

FOCUS · Un nou president per a la Fed: canvi de perspectives?

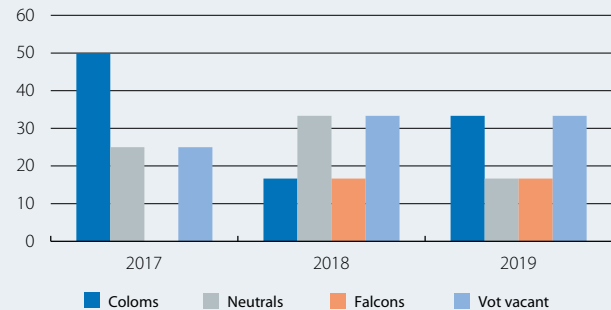
Durant la campanya electoral, Donald Trump va ser molt crític amb la política monetària de la Fed i amb la regulació desenvolupada per respondre a la crisi financera del 2007-2008. Ja a la presidència, Trump ha decidit no renovar el mandat de Janet Yellen al capdavant de la Fed i substituir-la per Jerome Powell a partir del febrer del 2018.¹ Tot seguit, repassem les implicacions d'aquest nomenament per a les perspectives de la política monetària i per als possibles ajustos en la regulació financera.

Powell, que és membre de la Junta de Govern de la Fed des del 2011, és, *a priori*, una elecció continuista, i, de fet, així ho van interpretar els mercats, que van rebre l'anunci de Trump sense fluctuacions importants. En aquest sentit, al llarg del seu mandat com a governador, Powell mai ha dissentit en les votacions de política monetària i, en les seves compareixences públiques, sempre ha mostrat una visió molt alineada amb la de l'encara presidenta Yellen, tant pel que fa a l'estratègia de tipus d'interès com als instruments de política monetària no convencional (malgrat que, en els seus inicis, va fer pública una certa incomoditat amb la dimensió dels programes de compres implementats sota el mandat de Ben Bernanke, l'antecessor de Yellen).² No obstant això, en comparació amb els seus predecessors, no és un candidat ortodox: jurista de formació, ha desenvolupat una gran part de la seva carrera professional a la banca d'inversió i serà el primer president de la Fed no economista des del breu mandat de William Miller entre el 1979 i el 1981.

Atès el paper central que té el president de la Fed, en especial en la construcció del marc de debat i en la creació de consensos (aspectes particularment rellevants arran de la prominència que ha guanyat la comunicació com a eina de política monetària), la seva visió continuista fa pensar que la Fed mantindrà les pujades graduals del tipus de referència si no apareixen elements disruptius en l'escenari macroeconòmic (tres pujades el 2018 i dues el 2019, segons les últimes projeccions centrals publicades per la Fed al setembre del 2017). No obstant això, el vot del president és un més entre els 12 que determinen la política monetària.³ En aquest sentit, hi ha dos elements que podrien incidir sobre el curs actual de la normalització monetària. En primer lloc, hi haurà quatre vacants en la Junta de Govern⁴ (a més del recent nomenament de Ran-

Distribució del dret a vot al FOMC en funció de la visió de l'escenari macroeconòmic

Fracció dels membres amb dret a vot del FOMC (%)



Nota: En política monetària, s'anomena «coloms» els qui prioritzen l'estat del mercat laboral (condicions típicament més laxes); «falcons» els qui prioritzen la contenció de la inflació (condicions típicament més restrictives), i neutrals els qui se situen entre «coloms» i «falcons».

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Reuters.

dal Quarles), que, segons com Trump decideixi cobrir-les, podrien modificar de manera substancial la composició de la Fed. En segon lloc, el 2018, la rotació de vots entre les Reserves Federals regionals podria propiciar una configuració partidària d'una normalització dels tipus d'interès una mica més ràpida que l'actual (vegeu el gràfic adjunt), que es podria veure intensificada o matisada en funció dels perfils que Trump designi per a les vacants esmentades més amunt.

Els canvis al si de la Fed també poden tenir implicacions sobre la regulació financera. Breument, cal recordar que, des de la Gran Recessió, s'ha dut a terme una important agenda reguladora, incorporada en la legislació nord-americana a través de la *Dodd-Frank Act* (DFA) del 2010. La DFA va donar més prominència a la Fed com a reguladora i supervisora,⁵ va introduir reformes per incrementar la capacitat d'absorció de les pèrdues de les institucions financeres (més exigència en els requisits de capital i en les ràtios de palanquejament i liquiditat i enduriment dels tests d'estrès) i va incorporar mesures per regular l'anomenat *shadow banking* i per donar credibilitat a la resolució bancària de les grans institucions.⁶ A més a més, va crear un organisme coordinador en què participen les múltiples agències reguladores del sector financer, el

1. Mes en què finalitza el mandat de Yellen. No s'espera que Powell tingui problemes per obtenir la confirmació del Senat.

2. Tècniques d'anàlisi de textos corroboren, quantitativament, que Powell ha mostrat una posició molt similar a la de Yellen, tot i que, en els matisos, sembla que s'inclina per una política monetària lleugerament menys laxa.

3. Set vots de la Junta de Govern més el vot del president de la Reserva Federal de Nova York i quatre vots que es distribueixen, de manera rotatòria, entre els presidents de les 11 Reserves Federals regionals restants.

