

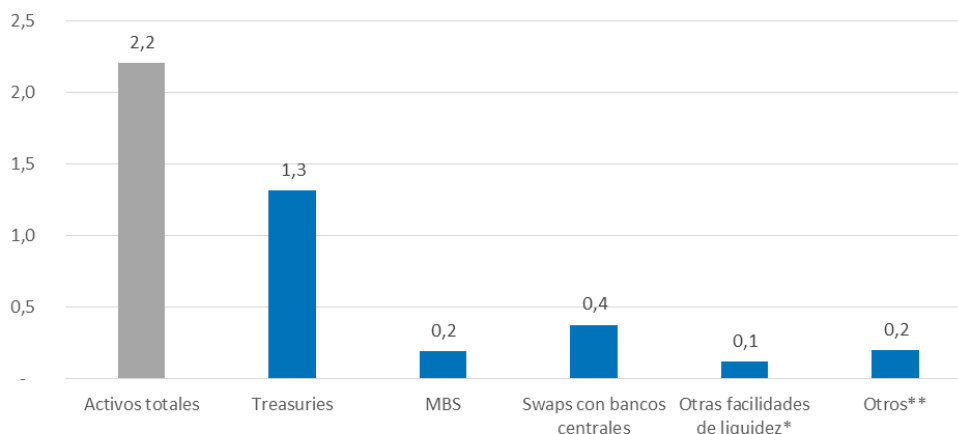
Nota Breve 24/04/2020

Mercados financieros · La Fed puede ampliar todavía más su abanico de programas para contrarrestar el impacto económico de la COVID-19

Reunión del 28 y 29 de abril de 2020: qué esperamos

- Tras haber recortado los tipos en 150 p. b. desde marzo, en la reunión de la próxima semana, **la Reserva Federal (Fed) mantendrá los tipos de interés en el intervalo 0,00%-0,25%** y muy probablemente comunique que continuará desplegando nuevos programas o ampliando los límites de los ya implementados en caso de que fuese necesario.
- Con estos programas, **el balance de la Fed ha aumentado desde inicios de marzo en más de 2 billones de dólares** hasta llegar a los 6,3, a pesar de que la mayoría de los programas no se han implementado todavía en su totalidad.

Principales activos de la Reserva Federal en su balance: variación desde marzo
 billones de dólares



Notas: * Incluye Primary y Secondary credit facilities, Primary Dealer Credit facility, Money Market Mutual Fund Liquidity Facility y Asset-Backed Commercial Paper, entre otros. ** La mayor parte de estos corresponden a operaciones repo.

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

- Asimismo, los miembros del FOMC seguramente centrarán la mayor parte de la reunión en describir el escenario actual para tratar de conocer el alcance del impacto económico del virus y las medidas de distanciamiento social. Sin embargo, como ya hicieron en la pasada reunión, no se aventurarán a actualizar el cuadro macroeconómico dada la elevada incertidumbre.

Condiciones financieras y económicas recientes

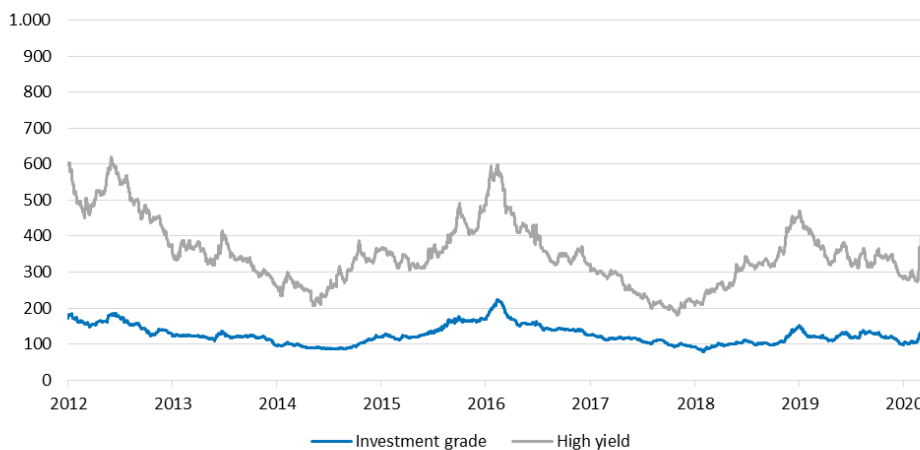
- Según el Fondo Monetario Internacional, **la paralización de la actividad económica llevará a la mayor caída del PIB desde la Gran Depresión**, lo que dará fin a la fase expansiva más larga de la historia de EE. UU. Así lo señalan los primeros indicadores económicos (que probablemente todavía vayan a deteriorarse más en las próximas publicaciones), pues las ventas minoristas y la producción industrial en marzo cayeron respecto al mes anterior un 8,7% y un 5,4%, respectivamente, mientras que el dato del PMI de abril cayó hasta 27,4, el nivel más bajo desde que Markit recoge estos datos. En la misma línea, un indicador de la Reserva Federal de Nueva York estima con datos diarios y semanales que la caída del PIB actualmente es del 11% con respecto al año anterior.¹
- En el mercado laboral, por su parte, las peticiones de prestaciones de desempleo han sido de 26 millones de trabajadores desde que empezó la pandemia en EE. UU. una cifra coherente con una tasa de paro cercana al 20%. Dicho de otro modo: **en 4 semanas se han destruido casi todos los puestos creados desde la Gran Recesión.**

