se abstenga de recortar las tasas. Dicho esto, la experiencia sugiere que la política fiscal del Reino Unido suele endurecerse después de las elecciones. Si ese patrón se repite, se sumarán los argumentos a favor de recortes de tipos en 2025. Esto respalda nuestra opinión de que cuando se produzcan recortes, serán más pronunciados de lo que anticipan los mercados: prevemos que el tipo bancario se situará en el 3% a finales de 2025.
- **¿Fue el BCE más o menos moderado que la Reserva Federal en su reunión de octubre y cómo influye esto en nuestras previsiones de tipos de interés?** Ahora existe un consenso particularmente fuerte de que el ciclo de ajuste del BCE ha terminado y estamos de acuerdo. El aumento de la inflación en la eurozona no se debió a un exceso de demanda, ya que la economía no experimentó una fuerte recuperación pospandemia como la que vimos en Estados Unidos y el PIB se ha estancado en general durante el año pasado. En cambio, los precios de la energía fueron la causa clave del aumento de la inflación y ahora son mucho más bajos que en pleno ciclo de ajuste. Sin embargo, creemos que el BCE quedará por detrás de la Reserva Federal en lo que respecta a la flexibilización de las políticas debido al lento crecimiento salarial. La eurozona no ha experimentado la pronunciada caída de la oferta laboral que ha afectado al Reino Unido, pero las condiciones del mercado laboral siguen siendo muy estrictas. Sospechamos que los factores

estructurales y la naturaleza de la negociación salarial significarán que el alto crecimiento salarial persistirá durante más tiempo en la eurozona que en Estados Unidos, lo que significa que las tasas de interés caerán un poco más lentamente (al igual que fueron más lentas en subir). . Seguimos pronosticando el primer recorte en septiembre, aunque la reciente debilidad de la economía de la eurozona y las noticias alentadoras en materia de inflación nos han llevado a concluir que los riesgos se inclinan hacia un recorte ligeramente anterior. (Ver [aquí](#)).

- **¿Otra crisis energética provocada por una escalada del conflicto en Oriente Medio podría significar nuevas subidas de tipos del BCE?** La reciente caída de los precios de la energía parece reflejar la opinión de que se ha disipado la amenaza de que el conflicto entre Israel y Hamas se expanda a otros países de la región y perjudique el suministro de petróleo en Medio Oriente. (Ver [aquí](#) .) Pero un nuevo aumento de los precios de la energía sigue siendo un riesgo. En ese caso, dudamos que el BCE responda tan agresivamente como lo hizo finalmente al aumento de los precios de la energía en 2021/22 porque la debilidad de la economía significa que el riesgo de “efectos de segunda ronda” sobre las expectativas de inflación y los salarios es menor. ahora que entonces. (Ver [aquí](#)).
- **¿Qué implican nuestras previsiones de tipos de interés para el tipo de cambio de la libra esterlina frente al dólar estadounidense?** La reciente depreciación de la libra esterlina se debe en gran medida a los diferenciales de tasas de interés proyectados, ya que las expectativas de los mercados para las tasas de interés del Reino Unido han caído más que las de Estados Unidos. Pero dudamos que éste sea el factor clave del tipo de cambio en los próximos doce meses. En cambio, un aumento de la aversión al riesgo a medida que las economías avanzadas caigan en recesión será el principal obstáculo para la libra esterlina. Prevemos que el tipo de cambio GBP/USD caerá del 1,24 actual al 1,20 a finales de año y se mantendrá allí en 2024.
- **¿Espera que los tipos hipotecarios del Reino Unido bajen ahora que el tipo bancario ha alcanzado su punto máximo?** El mayor impulsor de las tasas hipotecarias seguirán siendo las expectativas de los mercados financieros sobre las tasas oficiales. Los rendimientos de los bonos a diez años ya han caído a medida que esas expectativas se han ajustado, pero nuestra opinión de que los tipos bancarios se mantendrán estables durante más tiempo del previsto por los mercados limitará cualquier caída de los rendimientos del Reino Unido en el corto plazo. Sospechamos que las tasas hipotecarias rondarán el 5% por un tiempo todavía, lo que afectará los [precios de la vivienda](#) y la actividad económica en general.
- **¿Cómo afectarán las preocupaciones sobre la deuda pública a las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos?** Dado que el déficit del gobierno estadounidense ronda el 6% del PIB en el último año fiscal, las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda son comprensibles. Un

riesgo es que los crecientes costos de los intereses obliguen al gobierno a endurecer agresivamente su política, pero hasta ahora no ha habido una discusión real sobre los intentos de frenar el endeudamiento. En cambio, creemos que un endeudamiento persistentemente alto será un factor que provocará que la [prima por plazo a 10 años](#) aumente un poco más durante el próximo año, lo que limitará la caída de los rendimientos incluso cuando los mercados lleguen a nuestra opinión de que las tasas de interés oficiales se cortará agresivamente. Prevemos que el rendimiento del Tesoro a 10 años caerá al 3,75% para finales de 2024, pero es posible que las preocupaciones sobre la deuda pública signifiquen que la caída final sea menor.

- **¿Hasta qué punto deberíamos preocuparnos por la deuda en Italia?** Ciertamente deberíamos estar preocupados. Si bien el gobierno italiano registra consistentemente superávits presupuestarios primarios (excluidos los gastos por intereses), las débiles perspectivas de crecimiento sugieren que la deuda seguirá aumentando como proporción del PIB. Recientemente escribimos un *Enfoque de economía europea* sobre este tema y este jueves organizaremos una reunión [sin cita previa](#) para abordar las preguntas de los clientes.