

GARY GENSLER

EXPRESIDENTE DE LA COMISIÓN DE BOLSA Y VALORES (SEC) DE EEUU, ES PROFESOR DE LA PRÁCTICA DE ECONOMÍA Y GESTIÓN GLOBAL Y DE FINANZAS EN LA ESCUELA SLOAN DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS DEL MIT.



¿Dejarán a la Fed hacer su trabajo?

Los candidatos que compiten por presidir la Reserva Federal de Estados Unidos deberían oír el consejo del legendario jugador de hockey Wayne Gretzky, quien dijo que hay que “patinar hacia donde está yendo el disco, no hacia donde estubo antes”. Hoy la economía tiene muchos discos en juego (inflación persistente, déficit en alza, boom de inversiones en inteligencia artificial, potencial de fragilidad financiera, dudas sobre el dominio mundial del dólar, etc.), de modo que una gran pregunta para la economía global es si dejarán a la Fed hacer lo que debe hacer. ¿Conservará un grado suficiente de autonomía y credibilidad para promover precios estables, máximo nivel de empleo y estabilidad financiera cuando la política, la deuda creciente y la exuberancia de los mercados tal vez vayan en la dirección contraria?

El Congreso de EEUU diseñó la Fed de modo tal que pudiera emitir juicios expertos al servicio del interés público, libre de influencias y presiones políticas. Pero el segundo Gobierno de Donald Trump

tiene otras ideas. Algunos dirán que “no hay por qué preocuparse”, que la Corte Suprema protegerá la independencia de la Fed hallando un modo de distinguirla de otros organismos sobre los que el Presidente afirma un derecho a destituir a su antojo a funcionarios de primer nivel. Pero cualquiera sea el resultado de la demanda judicial sobre el intento de destituir a la gobernadora de la Fed Lisa Cook, la independencia del banco central ya está dañada.

Por ejemplo, Trump asegura que la interpretación de las leyes y la revisión de gastos de las agencias públicas (incluso en el ámbito de la Fed) son competencia de la Casa Blanca y del Departamento de Justicia. La administración también se hizo con el control de toda la política regulatoria de la Fed, incluida la supervisión del apalancamiento y de la capitalización bancaria. La Casa Blanca podrá decir que su control no se extiende a la conducción de la política monetaria por parte de la institución, pero es una distinción que no hace mucha diferencia.

Crear dinero y crédito y fijarles precio son actividades esenciales de los bancos. La relación entre los bancos y la Fed es, en cierto sentido, la misma que existe entre las franquicias y McDonald's. Todas las regulaciones bancarias (coeficientes

de apalancamiento, requisitos de capital, reservas obligatorias) tienen relación con la disponibilidad de dinero y crédito en la economía. Por lo general, las herramientas fundamentales de la política monetaria (interés sobre las reservas, tipo de crédito primario en la ventana de descuento, etc.) surgen de normas legales votadas por la junta de la Fed. ¿Qué hará la Casa Blanca en relación con otros instrumentos, por ejemplo las líneas internacionales de canje de divisas, los acuerdos de recompra inversa a un día, los acuerdos con operadores principales y la disponibilidad de cuentas maestras?

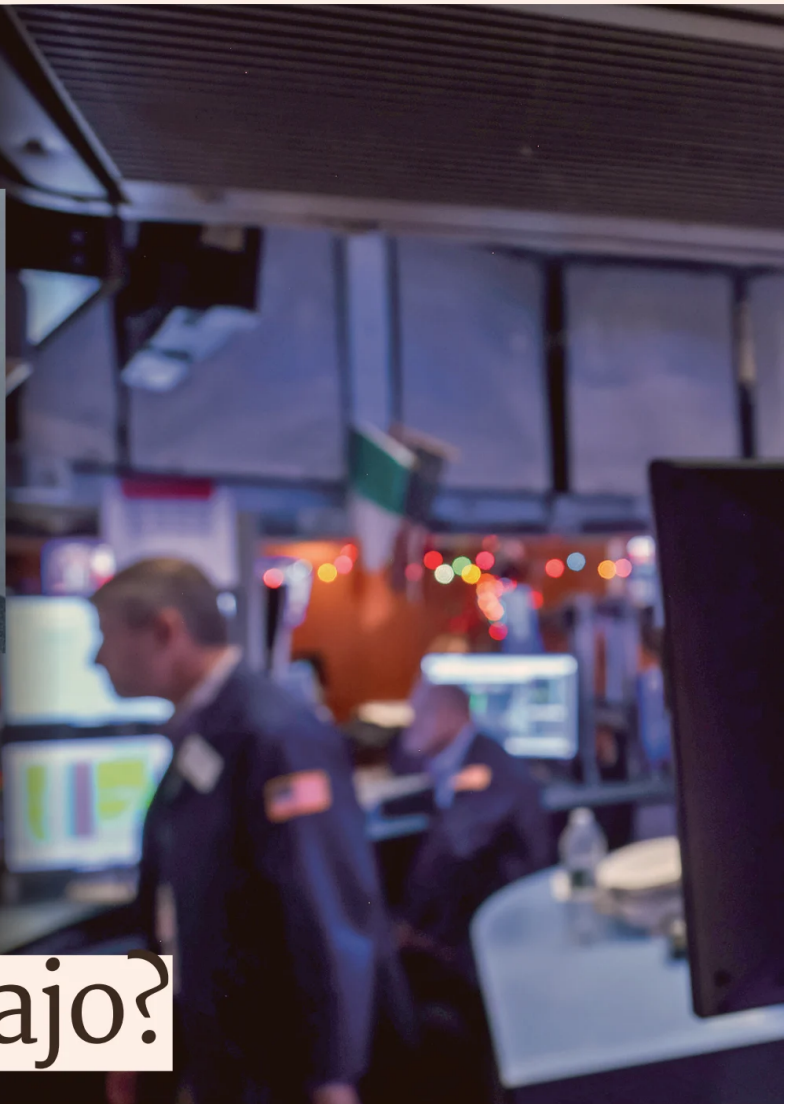
Además se ha dado un hecho extraordinario: el presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca, Stephen Miran, ha sido confirmado como integrante de la junta de la Fed sin necesidad de renunciar a su puesto actual, del que solo tomará licencia. Trump y sus principales colaboradores ya están pidiendo un recorte de las tasas de interés; y cuando en mayo asuma el próximo presidente de la Fed, la mayoría de la junta habrá sido designada por Trump. En tanto, el Departamento de Justicia decidió que los presidentes de los bancos regionales de reserva (que junto con los siete gobernadores de la Fed integran el Comité Federal de Mercado Abierto) están subordinados a la junta de

