

ECONOMÍA
INTERNACIONAL

N° 486, 19 de Junio de 2009

AL INSTANTE

**DISCURSO DE PAUL A. VOLCKER EN LA REUNION DE
PRIMAVERA 2009 DEL INSTITUTE OF
INTERNATIONAL FINANCE**

A continuación presentamos la traducción del discurso (Key Note Adress) de Paul A. Volcker, sobre la crisis económica y financiera internacional y su evaluación.

Paul A. Volcker es ex Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, ex Presidente del grupo de los 30 y actualmente fue designado por el Presidente Barak Obama, como Presidente del Comité de Recuperación Económica, asesor de la Casa Blanca.

Las reflexiones de Paul Volcker son interesantes, profundas y realistas. Su mirada y sugerencias se extienden más allá de la crisis misma, en cuanto al futuro del sistema monetario internacional.

El discurso fue pronunciado el 11 de Junio, ante banqueros internacionales y autoridades económicas chinas, en el Palacio del Pueblo en Beijing, con ocasión de la

Reunión de Primavera 2009 del Institute of International Finance.

**IDEAS FUNDAMENTALES
EXPRESADAS POR
PAUL A. VOLCKER¹**

Han pasado ya algunas décadas desde la primera vez que me pude dirigir a la reunión de miembros del Instituto de Finanzas Internacionales. En esa oportunidad, el marco de la reunión fue, sin duda, menos imponente y los desafíos que se enfrentaban menos complejos.

Como señalé en aquella oportunidad, existían en ese tiempo serias dificultades bancarias, pero, a pesar de eso, Estados Unidos se estaba beneficiando de una gran estabilidad en los precios y un fuerte

¹ Traducción del inglés de Matías Ossandon. LyD.

crecimiento económico. China se encontraba aún en la categoría de mera economía emergente, sin ser considerada como una potencia económica mayor. Por delante vendría una década de fuerte crecimiento económico para Estados Unidos, potenciada por una ampliación en los usos de la electrónica y aparentes milagros financieros. Para algunos hubo enormes e improcedentes retribuciones financieras.

La perspectiva actual es bastante distinta. Amplias prácticas de recompensación y una compleja ingeniería financiera han sido introducidas en nuestros mercados e instituciones. Ahora es evidente que dichos cambios no nos han protegido de una sucesión de burbujas y quiebras. Más bien, pareciera que incluso contribuyeron a estos problemas. Años de crecientes desequilibrios económicos dentro y entre las naciones marcaron el camino para ésta, la peor recesión desde 1929. Alguna vez orgullosos bancos comerciales y de inversión han desaparecido o han debido depositar su confianza en la ayuda del gobierno. Miramos con esperanzas a esta nueva China, ahora económicamente poderosa, siendo uno de los pocos países que crecerán durante el 2009.

Así, las preguntas se multiplican. ¿Cuál es el panorama para la economía norteamericana y para la del mundo entero? ¿Existen

implicancias para la gestión de los sistemas monetarios domésticos e internacionales? ¿Existe alguna duda respecto a que el deteriorado sistema financiero requiere de una extensiva reparación?

Quiero discutir por parte cada una de estas preguntas: brevemente las dos primeras; luego, con mayor detalle, en torno a algunas aproximaciones básicas sobre la reforma a nuestras instituciones y mercados financieros. Estos son temas particularmente relevantes en términos del objetivo de esta conferencia.

El legendario jugador de beisbol y modesto filósofo Yogi Berra, expuso alguna vez un aforismo de sólo 7 palabras que todos nosotros, y en particular los que somos economistas, podemos apreciar: "Predecir es difícil, en particular si pensamos en el futuro". Les advierto que mi visión personal está muy cerca de lo que percibo como la opinión dominante en Estados Unidos. Esto no asegura que sea una visión acertada.

PERSPECTIVAS DE RECUPERACIÓN

La repentina e inesperada caída en la actividad económica que se inició en la pasada primavera está disminuyendo. Más claramente en Estados Unidos y el Reino Unido, tal vez con un breve retardo en la Zona Euro, y con menor claridad en Japón.

