



Conferencia Per Jacobsson de 1990

¿El triunfo del banco central?

Paul A. Volcker

**23 de septiembre de 1990
Washington**

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1990

¿El triunfo del banco central?

Paul A. Volcker

WASHINGTON

ISSN 0252-3094

Traducción al español de la
Dirección de Servicios Lingüísticos
del Fondo Monetario Internacional

Maqueta e impresión de la
Sección de Artes Gráficas del FMI

Prólogo

La Conferencia Per Jacobsson de 1990 “¿El triunfo del banco central?” fue dictada por Paul A. Volcker, en el hotel Sheraton Washington, el domingo 23 de septiembre de 1990. El Sr. Volcker es Presidente de James D. Wolfensohn Incorporated y profesor de la cátedra Frederick H. Schultz de política económica internacional en la Universidad de Princeton. Sir Jeremy Morse, Presidente de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión, cuyas actas se presentan en esta publicación.

Las conferencias Per Jacobsson, que en general se celebran anualmente, son patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson. La Fundación fue establecida en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el propósito de fomentar a nivel internacional un análisis documentado de los problemas de actualidad en el campo de los asuntos monetarios.

Las conferencias se publican en español, francés e inglés, y son distribuidas por la Fundación a título gratuito. Gracias a la colaboración de otras instituciones, en ocasiones también se publican versiones en otros idiomas. Para más información se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

Índice

	Página
Prólogo	iii
Palabras de apertura	
<i>Sir Jeremy Morse</i>	1
¿El triunfo del banco central?	
<i>Paul A. Volcker</i>	3
<i>Sir Jeremy Morse</i>	20
Comentarios y preguntas	
<i>Paul A. Volcker</i>	21
<i>Sir Jeremy Morse</i>	27
Nota biográfica	29
Conferencias Per Jacobsson	30
Fundación Per Jacobsson: Patrocinadores originarios, Junta Directiva y cargos de la Fundación	32

Palabras de apertura

Sir Jeremy Morse

Señoras y señores: Los Directores de la Fundación Per Jacobsson se estiman afortunados por haber contado con el Sr. Paul Volcker para dictar la XXVII Conferencia Per Jacobsson, y esta enorme concurrencia demuestra que ustedes también se sienten afortunados. Me parece que la conferencia de Paul ha atraído más público que ninguna otra en el pasado.

No necesito hablarles sobre Paul Volcker, no porque su biografía figure en el programa sino porque todos ustedes lo conocen. Sólo quisiera decir, antes de que comience su conferencia, que procedemos de la manera habitual. Al término de la conferencia, Paul responderá a las preguntas de ustedes. Si lo desean, pueden hacernos llegar las preguntas escribiéndolas en la última hoja del programa. De hecho, ya tenemos una pregunta. Pero creo que daremos preferencia —y Paul también quisiera dar preferencia— a las preguntas que formule el público en la sala.

Sin tener nada que agregar, quisiera pedir a Paul Volcker que dicte la Conferencia Per Jacobsson.

¿El triunfo del banco central?

Paul A. Volcker

Señor Presidente, miembros de la Fundación Per Jacobsson, señoras y señores:

El viejo adagio según el cual todo depende del color del cristal con que se mire encierra una gran sabiduría. Debo admitir al menos la posibilidad de que mis ideas sobre la banca central se hayan modificado desde los días en que mi actividad profesional se situaba en ese campo. No obstante, estoy convencido de que es objetivamente cierta mi impresión de que los bancos centrales gozan de excelente reputación en la actualidad. No quiero decir que los funcionarios de los bancos centrales se hayan convertido en héroes populares modernos; esto sería demasiado esperar. Con todo, en cierta manera, ellos y sus instituciones despiertan hoy más atención y respeto como protagonistas de la formulación de la política económica. Aparentemente, las cualidades que consideramos propias de los funcionarios de los bancos centrales, a saber, moderación, continuidad y prudencia, han cobrado mayor prestigio. En un mundo convulsionado, se reconoce más abiertamente la importancia de recobrar la sensación de estabilidad, reconocimiento que dirige la atención a los bancos centrales y la política monetaria. En realidad, actualmente hay quienes sostienen enérgicamente que la estabilidad de los precios debe ser el objetivo principal —o quizás el único objetivo— de la política monetaria, noción que era absolutamente extraña a la generación de posguerra que nos precedió, al menos en Estados Unidos y en muchos otros países.

Sin duda, Per Jacobsson, quien tanto hizo por desarrollar y respaldar los ideales y prácticas de la banca central internacional en los primeros años de posguerra, consideraría estas ideas totalmente adecuadas y correctas. Estoy seguro de que mi predecesor como Presidente de la Reserva Federal, el distinguido economista Arthur Burns, compartiría la misma satisfacción, teñida de una buena dosis de sorpresa. Después de todo, en la Conferencia Per Jacobsson que dictó hace poco más de diez años, este sabio teórico y práctico nos describió su angustia ante la aparente impotencia de los bancos centrales. Sostuvo que, frente a tantas poderosas presiones políticas, sociales y económicas, dichos bancos no habían podido hacer frente a la tendencia inflacionista de la

época, y se mostró pesimista con respecto a la situación en el futuro inmediato.

Debo confesar abiertamente que no dispongo de investigaciones académicas modernas que documenten el renacimiento de la banca central, se trate del espacio que se les ha dedicado en los periódicos, las encuestas de opinión o los análisis de las emisiones televisivas. Con todo, creo que hay claros indicios a la vista.

Consideremos, por ejemplo, los intensos debates sobre la futura unidad económica, y posiblemente política, de la Comunidad Europea. La cuestión clave parece ser cómo crear y mantener en la Comunidad un banco central fuerte e independiente, empeñado, prioritariamente, en la estabilidad de la moneda. También ha despertado mi atención la importancia que las autoridades de Europa oriental han asignado a la creación de un banco central fuerte como componente esencial de una economía de mercado.

En cierto modo, la importancia que se ha dado a ese aspecto parece sorprendente. Después de todo, históricamente las economías capitalistas se desarrollaron mucho antes de que los bancos centrales se convirtieran en instituciones tradicionales. Un sistema de mercado exige hoy otros requisitos mucho más importantes, como el respeto por la propiedad privada, la descentralización de la autoridad y el poder decisorio, sistemas contables eficientes, derecho comercial y competencia. La única conclusión posible es que, al observar lo sucedido en las economías occidentales en las últimas décadas, las autoridades de Europa oriental consideran que, en el mundo actual, las cuestiones relativas a la estabilidad de precios y los resultados financieros influirán decisivamente en el éxito que obtengan, y que la evolución de sus países dependerá esencialmente de la eficacia de sus nuevos bancos centrales. De la misma manera, en la Unión Soviética y China, al igual que en algunas de las repúblicas soviéticas, la estructura y el grado adecuado de independencia que deben tener los bancos centrales ha pasado a ser una cuestión clave.

Lo que me intriga es por qué la reputación de los bancos centrales es hoy mejor que hace sólo una década poco más o menos, en qué grado dichas instituciones controlan realmente nuestros destinos financieros con mayor acierto y qué consecuencias produce tal circunstancia en lo que respecta al respaldo del crecimiento y la estabilidad.

LA REPUTACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

Sin duda, varios factores han contribuido a mejorar la reputación de los bancos centrales. Sin embargo, dada su responsabilidad en lo que

respecta a la política monetaria, es probable que el factor principal haya sido la mayor importancia asignada a la estabilidad de los precios.

En mayor o menor medida, prácticamente todas las economías orientadas al mercado han registrado una inflación acumulativa y creciente en los años setenta y principios de los años ochenta. Durante cierto tiempo, dicha inflación pudo considerarse como una consecuencia imprevista de factores especiales, entre los que cabe destacar las sucesivas crisis del petróleo. Según otra opinión, los propios bancos centrales fueron, en gran medida, responsables de la situación, especialmente al permitir un crecimiento excesivo de las reservas mundiales durante la transición hacia tipos de cambio flotantes. Asimismo, la doctrina ampliamente aceptada según la cual debe tolerarse cierto grado de inflación a cambio del crecimiento y el empleo, debilitó los esfuerzos por hacer frente a la situación.

Todos estos argumentos se tornaron cada vez menos convincentes dado que los indicadores económicos fundamentales —crecimiento, empleo y productividad— parecían reflejar un deterioro frente a las altas tasas de inflación, en continuo aumento. Había inestabilidad en los mercados cambiarios y la atmósfera especulativa reinante en muchos mercados exacerbó la idea de que algo iba a suceder.

En este contexto, el adagio monetarista que dice que, después de todo, la inflación no es más que un fenómeno monetario ejerció una influencia cada vez mayor en la esfera política. En efecto, los bancos centrales comenzaron a tener un argumento más sólido para actuar con energía.