¹ Para más detalles, véase <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>

- Para tratar de amortiguar la caída de la actividad económica, el Gobierno norteamericano ha reaccionado de manera contundente y ha anunciado diversas medidas de gasto fiscal y de liquidez destinadas a pequeñas y medianas empresas, a trabajadores en el paro, al sistema sanitario e incluso un pago directo de 1.200 dólares por contribuyente y de 500 dólares por menor. En su conjunto, **estas medidas suponen cerca del 14% del PIB.**
- En cuanto a la inflación, el último dato de marzo se vio empujado a la baja por la caída en el precio del petróleo y de cara a los próximos trimestres tanto las cotizaciones de activos financieros como las previsiones de analistas apuntan a una inflación débil (véanse los gráficos adjuntos).
- En este contexto, **las condiciones financieras globales y estadounidenses se han tensionado sustancialmente**, disminuyendo la liquidez en diversos mercados (deuda corporativa, *treasuries* o interbancario, por ejemplo) y aumentando la aversión al riesgo de los inversores.² En bolsa, el S&P 500 sufrió una caída acumulada en diversas sesiones de más del 30%, siendo el sector energético el más perjudicado fruto del desplome del precio del petróleo. En el mercado de renta fija, el tipo de interés sobre **el *treasury* a 10 años se ha situado en mínimos históricos por debajo del 0,60%** fruto de la expectativa de una política monetaria acomodaticia y del atractivo de este activo en episodios de aversión al riesgo. Sin embargo, en algunas sesiones la Fed detectó problemas de liquidez y actuó de urgencia anunciando compras masivas de *treasuries*, que hasta la fecha han sido de 1,3 billones de dólares (véanse el primer gráfico y la tabla con las medidas tomadas por la Fed).
- En cuanto al sector corporativo, las tensiones se reflejaron tanto en las primas de las empresas con grado de inversión como en las del grado especulativo, aunque fue solamente en el segmento de menor calidad donde la emisión de nueva deuda se congeló.³ **Con los anuncios por parte de la Fed de nuevas compras de deuda corporativa, las primas de riesgo se relajaron**, aunque se mantienen en niveles claramente superiores a los de inicios de año.

EE.UU.: primas de riesgo corporativas

puntos básicos



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.

Las medidas tomadas por la Fed

- Las acciones que ha tomado la Fed desde inicios de marzo han ido destinadas a **ofrecer una política monetaria acomodaticia**, a través de la rebaja de los tipos de interés y comunicando que no se esperan subidas a corto plazo, a **proveer de liquidez al sistema financiero**, con distintos programas de *repos* y promoviendo el uso de los colchones de capital de las entidades financieras, **y a relajar las condiciones financieras que se habían tensionado en algunos mercados**, con la compra de *treasuries* y la provisión de liquidez aceptando como garantía un abanico muy amplio de activos (véase la tabla con el resumen de las medidas de la Fed).

² Para más detalles, véase “[El coronavirus contagia a los mercados y la política monetaria actúa de urgencia](#)”.

³ Véase el primer capítulo del Global Financial Stability Report de Abril 2020 del Fondo Monetario Internacional.

- Asimismo, dado que en episodios de estrés la demanda internacional de dólares aumenta gracias al rol de valor refugio, la Fed ha reducido el coste de las operaciones de *swap* con algunos bancos centrales y ha abierto la posibilidad de que la mayoría de los bancos centrales puedan acceder a liquidez de dólares con operaciones de *repo* con deuda del tesoro americano.
- Lo que todavía no ha hecho la Fed, y es improbable que lo haga en el futuro, es ofrecer tipos de interés negativos. Durante la revisión estratégica han mencionado en diversas ocasiones que en caso de tener que ofrecer condiciones todavía más acomodaticias una vez llegados a la *zero lower bound*, lo harían a través de otros instrumentos (como control de la curva de tipos soberanos).

