

Nota Breve 28/10/2020

Mercados Financieros · La Fed a la espera: es hora de la política fiscal

Reunión del 4 y 5 de noviembre de 2020: qué esperamos

- **La economía estadounidense sigue muy condicionada por la pandemia de la COVID-19.** Aunque los últimos indicadores sugieren que la actividad de EE. UU. resiste mejor la segunda oleada de infecciones que otras economías, los rebrotes se están generalizando y resaltan la fragilidad de la recuperación en otoño e invierno. **Con todo, no esperamos novedades de política monetaria** en la próxima reunión de la Fed.
- Con las contundentes medidas lanzadas desde la primavera (rebaja de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0%, la apertura de 13 programas de crédito de emergencia y un incremento en la compra de activos), **la Fed ya ha desplegado una sólida red de seguridad para apoyar la recuperación económica americana y suavizar sus inevitables turbulencias** (véase anexo para más detalles).
- Además, con la actualización de su marco estratégico, la Fed también ha anclado la expectativa de que **los tipos de interés de referencia no se moverán del intervalo 0,00%-0,25% hasta al menos 2024.**
- Así, **la Fed mantendrá el rumbo de su política monetaria**, a la espera de la evolución de la economía y la llegada de un estímulo fiscal (que es el que debe liderar el apoyo a la recuperación económica y se anunciará independientemente de quién gane las elecciones). En cualquier caso, **la Fed podría tomar nuevas medidas en diciembre** si la coyuntura económica y financiera se complica.

¿Qué más puede hacer la Fed?

- Los miembros del FOMC siguen descartando de forma unánime tipos de interés negativos, por lo que difícilmente haya movimientos respecto a los tipos de interés de referencia.
- Otra posibilidad sería intensificar los programas de crédito. Sin embargo, la medida requeriría el apoyo de un *U.S Treasury* que, en la actual administración, no parece estar por la labor. Además, a pesar de ser relevantes como medidas de prevención ante cualquier bache, los programas de crédito están siendo infrautilizados por el mercado, ya que en muchos casos las empresas y organizaciones necesitan ayudas directas (solo pueden ser dadas por Congreso) y no préstamos (véase anexo para más detalles). De ahí que **Powell pida más estímulos fiscales** en cada intervención pública que puede: poco más puede hacer la Fed en este sentido.
- La Fed, en cambio, **sí que podría aumentar el ritmo de compra de activos** (el ritmo actual de las compras de Treasuries y MBS es aproximadamente 120.000 millones de dólares al mes). Las actas de la reunión de septiembre y comentarios posteriores de Lael Brainard sugieren que este es un tema caliente para los próximos meses, aunque algunos miembros han destacado que, ahora mismo, aportarían poco beneficio añadido (los tipos de interés ya están muy aplanados a todos los vencimientos) y las compras masivas también conllevan riesgos de inestabilidad financiera.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La recuperación económica continúa, pero es frágil y con un riesgo elevado de rebrote del coronavirus:**
 - Tras una caída histórica del PIB en el 2T (-9% intertrimestral, el peor desplome desde la Gran Depresión), los indicadores reflejan un fuerte rebote de la actividad en el 3T (más de un 6% intertrimestral tomando la predicción media de la Fed de Nueva York y Atlanta). El dato se conocerá este jueves 29. De cara al 4T 2020, el aumento de los rebrotes podría enfriar la recuperación, aunque los indicadores más recientes sugieren que la economía estadounidense está resistiendo

mejor que la mayoría de avanzadas. Así, por ejemplo, el índice de sentimiento empresarial compuesto (el PMI) aumentó hasta los 55,5 puntos en octubre.