La lucha contra la inflación

Sin explayarme sobre todos los titubeos y pasos en falso, todas las incertidumbres e interrogantes, hacia fines de los años setenta y principios de los años ochenta, varios de los principales bancos centrales adoptaron, efectivamente, medidas más enérgicas contra la inflación, del único modo que podían hacerlo: poniendo límites al crecimiento global del dinero y el crédito.

No fueron medidas demasiado elaboradas o precisas. En Estados Unidos y en otros países, el análisis teórico y empírico de la relación estable y predecible entre el dinero y la inflación o el PNB nominal parecía decaer. En los mercados nacionales e internacionales desreglamentados y cada vez más flexibles resultaba más difícil incluso establecer una definición adecuada del dinero desde el punto de vista estadístico. A veces, era más difícil aún mantener un control estricto de los agregados monetarios.

Lo más importante es que, una vez que se llevó a cabo la restricción monetaria y crediticia, un país tras otro cayó en recesión o se sumió en un prolongado período de estancamiento.

Empero, en definitiva, la inflación cedió y, bastante antes de promediar la década, se puso en marcha la expansión económica, encabezada en un principio firmemente por Estados Unidos. Dicha expansión ha persistido hasta los años noventa produciéndose el período más prolongado de crecimiento económico sostenido que se haya registrado en tiempos de paz. Asimismo, el crecimiento económico más vigoroso parece corresponder a los grandes países en que la inflación es menor —Japón y Alemania— en los que también se registran las tasas de inversión más elevadas y el nivel de productividad más satisfactorio.

La capacidad de actuar

La capacidad de los bancos centrales de tomar la iniciativa resultó más sorprendente, creo, porque en muchos países la política monetaria parecía ser la única opción válida. Sin duda, se trata de una simplificación excesiva, pero, dadas las presiones políticas y la controversia doctrinaria, el uso de la política fiscal para regular la demanda se vio seriamente obstaculizado.

Estados Unidos constituye un ejemplo cabal. Hasta hoy, la situación política sin salida ha permitido que se mantengan déficit fiscales inadecuados durante un período de expansión económica notable por su duración, e igualmente notable por el nivel abismalmente bajo de la tasa de ahorro, la fuerte dependencia con respecto al capital extranjero para respaldar niveles de inversión que, de todos modos, son inadecuados, y el alto costo del capital, que hoy ya resulta crónico.

No obstante, mi país no fue el único que tropezó con dificultades para conducir la política fiscal con flexibilidad, o adoptar y ejecutar decisiones de política económica sobre otros aspectos delicados desde el punto de vista político. En este contexto, y por contraste, el relativo profesionalismo y la flexibilidad de los bancos centrales parece aún más sorprendente.

Profesionalismo, continuidad y cooperación

Estas cualidades han acrecentado la influencia y el prestigio de los bancos centrales también en otros aspectos.

En sus mejores momentos, la comunidad de bancos centrales, a nivel internacional, se ha caracterizado por un especial sentido de mancomunidad, respeto mutuo y responsabilidad colectiva. El mismo

Per Jacobsson dedicó grandes esfuerzos al desarrollo de dichas cualidades durante sus años al frente del Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional, cuando el sistema de tipos de cambio fijos establecido en Bretton Woods se encontraba en pleno auge.

Obviamente, el éxito del sistema de Bretton Woods dependía de la cooperación monetaria, una cooperación mayor de la que en definitiva pudo lograrse. Para algunos, el régimen de flotación cambiaria despertaba interés, en parte, porque permitiría una mayor autonomía de los bancos centrales y, en cierta manera, hacer que fueran menos dependientes unos de otros. Es justo decir que durante un tiempo los bancos centrales actuaron de esa manera. Sin embargo, lo sucedido en los años ochenta dejó más que nunca en evidencia que en un mundo de mercados de capital integrados y libre movilidad del capital es imposible escapar a la necesidad de cooperación.

Una vez comprendido eso, la capacidad de los bancos centrales para comunicarse con rapidez, celebrar acuerdos operativos entre sí y facilitar acuerdos intergubernamentales más amplios ha parecido de especial valor. El caso más obvio en este aspecto es la reacción colectiva ante la crisis de la deuda de América Latina que amenazó la estabilidad del sistema bancario internacional en la primera mitad de la década de los ochenta. Prácticamente durante toda la década, los bancos centrales fueron pioneros en la celebración de acuerdos para coordinar los sistemas de reglamentación a nivel internacional, que tienen su expresión máxima en el reciente acuerdo de Basilea, en el cual se establecen por primera vez normas uniformes sobre el capital mínimo de los bancos que actúan a nivel internacional.

En la evaluación del papel actual de los bancos centrales, también me parece pertinente señalar un aspecto más delicado. En muchos países, dichas instituciones han sido durante mucho tiempo un importante centro independiente de análisis de política económica y capacitación profesional, que a veces desbordó sus funciones operativas inmediatas. Para dar ejemplos de diferentes continentes, pensemos en la función que han desempeñado durante décadas el Banco de Italia y el Banco de México en la preparación de talentosos profesionales y el desarrollo de un alto grado de independencia intelectual en sus respectivos países. Ese tipo de evolución podría constituir un modelo digno de imitación en otras naciones que se encuentran en una etapa anterior de desarrollo o que han emprendido la transición hacia una economía de mercado.

Por otra parte, resulta interesante que, tras varios años de mantenerse latente, se haya planteado la cuestión de otorgar mayor independencia formal a los bancos centrales del Reino Unido y Francia. Si bien los gobiernos de dichos países no han considerado adecuado modificar la situación jurídica de sus respectivos bancos centrales, el debate

parece sintomático de la mayor importancia que se asigna al hecho de contar con bancos centrales fuertes.

Interrogantes que se plantean

La conclusión de que los bancos centrales gozan de una reputación relativamente mejor en la actualidad no constituye prueba convincente de que, en realidad, dichas instituciones están ahora suficientemente fortalecidas como para asegurar mayor estabilidad financiera y de precios en los próximos años. A tal efecto, sería necesario algo más perenne que una demostración de que, en un determinado momento de crisis, los bancos centrales podrían liberar al sistema de una buena parte de la inflación. Tampoco resulta concluyente el hecho de que se haya producido un período de expansión económica de excepcional duración, seguido de una profunda recesión.

Todos tenemos conciencia de que en estos momentos se está poniendo a prueba la resistencia de dicha expansión, especialmente en Estados Unidos. Además, incluso durante los años de crecimiento económico, nuestros resultados se vieron empañados por cuantiosos desequilibrios internos e internacionales, bajas tasas de ahorro, atonía de la inversión, dependencia insostenible con respecto al capital extranjero y lento crecimiento de la productividad.

Debemos admitir explícitamente que la mayoría de esas dificultades escapan al alcance de la política monetaria, por más que ésta se aplique con inteligencia. Dados los peligros que se presentan en la evolución económica (a los que se suma actualmente el conflicto del Oriente Medio), ya no sería simplista, sino francamente erróneo, afirmar que el riesgo de un vuelco de la economía, por moderado que sea, puede dejarse en manos de la política monetaria.

Los interrogantes pendientes sobre la política monetaria y los bancos centrales se refieren a asuntos que caen más directamente bajo su influencia y control. Estas cuestiones, en conjunto, repercutirán efectivamente en gran medida sobre nuestras perspectivas comunes a largo plazo en lo que respecta a la productividad y prosperidad, aunque los factores monetarios y bancarios no son los únicos que cuentan.

Cuestiones aún no resueltas

Hay tres aspectos que despiertan mi inquietud: las perspectivas con respecto a la estabilidad de precios, la integridad y solidez de nuestra estructura financiera y la inestabilidad de los tipos de cambio.

Si consideramos la inflación aisladamente, en la mayoría de los países industriales angloparlantes, así como en otros países industriali-

zados, la tasa de aumento de los precios —aun antes de la última crisis del petróleo— se situó nuevamente entre el 4% y el 5%, alcanzando un máximo del 10%, y esto a pesar de que el desempleo en los países industrializados, años después de la última recesión general, sigue siendo todavía considerablemente más alto que a principios del período de posguerra.

Incluso ahora, pocos de los países de ingreso medio de América Latina y de otras regiones que lograron superar la crisis de financiamiento externo han podido restablecer una situación cercana a la estabilidad de precios. Dada tal falencia, sus perspectivas de crecimiento siguen siendo inciertas. En Europa oriental, en China y en la U.R.S.S. simplemente no sabremos durante algún tiempo si se podrá llevar a cabo la transición a una economía de mercado sin que la inflación entorpezca la marcha.

