

Nota Breve 12/03/2021

Mercados Financieros · Fed: ¿firme ante la presión?

Reunión del 16 y 17 de marzo de 2021: qué esperamos

- **La Fed no modificará su política monetaria en la próxima reunión.** Esperamos que la Fed reitere que su política actual es la adecuada a pesar de **que la mejora de las perspectivas económicas y los riesgos inflacionistas puedan generarle presión para reducir los estímulos monetarios.**
- En cambio, **sí que mejorará su cuadro de previsiones económicas** (reflejando un mayor optimismo gracias al buen desempeño de la actividad estadounidense estos últimos meses, el avance en las vacunaciones y el nuevo paquete fiscal de 1,9 billones de dólares de Biden). Con todo, no creemos que estas actualizaciones **afecten significativamente a nuestras previsiones** sobre las compras masivas de activos ni a los tipos de interés de referencia.
- De este modo, se mantendrán:
 - **El tipo de interés oficial en el intervalo 0,00%-0,25%** (y, según las previsiones actuales, no se modificará en todo nuestro horizonte de previsión [2021-2023]).
 - **Las compras masivas de activos**, actualmente 80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS al mes, no esperamos que empiece a reducirlas antes de 2022.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La recuperación económica sigue avanzando. Por primera vez, los riesgos de sobrecalentamiento parecen ligeramente superiores a los riesgos de recuperación incompleta.**
 - **El Senado ha aprobado el nuevo paquete de 1,9 billones de dólares.** Entre las distintas medidas destacan: un nuevo cheque estímulo de 1.400 dólares (esta vez algo más *targeted*), ampliación en la cobertura de desempleo y nuevas ayudas directas a los estados y gobiernos locales. Según las estimaciones del Congressional Budget Office, en torno al 80% del nuevo paquete de 1,9 billones de dólares se desembolsará en 2021.
 - Los datos de empleo sorprendieron positivamente en marzo y la tasa de desempleo ya se sitúa alrededor del 6%. Dos matices: i) un número muy elevado de personas (unos 5 millones) han salido del mercado laboral y ii) aún quedan por recuperar 9,5 millones de posiciones de trabajo respecto a la situación prepandemia. En este sentido, medidas más amplias del desempleo sitúan la tasa de paro cerca del 11%.
 - EE. UU. se mantiene como una referencia mundial en cuanto a ritmo de vacunación. De hecho, **se espera que para finales de mayo ya haya suficientes vacunas como para vacunar a toda su población.** Por ello, las **restricciones a la movilidad se han reducido** (sobre todo en California). Este hecho se ha visto reflejado en los indicadores de actividad estadounidenses: tanto el PMI como el ISM se sitúan cómodamente por encima de 50 (véanse los gráficos del anexo).
 - El nuevo paquete fiscal y las menores restricciones a la movilidad han sembrado dudas sobre el riesgo de que la economía americana vuelva a enfrentarse a niveles altos de inflación. En este sentido, el **último dato de inflación** no es preocupante, pero el debate sigue muy abierto (próximamente publicaremos nuestra opinión en la web con un nuevo *Focus*).
- **Repunte de las expectativas de inflación y empinamiento de la curva de tipos, lo que genera movimientos en los mercados financieros.**
 - El debate sobre el riesgo de sobrecalentamiento económico **también ha llegado a los mercados financieros.** En este sentido, las expectativas de mercado sobre la inflación media en los próximos 5 y 10 años (*Breakeven Inflation Rates* a 5 y 10 años) ya cotizan a 2,55% y 2,29%,

respectivamente (en cambio, el modelo DKW, muy usado por la Fed, obtiene registros aún ligeramente inferiores al 2%).

