

Com serà la Fed sota la direcció Kevin Warsh?

En dos minuts...

- La pressió de l'administració Trump sobre l'actual president de la Fed, Jerome Powell, ha donat lloc a un dels conflictes més grans entre la Casa Blanca i el banc central de les últimes dècades, fins al punt de derivar en diversos processos judicials.
- Trump ha expressat la voluntat de substituir Powell, el mandat del qual venç el maig del 2026, per un candidat més alineat amb els seus postulats. La nominació de Kevin Warsh com a candidat a presidir la Fed culmina un procés de selecció prolongat, en què s'han considerat perfils encara més pròxims a l'agenda de Trump.
- Kevin Warsh va ser governador de la Fed entre el 2006 i el 2011 i té experiència prèvia en el sector financer. Durant la seva etapa com a governador, va destacar per un perfil antiinflacionista i contrari a les polítiques d'expansió del balanç de la Fed.
- Sota el lideratge de Warsh, s'espera que la Fed adopti una estratègia més anticipativa que la del seu antecessor, caracteritzada per la seva dependència de les dades. El repte principal serà gestionar la pressió per reduir els tipus d'interès en un context condicionat per les eleccions de mig mandat del novembre del 2026.

1. Desenvolupaments recents

1.1. Tensions sobre la gestió de la política monetària

Durant els darrers mesos s'han registrat fortes tensions entre el president Trump i el president de la Reserva Federal, Jerome Powell, principalment per la insistència del primer a retallar els tipus d'interès a un ritme més accelerat i fins a nivells més reduïts. Aquestes pressions van escalar fins al punt que, el gener del 2026, l'administració Trump va iniciar una investigació criminal contra Powell per un suposat excés pressupostari en les reformes dels edificis de la Reserva Federal a Washington. Davant d'aquests fets, la Fed va emetre una declaració en defensa de la importància de la seva independència per garantir l'estabilitat de preus, el màxim nivell d'ocupació i unes taxes d'interès moderades a llarg termini, signada per diversos antics i actuals directors i governadors d'institucions rellevants de política monetària.

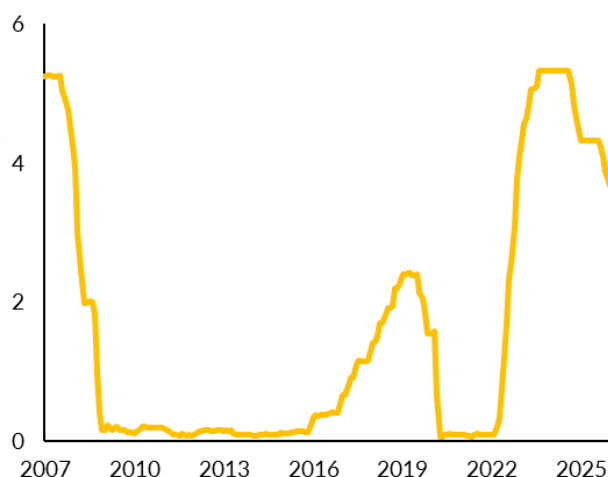
Les tensions entre la Casa Blanca i la Fed no són pas un fenomen nou. En episodis de desacceleració econòmica o en contextos electorals, diversos presidents nord-americans han intentat influir, directament o indirectament, en la política monetària. Entre les dècades dels cinquanta i dels vuitanta, Harry Truman, Lyndon B. Johnson i Richard Nixon van exercir pressions explícites per mantenir les taxes d'interès artificialment baixes amb finalitats electorals o per reduir el cost financer del deute públic. Per aquest motiu, el 1977 es va promulgar la Llei de reforma de la Reserva Federal, que va establir la supervisió del Congrés sobre la Fed, garantint-ne així la independència i la credibilitat de la política monetària davant dels cicles electorals.

Powell va ser nomenat president de la Fed pel mateix Trump l'any 2018, durant la seva primera presidència¹. Tot i això, en el segon mandat de Trump, tots dos han protagonitzat una de les confrontacions més públiques i explícites de les últimes dècades. Tot això es produeix en un context en què **Trump, des del seu retorn a la presidència, ha mostrat una determinació per desafiar certes institucions percebudes com a tecnocràtiques i alinear-les amb una agenda de creixement més orientada al curt termini.** Aquest desafiament s'ha intensificat davant la creixent pressió política de cara a les eleccions de mig mandat de novembre, en un entorn caracteritzat per una accessibilitat a l'habitatge cada vegada més tensa, uns costos elevats per a empreses i llars i un espai fiscal limitat.