- En la misma línea, distintos indicadores del sector inmobiliario y del ámbito laboral siguen avanzando de forma favorable. Unas cifras que contrastan con la pérdida de dinamismo observada en Europa. **La actividad estadounidense se ha beneficiado de unas medidas fiscales y monetarias muy contundentes en la lucha contra la COVID-19.** Estimamos que el gasto fiscal directo supera los 1,7 billones de dólares y las medidas de liquidez el billón de dólares (9% y 6% del PIB respectivamente).
- Además, desde finales de verano, el Congreso está negociando un nuevo paquete fiscal. Aunque es poco probable que se llegue a un acuerdo antes de las elecciones del 3 de noviembre, lo que sí es claro es que el **Ejecutivo del país seguirá dando soporte a la economía en el actual contexto de pandemia.** El soporte del nuevo paquete fiscal podría oscilar entre el 5% y el 12% del PIB en función de quién ganara las elecciones (una amplia victoria demócrata conllevaría un mayor soporte fiscal).
- Además de facilitar un estímulo fiscal que alivie la carga de la Fed, **las elecciones también podrían afectar los futuros nombramientos de cargos en la Fed.** En concreto, hay cuatro posiciones sensibles: dos vacantes en el comité de gobernadores y las renovaciones de Powell y Clarida, cuyos mandatos de presidente y vicepresidente terminan en 2022 (aunque Powell tiene mandato hasta 2028 como gobernador). Las críticas públicas de Trump a Powell en los últimos años sugieren que su renovación sería claramente más probable con Biden.
- **El entorno financiero es acomodaticio, pero aumenta la cautela:**
 - **La bolsa americana mantiene niveles inferiores pero cercanos al récord histórico** alcanzado a principios de septiembre. Esto, a pesar de un entorno adverso: el sector tecnológico sufrió una corrección bursátil (se había situado en niveles inusualmente altos), en las últimas semanas ha aumentado la aversión al riesgo de los inversores (con un peor desempeño de los mercados internacionales) y la incertidumbre es muy elevada (debido al aumento de los rebrotes de COVID-19 en varios estados, las elecciones generales del 3 de noviembre y las tensiones sociales, como el Black Lives Matter, y geopolíticas con China).
 - La incertidumbre genera un **aumento de la volatilidad financiera.** Aunque la volatilidad sigue muy por debajo de los momentos de máxima tensión en marzo, en las últimas sesiones se ha producido un cierto tensionamiento, reflejado en el VIX (índice de volatilidad implícita de mercado), el índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago, las primas de riesgo de los bonos soberanos americanos y las primas de riesgo corporativas.
 - **El dólar se fortalece ligeramente respecto al euro y la mayoría de las divisas** debido al aumento generalizado de la aversión al riesgo y el rol del dólar como activo refugio. Los rebrotes de COVID-19 que amenazan la recuperación económica en Europa también han contribuido a revertir la tendencia bajista del dólar en verano.

Mensajes recientes de la Fed

- Powell pide ayuda fiscal:
 - Jerome Powell explica en el Congreso que, a pesar de que la recuperación, la actividad económica sigue bastante por debajo de los niveles prepandémicos y el camino futuro es muy incierto (depende de la evolución del virus y de las medidas fiscales). En un claro mensaje a las autoridades fiscales, enfatiza que muchas empresas necesitan ayudas y no préstamos.
- Diversas opiniones sobre el camino del PIB estadounidense:
 - James Bullard, presidente de la Reserva Federal de St. Louis, dice que no se puede descartar que el PIB de EE. UU. alcance el nivel promedio de 2019 a finales de 2020, lo que implicaría una recuperación completa muy temprana.
 - Lael Brainard, miembro del comité de gobernadores del Fed, avisa que la economía está en un agujero profundo y que tardará tiempo, quizás otro año, para recuperar los niveles de PIB del 2019.
- Diversas opiniones sobre la posibilidad de aumentar el ritmo de la compra de activos:

- Evans (presidente de la Reserva Federal de Chicago), Bullard (Fed de St. Louis), Barkin (Fed de Richmond) y Kaplan (Fed de Dallas): será importante aumentar la comunicación sobre la compra de activos ya que es donde la Fed tiene mayor flexibilidad para generar un entorno más acomodaticio si esto fuera necesario.
- George (Fed de Kansas), Williams (Fed de Nueva York), Mester (Fed de Cleveland), Rosengren (Fed de Boston): la Fed ya está adquiriendo un número muy elevado de activos. Aumentar el ritmo actual podría conllevar desequilibrios de mercado.