En general, todo lleva a la conclusión de que ni siquiera la victoria parcial sobre la inflación es segura.

Al mismo tiempo, es cierto que en la última década se ha registrado inestabilidad en los mercados financieros nacionales e internacionales, y que ha habido presiones sobre las instituciones financieras, situación totalmente diferente a lo ocurrido a principios del período de posguerra. En realidad, no se había registrado nada similar desde fines de los años veinte y treinta, época en la que, eufemísticamente, podríamos decir que los resultados económicos fueron claramente insatisfactorios.

El crecimiento, la estabilidad y la estructura financiera

Yo pertenezco a la generación que estudió economía en la época en que aún se sufrían las secuelas de la Gran Depresión. Nos formamos en esta disciplina en medio de los peligros de las crisis financieras que precedieron y acompañaron ese sombrío período. La reacción natural del sector privado consistió en mantener prácticas financieras sumamente conservadoras en los años siguientes. En lo que respecta al orden público, sobre todo en Estados Unidos, se reforzaron considerablemente las facultades de control y la “red federal de seguridad” que protegía a los bancos y a los depositantes bancarios. Uno de los resultados de esa política fue el fortalecimiento de instituciones financieras compartimentadas y especializadas y su aislamiento, en algunos aspectos, de los rigores de la competencia de precios.

El primer cuarto de siglo transcurrido después de la segunda guerra mundial se caracterizó en Estados Unidos y en el resto de los países por un crecimiento sin precedente y una notable estabilidad, aparentemente respaldados por mercados financieros relativamente estables y

eficientes y una gran solidez institucional. Al menos retrospectivamente, las autoridades nacionales parecían tener mayor control del destino económico de sus respectivos países. Durante el apogeo del pensamiento keynesiano, la política fiscal gozaba de cierto grado de flexibilidad y, en general, parecía ofrecer resultados previsiblemente útiles.

Durante gran parte de ese período, se consideró que la política monetaria era claramente subsidiaria. Además, la mayoría de los bancos centrales, en contraste con lo sucedido en los últimos años, recurrió a controles selectivos del crédito y otras medidas administrativas.

Sin embargo, también es cierto que las economías reaccionaron generalmente con prontitud frente a las variaciones de la oferta de dinero y la disponibilidad de crédito. Las recesiones fueron moderadas, si bien bastante frecuentes. En comparación con la evolución registrada en los últimos tiempos, los tipos de cambio y las tasas de interés sufrieron escasas variaciones y, en promedio, las últimas registraron un nivel bajo comparado con los niveles habituales. La quiebra de instituciones financieras importantes era sumamente rara y también eran escasas las quiebras de empresas no financieras.

Considerada retrospectivamente, ésta fue, sin duda, una buena época para los bancos centrales. Como resultado de la compartimentación y especialización de las instituciones, de forma premeditada o no, y las limitaciones jurídicas y de práctica con respecto a las tasas de interés que pagaban los bancos y las instituciones de ahorro, la economía se volvió sensible ante lo que actualmente consideramos ajustes de política económica relativamente menores, y las tendencias inflacionistas pudieron controlarse con bastante eficacia. La fuerza propia de las instituciones financieras minimizó la posibilidad de presiones que pudieran suscitar dificultades sistémicas.

La revolución en los mercados financieros

En los años sesenta, evidentemente los mecanismos en vigor comenzaron a verse sometidos a presiones. Por un lado, a medida que crecieron los mercados internacionales de bienes y dinero, se comenzó a considerar cada vez más que las exigencias del crecimiento y la estabilidad internos no eran compatibles con los tipos de cambio fijos. En forma creciente, Estados Unidos, que había llegado a personificar la apertura de los mercados financieros, adoptó controles administrativos para defender el dólar en los mercados internacionales.

Antes de que transcurriera mucho tiempo, las mismas innovaciones en los mercados y en la tecnología que impulsaron el colosal aumento del volumen de las transacciones internacionales hicieron que los in-

tentos de aplicar controles administrativos perdieran eficacia. Durante el mismo período, la innovación tecnológica comenzó a poner fin a la división en compartimientos, clásica y reglamentaria, de los mercados financieros internos.

Todas estas circunstancias tuvieron profundas consecuencias para los bancos comerciales y centrales. Dada la apertura de los mercados internacionales y la innovación institucional interna, la totalidad del sistema de controles administrativos —controles selectivos del crédito, límites con respecto al crédito bancario total, límites formales y de práctica con respecto a las tasas de interés bancarias y controles similares— perdieron aceptación paulatinamente. En parte, ya no resultaban eficaces. En la medida en que verdaderamente lo eran, generaban mayores distorsiones económicas. El efecto sobre determinadas instituciones y segmentos del mercado —en especial sobre los bancos comerciales y la vivienda— resultaba cada vez más injusto.

Para muchos bancos comerciales, las consecuencias de las nuevas circunstancias parecían bastante obvias. Un persistente temor se vio notablemente reducido: el temor de que, debido a topes arbitrarios o ciertos reglamentos, los bancos se vieran imposibilitados de captar dinero a cualquier precio para financiar sus préstamos. Por lo tanto, consideraron que la escasez de liquidez interna podía reducirse en gran medida y que no habría necesidad de atemperar las políticas acometedoras de concesión de préstamos por temor a la falta de fondos. Según se decía, siempre se podría obtener el dinero, pagando el precio pertinente, ya sea de los propios depositantes o bien en Nueva York, Londres o Tokio; esta impresión se vio reforzada en los años setenta por la afluencia de petrodólares.

Por cierto, estaba latente el riesgo de pagar tasas de interés mucho más altas si se restringía la oferta de dinero, pero era posible ponerse a cubierto frente a ese riesgo o transferir dicho riesgo a los prestatarios negándose a comprometer tasas de interés a largo plazo. En ese contexto más competitivo, parecía conveniente, o quizá necesario, a los efectos de mantener la rentabilidad, adoptar normas de otorgamiento de crédito más flexibles y basarse en un mayor efecto multiplicador.

Esas presiones competitivas se exacerbaban aún más debido a las innovaciones tecnológicas y a los cambios registrados en los mercados financieros, que facilitaron a los prestatarios de gran solvencia la obtención de crédito fuera del sistema bancario. Una proporción creciente de las empresas prestatarias más solventes eludió el sistema bancario supervisado y protegido por las autoridades, lo cual hizo menos sólido el crédito otorgado por las instituciones de dicho sistema.

Obviamente, el ritmo e intensidad de estos cambios variaron de un país a otro, pero las tendencias fueron similares.

En opinión de la mayoría de los funcionarios y economistas, el proceso era favorable. Al menos durante cierto tiempo, las oportunidades competitivas e innovadoras que surgieron merced a la mayor flexibilidad de los mercados parecían generar cuantiosas ventajas en materia de eficiencia. La mayor inestabilidad de los mercados permitió a muchas instituciones financieras obtener considerables ganancias. La posibilidad de los prestatarios más débiles de obtener crédito fue motivo de complacencia.

Consecuencias en lo que respecta al control monetario

En ese contexto, las dudas planteadas desde dentro y fuera de los bancos centrales acerca de la posible pérdida de control por parte de las autoridades monetarias y la explosión de la deuda se vieron exacerbadas por las fuerzas políticas y de mercado que impulsaban la desreglamentación. En definitiva, los bancos centrales tendrían que adaptar sus operaciones a las nuevas condiciones de los mercados y no a la inversa, lo cual significaba que debían depender en mayor grado de los medios clásicos de control monetario indirecto, es decir, del control de las reservas de los bancos y la base monetaria. La consecuencia obvia era que debían liberalizarse las tasas de interés de mercado, cualquiera que fuese el nivel necesario para equilibrar la demanda y la oferta de dinero. Al mismo tiempo, la nueva situación de los mercados y el entorno inflacionista hacía cada vez más difícil juzgar el efecto restrictivo de cualquier nivel dado de oferta monetaria y de tasas de interés.

No pasaré revista a la forma en que se aplicó el nuevo enfoque en Estados Unidos y en otros países en los años ochenta.

Basta señalar que, a pesar de los diversos esfuerzos desplegados aquí y en el extranjero, los bancos centrales no descubrieron el Santo Grial monetarista. En última instancia, aparentemente en ningún país con arraigada inflación se pudo reducir ésta sin pasar por un penoso período de transición caracterizado por un alto nivel de desempleo, recesión y disminución de las ganancias.

A mi entender, lo sucedido brinda una moraleja sumamente clara: si no se hace frente a la inflación sin dilaciones, el daño es doble. Más allá de un determinado límite, la propia inflación distorsiona la economía, y una vez que la inflación se arraiga, es muy posible que los trastornos que trae aparejada la restauración de la estabilidad sean mayores.

