

Nota Breve 23/04/2021

**Mercados Financieros · La Fed resiste las contracorrientes****Reunión del 27 y 28 de abril de 2021: qué esperamos**

- **La Fed no modificará su política monetaria en la próxima reunión.** Todo apunta a que la economía de EE. UU. se acelerará en los próximos trimestres, lo que abrirá la puerta a que la Fed prepare una reducción de los estímulos monetarios. Sin embargo, la recuperación todavía no se ha consolidado y el entorno sigue siendo muy exigente, por lo que todavía es pronto para preparar el reajuste de la política monetaria. En este sentido, en abril la Fed reiterará que:
  - El tipo de interés oficial se mantiene en el intervalo 0,00%-0,25%.
  - Las compras masivas de activos todavía proseguirán a un ritmo de 80.000 millones de dólares en *treasuries* y 40.000 millones de dólares en MBS al mes, sin cambios en sus parámetros.
- **No obstante, las presiones están aumentando:**
  - Por un lado, la perspectiva de una pronta recuperación presiona para definir una hoja de ruta para la gradual retirada de algunos estímulos y así minimizar el riesgo de sobrecalentamiento de la economía.
  - Por otro lado, hay elementos que presionan para posponer esta retirada (o hacerla muy gradual): a corto plazo, no animar más al repunte de los tipos de interés soberanos que se ha producido en los mercados en lo que va de año (puesto que podría comprometer la reactivación de la economía); a medio plazo, la perspectiva de que la recuperación puede tardar en ser completa (aunque, inicialmente, sea rápida).
- Todo apunta a que, de momento, **la Fed resistirá estas contracorrientes en abril.** En junio o septiembre, con el proceso de vacunación más avanzado, y coincidiendo con reuniones en las que sí se actualizan las previsiones macro, la Fed tendrá mejor visibilidad para empezar a debatir cómo recalibrar sus medidas de estímulo. Así, esperamos que en las próximas reuniones la Fed empiece a dar algunas pistas sobre cuándo y cómo planean dar inicio al largo proceso de normalización de su política monetaria.
- Nuestra visión es que **esta recalibración será un proceso de retirada del estímulo muy gradual** (reducción de las compras netas, i.e. *tapering*, a lo largo de 2022 y sin subidas de tipos antes de 2023) y comunicado con suficiente antelación.

**Condiciones financieras y económicas recientes**

- **La recuperación avanza a una mayor velocidad, si bien el camino es largo.**
  - Tras el mal temporal de febrero, **los indicadores macro de marzo han mostrado un fuerte repunte en la actividad:** las ventas minoristas se expandieron un 9,8% intermensual, la producción en la industria manufacturera un 2,7% y el número de viviendas iniciadas, el *proxy* mensual de la inversión residencial, un 19,4%. Por su parte, la economía creó 916.000 nuevos puestos de trabajo, el máximo registro desde el verano de 2020.
  - **Los indicadores de alta frecuencia sugieren que el buen momento se está extendiendo a abril:** los índices de movilidad, por ejemplo, ya han superado los niveles prepandemia, al tiempo que el gasto personal con el uso de tarjetas bancarias se está acelerando (según el indicador de *Facteus*).
  - **Dos factores explican el marcado repunte en el ritmo de actividad:**
    - El gradual proceso de reapertura (el índice de restricciones de la Universidad de Oxford se ha reducido hasta mínimos desde marzo de 2020), lo que, en gran medida, refleja el rápido avance en el programa de vacunación (el 40% de la población ha

recibido al menos una dosis). El avance está permitiendo una mejora en la confianza de los hogares: el índice de confianza de la Universidad de Michigan ha repuntado hasta máximos desde hace un año.