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:**
 - El PIB puede llegar a caer algo más de un 5% en 2020. Aunque la recuperación debería ganar dinamismo durante 2021, la economía tardará tiempo en recuperar los niveles de actividad prepandemia (a finales de 2021 según nuestras proyecciones). Para acelerar esta reactivación, será necesario que las políticas implementadas minimicen el impacto actual y apoyen una rápida recuperación.
 - Tras situarse cerca del 15%, la tasa de paro se está recuperado gradualmente. Sin embargo, pasarán varios trimestres antes de que volvamos a observar tasas de desempleo inferiores al 5%.
 - Tanto la inflación general como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) se sitúan por debajo del 2% y todo apunta a que la debilidad de la actividad seguirá pesando sobre la inflación. Asimismo, las expectativas de inflación apuntan a una inflación contenida en el futuro.
- **La Fed no modificará los tipos de interés antes de 2024 y continuará mostrando un sesgo acomodaticio** con la intención de mantener las expectativas de tipos bajas y unas condiciones financieras acomodaticias. Bajo el nuevo marco estratégico la Fed persigue un objetivo de inflación del 2% en promedio a lo largo del tiempo y una visión inclusiva del mercado laboral (favorable a tasas de desempleo más bajas). En el actual entorno de moderados avances en los precios, este viraje significa que la Fed tolerará tasas de inflación superiores al 2% durante un periodo razonable de tiempo antes de actuar.
- En cuanto a las compras de activos, se mantendrán como mínimo al ritmo actual durante los próximos meses (*treasuries* y MBS aproximadamente en 120.000 millones de dólares al mes). Por último, ante una recuperación económica incierta, la postura de la Fed continuará mostrando un sesgo acomodaticio por un largo periodo de tiempo.

Màxim Ventura Bolet, 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.

ANEXOS

Política monetaria de la Fed: situación y medidas contra la COVID-19

- La Fed ha tomado acciones contundentes desde inicios de marzo para hacer frente a la crisis económica causada por la COVID-19. Estas pueden dividirse en tres ámbitos: la **rebaja de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0%**, un **incremento en la compra de activos** y la **apertura de 13 programas de crédito de emergencia**.
- El objetivo de estas medidas es ofrecer una **política monetaria acomodaticia**, relajando las condiciones financieras al **aportar liquidez a los mercados** y dando **soporte directo de crédito** a las familias, empresas, estados y gobiernos locales.
- Respecto a la compra de activos, la Fed adquiere Treasuries y MBS a un ritmo de 120.000 millones de dólares al mes desde junio. En la pasada reunión (15-16 septiembre), la Fed reiteró que se mantendrá como mínimo el ritmo actual de compras durante los próximos meses.
- Los 13 programas de crédito de emergencia son ejecutados por la Reserva Federal de Boston y la Reserva Federal de Nueva York con los fondos provenientes del CARES Act (*Coronavirus, Aid, Relief and Economic Security Act*) respaldado por el Congreso. Entre ellos destacan:
 - **Municipal Liquidity Facility**: con el objetivo de ayudar a estados y gobiernos locales, la Fed está dispuesta a comprar hasta 500.000 millones de dólares de deuda a corto plazo emitida por estados, condados y ciudades de al menos 250.000 habitantes. Hasta el momento se ha comprado 1.700 millones de dólares contribuyendo a la fuerte recuperación de los mercados de activos municipales.
 - **Main Street Lending Program**: con el objetivo de dar crédito a las Pymes y ONGs, la Fed está dispuesta a prestar hasta 600.000 millones de dólares con este programa. Hasta el momento se ha financiado 1.000 millones de dólares a través de este programa.
 - **Secondary Market Corporate Credit Facility**: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiere deuda corporativa en el mercado secundario con un límite de 25.000 millones de dólares. Hasta el momento se han financiado 12.800 millones de dólares a través de este programa.
 - **Primary Market Corporate Credit Facility**: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiere deuda corporativa directamente del emisor con un límite de 10.000 millones de dólares. Hasta el momento no se ha efectuado ninguna compra a través de este programa.
 - **Term Asset-Backed Securities Loan Facility**: con el objetivo de ayudar a los consumidores y negocios, 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. Hasta el momento se ha financiado 2.900 millones de dólares a través de este programa.
- Los programas de crédito han sido relativamente poco usados por las empresas, ONGs y entidades públicas. De todos modos, el mero hecho de estar allí respalda el papel de “prestamista de última instancia” en cualquier mercado de deuda. Esto da más confianza a los participantes de los mercados y ayuda a sus respectivas recuperaciones. La Fed dice que mantendrá estos programas en marcha hasta que la recuperación económica sea evidente y los riesgos disminuyan sustancialmente.
- A través de los tres ámbitos de actuación, la Fed ha financiado un billón de dólares, evitando el cierre de organizaciones y salvando muchos puestos de trabajo. A pesar de ello, **la Fed avisa que tiene potestad para prestar, pero no para dar transferencias (*lend but not spend*)**. De este modo, solo puede hacer préstamos a negocios solventes con buenas perspectivas a largo plazo. Desafortunadamente, hay muchos casos donde un préstamo no es suficiente y mayor ayuda es necesaria. Dada esta situación, Powell pide mayor soporte fiscal por parte del gobierno americano.

