

**Alex Fusté**

Chief Global Economist  
Andbank

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



## **¿La última excusa de la Fed? Esperando a Godot mientras el dólar...**

El título de esta nota hace referencia a la obra de teatro "*Esperando a Godot*". Una obra en la que dos personajes, Vladimir y Estragon, esperan a un tal Godot que nunca llega. En la eterna espera, los dos protagonistas buscan razones —a veces absurdas— para justificar su quietud; y aunque manifiestan dudas en ciertos momentos, siempre encuentran algún motivo para seguir esperando. Se supone que Godot les ha de traer respuestas, o un propósito. En esta maravillosa obra, Becket pretende reflejar la cara más absurda de la condición humana: esa que nos lleva a esperar indefinidamente por algo que, probablemente, no existe.

Tengo la impresión de que la Fed ha alcanzado ese punto absurdo y está interpretando uno de los actos finales de esa misma obra, con Powell justificando su espera perpetua para la plena materialización de los efectos inflacionistas derivados de los aranceles —una amenaza que, como Godot, sigue sin aparecer—. Mientras el resto de los bancos centrales hace tiempo que iniciaron el ciclo de recortes, la inacción de Powell ha abierto una creciente brecha de competitividad entre naciones, particularmente lesiva para las *small caps* estadounidenses, que afrontan un sobrecoste de financiación cada vez más difícil de defender. Nuestros mandatos han notado ese golpe.

Debe ser frustrante para Powell ver como la inflación norteamericana se ha venido enfriando en estos últimos meses. Desde que alcanzara un máximo del 9% en 2022, la tasa de inflación general ha disminuido de forma constante en los EE.UU. hasta alcanzar un modesto 2,4% en mayo. A este paso, solo faltará que Powell pida una carta firmada por la inflación jurando que no volverá a subir.

Con Powell instalado tozudamente en su inmovilismo, la política monetaria ha pasado de ser preventiva a convertirse en una ceremonia de espera casi litúrgica; lo que me indica que Powell parece más interesado en no equivocarse que en acertar; como si su única estrategia fuera esperar a que todos los riesgos desaparezcan. Esta actitud despierta en mí tanto preocupación como una cierta exasperación. ¿Por qué? Buscar la desaparición total del riesgo es como esperar a Godot: inútil y costoso. Y en el caso de Powell, una espera absurda disfrazada de prudencia. No soy quien, pero Jerome debería saber que en economía, como en la vida, la certeza absoluta no existe, y pretender alcanzar el punto de riesgo cero conduce a una parálisis que se traduce en oportunidades perdidas.

Mientras el resto de los bancos centrales hace tiempo que iniciaron el ciclo de recortes, la inacción de Powell ha abierto una creciente brecha de competitividad entre naciones

Powell ha cruzado esa línea sutil que separa la cautela razonable del inmovilismo estéril. En ese afán por no conceder el más mínimo alivio a la economía —quizás influido por animadversión con la Casa Blanca— ha mantenido unas condiciones monetarias innecesariamente restrictivas que lastran a las pequeñas empresas, ralentizan a toda la economía y, al mismo tiempo, abren una profunda brecha respecto otras regiones que se mueven hoy de forma más ágil. Quizá por ahí pueda explicarse la debilidad del dólar, si bien sospecho que se debe a otros factores más oscuros.

La Fed ha mantenido unas condiciones monetarias innecesariamente restrictivas, que lastran a la pequeñas empresas y ralentizan a toda la economía.

Si la política monetaria empieza a oler a estrategia personal (de Powell), entonces ya no estamos hablando sólo de inflación, sino de prioridades mal ubicadas. Esto que digo es sumamente importante porque, si fuera cierto, la Reserva Federal pasaría de ser el banco central más ortodoxo/riguroso del mundo —por sostener condiciones monetarias restrictivas en defensa de su mandato de estabilidad de precios— a convertirse en el más negligente, al utilizar la política monetaria como instrumento de agenda política personal. Y cuando un banco central pierde su neutralidad, también compromete la credibilidad de su divisa (habla un estudioso del caso argentino). Así, lo que debería ser una natural fortaleza del dólar, atribuible al diferencial favorable de tipos de interés, dejaría de estar respaldada por la supuesta seriedad institucional de su emisor, y podría comenzar a justificarse su debilitamiento.

Pero la lógica económica dicta que cualquier aumento de precios arancelarios es de hecho temporal.