- La puesta en marcha de nuevos estímulos fiscales, después de que se formalizara la aprobación del paquete de Biden de 1,9 billones de dólares en marzo.
- Con todo, **el camino hacia una recuperación completa es largo**. A pesar de la fuerte mejora del último mes, el nivel de empleo es aún un 5,5% inferior al de hace un año, equivalente a 8,4 millones de personas. Por su parte, la participación en el mercado laboral se ha mantenido estancada en torno al 61%, el mismo nivel que en junio de 2020, cuando se reabría la economía.
- **En cuanto a la inflación, el crecimiento del IPC se emplazó en el 2,6% interanual en marzo**, 9 décimas por encima del registro de febrero. Se trata de un incremento que no debería sorprender, puesto que se debe, en buena parte, a un efecto base que arrastraremos algunos meses. La inflación subyacente también aumentó, hasta el 1,6% (1,3% en febrero). Como comentamos en la sección “Perspectivas de la Fed a medio plazo”, no pensamos que estos rebotes vayan a condicionar la hoja de ruta de la Fed, aunque es importante no menospreciar el riesgo de que los cuellos de botella y la liberación de la demanda embalsada den más persistencia a los repuntes de la inflación.
- **Las condiciones financieras se tornan más favorables:**
  - **Los tipos de interés a largo plazo se han estabilizado, tentativamente:** el *treasury* americano a 10 años ha fluctuado en torno al 1,6% en las últimas semanas (registró un pico post-COVID del 1,75% a finales de marzo), a pesar del aumento en la inflación y los buenos datos económicos. El comportamiento contrasta con el marcado incremento que se evidenció en el 1T 2021 (+85 p. b.) y hace pensar que, al menos de momento (y a la espera de ver cómo se absorben las emisiones del Tesoro en los próximos meses), los mercados parecen asimilar la visión de transitoriedad en los repuntes de inflación.
  - **Los tipos de interés a corto plazo siguen anclados alrededor del 0% por la política monetaria de la Fed.** No obstante, cabe resaltar que, según los tipos implícitos de mercado, la primera subida de los tipos de referencia de la Fed se espera a finales de 2022, lo que contrasta tanto con nuestro escenario central (finales de 2023) como con las proyecciones de la Fed (tipos estables al menos hasta el 2024).
  - **La bolsa americana ha vuelto a alcanzar récords históricos** ante las mejores expectativas de crecimiento económico y de resultados empresariales. El optimismo en la bolsa sigue liderado por las acciones más ligadas al ciclo económico (el S&P ha subido un 10,5% en lo que va de año), si bien la mejora se ha extendido a la gran mayoría de sectores. De este modo, el NASDAQ ha visto un incremento del 4,3% en lo que va de mes, lo que contrasta con la acentuada corrección a inicios de año. Con todo, **la incertidumbre a corto plazo sigue siendo elevada** y unas valoraciones altas pueden dar lugar a correcciones rápidas y repuntes de volatilidad, como se ha observado en algunas sesiones a lo largo de esta semana.
  - Las subidas en bolsa han estado acompañadas por una **ligera bajada de la volatilidad financiera respecto a marzo**. De hecho, tanto el VIX (índice de volatilidad implícita de mercado) como el índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago están en mínimos desde el estallido de la COVID-19, aunque aún ligeramente por encima de sus niveles previos a la pandemia.

## ¿Por qué la Fed no da inicio al proceso de “normalización”?

- **La Fed ha reconocido el buen momento en la economía.** Desde la última reunión en marzo, las intervenciones públicas de los miembros de la Fed han transmitido un mensaje bastante positivo en cuanto a la recuperación: el presidente Powell comentó recientemente que la economía se encontraba en un “punto de inflexión” y que espera un ascenso más pronunciado en los indicadores macro en los próximos meses. A pesar de la mejora, Powell también ha hecho énfasis en lo “incompleto” e “inusual” de esta recuperación, reafirmando que el banco central mantendrá en vigor su batería de estímulos para así facilitar el crecimiento.