Tareas inconclusas

A pesar de la dificultad de la transición, hacia mediados de los años ochenta se registró en casi todos los países industriales una convergencia hacia una mayor estabilidad de precios que creó las condiciones propicias para un largo período de recuperación y crecimiento. En ese sentido, puede considerarse que el ataque concertado contra la inflación fue un éxito. Sin embargo, me parece igualmente cierto que dicho esfuerzo dejó en el camino una larga estela de tareas inconclusas tanto para los bancos centrales como para otros organismos encargados de la política económica.

Amenazas al sistema financiero

Un aspecto que despierta inquietud es la cuestión de la estabilidad y solidez de los bancos comerciales y del sistema financiero en general.

Obviamente, es posible que los participantes en los mercados financieros hayan considerado que la mayor flexibilidad e inestabilidad de los mercados creaban nuevos riesgos, en especial, la falta de concordancia de los vencimientos y las monedas entre los activos y pasivos. Dichos riesgos engendraron enormes esfuerzos y despliegues de ingenio para hallar medios eficaces de ponerse a cubierto, tanto por parte de las instituciones financieras como de sus clientes.

Considerados en términos relativos —es decir, la protección de determinadas instituciones frente a ciertos riesgos específicos— los esfuerzos desplegados tuvieron considerable éxito, y rápidamente se convirtieron en importantes fuentes de ganancias para los innovadores. Lo que, en general, no se comprendía tan claramente es que, dada la cobertura cada vez mayor por parte de las instituciones financieras frente a los riesgos relativos a las tasas de interés y los tipos de cambio, surgió un tipo de riesgo diferente y más insidioso que menoscababa su solidez. Específicamente, a raíz de la explosión de la deuda, muchos intermediarios financieros se encontraron con que un número creciente de sus clientes atravesaba dificultades financieras, que como hoy resulta evidente, los ponía cada vez más cerca de la quiebra. En última instancia, no es posible poner el sistema financiero en su totalidad, y las distintas instituciones que lo componen, a cubierto de la quiebra de un número elevado de clientes importantes.

La tendencia es atribuir la debilidad de la estructura de crédito a factores especiales, como el excesivo entusiasmo en el reciclaje de los petrodólares, la magnitud de la recesión de principios de la década del ochenta, el brusco descenso del precio del petróleo a mediados de la década y otros factores. Sin embargo, lo más probable es que hayan

intervenido factores más genéricos, dada la cantidad de problemas que se presentaron después de años de expansión.

Uno de esos factores ha sido la intensidad de las presiones competitivas suscitadas por la desreglamentación, la internacionalización y la innovación tecnológica. También han contribuido las persistentes expectativas inflacionarias, especialmente en los mercados inmobiliarios, en que se han producido transacciones especulativas y un exceso de construcciones aun en un contexto de altas tasas de interés. Hemos llegado a comprender que a las empresas que dependen en gran medida del crédito y de los mercados extranjeros les resulta imposible protegerse económicamente, año tras año, de las marcadas fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio.

En estos momentos, en Estados Unidos tenemos cabal conciencia de los incentivos distorsionantes, en especial en las instituciones de ahorro y préstamo, originados por los programas estatales destinados a proteger a los depositantes. Sin duda, las grandes recompensas obtenidas en los mercados financieros, vinculadas con resultados logrados a corto plazo, han hecho que se deje de prestar atención a las consecuencias que trae aparejada en última instancia la evaluación del crédito con criterio laxo ya que, en realidad, aquellas recompensas a menudo eran mayores para los que actuaban fundamentalmente como intermediarios en la concertación del financiamiento, trasladando la mayor parte del riesgo del crédito a terceros.

Dadas las circunstancias, lo que me sorprende es que la evidente debilidad de la estructura de crédito haya persistido durante tanto tiempo sin tener consecuencias negativas más graves para la actividad económica. En cierto modo, ello obedeció sin duda a la eficacia de la "red de seguridad" creada por el gobierno federal de Estados Unidos (y a la adopción de métodos formales o informales similares en el extranjero) para difundir la tensión en el sistema bancario y mantener la confianza de los depositantes. Quizás aún más importante es que se haya podido mantener la asunción excesiva de riesgos y una actividad de especulación durante un período bastante prolongado en medio de un crecimiento económico correcto.

No obstante, existen límites a la tasa de crecimiento económico, determinados en última instancia por la productividad. Estos límites se reflejan en las presiones inflacionistas y las limitaciones de la capacidad productiva. Al desacelerarse el crecimiento en Estados Unidos, ha disminuido también la capacidad de atender el servicio de la deuda, que ha alcanzado niveles mucho más elevados. Cuando los cuantiosos déficit tienden a mantener las tasas de interés en un nivel alto, las posibles presiones se intensifican.

Un peligro evidente es que el proceso de saneamiento natural para abandonar las prácticas de concesión de crédito excesivo aquí y en el extranjero pueda poner trabas a un crédito prudente, lo cual tendría efectos mutuamente destructivos y constituiría el tipo de comportamiento potencialmente contagioso que podría profundizar un estancamiento o una recesión leve transformándolos en problemas más graves.

El problema de la inestabilidad

Esos riesgos guardan relación con otro problema que se presenta a los bancos centrales, a saber, la pronunciada inestabilidad de las tasas de interés, y aún más de los tipos de cambio, que ya ha producido considerables efectos desfavorables en la inversión, el comercio y, en última instancia, en la productividad a escala internacional.

Si bien los economistas aún no han logrado consenso con respecto a ese tema, es posible que, como cuestión de orden práctico, las variaciones de los tipos de cambio inducidas por las modificaciones de la política económica constituyan el elemento más importante y eficaz de dicha política. No obstante, existen sobradas razones para preocuparse.

Conocemos las fuertes presiones proteccionistas que surgen debido a la sensación de injusticia e incertidumbre provocada por fluctuaciones cambiarias radicales. Observamos que las variaciones exageradas y especulativas de los tipos de cambio no obedecen necesariamente a una adaptación frente a imposiciones de la competencia. Asimismo, lo más probable es que todo beneficio aparente que se presente en un momento dado para la política monetaria de un determinado país perjudique los intereses de otros.

ALGUNOS PRINCIPIOS BÁSICOS

Obviamente, es mucho más fácil describir los problemas que elaborar soluciones convincentes. No obstante, la experiencia de los años ochenta ha afianzado mi convicción sobre algunos de los principios básicos relativos a las funciones de los bancos centrales tanto en lo que respecta a la solución del problema de la inflación como al ejercicio de la supervisión sobre el sistema financiero.

El problema de la inflación

Sin duda nuestra experiencia colectiva pone firmemente de relieve la importancia de hacer frente a la inflación en una etapa incipiente

antes de que cobre impulso propio y afecte profundamente a las expectativas.

En los años ochenta hemos comprendido, en Estados Unidos así como en otros países antes y después de esa época, que en determinado momento del proceso inflacionario la opinión pública respaldará la adopción de medidas enérgicas para recobrar la estabilidad, aunque dichas medidas entrañen aparentemente un alto costo a corto plazo. No obstante, al parecer, aún no se comprende correctamente que lo mejor es hacer frente a la amenaza de inflación desde un principio, antes de que cunda la alarma en la población, y que las dilaciones sólo crean mayores dificultades.

Podría reducirse la persistente dificultad para adoptar medidas antes de que la inflación cobre impulso si se estableciera de manera más explícita en los estatutos del banco central de Estados Unidos y de otros países que el principal propósito permanente de la política monetaria debe ser la estabilidad de los precios. De esa manera se seguiría un precedente ya establecido en Alemania.

Sin duda, la forma y la intensidad con que se persiga ese objetivo en diferentes momentos estará influenciado por las circunstancias imperantes y debe adaptarse a las mismas. Por tal razón, no me inspira mucha confianza la determinación de metas específicas para reducir la inflación; la seudoprecisión implícita crearía el riesgo de deteriorar la credibilidad en lugar de reforzarla. Empero, lo sucedido en los últimos años indica precisamente que el consejo vacío de que la autoridad monetaria debe serlo todo para todo el mundo —se trate del crecimiento, el pleno empleo o la estabilidad— plantea el riesgo de crear confusión y malentendidos acerca de lo que los bancos centrales pueden hacer realmente.

A este respecto, más importante que las palabras es la forma en que un banco central ha reaccionado durante un período y en diversas circunstancias. Esa es una de las razones que hacen que la actitud que se adopte frente a las actuales presiones en el mercado de crédito sea tan importante.

