

Los malabarismos de la Reserva Federal

Estados Unidos debe actuar con cautela para no perder su activo más importante: la credibilidad.



22 de septiembre de 2023

Por [Eduard Talamàs](#)

A finales de septiembre, la Reserva Federal (Fed) se reunió en Washington para debatir si subía uno de los precios más importantes y seguidos en todo el mundo: el tipo de los fondos federales. Se trata del tipo de interés al que los bancos de Estados Unidos toman prestado y

prestan entre sí su excedente de reservas, y afecta al coste de los préstamos en todo el mundo. Finalmente, la [Fed decidió mantener el tipo de interés en torno al 5,5%](#), el nivel más alto en 22 años.

Las recientes subidas de los tipos de interés de los fondos federales, que eran prácticamente cero hasta hace solo 18 meses, están causando estragos en todo el mundo. De hecho, con una deuda mundial que supera los 300 billones de dólares, todos nos vemos afectados. Por ejemplo, el África Subsahariana se enfrenta a lo que el FMI ha llamado “el gran estrangulamiento del crédito”, con casi la mitad de los gobiernos de la región con un alto riesgo de suspensión de pagos, y la mayoría de sus divisas devaluándose.

Así, no sorprende que todo el mundo se pregunte hasta dónde subirán los tipos de interés y si volverán a bajar pronto. En este artículo no pretendo responder a estas preguntas. Desgraciadamente, nadie conoce las respuestas. En su lugar, me gustaría destacar los desafíos que esto conlleva, describiendo los malabarismos que está llevando a cabo la Reserva Federal en estos momentos.

El primer malabarismo es el que el presidente de la Fed, Jay Powell, suele destacar en las ruedas de prensa: el tipo de interés que realmente importa para la actividad económica es el tipo de interés real esperado, es decir, el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación esperada. En tiempos normales, cuando la inflación es relativamente estable, los cambios de los tipos de interés nominales prácticamente coinciden con los del tipo de interés real. Pero no estamos en tiempos normales.

En este momento, la inflación parece estar bajando, por lo que se podría dar el caso de que los tipos de interés real suban, aunque se mantengan los tipos de interés nominales. De presentarse esta situación, podríamos estar abocados a un ‘enfriamiento de la economía’ y una bajada de la inflación. Incluso, podría ocurrir que la Reserva Federal haya sido excesivamente agresiva (*hawkish*) en sus medidas para controlar la inflación, en el sentido de que haya subido demasiado y/o demasiado rápido y se produzca un aterrizaje duro.

Otra posibilidad es que la inflación no descienda significativamente, de modo que el tipo de interés real tampoco suba. En ese caso, la Reserva Federal podría haber sido demasiado laxa con sus políticas de control (*dovish*) y eso podría llevarnos a una mayor actividad y una nueva aceleración de la inflación. Es un juego de equilibrios.

El segundo malabarismo, en mi opinión, es fundamental y rara vez se reconoce en las ruedas de prensa, por lo que le dedicaré el resto de mi artículo: la credibilidad.

Mayoritariamente fiscal

Los economistas a menudo bromean con que el acrónimo en inglés del Fondo Monetario Internacional (IMF) viene a decirnos que, cuando una economía tiene problemas económicos y requiere ayuda de este organismo, la mayoría de las veces el problema es mayoritariamente fiscal ("*It's Mostly Fiscal*"). Efectivamente, el foco de este segundo malabarismo está en la situación fiscal.

El Gobierno de Estados Unidos ha registrado déficits fiscales durante 46 de los últimos 50 años. La deuda pública ronda el 120% del PIB. El déficit fiscal actual se sitúa por encima del 5% del PIB y la Oficina de Presupuesto del Congreso prevé que se mantenga en estos niveles en el futuro próximo, según las previsiones hasta 2033.

La sostenibilidad de esta situación dependerá del precio que el Gobierno de Estados Unidos deba pagar para servir su deuda. Esto depende a su vez de la rentabilidad que los inversores esperan obtener de la compra de deuda pública estadounidense. Por ello, la credibilidad de las instituciones desempeña un papel fundamental. Más en concreto, hay dos factores que han contribuido en gran medida a la sostenibilidad fiscal de EE. UU. en las últimas décadas: la credibilidad de la Fed y la del Tesoro estadounidense.

Muchos inversores confían en la Fed cuando informa que mantendrá la estabilidad de los precios en Estados Unidos, por lo que no les preocupa demasiado que el valor del dólar cambie drásticamente y, por tanto, no reclaman primas de riesgo significativas para prestar dólares. De igual modo, muchos inversores creen en la promesa del Tesoro de que hará frente a sus deudas, por lo que no exigen primas de riesgo significativas para prestar al Gobierno de EE. UU.

El riesgo *dovish*: perder la credibilidad de la Fed

Si la Fed se muestra demasiado *dovish* y permite que las expectativas de inflación se alejen de su objetivo del 2%, puede dañar su activo más valioso: su credibilidad. Por ejemplo, imaginemos que todo el mundo llega a entender que el 4% es el nuevo 2%, y que la Fed permitirá que la inflación se mantenga en torno al 4% durante un tiempo. Se trata de una pendiente resbaladiza. Si pasamos del 2% al 4%, ¿qué garantía hay de no pasar del 4% al 8% en el futuro? Este tipo de preocupación podría contribuir a una mayor incertidumbre económica para todos, lo cual es muy negativo y, además, provocaría unas primas de riesgo de tipos de interés más elevadas para el Gobierno de Estados Unidos.

El riesgo *hawkish*: perder la credibilidad del Tesoro

Si la Reserva Federal se muestra demasiado vigilante, puede dañar el activo más valioso para el Tesoro: su credibilidad. Por ejemplo, supongamos que para mantener la inflación en el 2%, la Fed debe mantener los tipos de interés a un nivel en el que la deuda pública crece más rápido que el PIB. En este caso, algunas personas podrían empezar a preguntarse si podría producirse un impago de la deuda. Este tipo de preocupaciones podría llevar a los inversores a exigir primas de riesgo más altas a la hora de conceder préstamos al Gobierno de EE. UU. ¿Ves el círculo vicioso? Estas primas de riesgo más altas podrían llevar a más preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda, lo que llevaría a primas de riesgo aún más altas, más preocupación y así sucesivamente... Se trata del famoso círculo vicioso que ha hundido a tantos gobiernos en el pasado.

Conclusión: mantener el equilibrio

La Fed, al igual que muchos otros bancos centrales de todo el mundo, se enfrenta a un ejercicio complejo de equilibrios.

Actualmente, la incierta trayectoria de la inflación implica que la Fed no tiene todo el control sobre el tipo de interés real. Por ello, intenta equilibrar el riesgo de subir el tipo de interés de los fondos federales demasiado rápido –lo que afectaría gravemente a la economía– con el de subirlo demasiado despacio –lo que provocaría que la inflación permanezca o, incluso, se acelere–.

Al mismo tiempo, la Reserva Federal trata de conciliar su credibilidad con la del Tesoro. Se trata de un equilibrio complejo porque la credibilidad es difícil de ganar, pero fácil de perder. También es un equilibrio de alto riesgo, dado los elevados niveles de deuda pública y los continuos déficits fiscales de Estados Unidos. Dañar cualquiera de estas dos credibilidades podría representar un duro golpe para la estabilidad de la economía estadounidense en general y para la sostenibilidad de las finanzas públicas del país en particular.

Por el bien de la economía mundial, esperemos que la Reserva Federal logre equilibrar la credibilidad de ambas instituciones con éxito.

www.iese.edu/es/insight