- **Las condiciones para una retirada de estímulos aún lucen distantes.** La Fed ha dejado claro en su comunicación oficial que un giro en su política (es decir, retirada de estímulos) requeriría las siguientes condiciones: (i) una inflación persistentemente superior al 2,0% por un periodo de tiempo y (ii) un progreso “sustancial” hacia el pleno empleo.
  - Con respecto a (i), la mayoría de los miembros de la Fed percibe el actual repunte de la inflación como transitorio y no suficiente para que se incremente el promedio a largo plazo hasta el deseado 2,0% (por ejemplo, el PCE subyacente ha promediado el 1,6% en los últimos 10 años). De hecho, el balance de riesgos de la inflación es percibido como equilibrado, de acuerdo con las actas de la reunión de marzo. El presidente de la Fed de Boston Eric S. Rosengren comentó este mes que el banco central no vería como “preocupante” si la inflación se mantiene en un rango del 2,0%-2,5% a medio plazo, lo cual es coherente con las previsiones más recientes de la institución, que proyecta la inflación (PCE) en el 2,4% a finales de año y en el 2,0% en el 2022.
  - Con respecto a (ii), como comentábamos antes, el proceso de reincorporación laboral se ha ido acelerando, si bien aún queda bastante terreno por recuperar para retomar los niveles previos a la pandemia. Además, la crisis sigue afectando especialmente a colectivos vulnerables, un grupo al que la Fed presta más atención desde su última revisión estratégica. En este sentido, Powell comentó recientemente que se requeriría de una “serie” de meses con datos de creación de empleo superior al millón antes de poder decretar progreso sustancial en la recuperación.
- **La Fed mantendrá una postura cautelosa y, ante todo, *data-dependent*.** La Fed también ha comunicado que la eventual reducción de estímulo se realizará de forma ordenada y bajo un criterio de dependencia de los datos, es decir, que la evolución de los indicadores económicos y financieros validen los objetivos marcados. Powell aclaró recientemente la secuencialidad de esta retirada: en primer lugar, la Fed empezará a reducir el ritmo de compras de activos, y esto se realizará “mucho antes” que la subida de los tipos oficiales. En la rueda de prensa de la reunión de marzo, Powell confirmó que el banco central dará señales en su comunicación oficial sobre su interpretación de los indicadores económicos y su valoración sobre el progreso alcanzado para satisfacer las condiciones señaladas. El primer paso probablemente será alcanzar un acuerdo entre los miembros del Comité sobre cuándo iniciar el debate de la eventual reducción en el ritmo de compras.

## Perspectivas de la Fed a medio plazo

- **EE. UU. a la cabeza de la recuperación económica global:**
  - **Recientemente, revisamos nuestras previsiones de crecimiento este año hasta el 6%**, dado el fuerte repunte en la demanda que está significando el levantamiento de restricciones y la aprobación del paquete de estímulo fiscal. De este modo, el PIB recuperaría los niveles prepandemia hacia el 2T 2021, lo que contrasta positivamente respecto a otros países avanzados (para la eurozona, por ejemplo, no esperamos que se retome este nivel hasta finales del 2022).
  - Tras fluctuar en el rango entre el 6,5% y el 7,0% en el 4T 2020, la tasa de paro ha descendido a un mayor ritmo, desplazándose hasta el 6,0% en marzo. Sin embargo, pasarán varios trimestres antes de que recupere el nivel previo a la pandemia (3,5%). De acuerdo con las previsiones más recientes de la Fed, la tasa de paro se ubicará en el 4,5% a finales del año, aún por encima del nivel que estiman para el largo plazo (4,0%), el cual no se alcanzaría hasta finales del 2022.
  - Tanto la inflación general como la subyacente del índice preferido de la Fed (el PCE) repuntarán con mayor ímpetu en los próximos meses, lo que, no obstante, acusa, en gran medida, efectos de base positivos, que reflejan las fuertes caídas en los precios durante el confinamiento del 2020 y, por lo tanto, transitorios. Aunque vemos riesgos inflacionistas en los cuellos de botella (véase el [Focus](#) para una discusión más exhaustiva sobre la inflación), estos también deberían desvanecerse con la normalización de la economía. Así, prevemos una inflación moderada y cercana al objetivo de la Fed a medio plazo.
- **Mantenemos nuestro escenario central: primera subida en los tipos de la Fed a finales del 2023.** Nuestra previsión se ubica entre el escenario previsto por la Fed (sin subidas en el horizonte de previsiones 2021-2023) y lo que anticipan los mercados financieros (primera subida a finales del 2022). Seguimos pensando que, dadas las directrices del [nuevo marco estratégico](#), la Fed resistirá la presión de