Al parecer, existe un proceso en marcha de recuperación de los mercados financieros. Grandes bancos, compañías bien posicionadas e incluso algunas organizaciones con menor fortaleza financiera están encontrando nuevamente fondos de financiamiento disponibles en el mercado. Con los inventarios muy reducidos, la construcción de viviendas cerca de su piso mínimo y los diferentes programas de estímulo funcionando a máxima capacidad, la expectativa de que a finales de este año y durante el 2010 podamos ver algo de crecimiento en Estados Unidos, parece ser razonable.

Las perspectivas para una verdadera y fuerte recuperación, típicas tras la mayoría de las recesiones, se ven poco probables. Una larga etapa de crisis, con continuos niveles altos de cesantía, parece ser lo que nos espera. Para la mayor parte del mundo desarrollado, es difícil observar potenciales fuentes de crecimiento espontáneo a las cuales recurrir. En los Estados Unidos, tal como en otros lugares, incluso un crecimiento modesto dependerá de fuertes estímulos fiscales y monetarios para ser sostenido. Grandes pérdidas en el mercado crediticio deben ser aún reconocidas. El sistema financiero, incluso fuera de la sala de emergencia, se mantendrá bajo cuidados intensivos.

Ustedes están al tanto de que, en el mejor de los casos, Estados Unidos tendrá por delante varios años de déficit por efecto del gasto que se está efectuando. La Reserva Federal ha sido ciertamente muy activa, utilizando poderes de emergencia de los que no se tenía precedentes en la historia.

Para estos tiempos, el gasto fiscal, el financiamiento de las deudas y el alto volumen de apoyo crediticio, pueden ser respuestas razonables al repentino aumento en los ahorros de las personas en Estados Unidos y al necesario proceso de disminución del endeudamiento. Tanto los nuevos niveles de ahorro como las reducciones en la deuda privada son situaciones necesarias, además de ajustes estructurales deseables al largo plazo. De todos modos, las consecuencias de la deflación, al corto plazo, no han podido ser evitadas. En este escenario, las presiones inflacionarias se mantendrán ausentes del panorama económico, al menos por un largo período.

En suma, los necesarios ajustes para lograr un mejor y más sostenible balance en los ahorros domésticos y la inversión, el comercio internacional y el flujo de capitales, tomarán un buen tiempo. En ningún otro país son estos ajustes tan necesarios como en China y Estados Unidos. Estos países han estado amarrados a

patrones divergentes de comportamiento en el consumo y el ahorro por un tiempo muy prolongado, con el resultado de un persistente y, en último término, insostenible desequilibrio en la balanza de pagos.

Ahora es la fuerza bruta de la recesión y la crisis financiera la que está forzando a la materialización de los necesarios ajustes. Por cierto debemos preguntarnos si todo el desempleo, los problemas económicos y los riesgos de presiones proteccionistas no habrían podido ser prevenidos, o al menos moderados, con sistemas financieros y políticas económicas más efectivas, tanto a nivel doméstico como internacional.

DEBATE INTERNACIONAL

Existe un activo y útil debate en los Estados Unidos y en otros países en torno a cómo y cuándo las autoridades monetarias deberían responder a burbujas en los mercados financieros o comerciales, que pudiesen ser potencialmente desestabilizadoras para toda la economía. El desafío de reestablecer políticas fiscales y monetarias más restrictivas deberá ser el objetivo principal conforme los mercados se vayan recuperando. Existe también una creciente preocupación respecto a si la crisis financiera puede llevar a un grado de intervención estatal en la economía inconsistente con mercados privados competitivos y

efectivos. En palabras simples, el antiguo temor frente al riesgo moral por las intervenciones del Estado está aumentando aún más.

No me tomaré el tiempo en esta ocasión para entrar en esos debates, excepto para hacer ver que estas preocupaciones muestran la necesidad de una verdadera reforma profunda a nuestros sistemas financieros domésticos. Quiero llamar su atención, brevemente, a otra área que podría ser sujeta a reforma, que, en mi opinión, ha estado fuera del debate por mucho tiempo.