Cuestiono la premisa en que se sustentan dichas opiniones. Indudablemente, al evaluar su posición frente a la política económica en una economía que ya está sumida en el estancamiento, los bancos centrales considerarán si la tendencia restrictiva del crédito no está ejerciendo una presión indebida sobre la economía. Pero el intento de justificar prácticas crediticias imprudentes mediante una expansión monetaria excesiva, aunque éstas parezcan exitosas a corto plazo, pronto originaría nuevos excesos. En el contexto de la situación de Estados Unidos, la impresión de que el proceso inflacionario sería tolerado, o incluso impulsado y respaldado, probablemente haría subir

las tasas de interés a largo plazo y bajar el valor del dólar, lo cual podría incrementar las dificultades del sistema financiero.

Sería mucho más constructivo en este país reducir esas presiones, en la medida en que se relacionen con las tasas de interés, haciendo frente directa y eficazmente a nuestro déficit presupuestario en lugar de correr el riesgo de crear más inflación.

El banco central y el sistema financiero

Creo que es indiscutible, dada la situación actual, que la política monetaria, por un lado, y la estructura y el funcionamiento del sistema bancario y financiero, por otro, se encuentran vinculados entre sí. Las influencias recíprocas y la interdependencia hacen necesario dotar a los bancos centrales de mayores poderes y autoridad en materia reglamentaria y de supervisión.

En lo que respecta a Estados Unidos, esta conclusión se ve reforzada por el hecho de que nuestro banco central es el punto de contacto natural y más sólido con los bancos centrales extranjeros, que normalmente ejercen la totalidad o la mayor parte de dichas funciones de supervisión en sus respectivos países.

No niego que existan otros intereses públicos legítimos en lo que respecta a la reglamentación, especialmente del ministerio de Hacienda. Siempre puede hallarse la forma de hacer coincidir puntos de vista dispares, pero insisto en que ni la política monetaria ni el sistema financiero salen beneficiados si el banco central pierde ya sea interés en la estructura y funcionamiento del sistema financiero o la influencia que ejerce sobre el mismo.

En los próximos años el problema más evidente de los bancos centrales y otros organismos que intervienen en el proceso de control será fortalecer la confianza en la estructura bancaria independizándola simultáneamente del respaldo oficial excesivo. En ningún otro país resulta más vital que en Estados Unidos resolver dicho problema. No obstante, hay pruebas suficientes de que existen problemas parecidos en otros países, lo que pone en evidencia su carácter transnacional. Actualmente es necesario, y seguirá siéndolo en el futuro, coordinar métodos que se refuercen mutuamente.

En mi opinión, en este aspecto se ha hecho un uso excesivo de lemas: desreglamentación por oposición a nueva reglamentación, disciplina de mercado por oposición a protección estatal.

Lo cierto es que no podemos hacer retroceder el tiempo, llevando las cosas a la época de la fragmentación del sistema financiero y de los topes con respecto al crédito y las tasas de interés, ya que el enorme

potencial de la tecnología moderna no lo permitiría. Si actuamos responsablemente, tampoco podemos correr el riesgo de “desconectar” el sistema de seguro de depósitos, reduciendo bruscamente su alcance o aumentando su costo hasta el punto en que las instituciones aseguradas no puedan recuperar su capacidad competitiva.

El hecho es que una mayor desreglamentación será favorable en la medida en que contribuya a mejorar la competitividad y la estabilidad de las instituciones depositarias. En lo que atañe a Estados Unidos, hace tiempo que debieron eliminarse los lindes geográficos artificiales de la actividad bancaria, permitiendo de esa manera el surgimiento de instituciones más diversificadas, incluidas algunas con una base más sólida para realizar operaciones a escala mundial. Debemos permitir de manera más explícita que las sociedades de control bancarias amplíen la gama de servicios financieros que prestan siempre que los riesgos sean reducidos o controlables.

Al mismo tiempo, debemos admitir que hay ámbitos inadecuados para la actividad bancaria —y por lo tanto para crear redes de seguridad— debido al riesgo y al conflicto de intereses que se presentan. Un claro ejemplo es la realización de inversiones inmobiliarias como las que dejaron en situación crítica a muchas instituciones de ahorro.

Dichas cuestiones de carácter estructural caen dentro de la esfera legislativa de este país, pero es mucho lo que las autoridades de control pueden hacer dentro de su propia órbita de competencia. Fundamentalmente, se requiere un delicado ejercicio de equilibrio para hacer frente a los riesgos y excesos evidentes. Es posible que surjan circunstancias en que el respaldo oficial resulte necesario y justificado para evitar crisis que podría ser más costoso resolver más tarde. No obstante, dicho enfoque debe complementarse con incentivos para que los bancos también adopten medidas para fortalecer su capital y, de ser necesario, mediante estrictas medidas disciplinarias con respecto a las prácticas crediticias laxas y los conflictos de interés.

Es posible que algunas de estas cuestiones hagan necesaria la sanción de nuevas leyes. Naturalmente, requerirán la participación de supervisores lúcidos y capaces, sensibles a las circunstancias competitivas y a los peligros de una reacción excesiva, pero también conscientes de la necesidad de establecer una disciplina.

Una realidad que se presenta en las condiciones competitivas y de mercado es que, en el futuro, para hacer frente a las presiones será necesario conocer mejor la situación de algunas instituciones financieras no bancarias y establecer sobre las mismas cierto grado de supervisión. Asimismo, cada vez se hará más necesario adoptar un enfoque internacional.

No cabe duda de que tal es lo que ocurre con el capital. En situaciones de emergencia puede resultar vital conocer claramente la distribución de las funciones oficiales en lo que respecta a las instituciones que actúan a nivel internacional. En todos esos aspectos, es importante que se produzca un intercambio regular de información en un contexto de confianza mutua.

“INDEPENDENCIA” DE LOS Bancos CENTRALES

Un corolario que surge naturalmente de lo expresado es que, para que un banco central resulte eficaz, debe ser sólido, dotado de considerable autonomía para llevar a cabo sus operaciones y exento de presiones políticas partidistas y pasajeras.

Como ferviente defensor de la independencia de los bancos centrales dentro del gobierno, espero no ser malinterpretado si también hago hincapié en que la capacidad de emitir juicios independientes sobre la política monetaria no debe suponer aislamiento.

En el sentido más amplio, en una sociedad democrática abierta, el banco central deberá establecer y mantener sus principios básicos, contando con cierto grado general de entendimiento y aceptación por parte del público.

Sin embargo, también se presentan algunas consideraciones mucho más específicas.

Inevitablemente, las facultades y funciones de los bancos centrales convergen con las de las principales autoridades políticas. Históricamente, el aspecto específico en que dicha convergencia es más importante —y la razón tradicional de la independencia de los bancos centrales— ha sido el financiamiento del Estado. Al respecto, el debate presupuestario que se está llevando a cabo en Washington demuestra que las consecuencias van mucho más allá de la simple cuestión de si el banco central compra o no valores directamente al Estado.

En perspectiva, el tema de la política cambiaria puede resultar igualmente esencial. Los gobiernos no se distanciarán, porque no pueden hacerlo en la práctica, de la adopción de decisiones sobre los regímenes cambiarios que resulten adecuados o sobre los niveles reales del tipo de cambio, más allá de ciertos límites. Al mismo tiempo, la conducción de la política monetaria influye inevitablemente sobre los mercados cambiarios y, si el tipo de cambio es fijo, dicha influencia debe orientarse necesariamente al mantenimiento de límites estrechos de fluctuación. En la situación extrema, si el tipo de cambio es fijo y rígido supondrá obviamente una pérdida de autonomía para la política monetaria.

Actualmente podemos observar cómo se desarrolla dicho proceso con respecto al Sistema Monetario Europeo. En última instancia, cuando se concrete la creación de una moneda común, los bancos centrales de los distintos países hallarán que su identidad ha quedado sumergida en una institución que abarca la totalidad de la Comunidad.

Una visión del futuro

Me permito soñar con el día en que los bancos centrales tengan tanto éxito en su empeño de lograr y mantener la estabilidad financiera y de precios que las monedas puedan cambiarse libremente a tipos de cambio estables. En ese momento los bancos centrales podrán analizar, como ocurre en Europa actualmente, la posibilidad de fusionar las autoridades monetarias independientes con un banco central colectivo que vele por la preservación y la institucionalización de una moneda común estable.

Sin embargo, ninguno de los aquí presentes llegaremos a ver ese logro.

Con todo, creo que los bancos centrales, en complementación con los ministerios de Hacienda, deberán asignar mayor prioridad a la necesidad de que en el futuro exista una mayor estabilidad cambiaria.

En los últimos años hemos observado los obstáculos y dificultades con que tropiezan esos esfuerzos. No obstante, también me parece que los temas en los que he hecho hincapié hoy, es decir, la necesidad de seguir avanzando hacia la estabilidad de precios y la solidez financiera en todos nuestros países, deben constituir la base de esta labor de mayor envergadura.