- **El mercado espera ahora una primera subida de tipos en 2023 en vez de 2024** (veremos la opinión de la Fed con la actualización de su cuadro macroeconómico en la próxima reunión). También **ha habido repuntes en los *treasuries* a largo plazo**, en concreto el *treasury* a 10 años ya cotiza alrededor del 1,5%-1,6%. Esta situación ha causado un tensionamiento en las condiciones financieras (nuestra valoración, en la siguiente sección) y, recientemente, episodios de mayor volatilidad.
- **La volatilidad** (medida por el VIX) sigue superior a sus niveles pre-COVID y **ha repuntado en episodios recientes**. El empinamiento de la curva de tipos ha generado dudas en los mercados financieros y han sufrido especialmente las *growth stocks* (aquellas empresas que se espera que crezcan rápidamente y generen mayores beneficios futuros, muchas de ellas del sector tecnológico). Prueba de ello es que el NASDAQ ha sufrido acentuadas correcciones recientemente.
- **La bolsa americana**, en cambio, **ha vuelto a alcanzar récords históricos** y a superar sus registros de principios de año. Las mejores perspectivas económicas (y los cheques de 1.400 dólares del nuevo paquete fiscal) parecen pesar más que los miedos a la inflación.
- Con todo, **la incertidumbre a corto plazo sigue siendo muy elevada** (hasta que se vacune una masa crítica de la población) y, de torcerse las expectativas de los inversores, es probable que se sufran nuevos repuntes de la volatilidad financiera. De este modo, **el objetivo principal de la Fed en los próximos meses será mantener el entorno financiero acomodaticio actual**.

¿En qué dirección presiona la coyuntura a la Fed?

- Ante la clara recuperación económica, los posibles riesgos de inflación, los repuntes del tramo largo de la curva de tipos norteamericana y los movimientos recientes en mercados, hay argumentos tanto para reducir la cantidad de acomodación actual (argumentos *hawk*) como para aumentarla aún más (argumentos *dove*). Creemos que por el momento **la Fed se mantendrá firme ante la presión** (si se considera que su política actual es la adecuada), **pero que cada vez los argumentos *hawk* podrían ganar más peso**.
- Argumentos *dove*:
 - I. Los repuntes en el tramo largo de la curva de tipos están generando volatilidad en los mercados financieros y condicionan la financiación a largo plazo.
 - Postura de la Fed: este repunte no es negativo, ya que refleja mejores expectativas económicas a medio plazo (Bullard también enfatizó que los *treasuries* aún están por debajo de sus niveles prepandémicos). De hecho, Powell ha desaprovechado más de una ocasión para decir que la Fed actuaría en caso de que los *treasuries* de largo plazo siguieran subiendo.
 - Creemos que, de momento, estos repuntes no están tensionando excesivamente las condiciones financieras, pero en caso de mantenerse esta tendencia, la Fed se verá obligada a actuar. Dado que el *treasury* a 10 años cotizaba en el tramo 1,5%-2,5% prepandemia, pensamos que, si el tipo de interés se acerca o supera la banda alta de este intervalo, la Fed podría considerarlo como una línea roja a partir de la cual actuaría. Una posible forma de actuar sería manteniendo el ritmo actual de compras, pero cambiando la composición: comprar más *treasuries* a largo plazo en detrimento de *treasuries* a corto plazo.
- Argumentos *hawk*:
 - I. Recuperación económica muy superior a las expectativas, por tanto, menor necesidad de estímulos monetarios de grandes dimensiones.
 - Postura de la Fed: la recuperación económica aún tiene que materializarse (la Fed no actuará ante expectativas de crecimiento sino de datos reales) y queda mucho terreno

- por recuperar, especialmente en el mercado laboral (Powell ha enfatizado que tiene el listón muy alto para determinar si la economía está en máximo empleo).
- Creemos que la postura de la Fed es razonable, pero costará “rebatir” este argumento en las próximas reuniones si la recuperación económica y el ritmo de vacunación mantienen su tendencia positiva.
- II. Riesgo de tener, de forma persistente, una inflación claramente superior al 2%, generando así mayor presión para aumentar los tipos de interés y “enfriar” la economía.
- Postura de la Fed: los repuntes en inflación serán temporales y la institución monetaria está dispuesta a tolerar tasas de inflación moderadamente superiores a su objetivo (del 2%) de forma temporal.
 - Creemos que la inflación va a exhibir cierta persistencia por encima del 2%, pero según nuestro modelo basado en la curva de Phillips no alcanzaría niveles tan elevados como para propiciar una actuación temprana de la Fed (próximamente publicaremos más detalles en la web con un nuevo *Focus*).
- III. Hay riesgos de inestabilidad financiera (en concreto, se ha hablado de posibles “burbujas” en el mercado de valores americano y el inmobiliario). La política monetaria acomodaticia de la Fed estaría acentuando estos riesgos.
- Postura de la Fed: en la rueda de prensa de la reunión de enero, Powell ya respondió que la Fed ve los riesgos de inestabilidad financiera “moderados” y no modificará su política monetaria para reducirlos (consideran que las herramientas adecuadas para combatirlos son la regulación, la supervisión y los instrumentos prudenciales). También, se mostró escéptico sobre una posible burbuja en el mercado inmobiliario y rechazó que haya una relación clara entre los tipos de interés bajos y las subidas de precios en la bolsa (debido a que hay muchos otros factores que afectan a los precios, entre los cuales destacó las expectativas sobre la vacunación y la política fiscal).
 - Creemos que, en términos generales, [el rally actual parece descontar de forma razonable el escenario de recuperación económica en EE. UU.](#), pero estamos de acuerdo en que los mercados financieros presentan un riesgo “moderado” a la estabilidad financiera.