Principales medidas tomadas por la Fed

Nombre	Descripción
<i>Discount window rate</i>	Reducción de 50 p. b. adicionales del <i>discount window</i> con respecto al intervalo de los tipos de interés oficiales para animar a las entidades financieras a que utilicen esta facilidad.
Treasuries y MBS	La Fed adquirirá <i>treasuries</i> y <i>mortgage-backed securities</i> sin límites con la intención de estabilizar estos mercados y asegurar que se mantienen líquidos. Los miembros del FOMC aseguran que con esta medida no pretenden influir en el tramo largo de la curva de tipos, a diferencia de su actuación tras la Gran Recesión. Para ello, está adquiriendo <i>treasuries</i> replicando la estructura temporal del Tesoro americano para ser más neutra.
Liquidez de dólares	La Fed facilitó la liquidez de dólares al resto de bancos centrales reduciendo el coste de esta operación con algunos bancos centrales y permitiendo a la mayoría de los bancos centrales hacer operaciones de <i>repos</i> con <i>treasuries</i> para obtener dólares.
<i>Repos</i>	La Fed ofrece liquidez a través de mayores ofertas de <i>repos</i> a distintos vencimientos.
Reservas bancarias	Elimina las reservas requeridas y los <i>buffers</i> de capital a los bancos para que puedan usarlos como crédito.
MMLF (Money Market Mutual Fund Liquidity)	La Fed ofrecerá liquidez a las entidades financieras aceptando como garantía un abanico amplio de activos de alta calidad (<i>treasuries</i> o deuda de otras instituciones públicas).
PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	La Fed ofrecerá liquidez a los <i>primary dealers</i> aceptando como garantía un abanico amplio de activos de calidad.
CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	La Fed adquirirá un papel comercial en el mercado secundario, tras observar un repunte del tipo de interés en este mercado.
PMCF	La Fed adquiere deuda corporativa directamente del emisor (Primary Market Corporate Facility) con un límite de 500.000 millones de dólares
SMCF	La Fed adquiere deuda corporativa en el mercado secundario (Secondary Market Corporate Facility) con un límite de 250.000 millones de dólares.
TALF (Term Asset-backed Securities Loan Facility)	Con este programa la Fed acepta obligaciones de préstamos garantizados (CLOs en inglés) como garantía de la deuda de los hogares (estudios, auto, tarjetas de crédito), con un límite total de 100.000 millones de dólares.
Main Street Lending Program	La Fed comprará hasta 600.000 millones de dólares en préstamos a las pequeñas y medianas empresas. Estos préstamos serán emitidos por los bancos bajo unas condiciones determinadas por la Fed, que comprará el 95% del crédito dejando el 5% restante en manos del banco emisor.
Small Business Administration's Paycheck Protection System	El Congreso aprobó un programa de 349.000 millones de dólares por el cual los bancos prestaban a las empresas que no despidieran a sus trabajadores o se comprometieran a contratar más adelante. La Fed aceptará estos préstamos como colateral para ofrecer más crédito a los bancos.
Municipal Lending Facility	La Fed comprará hasta 500.000 millones de dólares de deuda a los estados, condados y ciudades de más de 1 millón de habitantes. En el propio comunicado dice que se puede revisar el límite.