* * *

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias, Paul, por esta magnífica conferencia. Creo que su gran mérito ha sido combinar la perspicacia intelectual y la experiencia práctica. Quisiera agregar algo que Paul es demasiado modesto para decir él mismo. La gran deflación de los años treinta en la cual Per Jacobsson se vio tan involucrado no fue muy bien manejada, y finalmente los políticos y los comentaristas pudieron culpar en gran medida a los bancos centrales. Ahora bien, si en los años ochenta ha habido una exitosa desinflación que está dando lugar a un período de recuperación, y si, al mismo tiempo, se afianza la reputación de los bancos centrales, nadie habrá contribuido a ello más que Paul Volcker. [Aplausos]

Comentarios y preguntas

Al término de la conferencia, el Sr. Volcker respondió a las preguntas del público

Pregunta: Creo que la reputación de los bancos centrales se ha visto muy favorecida por la cooperación internacional. ¿Podría decirnos algo más sobre esta cooperación, especialmente en Europa? El debate sobre la creación de un banco central europeo se ha centrado en problemas internos, más que en la repercusión que ello tendrá en la influencia de Europa en la escena internacional. ¿Cree usted que será más fácil cooperar con Europa si existe un banco central europeo, o sería mejor tratar con los diversos bancos europeos que tal vez tienen más poder individualmente?

Volcker: En este campo, mantengo la esperanza de que las cosas se vean facilitadas por la existencia de una autoridad centralizada eficaz en Europa. Una fuente de dificultades al hacer frente, por ejemplo, a las presiones cambiarias mediante modificaciones complementarias de la política monetaria es que hay muchos involucrados en este asunto. En términos prácticos, dadas las circunstancias actuales, la preocupación referente a los mercados de divisas en relación con Europa y el dólar será compartida, sobre todo, por el Banco Federal de Alemania y el marco, pero a la vez el Banco y nosotros debemos tener en cuenta de qué manera cualquier medida afectará en cierto grado a todas las demás monedas y a su posición en el SME. Si se logra eliminar de una vez este tipo de problemas, no digo eliminar todos los problemas pues es muy difícil lograr este tipo de coordinación, creo que ello facilitaría las cosas. Espero que sea un factor que conduzca a una mejor coordinación trilateral de la política económica, que contribuiría a producir una situación cambiaria más estable. Creo que ésta es una de las esperanzas que podrían surgir en este mundo.

Pregunta: Creo que ha sido una excelente conferencia, pero el título es inadecuado en lo que respecta a Estados Unidos. Usted ha reconocido, en sus comentarios, la mayoría de estos puntos, pero me parece que el triunfo se ha visto algo limitado, en primer lugar, por

una mala política fiscal; en segundo lugar, por la necesidad de avanzar en un camino muy estrecho entre las necesidades de los sectores externo e interno; en tercer lugar, por las continuas críticas —aunque algo limitadas últimamente— de la política de la Reserva Federal, y, finalmente, lo más importante, por la mayor fluidez del capital y el crédito en los mercados internacionales. ¿Tiene usted otros comentarios a este respecto?

Volcker: No estoy seguro de que haya leído usted bien el título. Es una interrogación. Yo me planteo las mismas preguntas que usted. El hecho de que el título sea una interrogación es importante, y lo que estoy tratando de decir corresponde a las preguntas que usted plantea, preguntas que son muy pertinentes y a las cuales aún no hemos dado respuesta.

Pregunta: Teniendo en cuenta el hecho de que la acumulación de una enorme deuda nacional en varios países ha llevado a una situación en que, por ejemplo, un 15% o un 20% del gasto fiscal se destina al servicio de la deuda, ¿cree usted que ello significará, con el tiempo, el riesgo de que el volumen de la deuda nacional deba disminuir; por ejemplo, en un 8% o un 9% durante un largo período, el riesgo de que esta deuda nacional deba convertirse? ¿Cree usted que este riesgo pronto empezará a percibirse cada vez más?

Volcker: ¿Qué quiere decir con que la deuda nacional debería convertirse? ¿Es un eufemismo para decir que no se pagaría?

Pregunta: Algo así, o que no se pagaría al menos un 8% ó 9% del volumen, o que la deuda se convertiría en otros tipos de bonos de tasa de interés menor

Volcker: En lo que respecta a Estados Unidos, y creo que a los demás países industrializados también, estamos muy lejos de ese punto. Si se llegara a plantear seriamente la cuestión, creo que la partida está perdida. Se plantearía una situación en que sería muy difícil restablecer la confianza y la estabilidad. Me parece que su pregunta es pertinente pues la cuestión se ha planteado en algunos países latinoamericanos, que se han visto, lamentablemente, agobiados por una pesada deuda. El servicio de la deuda es tan grande que plantea difíciles problemas de transferencia dentro del país, problemas de recaudación efectiva de impuestos suficientes para pagar los bienes y servicios ordinarios, así como la inversión más los intereses sobre la deuda.

No quiero insinuar que nosotros nos encontremos en esa situación, ni tampoco los demás países industrializados. El volumen de la deuda

privada me parece más inquietante que la deuda pública. El problema de la deuda pública, en mi opinión, es en gran medida su tasa de aumento. El financiamiento del incremento de la deuda pública no ha llegado aún a limitar nuestra capacidad para atender el servicio de la deuda, pero el incremento de dicha deuda repercute en el mercado y eleva las tasas de interés. Aumenta el costo del capital (pienso, sobre todo en Estados Unidos), limita las posibilidades de inversión, reduce la productividad y nos hace dependientes del capital extranjero. Todo ello, me parece, va en desmedro de nuestra situación económica, pero no porque estemos ni siquiera cerca del punto en que no podamos atender el servicio de la deuda.

Pregunta: Al exponer sus sólidos argumentos —que probablemente todos respaldarán— a favor de un banco central fuerte e independiente en relación con la política monetaria y las tasas de interés y la estabilidad del sistema financiero, no dijo usted mucho sobre los tipos de cambio. Ahora bien, me pregunto si le parece que se puede aplicar la misma lógica y que hay sólidos argumentos para decir que el banco central debe tener el mismo grado de independencia y autoridad en este terreno.

Volcker: No creo que haya sólidos argumentos en este sentido, y debería explicar esta respuesta con cierto cuidado. Traté de insinuar —y no hice más que insinuar— que, en definitiva, hay puntos en que la política del banco central converge con ciertas consideraciones generales de política oficial, y creo que el tipo de cambio es un caso importante. Francamente, creo que hemos visto algo de esto en Alemania en relación con el tipo de cambio al cual Alemania Oriental iba a convertir su moneda al integrarse con Alemania Occidental. Se discutió mucho lo que esto significaba para la independencia de los bancos centrales. En mi opinión, la discusión estaba algo fuera de lugar pues la determinación del tipo de cambio tenía importancia fundamental y primordial para el Gobierno. Y no me parece que esto haya obstaculizado la tarea del Banco Federal de Alemania en materia de política monetaria.

Podría hacer extensivas estas ideas, en parte, a los tipos de cambio más en general. De haber una decisión internacional para fijar los tipos de cambio, en rigor, no será una decisión simplemente de los bancos centrales. Una vez que se adopte una decisión, ésta tendrá gran influencia en el comportamiento de los bancos centrales, y creo que los bancos centrales deben tener independencia en su comportamiento en este contexto. Pero dicho contexto estará determinado en gran medida por la decisión gubernamental, y no creo que podamos escapar de ello en una democracia, o en cualquier entidad política que

funcione con eficiencia. En rigor, al igual que en Europa, si se fija el tipo de cambio con bastante rigidez, desaparece el banco central, o al menos desaparece el banco central de cada país.

Pregunta: En lo que respecta al debate que tiene lugar en Europa en torno a la creación de un sistema europeo de bancos centrales, ¿cree usted que sería posible tener un banco central europeo eficaz sin una autoridad política única responsable?

Volcker: Es una pregunta interesante. Había uno o dos párrafos irónicos en el borrador de mi conferencia más o menos alusivos a ese punto. Luego decidí que era demasiado largo y demasiado rebuscado, y lo eliminé, pero mi intención era citar la posibilidad como prueba de la importancia de los bancos centrales. No sé en qué otro momento en la historia se ha considerado la creación de un banco central antes de crear la autoridad política simétrica. En cualquier caso, me parece que el banco central podría crearse en el contexto del debate que se está llevando a cabo, antes de que se cree la autoridad política. Hay cierta autoridad política actualmente, aunque es algo fragmentaria. Creo que, con el tiempo, la decisión de crear el banco central, con todo lo que ello significa para la soberanía económica al plantearse el problema, dará lugar a otras decisiones en el terreno político, encaminadas a afianzar la cohesión política y el gobierno en Europa y que no persistirá para siempre una situación de autoridades políticas débiles y un banco central fuerte. No me parece que esta situación pueda prolongarse durante décadas, pero creo que puede ser parte de un proceso de transición.