subir tipos hasta que no se alcance un progreso más significativo en sus objetivos: una inflación del 2% en promedio a lo largo del tiempo y una recuperación inclusiva del mercado laboral (favorable a tasas de desempleo más bajas). En el actual entorno de avances en los precios percibidos como transitorios y con las expectativas de inflación ancladas en línea con los objetivos, 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 35% del PIB, en una clara muestra del compromiso de la Fed con mantener un buen funcionamiento de los mercados y un entorno financiero acomodaticio. Esperamos que la Fed inicie el proceso de reducción de compras a principios de 2022 pero que, una vez finalizado el *tapering*, tarde tiempo en reducir el tamaño de su balance (es decir, seguirá activa en los mercados mediante las reinversiones).

---

Antonio Montilla, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto: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

---

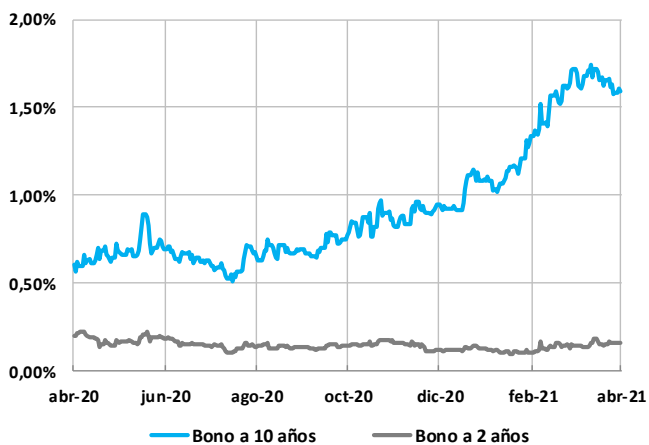
- La Fed ha tomado acciones contundentes desde inicios de marzo de 2020 para hacer frente a la crisis económica causada por la COVID-19. Estas pueden dividirse en tres ámbitos: la **rebaja de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0%**, un **incremento en la compra de activos** y la **apertura 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**, con la relajación de las condiciones financieras al **aportar liquidez a los mercados** y con el **soporte directo de crédito** a familias, empresas, estados y gobiernos locales.
- Respecto a la compra de activos, en la pasada reunión (16-17 marzo), 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 ONG, la Fed estaba dispuesta a prestar hasta 600.000 millones de dólares con este programa. 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 (CLO, 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, ONG y entidades públicas. De todos modos, **su mera existencia respaldaba el papel de “prestamista de última instancia” en cualquier mercado de deuda**. Esto ha dado más confianza a los participantes de los mercados y ha ayudado 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. en la anterior administración) dejó **expirar este 31 de diciembre los programas de crédito de emergencia más importantes** incluyendo: 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 también expiraron 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.

- 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 es necesaria una mayor ayuda. Dada esta situación, la Fed ve con buenos ojos el reciente soporte fiscal por parte del Gobierno americano.