La pressió sobre la Fed també ha inclòs els esforços per destituir Lisa Cook, actual membre del Comitè de Política Monetària. L'administració Trump va demanar el cessament de la governadora del seu càrrec a la Fed, acusant-la d'irregularitats en una sol·licitud hipotecària. El cas va ser judicialitzat i es troba al Tribunal Suprem, que, de moment, li ha permès mantenir el seu càrrec. **Una altra mesura de pressió va ser el nomenament de Stephen Miran, assessor econòmic de Trump, per ocupar una vacant en el Comitè de Política Monetària** després de la dimissió d'un dels seus membres. Des d'aquesta posició, Miran va votar a favor d'una reducció del tipus rector en totes les reunions en què va participar abans de l'expiració del seu mandat. Aquest mandat va finalitzar el 31 de gener del 2026 i és probable que la seva vacant romangui sense cobrir en espera del nomenament de Kevin Warsh, que podria ocupar-la.

La gestió de la política monetària de la Fed sota Powell es pot qualificar d'ortodoxa, amb un enfocament altament dependent de les dades econòmiques —ocupació, inflació, creixement i liquiditat— i amb un fort èmfasi en la transparència de les decisions. Aquest enfocament situa la Fed en els estàndards dels principals bancs centrals a escala global. Des del començament del segon mandat de Trump, la Fed ha dut a terme tres retallades del tipus d'interès, totes a la segona meitat del 2025. En l'última reunió, celebrada el gener del 2026, i malgrat les pressions polítiques, el Comitè de Política Monetària va decidir mantenir inalterats els tipus de referència en considerar que la inflació continua per sobre de l'objectiu i que el mercat laboral es manté prou sòlid per no justificar una reducció immediata.

Gràfic 1. Taxa efectiva de la Reserva Federal (%)



Font: FRED.

1.2. La selecció de Kevin Warsh

El 30 de gener passat, Donald Trump va nomenar oficialment Kevin Warsh com a candidat a pròxim president de la Fed, posant fi a mesos d'especulacions entorn de quatre candidats

¹ El 23 de maig del 2022, Jerome Powell va ser reelegit per Joe Biden per a un segon mandat.

principals per substituir Jerome Powell, el mandat oficial del qual finalitza el 16 de maig del 2026. La resta de candidats considerats, però finalment descartats, presentaven perfils relativament heterodoxos en la seva aproximació a la política monetària i un marcat perfil polític pròxim a les posicions de Trump. Aquests van ser Christopher Waller (actual governador de la Fed), Rick Rieder (executiu de BlackRock) i Kevin Hassett (director del Consell Econòmic Nacional). La preselecció de candidats i, finalment, **la nominació de Kevin Warsh s'han d'interpretar no només com un relleu de lideratge, sinó com a part d'una estratègia més àmplia de reconfiguració de poder entre la Casa Blanca i la Reserva Federal**. Aquesta decisió es produeix en un moment clau en la política monetària nord-americana i en un escenari en què els quatre candidats estaven alineats amb l'agenda del president Trump, orientada a impulsar una reducció més agressiva dels tipus d'interès oficials i una redefinició de les prioritats de la Fed.

El nomenament ha de ser aprovat pel Comitè Bancari del Senat, per tant, encara no està plenament garantit. En aquest sentit, és rellevant la posició expressada pel senador republicà Thom Tillis², qui ha anunciat la seva oposició a tots els nominats al càrrec per Trump fins que es resolguin els processos criminals contra l'actual president de la Fed, Jerome Powell. Un altre factor rellevant, tot i que només és un tràmit burocràtic, és que, si bé la presidència del Comitè de Política Monetària ha recaigut sempre en el president de la Fed, la llei estableix que són els membres d'aquest comitè els que n'elegeixen el president per majoria simple.

