

## SEBASTIÁN ROYO

Ben Bernanke toma hoy el relevo de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). El autor repasa la trayectoria del nuevo presidente y reflexiona sobre qué cabe esperar de él durante su mandato, que nace con el anuncio de la continuidad



# El nuevo 'chairman'

Ayer se jubiló Alan Greenspan como presidente del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal (la Fed) y del Comité de Mercado Abierto tras más de 18 años en este cargo y hoy tomará posesión su sucesor, Ben Bernanke, que era hasta su nombramiento por el presidente Bush el jefe de asesores económicos de la Casa Blanca. Este experto en política monetaria y sus canales de transmisión tiene la difícil tarea de reemplazar a una leyenda.

Bernanke tiene una trayectoria brillante y esta preparado para asumir el reto. Es bien conocido y respetado tanto en ambientes académicos como en Wall Street. Se licenció en la Universidad de Harvard en 1975 y cursó su doctorado en Economía en el prestigioso Instituto de Tecnología de Massachussetts (MIT). Gran parte de su trayectoria profesional ha sido en el mundo académico, donde es considerado como un fuera de serie con una gran mente teórica. Desde su graduación ha pasado más de dos décadas de profesor en algunas de las universidades más prestigiosas de EE UU, y ha sido director del departamento de Economía de la Universidad de Princeton entre 1996 y 2002. Ese año dio su salto a la Fed, donde fue gobernador hasta febrero del pasado año cuando comenzó a trabajar en la Casa Blanca.

También se le atribuye una gran capacidad de oratoria, transparencia y claridad al expresarse. Estas cualidades marcarán la diferencia con

Greenspan que se hizo famoso durante su mandato por su capacidad para articular mensajes equívocos y difíciles de interpretar y por su gran dominio de los datos. Las únicas dudas que despierta son en relación a su falta de perfil político dada su limitada experiencia política y de gobierno, y por su independencia respecto a la Casa Blanca. Sin embargo, pese a sus ideas conservadoras no se le percibe como una persona cercana a Bush.

¿Qué cabe esperar de Bernanke en la Fed? Pese a que ha anunciado continuidad con las políticas y estrategias de su predecesor, y en particular su compromiso con la contención de la inflación, Bernanke está a favor de una política monetaria más transparente y de que se establezca un objetivo de inflación, algo a lo que se oponía Greenspan que prefería un modelo más flexible. Su nombramiento augura un debate intenso en la Fed sobre la necesidad de fijar un objetivo de inflación, similar al que sigue el BCE y otros bancos centrales.

Durante el proceso de confirmación por el Senado Bernanke ratificó su preferencia por fijar un objetivo de inflación pero sostuvo que esta decisión debería ser interpretada no como un cambio de política sino como una explicación más clara de las prácticas de la Fed que tendría efectos positivos al reducir las incertidumbres sobre la política monetaria, y anclar de forma más efectiva las expectativas a largo plazo de inflación. Reconoció, sin embargo, que cualquier decisión sobre



ÁNGEL NAVAS

este tema sería por consenso, lo cual puede ser difícil por la oposición manifiesta de otros miembros de la Fed como Roger Ferguson y Don Kohn. Algunos economistas comparan esta estrategia al establecimiento de una nueva *Línea de Maginot* cuya defensa puede distraer a la Fed y limitar su flexibilidad.

El nuevo *chairman* tendrá que hacer frente a una situación delicada con importantes presiones inflacionistas por la burbuja inmobiliaria, el efecto de los huracanes Katrina y Rita, y la subida de los precios del petróleo. Con la inflación al 4,7% y los tipos nominales al 4,75%, los tipos de interés reales siguen siendo casi negativos, lo cual añade más leña a una economía que está de por sí lanzada.

Las últimas actas de la Fed parecen insinuar, sin embargo, que el ciclo alcista de subida de intereses se acerca a su fin. La subida de los precios del petróleo y el enfriamiento del mercado inmobiliario, combinadas con el encarecimiento de crédito y la subida de la gasolina están produciendo una reducción de la renta disponible. Es por ello que algunos observadores

**El nombramiento de Ben Bernanke augura un debate intenso en la Fed sobre la necesidad de fijar un objetivo de inflación, similar al que sigue el BCE**

apuntan que el ciclo alcista puede acabar en marzo cuando la Fed coloque los tipos en el 4,75%. Otros apuestan por junio, cuando el precio del dinero esté en el 5,25%.