Específicamente, existe un cuestionamiento obvio, pero pocas veces realizado, sobre el sistema monetario internacional (o como dirían algunos, sobre la ausencia de un sistema de este tipo). La premisa teórica de que un sistema de tipo de cambio flotante promovería rápidos y eficientes ajustes monetarios no ha sido probada en la realidad. En circunstancias particulares, dentro de Europa continental, en una serie de países en desarrollo y en China, el tipo de cambio de flotación libre ha sido juzgado como impracticable o indeseable. De forma entusiasta, el rol internacional del dólar ha ido aumentando, no decreciendo, incluso mientras la fortaleza relativa de la economía norteamericana ha disminuido.

Para mí, la lógica última de un sistema financiero globalizado es el

establecimiento de una moneda global. Esto está muy lejos de la realidad, al menos en un sentido formal. En su ausencia, el dólar ha provisto al mundo de una alternativa factible y pragmática. Su amplia aceptación, la fluidez y la expansión de sus mercados y su relativa estabilidad lo han transformado en un instrumento común de pago, y en la unidad monetaria utilizada en la mayor parte del comercio internacional. Todo esto, además de un amplio uso como seguro frente a las devaluaciones de otras divisas. Esas son las características básicas de una moneda.

Al mismo tiempo, el presente estado de la economía mundial ha dejado en claro que nuestros acuerdos monetarios internacionales no han provisto de un necesario elemento de disciplina, tanto para países con déficit como con superávit en sus balanzas comerciales. Profundos y, en último término, perturbadores desequilibrios han sido prolongados, aún más. Específicamente, esto ha sucedido con el creciente y, en apariencia, irresistible desequilibrio entre China (y muchos otros países de Asia) y Estados Unidos. Estos desequilibrios han sido cubiertos durante años por flujos de dólares, tanto del gobierno como de privados, que han sido traídos de regreso desde el extranjero hacia el país. De manera indirecta, estos flujos de divisas ayudaron en cierto grado a impulsar el mercado crediticio y la burbuja

inmobiliaria que está en el origen del colapso financiero.

Las autoridades chinas han cuestionado también recientemente las implicancias que pueda tener para ese y otros países disponer de tantos dólares a su haber. Pienso que es razonable preguntarse si está en el interés de largo plazo de Estados Unidos proveer lo que esencialmente es un bien público, una moneda internacional, en montos tan altos, que pueden poner en duda la propia estabilidad del dólar. Todo esto apunta a la necesidad de proceder de manera efectiva con los desequilibrios que puede generar el crecimiento excesivo de los flujos de dólares.

El hecho es que no existen alternativas prácticas hoy en día, como tampoco se avizoran a futuro, para sustituir al dólar norteamericano como moneda internacional. Creo que debería ser entendido claramente que la responsabilidad central de Estados Unidos – en su propio interés, en el interés de China y en el del resto del mundo – debe ser mantener tanto el poder de compra del dólar a nivel doméstico e internacional, como también hacer sostenible un sistema financiero fuerte y abierto.

REFORMA AL SISTEMA FINANCIERO

Esto me lleva al ámbito de su preocupación más inmediata: la

reforma al sistema financiero. Debido a una natural necesidad, han surgido ya un largo número de interesantes propuestas de reforma. De todos modos, la realidad es que el anterior trabajo del Foro de Servicios Financieros, el reciente Reporte Turner en el Reino Unido, los esfuerzos del propio IIF, y otros organismos, han provisto mucha de la materia prima necesaria para este debate. Lo que es de particular interés ahora, es construir algo a partir de los amplios consensos que parecen estar desarrollándose en algunas de las principales áreas de reforma. Las futuras propuestas legislativas de las autoridades norteamericanas y el trabajo del recientemente ampliado y renombrado Consejo de Estabilidad Financiera deberían ser pasos importantes en esta dirección.