Mensajes recientes de la Fed

- Los miembros de la Fed han estado en las últimas semanas menos activos en cuanto a discursos. Sin embargo, fueron especialmente destacables las palabras de Jerome Powell en las que, manteniendo el tono posterior a la última reunión, aseguraba que los tipos de interés se mantendrían en los niveles actuales al menos hasta que la economía haya “capeado la tormenta”. Asimismo, aseguró que con el inicio de los programas de emergencia la Fed pretende salvaguardar los mercados financieros proveyendo liquidez para que el crédito pueda fluir a las empresas y hogares.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- **EE. UU. sufrirá una recesión en 2020 fruto de la paralización tanto de su actividad como la del resto del mundo:**
 - Creemos que el PIB puede llegar a caer más de un 5%, aunque es probable que ya en la segunda mitad del año y durante 2021 veamos un rebote. Para ello será necesario que las políticas implementadas efectivamente minimicen el impacto actual y apoyen una rápida recuperación.
 - El mercado laboral se encontraba en pleno empleo antes de la paralización económica, pero ya acumula más de 26 millones de nuevas solicitudes de paro.
 - Tanto la inflación general como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) se sitúan por debajo del 2%. Asimismo, las expectativas de inflación apuntan a una inflación contenida en el futuro.
- Creemos que **la Fed no modificará los tipos de interés antes de 2022, aunque continuará mostrando un sesgo acomodaticio** con la intención de mantener las expectativas de tipos bajas y unas condiciones financieras acomodaticias.
- Diversos escenarios alternativos podrían modificar nuestras previsiones de la evolución de los tipos de interés de la Fed:
 - Por un lado, la Fed podría mantener los tipos en el nivel actual por más tiempo e incluso aumentar los límites de los programas actuales en caso de que un rebrote del virus no permita abrir de nuevo la economía o fuerce a cerrarla nuevamente en el futuro.
 - Por otro lado, en caso de que una vez se recupere la economía se observen rupturas en las cadenas productivas que generen repuntes en el precio de los bienes y servicios, la Fed podría verse empujada a subir los tipos antes de lo que prevemos.

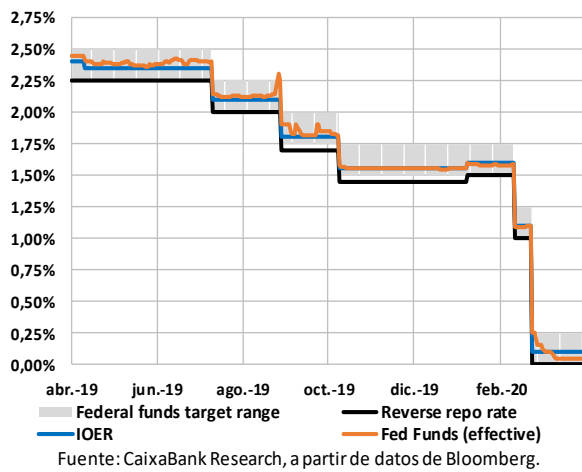
Indicadores de condiciones financieras

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.

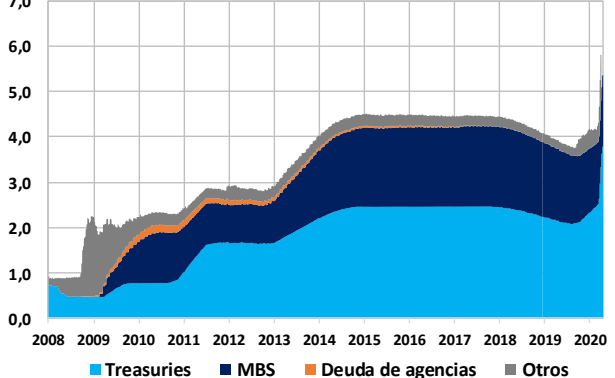
Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



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

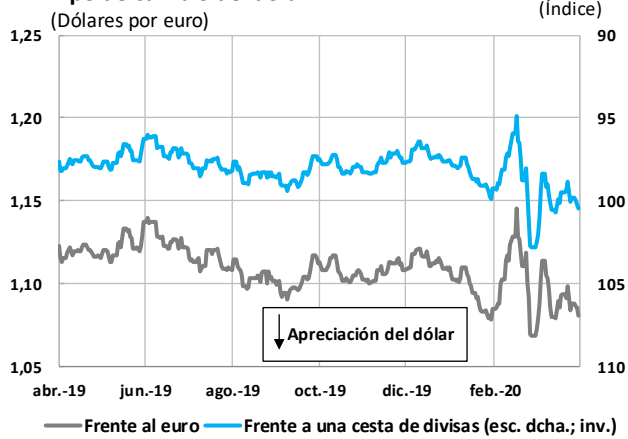
Composición del balance de la Reserva Federal

(En billones de dólares)



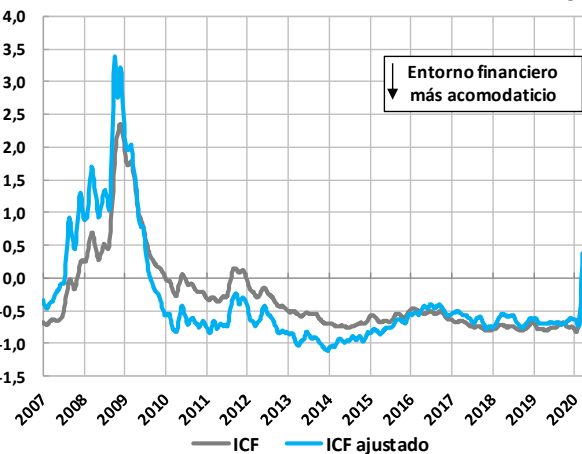
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

