

## El gran reto de Janet Yellen

JORDI GUAL

Con el nombramiento de la prestigiosa economista Janet Yellen como presidenta de la Reserva Federal estadounidense (Fed), una mujer accede por primera vez a esta posición, de excepcional influencia en la economía mundial. Yellen, profesora emérita de la Universidad de California en Berkeley, inicia su mandato enfrentándose a un reto excepcional que marcará el devenir del año 2014. El desafío es avanzar en el repliegue de la política monetaria heterodoxa que la Reserva ha desarrollado desde 2008, y hacerlo al ritmo adecuado para no cercenar la recuperación de Estados Unidos.

Es un reto colosal porque el experimento monetario de los últimos cuatro años no tiene precedentes. En este periodo, el balance de la entidad ha pasado de 800.000 millones de dólares a casi cuatro billones, o, lo que es lo mismo, de representar un 6% del PIB estadounidense a suponer un 22%.

La retirada de esta ingente liquidez, lo que se conoce como *tapering*, consiste inicialmente en una reducción de las compras regulares de bonos que lleva a cabo la Reserva Federal. Plantea interrogantes, puesto que no estamos ante el inicio de un ciclo clásico de política monetaria contractiva. El simple anuncio hace unos pocos meses ya provocó serias alteraciones en los mercados. La perspectiva de una menor inyección de liquidez en la economía mundial afectó negativamente a las Bolsas y también a los mercados de bonos. Además, tuvo repercusiones desfavorables en los países emergentes, especialmente en aquellos con una situación macroeconómica y financiera más vulnerable.

Posteriormente, la autoridad monetaria pospuso el *tapering* hasta que la recuperación se confirmara de manera más clara. Su inicio efectivo, aún bajo la presidencia de Bernanke, de momento ha sido razonablemente aceptado por los

mercados, si bien persiste la incertidumbre sobre sus repercusiones cuando el balance de la Reserva empiece a contraerse.

La clave para evitar un exceso de volatilidad en el mercado, además de efectos adversos serios, como rápidas subidas de los tipos de interés a largo y caídas de los activos de riesgo, está en la política de comunicación que lleve a cabo la Reserva. La denominada "estrategia de salida" debe ser comunicada de forma clara al mercado y, lo que es más importante, debe ser creíble.

En este sentido, la entidad ha modificado sustancialmente su estrategia de comunicación a lo largo del último año, añadiendo un elemento de condicionalidad a su voluntad de mantener bajos los tipos de interés a corto plazo durante un largo periodo de tiempo. Ahora se vincula explícitamente el mantenimiento de la política monetaria laxa a la

evolución de determinadas variables económicas, como la tasa de desempleo, siempre y cuando las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas.

Janet Yellen, por tanto, se enfrenta a un reto de gestión de la política monetaria muy complejo. La institución ha vinculado el fin de la política laxa a la evolución de unas pocas variables de la economía real, lo que permite dibujar con claridad la estrategia de salida. Sin embargo, la cuestión de la credibilidad dista de estar resuelta. Por un lado, la

*El gran riesgo de la estrategia de salida de la política monetaria es que los mercados no se la crean*

propia Reserva Federal se ha reservado un margen de discrecionalidad, y, por otro, la explicitación de un número reducido de indicadores plantea incertidumbres, dado que la reactivación económica no siempre se manifiesta de manera armónica en toda la economía. Las contradicciones de este tipo de políticas de orientación (*forward guidance*) se han puesto ya claramente de manifiesto en el caso británico. Los objetivos en función de la tasa de desempleo se han alcanzado con inesperada rapidez, obligando a revisar la política de orientación que inicialmente se había transmitido a los mercados.

En definitiva, el gran riesgo de la estrategia de salida de la política monetaria heterodoxa seguida en los últimos años es que los mercados no la consideren creíble. Es decir, que perciban que la Reserva Federal se compromete a un plan de acción insuficientemente preciso y que, además, puede no estar interesada en respetar cuando llegue el momento de ejecutarlo. ■

Jordi Gual es profesor de Economía del IESE y director ejecutivo y economista jefe de La Caixa.



Yellen compareció esta semana ante el comité de servicios financieros de la Cámara de Representantes. / JIM LO SCALZO (EFE)