El mercat ja ha interioritzat aquesta decisió. L'anunci de l'elecció del candidat amb el perfil més ortodox, especialment davant de Rieder i Hassett, va afavorir que el divendres 30 de gener es produís una apreciació del dòlar i fortes caigudes dels metalls preciosos, que en les últimes setmanes i mesos havien estat emparats pels temors que una política monetària excessivament laxa de la Fed propiciés inflacions elevades i una devaluació monetària.

2. Qui és Kevin Warsh?

Kevin Warsh va ser el governador més jove de la Reserva Federal, institució en què va exercir entre el 2006 i el 2011. Va ser nomenat per George W. Bush, després del seu pas per la Casa Blanca i d'una etapa prèvia a Morgan Stanley. És advocat, té 55 anys i manté vincles amb el Partit Republicà i amb el president Trump³. Actualment, és soci de l'oficina d'inversió familiar de Stanley Druckenmiller, membre de la Hoover Institution i professor a la Stanford Business School.

Durant la seva etapa a la Fed com a governador, Warsh va ser percebut com un falcó monetari, més centrat en el control de la inflació que no pas en l'impuls del creixement econòmic mitjançant tipus d'interès reduïts. Va renunciar al càrrec el 2011, després que la Fed iniciés una segona ronda de compra de bons (*quantitative easing*, QE) per sostenir una economia que encara arrossegava els efectes de la crisi financera internacional. **D'aleshores ençà, ha mantingut una visió molt crítica respecte a la gestió del balanç de la Fed**. En entrevistes recents, ha argumentat que els líders del banc central van donar suport a la despesa del govern durant la pandèmia de la covid, però que no van reclamar disciplina fiscal en un context de creixement sostingut i plena ocupació.

La Fed ha estat el principal comprador de deute del Tresor nord-americà i el QE ha esdevingut una característica gairebé permanent del poder i de la política dels bancs centrals.

Kevin Warsh (2025)

² Thom Tillis, membre del Comitè fins al gener del 2027, no preveu presentar-se a la reelecció.

³ Kevin Warsh és gendre del multimilionari Ronald Lauder, donant de campanyes republicanes, excompany de Wharton i aliat del president Trump.

Les declaracions de Trump ("ell creu que cal abaixar els tipus d'interès") **apunten a un alineament de visions.** Malgrat el seu historial de prioritzar l'estabilitat de preus i la disciplina financera, en algunes intervencions recents Warsh ha articular posicions que encaixen amb l'agenda de prioritització de l'activitat defensada per Trump i la seva administració. En aquest sentit, ha sostingut la premissa que la Fed no ha retallat les taxes d'interès de manera accelerada a causa d'un error de càlcul sobre la productivitat real de l'economia i que, per tant, el banc central no té una clara estratègia d'estabilitat de preus.

Al meu entendre, la veritable raó per la qual hem avançat en la lluita contra la inflació no es deu a la Reserva Federal, sinó a les polítiques del president. Les seves polítiques han enfortit l'economia i han baixat els preus.

Kevin Warsh (2025)

Aquesta valoració contrasta amb la d'altres analistes i amb la reacció dels mercats financers, que han considerat Warsh una elecció relativament convencional. S'ha valorat positivament el seu nivell de competència, avalat per la seva etapa com a governador de la Fed, la seva candidatura prèvia a la presidència del banc central el 2018, la seva experiència a Wall Street i el fet que, entre els candidats preseleccionats, era el que tenia el perfil més de falcó, és a dir, amb una posició més crítica davant la inflació.

3. Què cal esperar sota la seva direcció de la Reserva Federal?

L'elecció de Kevin Warsh com a president de la Fed no garanteix un canvi en la política monetària. Les decisions sobre els tipus d'interès s'adopten per majoria simple en el Comitè de Política Monetària, un òrgan col·legiat format per dotze membres. D'aquests, set són governadors de la Fed⁴, que integren la denominada Junta de Governadors, i els cinc restants són presidents dels bancs regionals de la Fed, designats mitjançant un sistema de rotació anual⁵. Aquesta estructura està dissenyada per evitar canvis abruptes i protegir la independència de la política monetària. En aquest sentit, Jerome Powell, un cop finalitzada la seva presidència, podria assumir un rol com a governador durant dos anys més, fins al 2028, i continuar participant en les decisions del Comitè de Política Monetària. Tot i això, històricament, els expresidents han tendit a abandonar definitivament el càrrec després de concloure el mandat.