Para empezar con éxito, Bernanke tendrá que establecer su credibilidad y demostrar su independencia de la Casa Blanca, desarrollar un nuevo modelo de decisiones más colegial en la Fed que reemplace el liderazgo unipersonal de Greenspan, así como definir de forma transparente los objetivos de la institución. Y tendrá que hacerlo en un contexto difícil, marcado no sólo por las presiones inflacionistas sino también por la presión de los déficit gemelos que puede desembocar en una depreciación del dólar y una subida de los tipos a largo plazo. Mucho está en juego. En sus manos están las decisiones de gestionar esta situación evitando una recesión.

*Profesor de Gobierno, director del Campus de Madrid de la Universidad de Suffolk y codirector del Seminario de Estudios Ibéricos del Centro de Estudios Europeos de la Universidad de Harvard (sroyo@suffolk.edu)*

## NIEVES GARCÍA-SANTOS

# Los mismos desequilibrios globales



Un año después los problemas que caracterizan a la economía mundial permanecen, siendo su principal exponente el extraordinario déficit por cuenta corriente americano, que se aproxima a un 7% de su PIB. Los análisis señalando la necesidad de su ajuste y las llamadas de atención sobre la posibilidad de que éste se pudiera producir de forma abrupta no han tenido efecto, aunque la posibilidad de encontrarnos en una situación de equilibrio (Bretton Woods II) tampoco resulta convincente.

Se puede recordar que el desequilibrio de la economía americana se explica por la falta de ahorro privado a la que se ha sumado en la década de los 2000 el creciente déficit público en respuesta a los recortes fiscales. Dicho de-

sequilibrio sigue siendo financiado por el exceso de ahorro, originalmente en los países asiáticos, pero recientemente también en los países productores de petróleo, que se traduce en unas reservas oficiales excesivas materializadas en dólares, especialmente en títulos públicos.

Hay que reconocer, por una parte, que la continuidad de los desequilibrios refleja la mayor integración de los mercados financieros y de bienes y, por tanto, es una tendencia positiva en la economía mundial. Así, habría que esperar que cada vez haya un mayor número de países con superávit o déficit y unos superávit y déficit mayores en la medida en que los flujos de bienes y de capitales tiendan a igualar la inversión y el ahorro en los diferentes países. Sin embargo, tras esa evi-

dencia existen factores de riesgo, especialmente referidos a la posibilidad de que se incrementen los desequilibrios y a su durabilidad. Que aumenten y que persistan dependen de diferentes factores, como los diferenciales en el crecimiento económico, la apertura de los mercados financieros o las actitudes diferentes hacia el riesgo y las expectativas de los agentes económicos. Así, los agentes del mercado deben permanecer vigilantes sobre el desarrollo de las economías y de los flujos, pero también las autoridades económicas deben permanecer vigilantes sobre un posible cambio de las expectativas de los agentes.

Éstas pueden condicionar el precio al que desean financiar esas posiciones externas, con lo cual los países deudores pueden enfrentarse a unos

mayores costes si se revisan las expectativas. Los inversores privados pueden revisar su interés por demandar activos en dólares si los bancos centrales asiáticos reducen su pauta de acumular reservas en esa moneda.

Hay que tener en cuenta, además, que en la actualidad los activos americanos no son las únicas inversiones que se pueden considerar como refugio. Por lo tanto, las fuerzas del mercado tienen una especial importancia a la hora de proporcionar incentivos a la política económica, ya que el aumento de la proporción de la riqueza financiera que se mantiene en activos externos reduce las restricciones financieras de los países, pero además condiciona los ajustes.

Un factor adicional que se debe tener en cuenta a la hora

de analizar los posibles ajustes es la convivencia de diferentes regímenes cambiarios en países con importancia sistémica, ya que en unos países el régimen es de libertad de flotación mientras que en otros el tipo de cambio es una magnitud controlada. Esto implica que los ajustes obligados por las fuerzas del mercado se concentrarían en un grupo de países, lo que conllevaría el peligro de deteriorar el libre comercio, lo cual a nadie le interesa, especialmente a EE UU, cuya benigna situación económica y financiera deriva del mismo.

Como los economistas sostienen y la evidencia reciente ratifica, es difícil anticipar cuándo y cómo se puede producir el ajuste a los desequilibrios globales. En principio parece que la probabilidad de un ajuste brusco es

reducida, pero la acumulación de reservas supone unos costes que los países asiáticos dejarán de ignorar alguna vez y el déficit americano no puede ignorar indefinidamente las necesidades estructurales. Los ajustes deberían afectar a todas las áreas económicas principales, y esta recomendación es la misma que se hizo hace un año.

Sin embargo, puede existir un factor diferencial si el nuevo presidente de la Reserva Federal se traduce en alguna mayor restricción monetaria en EE UU. Hasta ahora la Reserva Federal ha mantenido una situación de calma ante los desequilibrios de la economía norteamericana pero el cambio de su presidente obliga a estar atentos a partir de ahora.

*Economista*