El mercado de fichajes de la Fed

- El comité de dirección de la Fed se compone de siete miembros. Tres posiciones de *leadership*; *Chair* (actualmente Powell), *Vice Chair* (actualmente Clarida) y *Vice Chair for Supervision* (actualmente Quarles) y cuatro posiciones de *non-leadership* (actualmente Brainard, Bowman, Waller y una vacante). ¿Cambiará la composición del comité con la llegada del nuevo presidente Biden?
- Las nominaciones al comité de la Fed no están ligadas al ciclo electoral, por lo que normalmente la llegada de un nuevo presidente no varía demasiado la composición de la Fed. Dicho esto, se ha dado la casualidad de que los mandatos de Powell y Clarida expiran a principios de 2022 y el de Quarles en octubre de 2021. Estas circunstancias sumadas a la actual vacante implican que Biden podría nominar cuatro de las siete posiciones (incluidas las tres de *leadership*) en su primer año de mandato.
- De todos modos, creemos que es muy probable que Powell sea renovado (su actuación frente a la COVID-19 fue determinante y generalmente el nuevo presidente da continuidad al *Chair* de la Fed). En cambio, mientras que Clarida será una incógnita, sí que creemos que Quarles (nominado por Trump) será relevado.
- Dadas estas circunstancias, ya hay nombres que suenan como candidatos para el comité (aunque no hay nada oficial). Entre ellos, destacan:
 - Spriggs (economista jefe de AFL-CIO y profesor de economía en Howard University) sería el cuarto hombre afroamericano en la historia del comité de dirección de la Fed. Spriggs, de perfil *dovish*, es un economista que da claramente más peso al objetivo de máximo empleo (con particular atención a los números de desempleo de las minorías) que al de estabilidad de precios.

- Cook (profesora de economía en Michigan State University y asesora económica de Obama) sería la primera mujer afroamericana en la historia del comité de dirección de la Fed. Tiene un perfil muy parecido a Spriggs.

Perspectivas de la Fed a medio plazo

- **EE. UU. ha sufrido una recesión en 2020 fruto de la paralización tanto de su actividad como la del resto del mundo:**
 - **A medio plazo, esperamos un rebote del PIB ligeramente por encima del 5% en 2021, tras una caída anual del 3,5% en 2020.** Ello comportará que el PIB se sitúe a niveles pre-pandemia a mediados de 2021. Un rebote que estará apoyado por las amplias medidas económicas (monetarias y fiscales) de carácter expansivo desplegadas a lo largo de 2020 y principios de 2021 y que seguirán favoreciendo la actividad económica a lo largo de 2021 y por la gradual vuelta a la “normalidad” de la actividad económica ante el plan de vacunación contra la COVID-19.
 - Tras situarse cerca del 15%, la tasa de paro se está recuperando gradualmente. Sin embargo, pasarán varios trimestres antes de que volvamos a observar tasas de desempleo en los niveles anteriores a la pandemia.
 - Tanto la inflación general (IPC) como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) se sitúan por debajo del 2% mientras sigue el debate sobre el posible sobrecalentamiento de la economía norteamericana. Según nuestro modelo basado en la curva de Phillips, la inflación IPC se situará alrededor del 2,7% durante unos meses tras el repunte en el 2T 2021. Ello quiere decir que la inflación PCE se situará algo por debajo del 2,5%.
- **La Fed no modificará los tipos de interés durante nuestro horizonte de previsión (2021-2023) 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). Estas compras masivas han hecho que el balance de la Fed alcance el 3% del PIB estadounidense en agosto (un nivel no visto desde la Segunda Guerra Mundial y que podría seguir subiendo estos meses), en una clara muestra del compromiso de la Fed en mantener un buen funcionamiento de los mercados y un entorno financiero acomodaticio.