4. A les tres vacants que hi ha a l'actualitat, s'hi sumarà la de Yellen, que, malgrat tenir un mandat com a governadora fins al 2024, ja ha anunciat que també abandonarà la Junta de Govern.

5. Va incorporar al seu àmbit habitual de regulació i de supervisió, comprès, principalment, pels bancs estatals membres del sistema de la Reserva Federal i pels hòldings bancaris, les entitats financeres considerades sistèmiques (siguin o no bancs), a més de donar-li autoritat per fixar requisits de capital més estrictes i poder de decisió sobre els processos de resolució de les institucions financeres.

6. Per exemple, mitjançant l'obligació de tenir desenvolupat un testament vital que especifiqui com es resoldria una possible fallida.

Financial Stability Oversight Council (FSOC), encarregat de designar quines institucions són sistèmiques (i, per tant, subjectes a una regulació més estricta) i d'identificar les fonts de risc per a l'estabilitat financera (per presentar recomanacions a l'agència reguladora rellevant). Finalment, la DFA també va introduir l'anomenada regla Volcker, que limita les inversions per compte propi dels bancs que capten dipòsits. En termes generals, Powell s'ha mostrat compromès amb el nucli d'aquestes reformes, en especial amb els requisits de més capital i liquiditat, i ha considerat que són clau per assolir un sistema financer més fort i estable i menys propens a crisis severes. No obstant això, Powell és favorable a simplificar una part de la regulació i, en especial, a reduir la càrrega que imposa a les institucions financeres petites i mitjanes. A més a més, també s'ha mostrat obert a considerar ajustos en la regla Volcker perquè la seva aplicació es centri en les institucions amb més volum d'inversions.

La voluntat simplificadora de Powell entronca amb algunes, no totes, de les propostes realitzades des del Departament del Tresor dels EUA per relaxar la regulació financera. En concret, a partir d'un document publicat al juny del 2017,⁷ el Tresor proposa reajustar els estàndards de capital, de liquiditat i de palanquejament. Això passaria per augmentar la dimensió, en termes d'actius, a partir de la qual se sotmet una institució a les proves d'estrès, se li apliquen mesures prudencials més severes i se li exigeix tenir un testament vital. A més a més, el Tresor també proposa reajustar els estàndards de capital i de liquiditat sobre les institucions considerades sistèmiques,⁸ així com que els bancs amb nivells de capital prou elevats quedin exclosos dels tests d'estrès i de determinats requisits prudencials. Finalment, el Tresor defensa la redefinició del tipus d'operacions als quals s'aplica la regla Volcker i l'exclusió del seu àmbit d'actuació dels bancs que no realitzin elevats volums de negociació.

Aquesta llista de propostes mostra que, en termes de regulació financera, l'agenda de l'Administració Trump va molt més allà dels nomenaments al capdavant de la Fed. De fet, la Càmera de Representants dels EUA ha començat a donar cos a una gran part de les propostes del Tresor amb l'aprovació, al juny, de la *Financial Choice Act*, tot i que perquè aquestes propostes substitueixin legislativament la DFA encara hauran de ser aprovades pel Senat. A més a més, pel que fa al disseny de la regulació per al conjunt del sector financer, cal tenir en compte que, als EUA, la Fed no és l'única agència reguladora. Per exemple, altres regula-

dors importants són l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), per a la majoria de bancs no regulats per la Fed; la Securities and Exchange Commission (SEC), per a mercats de valors i d'opcions i per a companyies d'inversió, com els *hedge funds* i els *money market funds*, i el Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), creat sota el paraigua de la DFA per potenciar la protecció dels consumidors dins el sector financer.⁹ En aquest sentit, l'Administració Trump ja ha proposat nous presidents per a l'OCC (Joseph Otting) i per a la SEC (Jay Clayton), mentre que la *Financial Choice Act* esmentada més amunt persegueix reduir l'autonomia del CFPB.

En conclusió, abans de reemplaçar alguns aspectes de la DFA, l'agenda de desregulació financera de l'Administració Trump haurà de continuar avançant en els tràmits legislatius. Però, en termes de política monetària, el nomenament de Powell hauria de donar continuïtat a l'estratègia existent de normalització gradual. No obstant això, tampoc cal oblidar que la seva experiència al món de la política econòmica és relativament curta, i, per aquest motiu, existeix incertesa al voltant de la seva veritable visió i de la seva reacció futura davant els reptes que es trobarà al capdavant de la Fed: entre d'altres, determinar la dimensió final del balanç i el nivell del tipus d'interès de referència a mitjà termini, a més de navegar la següent fase del cicle econòmic.

7. Vegeu Departament del Tresor dels EUA (2017), «A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions».

8. En concret, el Tresor indica que els estàndards nord-americans sobre els sobrecàrrecs de capital per a les institucions sistèmiques, la ràtio de palanquejament i algunes ràtios dins les exigències sobre la capacitat d'absorció de pèrdues (TLAC, per les sigles en anglès) són marcadament més exigents que els fixats, internacionalment, pel Comitè de Basilea i pel Financial Stability Board.

9. Una altra agència clau és la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), per a les institucions que capten dipòsits. Malgrat que, al juny, Trump va nomenar James Clinger com a nou president de la FDIC, un mes més tard, Clinger va rebutjar l'oferta i el nomenament d'un nou president va quedar en suspens.