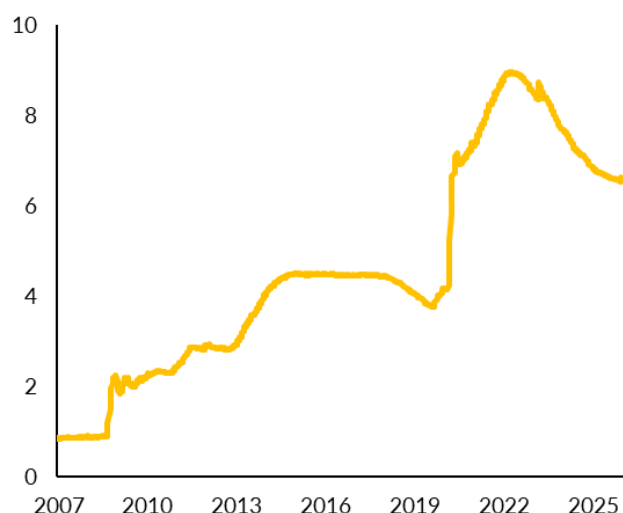
Warsh proposa una estratègia de mitjà termini alternativa, alineada amb la de l'actual secretari del Tresor, Scott Bessent. Després de la seva sortida de la Junta de Governadors de la Reserva Federal el 2011, Warsh ha estat crític amb la institució, sobretot en relació amb el fort augment del balanç de la Fed. En part, manté que aquest factor és parcialment responsable dels nivells actuals d'inflació i que una reducció addicional del balanç donaria marge a la Fed per a noves retallades dels tipus d'interès. Alhora, Warsh considera la intel·ligència artificial com un motor significatiu de productivitat que podria introduir pressions a la baixa sobre els preus, cosa que permetria avançar cap a una reducció més agressiva del balanç sense provocar un episodi inflacionista. Aquest plantejament implicaria deixar enrere l'enfocament de Powell, basat en una **aproximació altament dependent de les dades econòmiques, per adoptar una estratègia més anticipativa i orientada a maximitzar el potencial productiu de l'economia.** Pel que fa a la comunicació, Warsh defensa un estil més discrecional i menys rígid, així com la supressió de la publicació de les projeccions econòmiques trimestrals, que actualment inclouen la visió del Comitè de Política Monetària sobre els principals agregats macroeconòmics i el mateix tipus rector de la Fed.

⁴ Nomenats amb mandats escalonats de catorze anys, que expiren cada dos anys.

⁵ El president de la Fed de Nova York té vot permanent i els altres onze bancs regionals disposen de quatre vots rotatius en períodes d'un any.

Warsh planteja, per tant, una estratègia de mitjà termini centrada en la reducció del balanç (*quantitative tightening*) i en el descens dels tipus d'interès, impulsats, segons la seva visió, per la desinflació derivada del *boom* de productivitat associat a la intel·ligència artificial. No obstant això, una estratègia de *quantitative tightening*, tot i que només requereix una majoria simple en el Comitè de Política Monetària, pot generar canvis importants en el funcionament i en les condicions operatives del sistema bancari, dels mercats monetaris i de les emissions dels bons del Tresor americà. Per evitar turbulències financeres, la reducció del balanç de la Fed es podria dur a terme mitjançant una liquidació passiva en lloc de vendes directes, atès el perfil de venciments de la cartera del Tresor. Actualment, el balanç de la Fed correspon al 25 % del PIB enfront d'una mitjana del 5 % del PIB abans de la crisi financera internacional del 2008.

Gràfic 2. Balanç de la Reserva Federal (USD, bilions)



Font: FRED.

Les eleccions de mig mandat el novembre del 2026 suposaran una pressió addicional per reduir els tipus d'interès d'una manera agressiva. L'objectiu de l'administració Trump és que, malgrat la forta expansió fiscal, els tipus d'interès a llarg termini no repuntin o fins i tot es redueixin, ja que als Estats Units aquests tipus són els grans condicionants de l'activitat econòmica a través del crèdit a les llars i a les empreses. En aquest context, els mesos vinents posaran a prova el perfil de Kevin Warsh i la seva visió d'una Fed més estratègica i anticipativa.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.