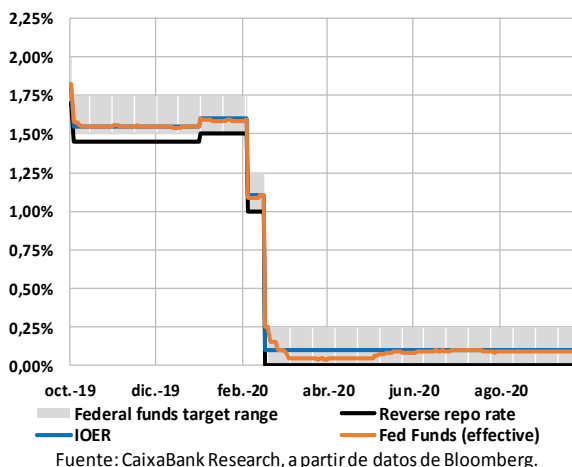
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



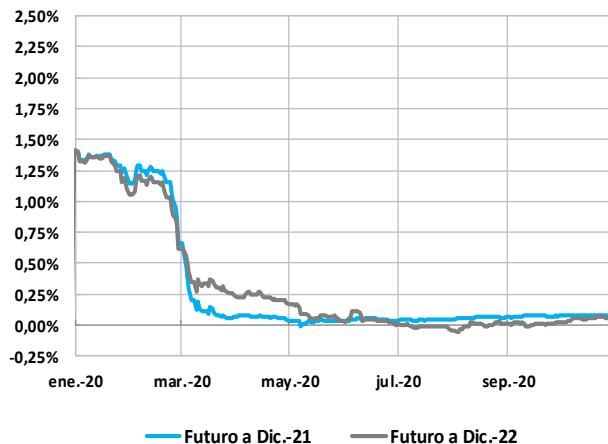
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



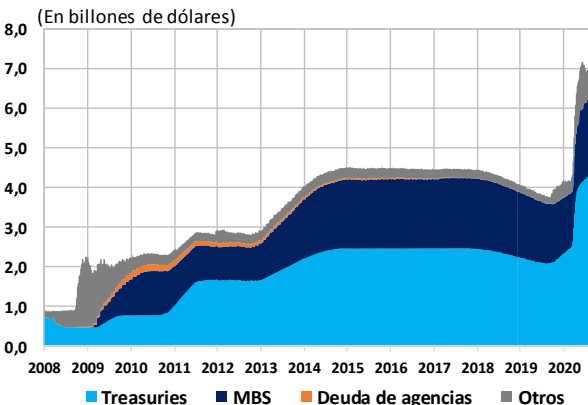
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



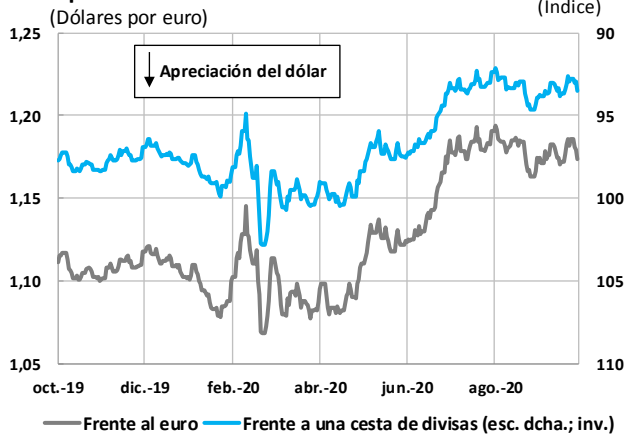
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



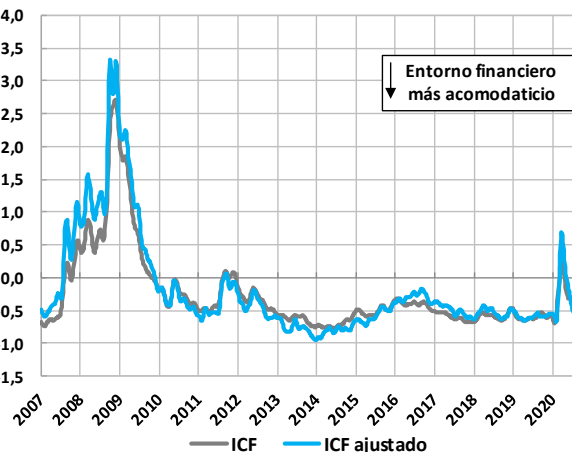
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