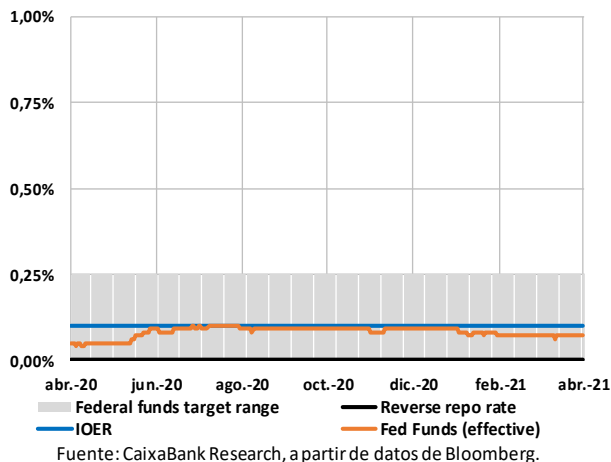
## Indicadores de condiciones financieras

### EE. UU.: rentabilidades de la deuda pública



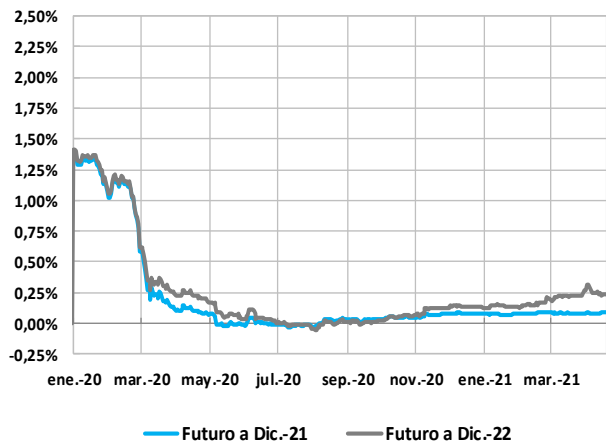
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### EE. UU.: tipos de interés oficiales e interbancario



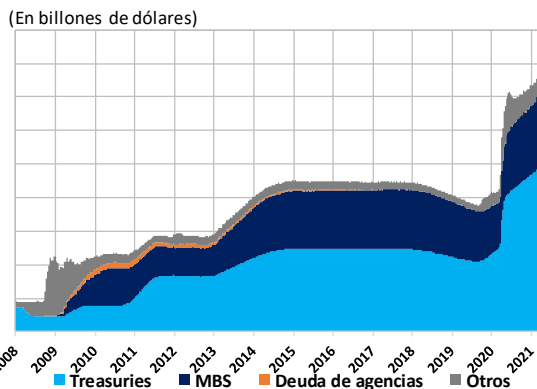
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



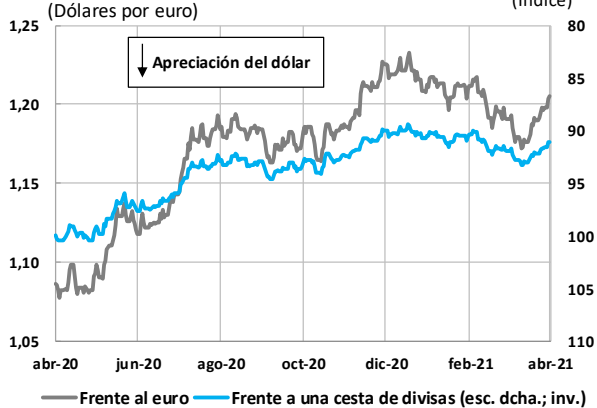
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Composición del balance de la Reserva Federal



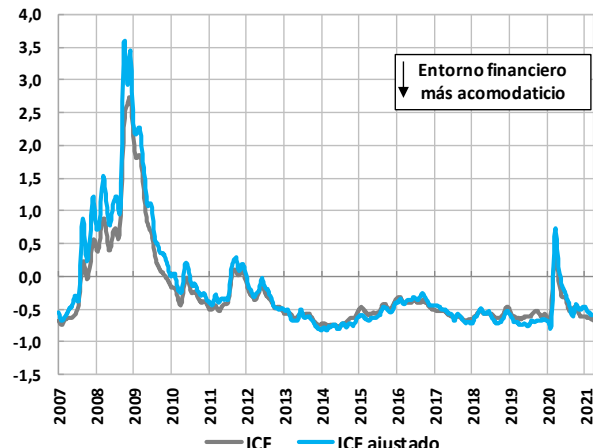
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