la Fed y pueden por tanto ser destituidos en cualquier momento.

Patinando en hielo delgado

Esta erosión de la autonomía de la Fed se da en un contexto de inflación persistente, aumento de los aranceles a productos importados y empeoramiento del panorama fiscal. La inflación anual, medida por los gastos de consumo personal básicos (excluidos los alimentos y la energía), se mantuvo en 2,9% hasta agosto de 2025, y los aranceles de Trump (que en 2025 elevaron la tasa arancelaria efectiva general desde un 2,4% en promedio a 18%) ejercen presión alcista adicional sobre los precios.

Para colmo de males, a pesar de los despidos de empleados federales, el gasto público del año fiscal 2025 aumentó 4%, y el déficit llegó al 5,9% del PIB. El 30 de septiembre, la tenencia privada de bonos del Tesoro sumaba US\$ 30,3 billones (millones de millones), más o menos el 99% del PIB. A continuación, la Ley Grande y Hermosa de los republicanos aceleró el “disco” del déficit; el Comité para un Presupuesto Federal Responsable predice que EEUU mantendrá un déficit promedio de 6,1% del PIB hasta 2035 y que la deuda crecerá al 120% del PIB. Esto provocará un





BLOOMBERG

EEUU sigue siendo el mayor jugador en la pista de patinaje de la economía, pero su papel en el sistema global está cambiando muy rápidamente. En este contexto, la combinación de guerras arancelarias, un déficit fiscal estadounidense insostenible, cuestionamientos a las alianzas internacionales y disminución de la independencia de la Fed plantea riesgos para el dólar y el sistema financiero.

aumento sustancial del pago de intereses, que ya en el último ejercicio fiscal superó US\$ 1 billón, más que el gasto anual en defensa.

En lo referido a evaluar la inflación y el crecimiento económico, los funcionarios estuvieron patinando en la niebla. El cierre de la administración y la incertidumbre precedente en los organismos encargados de confeccionar estadísticas retrasaron o complicaron publicaciones clave, con lo que los actores del mercado y los funcionarios de la Fed tuvieron que deducir lo que podían a partir de fuentes privadas y datos parciales.

Una inquietud creciente es que la persistencia de la inflación, la incertidumbre inducida por los aranceles y el debilitamiento de la posición fiscal (junto con la percepción de que el Presidente influirá en la toma de decisiones de la Fed) pueden desatar expectativas inflacionarias y generar curvas de rendimiento más empinadas.

En tanto, un disco a cuya dirección se le presta cada vez más atención es el de los mercados, influidos por el entusiasmo que genera la inteligencia artificial. ¿Estamos viendo una burbuja de cotizaciones? El 20 de octubre, las bolsas estadounidenses habían alcanzado un máximo histórico cercano a US\$ 69 billones (millones de millones), que representan el 225% del PIB,

o 30 veces las ganancias empresariales de los últimos 12 meses.

Las 10 empresas más grandes en los mercados estadounidenses (de las que las ocho primeras son tecnológicas) representaban el 40% del S&P 500, un nivel de concentración muy superior a todo lo registrado en los últimos 40 años. Las cuatro primeras empresas estadounidenses (Nvidia, Microsoft, Apple y Alphabet) sumaban un valor aproximado de US\$ 15 billones, comparable a la capitalización bursátil agregada de todas las empresas que cotizan en bolsa en la Unión Europea.