Gran parte de los economistas coinciden en que las condiciones actuales permiten a Powell reducir sus tasas de interés clave. Incluso los gobernadores de los principales bancos centrales comparten esa reflexión (a tenor de sus actuaciones). Mi pregunta es: ¿Seguirá Powell esperando a Godot? Si es así, los *Short Sellers* seguirán nadando en un océano plagado de pececillos vulnerables (*small caps*) sometidos a un coste de *funding* poco competitivo, y no dudarán en atacarlos, provocando, de nuevo, inestabilidad en el mercado. Por el momento, Powell insiste en la idea que los aranceles de Trump encarecerán muchas cosas en la segunda mitad de este año, incluidos los automóviles, aunque aún no se sabe con certeza cuánto. Ciertamente, Trump ha anunciado aranceles del 55% sobre todas las importaciones chinas, frente al 30% anterior. En respuesta, Powell ha reiterado que mantendrá la tasa de interés sin cambios. Dicho de forma más poética: seguirá esperando a Godot. Seguirá esperando, aunque la lógica económica dicte que cualquier aumento de precios arancelarios es, de hecho, temporal si no viene acompañado de nuevos aumentos en aranceles. Seguirá esperando, aunque la inflación de bienes haya desaparecido —no supera el 1% desde septiembre de 2023—, aunque el precio de electrodomésticos, ropa y aparatos electrónicos cae interanualmente, aunque los combustibles son hoy un 12% más baratos que hace un año, aunque la inflación del sector servicios, si bien algo elevada aún (3,7%),

muestra una tendencia descendente sostenida, o aunque los precios subyacentes, tras un año anclados en torno al 3,3%, rompieron esa resistencia en febrero y se estabilizan desde entonces en un razonable 2,8%. Pese a esta acumulación de argumentos técnicos que justificarían el inicio de una flexibilización, Powell parece sentirse cómodo en el papel de Vladimir (o quizás de Estragon), aferrado a una espera que ya pocos entienden. Por supuesto, y ante esta batería de datos, Trump reiteró este miércoles su opinión de que la Reserva Federal debería recortar las tasas de interés en un punto porcentual. ¿Se imaginan? ¡Vaya rally!

Hay espacio técnico suficiente para iniciar un proceso de recorte de tipos...

### **Trump, Powell y el dólar:**

Los mercados financieros atraviesan una confluencia crítica de fuerzas políticas, económicas y comerciales que están redefiniendo la trayectoria de activos clave, entre ellos el dólar. En un contexto donde el presidente de EE. UU. ha erosionado el concepto de excepcionalismo americano —pilar histórico de legitimidad para la divisa—, ya ni siquiera un diferencial favorable de tipos parece suficiente. Y aunque gran parte del movimiento en la divisa se deba a que la administración Trump ha presionado a otros países para frenar políticas de devaluación, lo que en parte explica la apreciación reciente del yen y el euro, parece evidente que el dólar ha quedado expuesto a una pérdida sostenida de prestigio internacional. Espero que el movimiento en ciertos cruces haya resultado ya suficiente a ojos de la administración Trump y sus negociadores, y no vaya a más.

La inflación de los bienes ha desaparecido. Los precios de los combustibles son un 12% más bajos que hace un año. La inflación del sector lleva de dos años bajando.

Por otro lado, la actitud ambigua y poco clara de la Fed que, a pesar de contar con espacio técnico suficiente para iniciar un proceso de flexibilización monetaria, ha optado por seguir esperando a un Godot que nunca llega, alimenta la sospecha de que la política monetaria podría estar guiada no tanto por su mandato técnico sino más bien como un instrumento de agenda política personal. Tal sospecha (compartida por muchos colegas, con la boca pequeña) comprometería gravemente la reputación de la Fed como institución independiente, y con ello, la credibilidad del dólar.

Mis preguntas son dos: ¿Quién resistirá más, el excepcionalismo americano o la capacidad de Donald Trump para desarticularlo? Y, más aún, ¿seguirá Jerome Powell atrapado en su propio acto de “*Esperando a Godot*”, postergando indefinidamente decisiones clave, a costa de la reputación de la Reserva Federal... y del dólar? Creo que ambas fuerzas —la tensión política que socava la credibilidad del dolar y la inmovilidad de una política monetaria desconectada de los datos— terminarán, con el tiempo, por desvanecerse. Y cuando lo hagan, el dólar, liberado del peso de estas distorsiones, podrá recuperar su brillo natural: el que proviene no de los tipos, sino de la confianza.