

El próximo presidente de la Reserva Federal: ¡¡¡CONTRATADO!!!

Boyd Nash-Stacey / Nathaniel Karp

26 de octubre de 2017

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) está llamado a sufrir un cambio nada desdeñable en su liderazgo y composición, ya que cuatro nuevos miembros regionales de la Fed pasarán a ocupar puestos con derecho a voto y podría producirse un cambio en la presidencia. El presidente Trump podría nombrar tres puestos adicionales de gobernador (eran cuatro antes de la confirmación de Randy Quarles) y posiblemente cuatro vacantes, dependiendo de si la presidenta Yellen se queda, que el Presidente Trump podría designar. En cuanto al calendario, la Casa Blanca ha informado de que dará a conocer a su candidato a la presidencia antes del viaje a Asia del presidente Trump el 3 de noviembre. Dicho esto, el calendario es menos importante que la repercusión, por cuanto un error de la Administración a la hora de elegir al próximo presidente de la Fed podría causar perturbaciones en los mercados y generar una incertidumbre innecesaria en el plano de la política monetaria a nivel tanto nacional como internacional.

Elegir un candidato que mantenga la integridad y la independencia de la Fed resulta vital para preservar la estabilidad y prosperidad que Estados Unidos ha logrado en las últimas décadas. Aunque muchos *Millennials* no habían nacido, hubo una época en la historia reciente en la que las presiones políticas influían en la toma de decisiones de la Fed, que daba prioridad al pleno empleo sobre la estabilidad de los precios, lo que se tradujo en un sesgo más acomodaticio de la política monetaria a pesar de la existencia de muchas señales de que la economía estaba operando a plena capacidad, o por encima de ella. Este curso de política atípico dio lugar a fuertes subidas de la inflación en los años setenta y ochenta, lo que obligó a subir de manera notable los tipos de interés y desencadenó varias recesiones económicas en años posteriores.

Un grupo conformado por académicos, banqueros, gobernadores, abogados y la actual presidenta ocupan los primeros puestos de la lista de candidatos. Tal como están las cosas, ninguno parece ser un candidato que pondría en peligro los objetivos de la Fed, a saber, la estabilidad de los precios y el pleno empleo, si bien algunos de los nominados podrían tener preferencias diferentes y, en último término, dar lugar a un cambio nada desdeñable en la senda política. A continuación, exponemos nuestra opinión sobre los antecedentes, las preferencias y estilos políticos, y la probabilidad de elección de un grupo de candidatos. Es más, incluso de no ser elegidos para el puesto de presidente, las vacantes podrían ser ocupadas por algunos de los otros «aprendices». En cualquier caso, el sesgo final de un FOMC totalmente reformado dependerá de quién ocupe dichas vacantes.

La lista

Jerome Powell: a la espera entre bastidores

Puntuación halcón (sesgo restrictivo)-paloma (sesgo expansivo) (1 paloma - 5 halcón): 3

Probabilidad de nombramiento: 28%

Jerome Powell, que no era considerado uno de los principales candidatos para el cargo de presidente en un principio, se ha convertido en uno de los favoritos para suceder a la presidenta Yellen. En cuanto a sus antecedentes, además de ser un experimentado gobernador de la Fed, también fue subsecretario del Tesoro con George H.W. Bush, pasando posteriormente a trabajar en la sociedad de inversión privada The Carlyle group. La labor de Powell como gobernador ha pasado desapercibida en su mayor parte. Se ocupó de la respuesta al colapso repentino de la deuda del Tesoro en 2014, al tiempo que ha liderado las tareas de reforma del tipo interbancario de oferta de Londres (LIBOR).

Atendiendo a su historial de votos afirmativos, Powell probablemente dirigiría la junta de gobernadores en una dirección similar a la presidencia actual y a la anterior, centrándose en un compromiso con un objetivo de inflación simétrica, la adherencia a la Curva de Phillips, aunque con algo menos de ortodoxia, y recurriendo a una política monetaria no convencional en caso necesario. Powell también abogaría por un enfoque de gestión de riesgos sólido y una separación clara entre la política monetaria y las herramientas macroprudenciales. Con respecto a la economía política y la política fiscal, es probable que se muestre ligeramente más tolerante que la presidencia actual, aunque no sacrificaría la estabilidad de precios por conseguir los objetivos de crecimiento a corto plazo. Además, Powell también se decantaría por encontrar oportunidades para articular una moderada desregulación financiera.