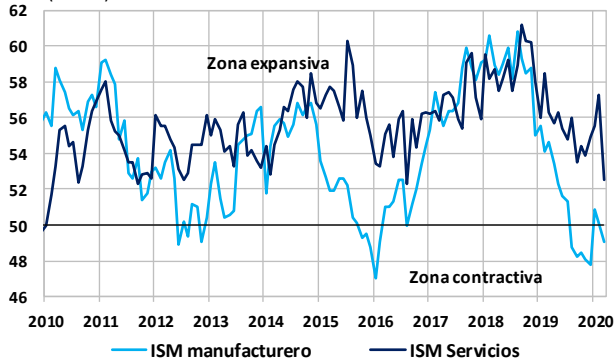
EE. UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

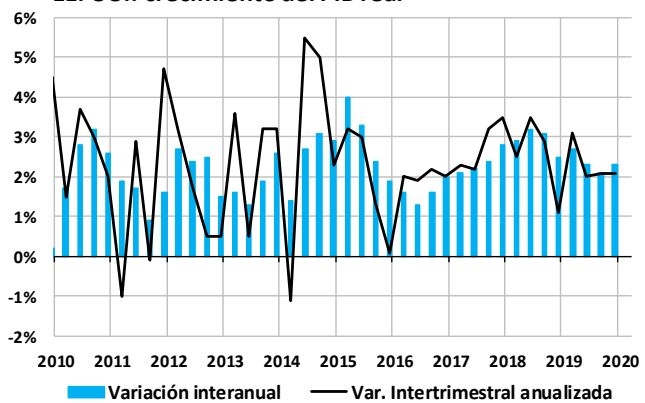
Indicadores de condiciones económicas

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



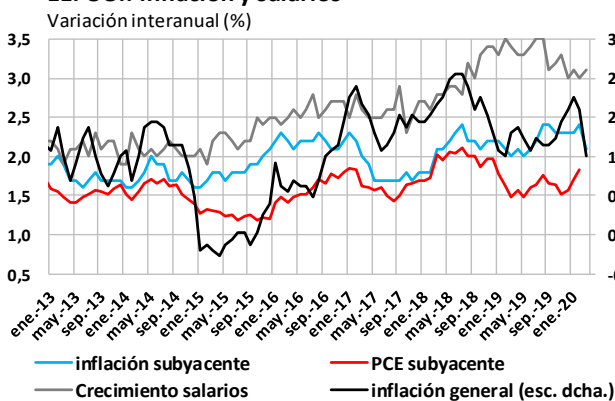
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



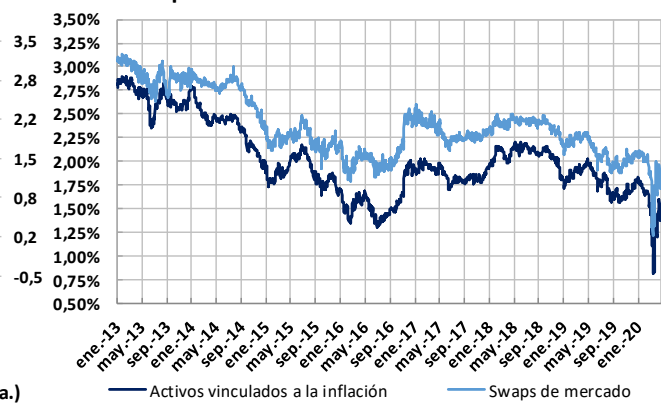
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

FOMC: previsiones económicas (Diciembre 2019) ^{1,2,3}

(%)	2019	2020	2021	2022	Largo plazo
Crecimiento PIB	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)
Tasa desempleo	3,6 (3,7)	3,5 (3,7)	3,6 (3,8)	3,7 (3,9)	4,1 (4,2)
Inflación (PCE) ⁴	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Inf. Subyacente (PCE)	1,6 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	-
Tipo referencia objetivo	1,6 (1,9)	1,6 (1,9)	1,9 (2,1)	2,1 (2,4)	2,5 (2,5)

1. Mediana de las previsiones de los miembros del FOMC.

2. Todas las variables, excepto la tasa de desempleo, se expresan en variación interanual respecto al 4T de cada año.

3. Entre paréntesis, previsiones anteriores.

4. Índice de inflación PCE (Personal Consumption Expenditure).

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

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.