Al menos es seguro que ciertos elementos clave de las reformas deben ser consistentes entre el ámbito doméstico e internacional. Por ejemplo, los requerimientos de capital y deuda, los estándares de contabilidad, los acuerdos de liquidación y transparencia para instrumentos derivados y las prácticas relacionadas con los *disclosures* financieros y la transmisión de información comercial caben en esta categoría. Convertir esos acuerdos sustanciales sobre principios básicos en acuerdos específicos a nivel de legislación nacional y normas administrativas, será un gran

desafío. Un fuerte liderazgo político dentro del G-20 será necesario para superar los intereses públicos y privados que ya se encuentran intentando resistir estas reformas.

En todo esto, existen dos amplias áreas en las que la iniciativa privada podría resultar particularmente útil, desde mi punto de vista, incluso esencial. Estas se ajustan perfectamente a las capacidades y propósitos del IIF.

Una de estas áreas es, naturalmente, la necesidad de una administración más efectiva de los riesgos en los bancos y otras instituciones financieras. Las finanzas modernas se han vuelto tremendamente complejas. La nueva profesión de la ingeniería financiera ha intentado proveer de precisión matemática en el modelamiento de riesgos que simplemente no pueden ser modelados de esa manera. El juicio experimentado ha sido, de alguna manera, dejado de lado.

En la actualidad existe un amplio entendimiento, respecto a que las instituciones financieras, desde sus consejos directivos hacia abajo, necesitan reconsiderar sus disposiciones administrativas, sus procedimientos y las prácticas de su personal. Las dificultades propias de los asuntos relacionados con las compensaciones a los ejecutivos deben ser tratadas frontalmente. Francamente, hay una amplia justificación de la idea que prima en

la opinión pública y política, respecto a que, en algunos países y en determinadas instituciones, las políticas de remuneraciones y gratificaciones son excesivas y contraproducentes, en relación a premiar una mayor toma de riesgos a expensas de una mejor estabilidad institucional.

Sería mejor que las mismas instituciones o grupos de profesionales se hiciesen cargo de estos problemas, en comparación a que lo hiciesen regulaciones y leyes inflexibles y fuertemente manipuladas desde el Estado.

Haciendo un acercamiento más general a las posibles reformas, espero que las medidas tomadas a nivel nacional sean informadas a través de un acuerdo amplio sobre ciertos puntos de partida básicos, yendo más allá de las propias instituciones hacia las relaciones de interdependencia que existen entre ellas.

Un factor clave es que debe establecerse un claro criterio de responsabilidad aplicable a los sistemas de vigilancia y supervisión financiera. El punto es que hay ciertos riesgos potenciales que se extienden más allá de las instituciones individuales. Alguna autoridad debe estar alerta para identificar ciertos excesos o debilidades en los sistemas financieros que puedan repercutir en el funcionamiento del mercado y en

la estabilidad de sus instituciones. Un endeudamiento excesivo, requerimientos inadecuados de márgenes y colaterales, falta de transparencia en los acuerdos y contratos y prácticas contables y de rating crediticio que exacerban los comportamientos cíclicos de los sistemas son todos ejemplos de posibles amenazas a los mercados financieros.

En algunos países, los bancos centrales, dada su amplia preocupación por mantener la estabilidad financiera, su tradición de competencia profesional y su prestigio, podrían ser una alternativa natural para que funcionen como reguladores “macro-prudenciales” o supervisores sistémicos del mercado financiero. Diversas formas institucionales pueden ajustarse mejor a otros países. En cualquier caso, el acceso a la más amplia información por parte de los supervisores de instituciones particulares y una autoridad clara para superar problemas de supervisión y moderar excesos generados en el mercado financiero serán muy necesarios.

ASISTENCIA FISCAL

Otra preocupación común se refiere al llamado síndrome de “muy grande para quebrar”, la presunción de que una institución es tan grande o está tan interconectada con sus contrapartes que sus acreedores (posiblemente incluso con sus

accionistas) deben ser protegidos por el Estado. Una infortunada consecuencia de la masiva asistencia fiscal otorgada tanto a bancos como a otras empresas que están enfrentando problemas por la crisis actual, es que el riesgo moral, me temo, tomará mucho más vigor.