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.

ANEXO

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

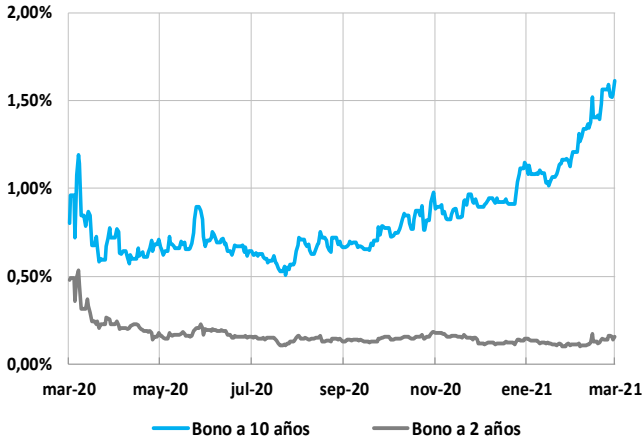
- La Fed ha tomado acciones contundentes desde inicios de marzo para hacer frente a la crisis económica causada por la COVID-19. Estas pueden dividirse en tres ámbitos: la **rebaja de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0%**, un **incremento en la compra de activos** y la **apertura de 13 programas de crédito de emergencia** (los principales, expirados el 31 de diciembre).
- 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, en la pasada reunión (26-27 enero), la Fed comunicó que mantendrá al menos el ritmo actual de compras de activos (es decir, comprarán **como mínimo** 80.000 millones en *treasuries* y 40.000 millones en MBS al mes) hasta que haya un **progreso sustancial adicional hacia los objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios** (previamente se limitaba a decir que el ritmo actual de compras se mantendría durante los próximos meses).
- Los principales programas de crédito de emergencia (expirados) eran 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 destacaban:
 - **Municipal Liquidity Facility**: con el objetivo de ayudar a estados y gobiernos locales, la Fed estaba 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. Finalmente se compraron 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 oenegés, la Fed estaba dispuesta a prestar hasta 600.000 millones de dólares. Finalmente se financiaron 6.000 millones de dólares a través de este programa. *Main Street* fue retocado a finales de año, ya que la Fed decidió reducir el valor mínimo de los préstamos para llegar a un público mayor (de hecho, esta medida tuvo mucho efecto: en octubre *Main Street* solamente había financiado 1.000 millones de dólares).
 - **Secondary Market Corporate Credit Facility**: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiriría deuda corporativa en el mercado secundario con un límite de 25.000 millones de dólares. Finalmente se financiaron 13.600 millones de dólares a través de este programa.
 - **Primary Market Corporate Credit Facility**: con el objetivo de ayudar a las grandes empresas, la Fed adquiriría deuda corporativa directamente del emisor con un límite de 10.000 millones de dólares. Finalmente, no se efectuó 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 aceptaba 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. Finalmente se financiaron 3.800 millones de dólares a través de este programa.
- **Los programas de crédito han sido relativamente poco usados** por las empresas, oenegés y entidades públicas. De todos modos, **su mera existencia 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 intención de la Fed era mantener estos programas en marcha hasta que la recuperación económica sea evidente y los riesgos disminuyan sustancialmente.
- A pesar de ello, Mnuchin (máximo mandatario del Tesoro de EE. UU.) anunció públicamente que **dejarían expirar este 31 de diciembre los programas de crédito de emergencia más importantes** y que incluyen: **Municipal Liquidity Facility**, **Main Street Lending Program**, **Secondary Market Corporate Credit Facility**, **Primary Market Corporate Credit Facility** y el **Term Asset-Backed Securities Loan Facility**. El 31 de marzo expiran programas de menores dimensiones como el **Commercial Paper Funding Facility**,

Money Market Mutual Fund Liquidity Facility y el Primary Dealer Credit Facility. El Paycheck Protection Program Liquidity Facility (programa de crédito para las pymes) expira el 31 de junio.