También ha habido una oleada de acuerdos de financiamiento y provisión de bienes y servicios entre las principales empresas de chips, servicios de nube y modelos de IA generativa. Esta red de contratos es inédita por su escala, el grado de interconexión y la dependencia de expectativas de que habrá un crecimiento espectacular de los ingresos (algo que todavía es incierto).

Por ahora, los mercados de capitales (alentados por el entusiasmo por la IA o tal vez por el temor a quedarse afuera, además de los sustanciales flujos de caja libres de las megatecnológicas) mantienen un nivel de financiamiento de la IA muy superior a los ingresos realizados. JPMorgan calcula que en el primer semestre de

2025, el crecimiento de los gastos en capital relacionados con la IA contribuyó 1,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB estadounidense, mucho más que el aporte de los consumidores.

El Bank of America prevé que este año, los gastos en capital para la IA superarán los US\$ 400 mil millones. Pero en vista de la divergencia actual entre los ingresos de la IA y las inversiones, en algún momento tendrá que haber un ajuste.

Aun así, es posible que perturbaciones geopolíticas o exógenas de otro tipo moderen el entusiasmo de los mercados de capitales que sirve de base a los niveles actuales de inversión en IA, los acuerdos financieros interconectados y las cotizaciones. Podría haber entonces correcciones o inversiones de tendencia, sobre todo si el crecimiento de los ingresos de la IA no alcanza las expectativas.

Este grado de interconexión y fragilidad

existencia de un activo seguro (los bonos del Tesoro), no de tratados. La confianza surge de las instituciones de EEUU, el Estado de derecho y mercados de capitales bien regulados, así como de la fiabilidad de la Fed como promotora de la estabilidad de precios y mercados. La estabilidad, a su vez, depende de la confianza de una amplia variedad de participantes.

La confianza en el sistema mundial basado en el dólar también depende de que la Fed esté dispuesta a suministrar liquidez en condiciones tecnocráticas no influidas por la política. Las líneas internacionales de canje de divisas por dólares y los instrumentos relacionados (un mecanismo que se usa desde 1962) han sido esenciales para mitigar la inestabilidad en tiempos de tensión mundial. Pero las posturas de la administración Trump en relación con las alianzas globales y los aranceles han creado incertidumbre sobre su disposición a respaldar la liquidez global en dólares si fuera necesario.

Los participantes del mercado y los otros bancos centrales comienzan a preguntarse si las líneas de canje serán tan fiables o apolíticas como en el pasado. No les pasó inadvertido que la Casa Blanca haya declarado que el apoyo en dólares del Tesoro estadounidense a Argentina estaba supeditado al resultado de la elección legislativa intermedia en ese país.

Cuanto más perciban los mercados que la disponibilidad o el alcance del respaldo

en dólares dependen de la alineación política más que de las necesidades macrofinancieras, mayor será la prima de riesgo que pondrán al dólar.

La independencia de la Fed no es una variable binaria. La Corte Suprema todavía puede hallar el modo de establecer una distinción entre la Fed y otros organismos, preservando al hacerlo una definición legal de la independencia de la política monetaria. Pero en los hechos, la independencia de la Fed ya está dañada por la vigilancia de la Casa Blanca y por la politización que está haciendo Trump de sus decisiones en materia de tipos de interés. No olvidemos los años '70, cuando Richard Nixon presionó al presidente de la Fed para que mantuviera tasas bajas. Las consecuencias para la inflación y la economía no fueron precisamente ideales.

El año que viene, con una Fed que tendrá su capacidad para patinar en forma independiente ya comprometida, habrá que ver si la dejan maniobrar cuando el juego lo requiera. Por el bien de la economía mundial, ojalá quien asuma su presidencia conserve suficiente espacio (y determinación) para ir hacia donde esté yendo el disco.

plantea riesgos no solo dentro del ecosistema de la IA, sino también en el resto de la economía y los mercados financieros de EEUU, a los que se suma el debilitamiento de la independencia del banco central y la flexibilización de regulaciones financieras.

Goles en contra

Por el lado de la geopolítica, no hay escasez de discos que vigilar. EEUU está abandonando ocho décadas de suministrar bienes públicos mundiales esenciales a través del orden internacional de posguerra. Es verdad que las fracturas en el sistema anteceden a la segunda administración Trump, pero esta acelera el proceso de desintegración con sus acciones que ponen en duda las alianzas y relaciones económicas tradicionales.

EEUU sigue siendo el mayor jugador en la pista de patinaje de la economía, pero su papel en el sistema global está cambiando muy rápidamente. En este contexto, la combinación de guerras arancelarias, un déficit fiscal estadounidense insostenible, cuestionamientos a las alianzas internacionales y disminución de la independencia de la Fed plantea riesgos a largo plazo para el dólar y el sistema financiero.

El dominio mundial del dólar depende de la confianza, de la profundidad y liquidez de los mercados de capitales y de la