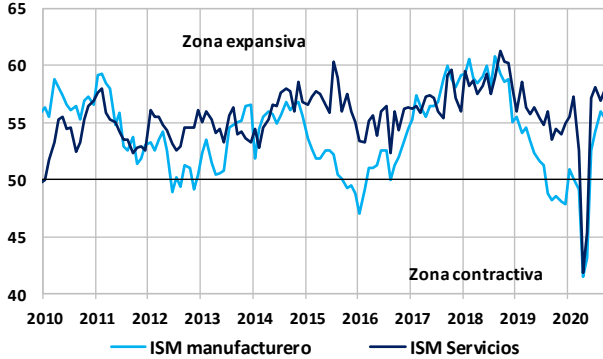
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

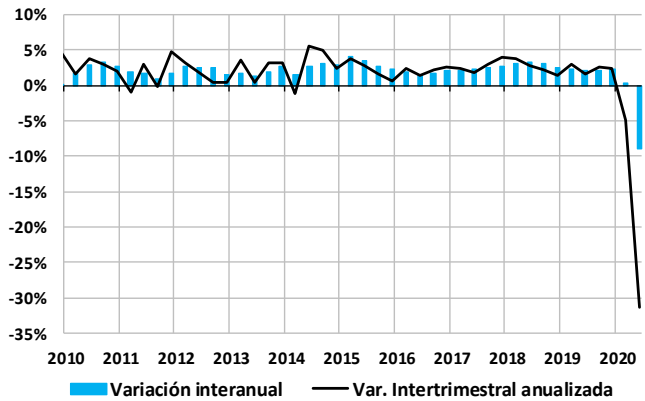
Indicadores de condiciones económicas

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



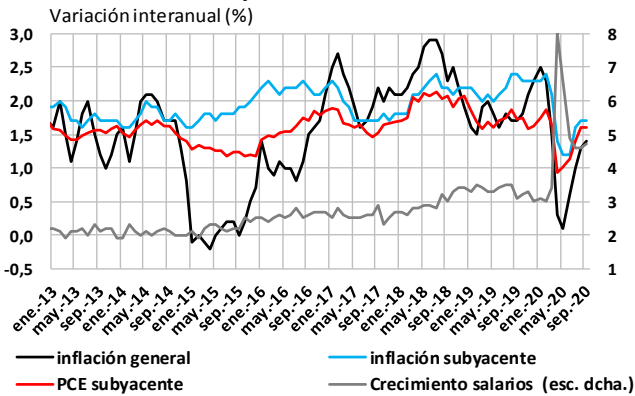
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



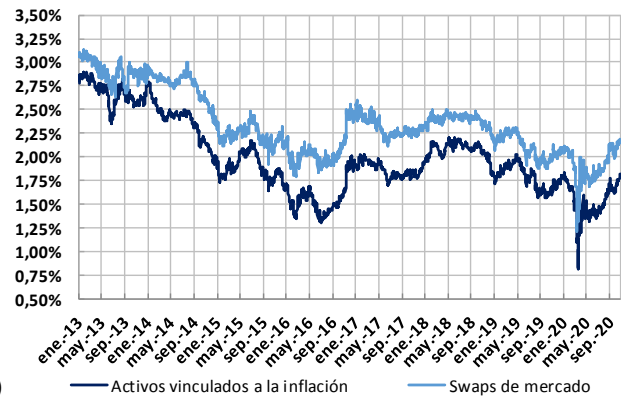
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

FOMC: previsiones económicas septiembre 2020 ^{1,2,3}

(%)	2020	2021	2022	2023	Largo plazo
Crecimiento PIB	-3,7 (-6,5)	4,0 (5,0)	3,0 (3,5)	2,5	1,9 (1,8)
Tasa desempleo	7,6 (9,3)	5,5 (6,5)	4,6 (5,5)	4,0	4,1 (4,1)
Inflación (PCE) ⁴	1,2 (0,8)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)	2,0	2,0 (2,0)
Inf. Subyacente (PCE)	1,5 (1,0)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	2,0	-
Tipo referencia objetivo	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1	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 (junio 2020).

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

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