Pregunta: ¿Qué probabilidades ve usted de que los países de Europa oriental formen parte del banco central común de Europa occidental? ¿Le parece que podría haber cierta afiliación preliminar a corto plazo y, a más largo plazo, un ingreso definitivo, o le parece que podría suceder algo más definitivo a corto plazo?

Volcker: No creo que sea yo el único que se ocupe de ese asunto. No estoy muy interiorizado con lo que sucede en la Comunidad ni en Europa oriental. Observo esto con gran interés, pero no creo que sea justo que yo haga comentarios con gran detalle.

Sospecho, sin embargo, que habrá ya bastantes problemas para poner en pie un banco central y una moneda común en una región relativamente homogénea, la Comunidad Europea, de modo que tratar de incorporar las monedas de Europa oriental sería una complicación. Además, es posible que los países de Europa oriental estimen necesario establecer un vínculo muy estrecho a una moneda europea —o, de

no haber una moneda europea común, un vínculo a una de las monedas europeas, o incluso al dólar— a fin de establecer psicológicamente, y en otros planos también, estabilidad y disciplina en esos países, que se encuentran en esta difícil etapa de transición.

Hay muchos problemas en esta transición de una economía dirigida a una economía de mercado; observando la experiencia de América Latina, se puede ver lo difícil que resulta restablecer la estabilidad, un grado mínimo de estabilidad de los mercados financieros y de la inflación, una vez que el proceso de transición ha permitido una inflación realmente explosiva.

Ahora bien, América Latina ha tenido una larga historia de inflación, no así los países de Europa oriental, y esto es lo que más los favorece psicológicamente, creo.

Pregunta: ¿Cuál sería la combinación adecuada de medidas macroeconómicas en cada una de las áreas del Grupo de los Tres, en el contexto de la tercera crisis del petróleo?

Volcker: ¡Muchas gracias! ¡Otra conferencia! Creo que una de las dificultades de esta crisis particular del petróleo es que no se tiene idea de cuánto va a durar, dónde van a ir los precios, y todo ello es totalmente imprevisible para un pobre observador económico; creo que es totalmente imprevisible para un astuto observador político también. En estas circunstancias, creo que se justifica aún más actuar, en cualquier caso, con mucha cautela. No creo que se justifique un gran cambio de política.

Creo que se destaca enormemente, desde mi punto de vista en Estados Unidos, la necesidad de seguir adelante en el terreno del presupuesto. Algunas personas han llegado a la conclusión opuesta, pero, de hecho, va a desacelerar —por lo menos, desacelerar— la reducción del gasto de defensa y se agravará el déficit presupuestario en otros campos. Si usamos esto como excusa para desistir aun en el mínimo esfuerzo en materia de presupuesto del cual se hablaba, me parece que sería un claro error, que contribuiría a perjudicar aún más la estabilidad del sistema financiero.

Ciertamente, como lo expresé en mis observaciones, no creo que, cuando se produce una crisis de esta índole, la reacción inmediata debe ser, aquí o en otros países, justificar el aumento de los precios y efectuar ajustes en función de lo que en este caso podría ser un alza temporal del petróleo.

En resumen, creo que en cierta forma resulta más aconsejable aun hacer en el terreno fiscal lo que estábamos haciendo de todos modos, y en este momento no me parece que sea necesario ningún cambio importante de política monetaria, aquí o en otros países.

Ahora bien, naturalmente, hay que tomar en cuenta todas las demás cosas. Contamos con gente muy capaz en la Reserva Federal y en otros lugares que evalúan lo que está sucediendo en la economía después de la crisis del petróleo, y hay que tomar esta evaluación al analizar la tendencia de la actividad económica. Pero no creo que sea necesario un cambio importante en este momento.

Pregunta: Usted hizo alusión a los problemas económicos de América Latina al responder a algunas preguntas anteriores. Dada su participación directa en las primeras etapas de lo que llegó a llamarse la crisis de la deuda de América Latina, ¿podría darnos su opinión sobre la actual estrategia y su énfasis en la reducción de la deuda y el refuerzo del crédito oficial, y, además, su propia opinión sobre la forma en que reaccionó el sistema financiero, pensando retroactivamente en 1982, cuando estalló por primera vez la crisis?

Volcker: Creo que tanto la reacción inicial —durante los años en que yo estuve en ese medio (cinco años después del estallido de la crisis)— como la evolución más reciente (incluido el último año en que se ha adoptado un enfoque diferente) ilustran muy bien el hecho de que, una vez que se cae en este tipo de problema, no hay una respuesta fácil. La idea de que se puede resolver este problema anulando deudas total o parcialmente y luego esperar que el proceso de crecimiento económico continúe de alguna manera y que la corriente de capital externo se restablezca, creo que es una ilusión. Creo que es lo que está sucediendo.

Ahora bien, por supuesto, la situación no era fantástica antes tampoco, antes de que la deuda se redujera, y tal vez porque la carga de la deuda era tan elevada, al menos en algunos países, tarde o temprano, de una u otra manera, había que reducir la deuda, en lo posible de manera ordenada o, en todo caso, "por fuerza". Es mejor hacerlo de manera ordenada, y supongo que es lo que estamos tratando de hacer actualmente. Pero no creo que haya una respuesta fácil.

El problema de la deuda tenía, obviamente, dos aspectos. Uno era proteger, de alguna manera, el sistema financiero internacional de modo que no nos viéramos todos envueltos en una corriente descendiente de la economía. Me parece que en esto hubo cierto éxito. La tarea —igualmente importante— de restablecer el ritmo de crecimiento en América Latina y en los demás países deudores ha resultado aún más difícil de lo que pensamos en ese momento y, por supuesto, las dificultades se han visto agravadas por los desequilibrios en nuestra propia política económica. Las tasas de interés más elevadas y el mayor costo del capital en los países occidentales en general, o en los países

industriales en general y en Estados Unidos en particular, no han sido elementos favorables.

Durante años, me resistí a patrocinar o adoptar programas encaminados a anular la deuda a toda costa, porque pensaba que ello no serviría de nada. Tal vez haya llegado la hora de hacerlo, pero no hay una respuesta mágica.

No habrá una respuesta mágica para Europa oriental tampoco, aunque en algunos países de Europa oriental el caso es más claro.

Pregunta: Su comentario sobre el hecho de que los bancos centrales han ganado mayor respeto y se han destacado más indica que existe actualmente un riesgo —un riesgo político— de que los gobernadores de los bancos centrales pudieran encontrarse en medio de un debate político y verse agredidos y arrinconados. Usted no trató este problema, pero parece haber efectivamente un riesgo de que esta situación lleve a nuevas dificultades políticas para los bancos centrales.

Volcker: No lo dije exactamente en esos términos, pero, naturalmente, quise plantear la interrogante de si teníamos elementos para justificar el lugar prominente de los bancos. Si algo falla, se busca un chivo expiatorio. Esto refuerza la idea de que hay mucho que hacer y no hay razones para enorgullecerse por lo que se ha logrado. En el mejor de los casos, es una tarea a medias, y usted sabe que nunca se terminará.

Lo que quisiera dejar en claro es que cualquiera que piense que en un período breve o en una década los bancos centrales —o cualquier otra entidad— van a estar en condiciones de resolver los problemas económicos del mundo, o mejorar considerablemente la situación, sin encontrar continuamente obstáculos, está equivocado. Ese es el simple mensaje que quería transmitir. [Aplausos]

* * *

SIR JEREMY MORSE: Antes de terminar, quisiera decir dos cosas. En primer lugar, la Junta Directiva de la Fundación ha decidido que el próximo año, por primera vez, tendremos dos conferencias Per Jacobsson: una en Basilea, en junio, en el momento de la reunión anual del BPI, y otra en Bangkok, en octubre, en el momento de la Reunión Anual del FMI. En segundo lugar, en este momento hay una recepción afuera, por cortesía del Fondo Monetario Internacional, y sólo quiero decir que, si no hay suficiente para todos ustedes, ¡esto es un tributo más a nuestro conferencista! Gracias.



Paul A. Volcker

Nota biográfica

Paul A. Volcker es el Presidente de James D. Wolfensohn Incorporated, y dicta la cátedra Frederick H. Schultz de política económica internacional en la Universidad de Princeton. El Sr. Volcker fue Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, de agosto de 1979 a agosto de 1987. Fue nombrado inicialmente en ese puesto por el Presidente Carter por un período de cuatro años, y luego fue nombrado nuevamente, en 1983, por el Presidente Reagan.