Teniendo en cuenta los antecedentes y la experiencia del gobernador Powell, sus vínculos con el Partido Republicano y su actitud centrista, existe la posibilidad de que la Administración opte por la continuidad y la certeza con respecto a la política monetaria. No obstante, esto supondría una excepción en la serie de nombramientos que el presidente Trump ha acometido hasta el momento, en los que siempre han resultado favorecidas personas consideradas «ajenas».

John Taylor: Maximus

Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 5

Probabilidad de nombramiento: 24%

El arquitecto de la bien llamada "regla de Taylor" es uno de los favoritos entre los legisladores republicanos, que en ocasiones han propuesto auditar a la Fed y regresar al patrón oro en un intento de limitar los poderes discrecionales del organismo independiente. En este sentido, el nombramiento de Taylor constituiría una reivindicación ante la intervención excesiva que ridicularon durante la crisis. Independientemente de las motivaciones políticas del Partido Republicano, su experiencia y reputación son notables; ocupó el cargo de subsecretario del Tesoro durante la Administración de George W. Bush y figura en la lista de posibles candidatos a los Premios Nobel.

El enfoque de Taylor sería muy convencional, basado en reglas no discrecionales, fijación de políticas de tipos de interés no reactivas con una orientación de perspectivas (*forward guidance*) limitada o nula, y herramientas de estabilización

macroprudencial y financiera reducidas. Su postura representaría una desviación respecto a los últimos presidentes de la Fed, con la posibilidad de mejorar la transparencia y la rendición de cuentas, a la vez que podría reducir el enfoque de la gestión de riesgos y validaría algunas propuestas que requieren un mayor escrutinio del FOMC.

El hecho de que sea el favorito de los Republicanos y de que cualquier presidente se enfrentará a la ratificación del Senado apunta a que sigue siendo un candidato fuerte. Sin embargo, su enfoque basado en reglas podría frenar cualquier política fiscal expansionista importante en caso de que los estímulos fiscales terminaran por generar presiones inflacionarias y, con ello, exigiendo un ciclo de endurecimiento abrupto. Además, su enfoque basado en reglas no casaría bien con ninguna demanda potencial de lealtad. Dicho esto, su historial ampliamente acreditado hace difícil que quede descartado.

Janet Yellen: fidelidad a la vieja usanza

Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 2

Probabilidad de nombramiento: 20%

La actual presidenta, Janet Yellen, constituye una opción tan segura para el puesto como la que más. Además de su experiencia actual como presidenta, Yellen fue directora ejecutiva de la Reserva Federal de San Francisco, vicepresidenta de la Junta de Gobernadores de 2010-2014, y presidenta del Consejo de Asesores Económicos. También está casada con el ganador del Premio Nobel George Akerlof. Algunas facciones extremas de la comunidad económica sienten que ha hecho demasiado, o demasiado poco, para poner fin a la política acomodaticia. Sin embargo, el hecho es que ella ha supervisado la normalización de una política monetaria altamente extraordinaria y una recesión industrial sin que se haya producido una desaceleración importante en el crecimiento ni un repunte en la volatilidad financiera o la inflación.

No queda claro qué idea tiene Trump sobre la actual presidenta de la Fed. Durante la campaña, la criticó diciendo que debería avergonzarse de la política de tipos de interés cercana a cero, mientras que recientemente dijo que la "respetaba" y que estaba satisfecho con lo bien que está funcionando el mercado de valores.

Desde una perspectiva política, sus puntos de vista actuales sobre los bajos niveles de tipos de interés reales de equilibrio y las tasas de desempleo de larga duración más bajas implican una senda de endurecimiento menos agresiva del que se esperaría de un defensor de la ortodoxia normativa. Sin embargo, no parece decantarse por una política fiscal expansiva, a la luz de sus opiniones sobre el limitado exceso de capacidad excedentaria en la economía y los riesgos que una política fiscal expansiva mal diseñada podría representar para las perspectivas inflacionarias. Además, es poco probable que la presidenta Yellen esté de acuerdo con la Casa Blanca en el tema de la desregulación financiera y en otras políticas que podrían afectar a la producción potencial y al desempleo de larga duración.