- Aunque hubiera sido preferible mantener los programas (como ha definido la propia Fed), no creemos que esta decisión tenga consecuencias prácticas significativas: la principal funcionalidad de los programas (que fueron infrautilizados) es de respaldar el papel de la Fed como “prestamista de última instancia”, algo que no se pierde, ya que en caso de que se torciera la recuperación económica el mismo Mnuchin ha dicho que se podrían volver a instaurar.
- A través de los tres ámbitos de actuación, la Fed ha financiado un billón de dólares, con lo que ha evitado el cierre de organizaciones y salvado 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, la Fed ve con buenos ojos el reciente soporte fiscal por parte del Gobierno americano.

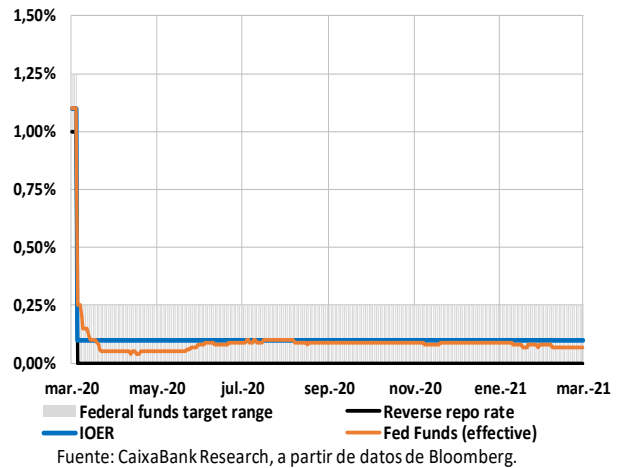
Indicadores de condiciones financieras

EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



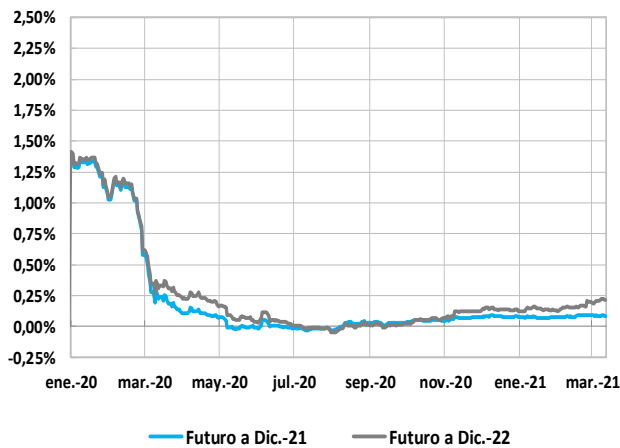
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



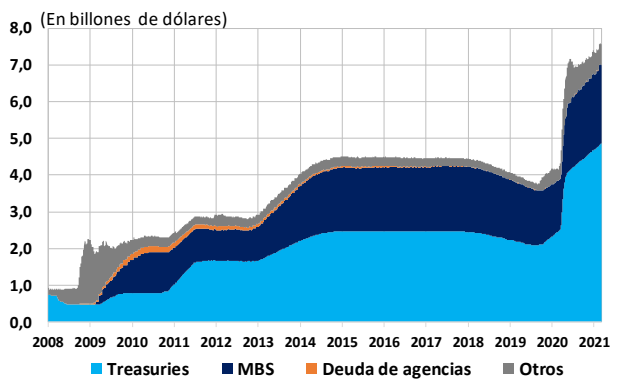
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del tipo de interés de referencia (Fed funds)



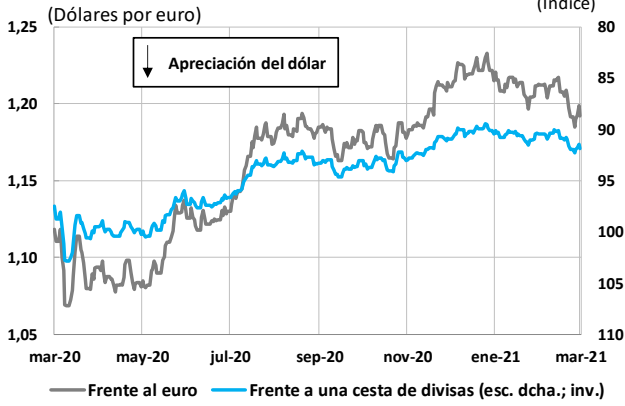
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Composición del balance de la Reserva Federal