Al terminar su segundo mandato como Presidente de la Reserva Federal, el Sr. Volcker abandonó el servicio público. En ese momento, accedió a actuar como presidente voluntario de la Comisión sobre la Función Pública, entidad privada creada recientemente para estudiar los problemas relacionados con la necesidad de atraer, motivar y retener personal de calidad para que la administración pública funcione eficientemente. La Comisión publicó un informe en abril de 1989.

En el curso de su carrera, el Sr. Volcker trabajó en la administración federal por casi 30 años, ocupando altos cargos durante los gobiernos de John F. Kennedy, Lyndon B. Johnson, Richard M. Nixon, Jimmy Carter y Ronald Reagan. Antes de ocupar el puesto de Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, en 1979, el Sr. Volcker fue durante más de cuatro años Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, principal órgano operativo del Sistema.

Anteriormente, el Sr. Volcker había desempeñado funciones en el Departamento del Tesoro de Estados Unidos. De 1969 a 1974, fue Subsecretario para Asuntos Monetarios y tuvo a su cargo la organización y puesta en práctica de la gestión de la deuda del Tesoro, el crédito federal y la política financiera internacional. Fue el principal representante de Estados Unidos en las negociaciones monetarias internacionales durante la transición del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods al sistema más flexible de tipos flotantes que ha estado en vigor desde comienzos de la década de los setenta.

El Sr. Volcker nació en 1927, en Cape May, en el estado de Nueva Jersey, y vivió la mayor parte de su juventud y su vida adulta en esa región. Obtuvo el grado *Bachelor of Arts* de la Universidad de Princeton, en 1949, y el grado *Master of Arts* en Economía Política y Administración Pública de la Escuela de Administración Pública de la Universidad de Harvard, en 1951. Asistió a la Escuela de Economía de Londres como estudiante de posgrado en 1951-52.

El Sr. Volcker ha recibido títulos honorarios de varias universidades, entre ellas las Universidades de Princeton y Harvard. Además de la Comisión sobre la Función Pública, actualmente preside la Junta Asesora del Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales, en Washington. También está vinculado, como miembro de los órganos directivos, a las siguientes instituciones: Mayo Foundation, Trilateral Commission, Council on Foreign Relations, Aspen Institute, Japan Society, American Council on Germany, Arthritis Foundation y American Diabetes Association.

Conferencias Per Jacobsson

- 1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria*. Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea); agotadas.
- 1965 *El equilibrio entre la política monetaria y otros instrumentos de política económica de una sociedad moderna*. Conferencias pronunciadas por C. D. Deshmukh y Robert V. Roosa (Washington); agotadas.
- 1966 *La función del banquero central en la actualidad*. Conferencia pronunciada por Louis Rasminsky. Comentarios de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg y Franz Aschinger (Roma); agotadas.
- 1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios*. Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Río de Janeiro); agotadas.
- 1968 *La banca central y la integración económica*. Conferencia pronunciada por M. W. Holtrop. Comentarios de Lord Cromer (Estocolmo); ediciones en francés e inglés agotadas.
- 1969 *La función monetaria del oro en la próxima década*. Conferencia pronunciada por Alexandre Lamfalussy. Comentarios de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli y L. K. Jha (Washington).
- 1970 *¿Hacia un banco central mundial?* Conferencia pronunciada por William McChesney Martin. Comentarios de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez y Harry G. Johnson (Basilea); ediciones en español e inglés agotadas.
- 1971 *Movimientos internacionales de capital: Pasado, presente y futuro*. Conferencia pronunciada por Sir Eric Roll. Comentarios de Henry II. Fowler y Wilfried Guth (Washington).
- 1972 *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan*. Conferencia pronunciada por Henry C. Wallich. Comentarios de C. J. Morse e I. G. Patel (Washington); edición en español agotada.
- 1973 *La inflación y el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Othmar Emminger. Comentarios de Adolfo Diz y János Fekete (Basilea).
- 1974 *Hacia un nuevo orden monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Conrad J. Oort y Puey Ungphakorn. Comentarios de Saburo Okita y William McChesney Martin (Tokio).
- 1975 *Nuevas modalidades públicas y privadas de pagos internacionales*. Conferencia pronunciada por Alfred Haycs. Comentarios de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré (Washington); edición en español agotada.
- 1976 *El porqué de la impopularidad de los bancos*. Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea); ediciones en español y francés agotadas.
- 1977 *El sistema monetario internacional en funcionamiento*. Conferencias pronunciadas por Wilfried Guth y Sir Arthur Lewis (Washington).

- 1978 *El mercado internacional de capitales y el sistema monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Gabriel Hauge y Erik Hoffmeyer. Comentarios de Lord Roll of Ipsden (Washington).
- 1979 *Tribulaciones de los bancos centrales*. Conferencia pronunciada por Arthur F. Burns. Comentarios de Milutin Ćirović y Jacques J. Polak (Belgrado).
- 1980 *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Guillaume Guindeg. Comentarios de Charles A. Coombs (Basilea).
- 1981 *Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva*. Conferencia pronunciada por Jelle Zijlstra. Comentarios de Albert Adomakoh (Washington).
- 1982 *Política monetaria: En busca de asidero*. Conferencia pronunciada por Gerald K. Bouey (Toronto).
- 1983 *Elaboración de un nuevo sistema internacional: Perspectiva a largo plazo*. Conferencia pronunciada por H. Johannes Witteveen (Washington).
- 1984 *Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*. Conferencia pronunciada por Peter G. Peterson (Washington).
- 1985 *¿Sabemos adónde nos dirigimos?* Conferencia pronunciada por Sir Jeremy Morse (Seúl).
- 1986 *La nueva dimensión mundial de las finanzas*. Conferencia pronunciada por Yusuke Kashiwagi (Washington).
- 1987 *La interdependencia: Vulnerabilidad y posibilidades*. Conferencia pronunciada por Sylvia Ostry (Washington).
- 1988 *El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años*. Ponentes del simposio: Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa y C. Fred Bergsten (Basilea).
- 1989 *Estímulo de un ajuste propicio: El caso de Ghana*. Conferencia pronunciada por J. L. S. Abbey; *Reestructuración de la economía de Nueva Zelanda desde 1984*. Conferencia pronunciada por David Caygill (Washington).
- 1990 *¿El triunfo del banco central?* Conferencia pronunciada por Paul A. Volcker (Washington).

Pueden obtenerse ejemplares gratis en español, francés e inglés de las conferencias de esta serie previa solicitud al Secretario, Fundación Per Jacobsson, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, Estados Unidos. Todas las publicaciones agotadas pueden adquirirse en copias fotográficas o microfilme solicitándolas directamente a University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan 48106, Estados Unidos. Los pedidos que se originen fuera de Estados Unidos, Canadá y América del Sur deberán enviarse a University Microfilms Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, W1N 7RA, Inglaterra.

Fundación Per Jacobsson

PRESIDENTES HONORARIOS:	Eugene R. Black Marcus Wallenberg
PRESIDENTE FUNDADOR:	W. Randolph Burgess
EX PRESIDENTE:	Frank A. Southard, Jr.

Patrocinadores originarios

Hermann J. Abs	Viscount Harcourt	Jean Monnet
Roger Auboin	Gabriel Hauge	Walter Muller
Wilfrid Baumgartner	Carl Otto Henriques	Juan Pardo Heeren
S. Clark Beise	M. W. Holtrop	Federico Pinedo
B. M. Birla	Shigeo Horie	Abdul Qadir
Rudolf Brinckmann	Clarence E. Hunter	Sven Raab
Lord Cobbold	H. V. R. Iengar	David Rockefeller
Miguel Cuaderno	Kaoru Inouye	Lord Salter
R. v. Fieandt	Albert E. Janssen	Pierre-Paul Schweitzer
Maurice Frère	Raffaele Mattioli	Samuel Schweizer
E. C. Fussell	J. J. McElligott	Allan Sproul
Aly Gritly	Johan Melander	Wilhelm Teufenstein
Eugenio Gudín	Donato Menichella	Graham Towers
Gottfried Haberler	Emmanuel Monick	Joseph H. Willits

Junta Directiva

Sir Jeremy Morse—*Presidente de la Junta*

Michel Camdessus	Jacques J. Polak
J. de Larosière	Robert V. Roosa
Adolfo C. Diz	Gengo Suzuki
Alexandre Lamfalussy	Peter Wallenberg
William McChesney Martin	H. Johannes Witteveen

Cargos

Jacques J. Polak	— <i>Presidente</i>
Albert S. Gerstein	— <i>Vicepresidente</i>
Gordon Williams	— <i>Vicepresidente</i>
Joseph W. Lang	— <i>Secretario</i>
G. Michael Fitzpatrick	— <i>Tesorero</i>