Los tres presidentes anteriores ocuparon el puesto al menos durante dos mandatos (Volker 8 años, Greenspan 19 años y Bernanke 8 años), por lo que no volver a nombrar presidenta a Yellen representaría una desviación de la norma y daría lugar al mandato más breve como presidente de la Fed desde W. Miller en 1978-1979.

Neel Kashkari: el Ave María**Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 1****Probabilidad de nombramiento: 10%**

El posicionamiento monetario del presidente de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari, muestra un claro sesgo de tipo "paloma", que suele estar más asociado con el Partido Demócrata. Sin embargo, Kashkari es un republicano convencido que se postuló para gobernador de California como candidato de este partido en 2014. Además, trabajó en el sector privado como banquero de inversiones en Goldman Sachs, y fue subsecretario del Tesoro para la Estabilidad Financiera y Desarrollo Económico e Internacional durante la presidencia de George W. Bush. A pesar de que ha tenido un mandato breve como presidente de la Fed de Minneapolis, ha llamado la atención por sus posturas abiertas sobre los balances bancarios y los requisitos de capital de la Fed, así como por sus disensiones notables con las recientes acciones políticas de la Reserva Federal.

Como presidente, es probable que se adhiriera al marco actual de formulación de políticas discrecionales, basadas en la evidencia empírica o estadística. En la práctica, esto probablemente se traduciría en un ritmo más lento de normalización que las previsiones medianas del FOMC, con un enfoque más amplio para ver la política monetaria en un entorno de baja inflación, posiblemente ampliando el conjunto de herramientas de la Fed más allá de las medidas estándar utilizadas hoy. Este cambio probablemente incremente el peso de la dependencia de los datos y reduzca el recurso a la *forward guidance* y las acciones anticipatorias.

Con respecto a la economía política y la expansión fiscal, podría estar dispuesto a aceptar una economía ligeramente más expansiva debido a las preocupaciones en torno a una inflación persistentemente baja y a la debilidad en el mercado laboral. Sin embargo, dado su apego a los datos, cabe pensar que no aceptaría unas tasas de inflación que pongan en riesgo el objetivo de política simétrica de la Fed del 2%.

El hecho de que sea miembro del Partido Republicano y de que se haya graduado en el alma máter de Trump (la Wharton Business School) mejora algo sus por otra parte reducidas opciones. Dicho esto, es probable que siga siendo una posibilidad remota, pero, con Trump, todo es posible, y su imagen en el mercado podría ser demasiado tentadora para el autor del libro *Think Big and Kick Ass*.

Kevin Warsh: el candidato de Manchuria**Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 4****Probabilidad de nombramiento: 10%**

Kevin Warsh, exgobernador de la Fed con experiencia tanto en el sector privado como en el ámbito académico, es uno de los principales candidatos, si no el principal, a la presidencia de la Reserva Federal. Como antiguo abogado, Kevin Warsh supondría un cambio en la tendencia de los últimos presidentes de la Fed, Bernanke y Yellen, economistas experimentados con amplia experiencia en política monetaria.

Respecto a su sesgo, sus puntos de vista sobre la política monetaria han sido contradictorios. Después de dejar la Fed, ha defendido un enfoque basado en las reglas y criticó a la Fed por su política monetaria no convencional. Sin embargo, durante su mandato en la Junta de Gobernadores votó constantemente a favor de entonces presidente Bernanke, quien promovía una política monetaria muy poco convencional con QE1, QE2 QE3 y la Operación Twist. Sus intervenciones de la época también son contradictorias en términos políticos, abogando a veces por menos intervención antes de la crisis financiera y apoyo adicional para las entidades financieras durante la crisis, lo que probablemente refleja un alto nivel de incertidumbre sobre lo que los datos apuntaban con respecto al estado de la economía