### Tipo de cambio del dólar



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

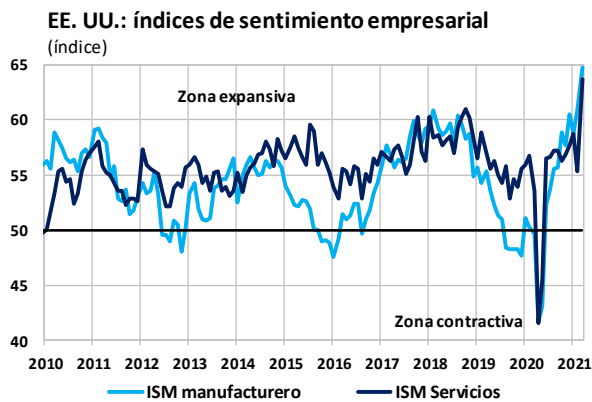
### EE.UU.: Índice de Condiciones Financieras de la Fed de Chicago



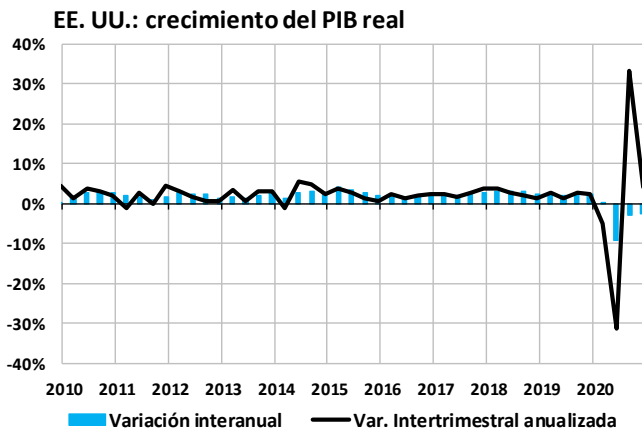
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.



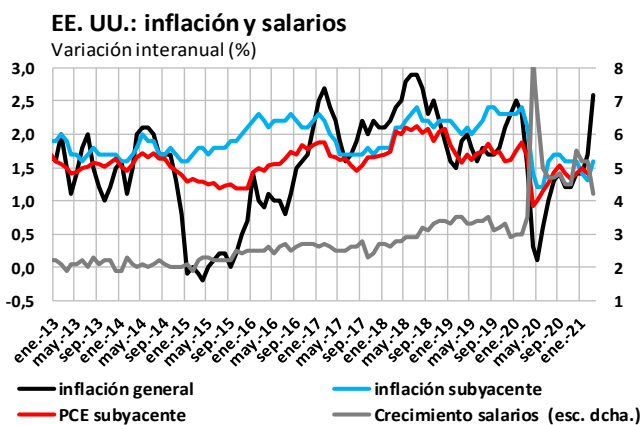
## Indicadores de condiciones económicas



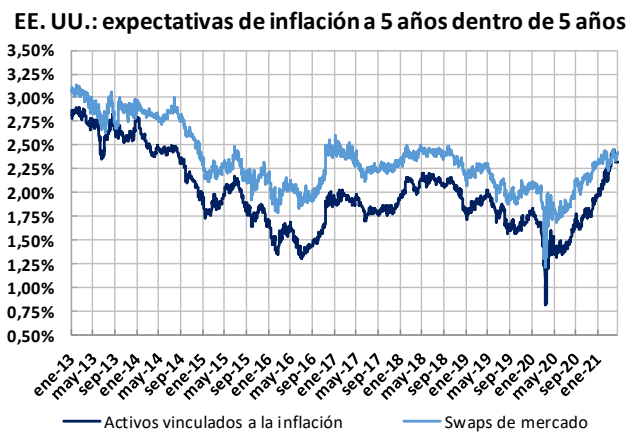
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.



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



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



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

### FOMC: previsiones económicas marzo 2021 <sup>1,2,3</sup>

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

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

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