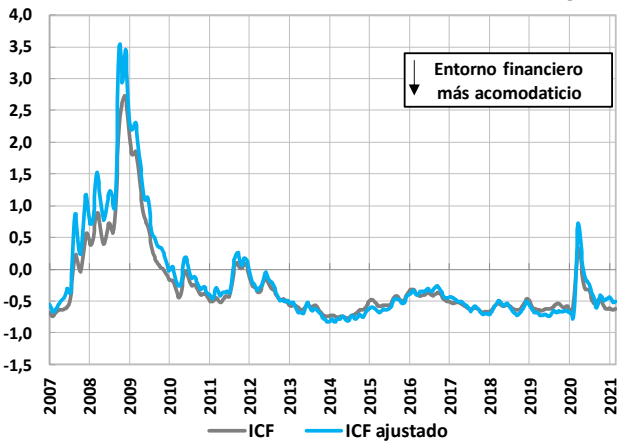
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

Tipo de cambio del dólar



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

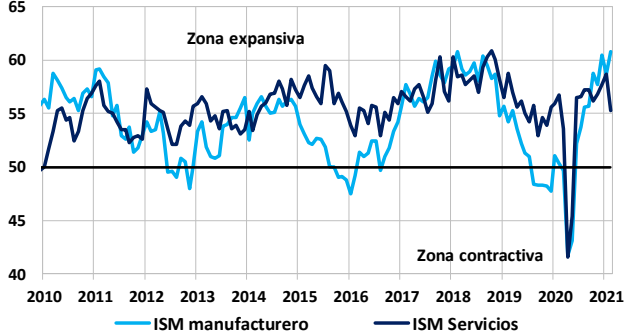
EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



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

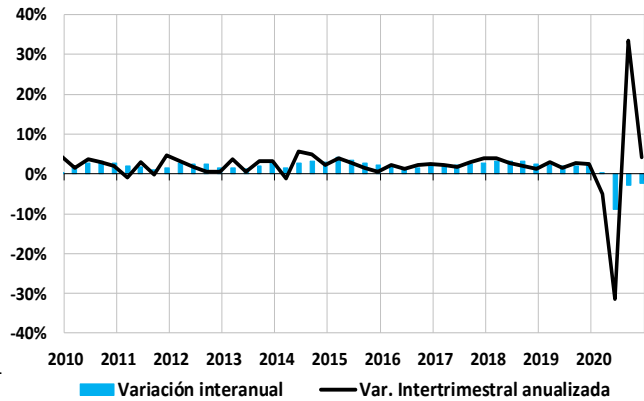
Indicadores de condiciones económicas

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



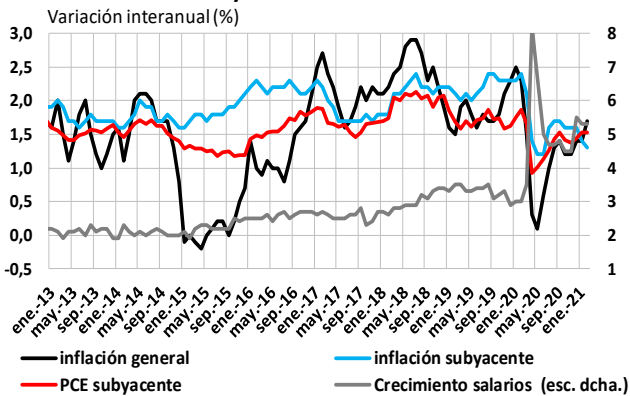
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



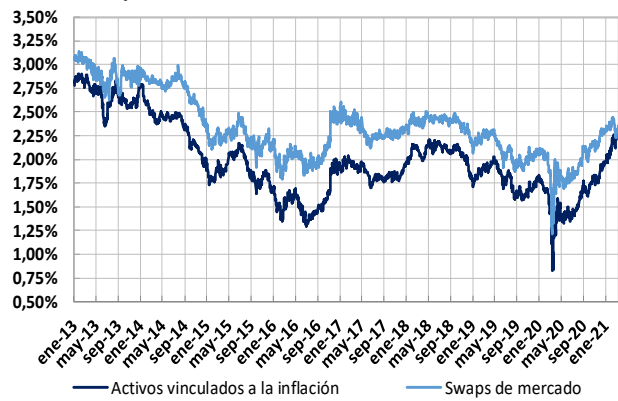
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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 diciembre 2020 ^{1,2,3}

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

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

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