Bernanke elogió su trabajo como enlace de facto con el sector privado, sugiriendo que sus habilidades políticas podrían resultar inestimables en un período en el que las vulnerabilidades financieras se mantendrán probablemente bajas. Su comunicación cambiante y sus posiciones políticas pueden ser consideradas como un activo para el Presidente, quien también es propenso a cambios nada menores en sus posiciones políticas. Warsh probablemente se decantaría más por una regla política poniendo un menor énfasis en la meta de inflación simétrica del 2%, la Curva de Phillips y el tipo de interés real de equilibrio. Además, Warsh también sería más sensible a la economía política y reaccionaría de manera más moderada respecto a los estímulos fiscales. Warsh también se decantaría por dar más pasos en la desregulación financiera y trataría de cambiar la comunicación del FOMC.

Gary Cohn: el Ángel Caído

Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 3

Probabilidad de nombramiento: 5%

El ex ejecutivo de Goldman Sachs Gary Cohn se hizo con un papel destacado en la Casa Blanca de Trump como Director del Consejo Económico Nacional. De hecho, fue seleccionado para encabezar la importante iniciativa tributaria de la Casa Blanca con el Secretario del Tesoro, Steven Mnuchin. Aunque no se han logrado éxitos tangibles en términos de política tributaria, su estrategia de comunicación parece ser coherente con los objetivos del presidente Trump sobre la reforma fiscal.

Si bien Cohn no tiene experiencia económica o monetaria formal, ha formado parte del sector financiero durante 25 años y, en ocasiones, ha defendido y rechazado las medidas de política monetaria. En cuanto a su enfoque sobre la política monetaria, es probable que favorezca la reducción de la intervención y de la regulación macroprudencial para el sector financiero. Por lo que respecta a su política de tipos de interés, dada su experiencia en banca, cabe esperar que se decante por subidas de tipos y menos intervención en los mercados de capitales. La comunicación y la *forward guidance* pueden perder relevancia durante su mandato, dado que considera que pueden generar incertidumbre para los mercados. Sin embargo, por lo que respecta a su enfoque para gestionar la economía política, el hecho de que haya sido un defensor de la reforma tributaria sugiere que probablemente promovería una actitud menos agresiva para evitar posibles presiones inflacionarias de manera prematura.

En cuanto a sus probabilidades de convertirse en el próximo presidente, hay indicios de que sus posibilidades han disminuido considerablemente desde que criticó la gestión del presidente Trump durante los disturbios de Charlottesville.

Dicho esto, no ha salido del gabinete a pesar de estas fricciones y, por lo tanto, puede que no haya perdido totalmente el favor del Presidente. Aunque una aprobación exitosa de la actual propuesta tributaria podría aumentar sus posibilidades, es probable que la decisión sobre la Fed se tome antes de los recortes de impuestos, y cabe que el Presidente siga queriendo que Cohn se encargue de esta importante reforma.

Glenn Hubbard: el Padrino

Puntuación halcón-paloma (1 paloma - 5 halcón): 4

Probabilidad de nombramiento: 3%

La experiencia de Glenn Hubbard como arquitecto fiscal de George Bush y sus conocimientos sobre política fiscal serían un complemento perfecto en términos de política monetaria para la agenda fiscal del Presidente. Además, es defensor de una política monetaria menos intervencionista y de un marco normativo basado en normas. En cuanto a sus antecedentes, fue economista jefe de George W. Bush entre 2001 y 2003, y actualmente es decano de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia.

Hubbard, al igual que John Taylor, defendería un marco de políticas de tipos de interés no reactivo, convencional, no discrecional y basado en reglas. Además, dado su apoyo a la bajada de impuestos y al estímulo fiscal, es casi seguro que evitaría contrarrestar la política fiscal expansiva con un ajuste brusco de la política monetaria. Asimismo, Hubbard ha declarado que la tasa de crecimiento objetivo del 3% establecida por el presidente Trump es viable.

Sus antecedentes y experiencia parecen ser perfectos para la administración, pero sus vínculos con George W. Bush y Mitt Romney, quienes tienen relaciones conflictivas con el Presidente, probablemente reduzcan sus posibilidades. Para conseguir el puesto, Hubbard podría tener que buscar apoyos entre sus contactos del sector privado para hacerse escuchar.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.