Podemos, y deberíamos, avanzar hacia la limitación de la necesidad y de la posibilidad de planes de rescate fiscales. Una alternativa es establecer límites claros respecto a los requisitos que deben cumplir las empresas para acceder a la “red de seguro estatal”. Los seguros sobre los depósitos y las facilidades de liquidez de los bancos centrales están adecuadamente orientados a las instituciones tomadoras de depósitos. Son, a final de cuentas, dichas instituciones las que se mantienen como la espina dorsal del sistema financiero. Ellas proveen los servicios básicos más esenciales, cumpliendo con los requerimientos de crédito de los consumidores, las empresas y otras instituciones. También funcionan como un seguro depósito para sus fondos y para complejos servicios de pago.

Históricamente, la necesidad de continuidad en esas funciones ha sido la razón para una supervisión y una protección muy estrecha de parte del Estado. Desde mi punto de vista, no se puede garantizar que esas mismas instituciones, sustentadas principalmente en

depósitos protegidos de los contribuyentes, se involucren en actividades especulativas y propensas a un alto riesgo, que pueden además, hacer surgir cuestionamientos en torno a conflictos de interés virtualmente inmanejables.

Los fondos de inversión tienen un rol completamente legítimo que jugar en proveer de innovación y liquidez a los mercados de capitales. No creo que deban ser supervisados y regulados tan estrechamente como las instituciones depositarias. Una presunción respecto a la protección y apoyo estatal para las instituciones financieras fuera de la “red de seguridad” no debería ser omitida. Por el mismo motivo, los fondos de inversión tampoco deberían beneficiarse indirectamente del apoyo fiscal.

La posibilidad de que una falla en un fondo de inversión importante o en una organización comercial pueda representar un riesgo financiero sistémico, puede ser reducida por la vía de acelerar una resolución a los problemas que enfrentan actualmente las empresas no financieras. Una autoridad capaz de realizar acciones de ese tipo ya existe en Estados Unidos para las instituciones bancarias aseguradas, a través del establecimiento de un “conservador” o “receptor”, empoderado de tal forma, que puede mantener la continuidad de los servicios mientras se determina

una solución definitiva para la institución en problemas.

Hay un creciente consenso a nivel internacional, respecto a que los fondos de inversión superiores a un cierto tamaño mínimo deberían, al menos, formar parte de un registro, implicando esto, requerimientos de reportes periódicos más limitados. Puede haber algunas instancias en las que esos fondos se vuelvan tan grandes, que hagan necesarios ciertos requisitos de niveles de capital y endeudamiento que se consideren como apropiados. Los fondos de inversión son necesariamente dependientes de los bancos para obtener créditos y suplir sus necesidades operacionales. Impulsados por procesos de supervisión y de administración del riesgo, la gran mayoría de esos fondos puede ser monitoreada y controlada de manera apropiada utilizando dichas relaciones bancarias mediante las cuales funcionan.

Existe otro tema que merece ser mencionado. No hay mayores dudas respecto a que los intentos por forzar la aplicación estricta de procedimientos contables - "marcar a mercado" (mark to market)- han contribuido a la confusión, a la incertidumbre y a las inconsistencias entre las instituciones financieras. Hay un contexto muy proclive a que reviva la aplicación de los así llamados estándares de "valores justos" (fair value) para los bancos

comerciales, compañías de seguro y otras instituciones financieras sometidas a regulaciones.

El problema no radica sólo en la dificultad de medir dicho valor bajo condiciones de mercado fuertemente perturbadas. Más ampliamente, la contabilidad estricta de mercado a mercado, completamente apropiada para operaciones comerciales y bancos de inversión, podría introducir un mayor grado de volatilidad si se muestra como incompatible con el modelo de negocios básico de bancos que indirectamente negocian vencimientos y riesgos crediticios.

Al mismo tiempo, deberíamos demandar una mayor consistencia internacional y juicio profesional en el establecimiento de estándares contables. Ambos elementos se encuentran en la actualidad bajo amenaza. Organizaciones políticas en Europa, Estados Unidos o en cualquier otro país no son el camino más apropiado para alcanzar juicios de buen nivel que lleven a normas que puedan ser establecidas internacionalmente. En lugar de eso, necesitamos un poco de paciencia mientras el Consejo Internacional de Estándares Contables revisa con cuidado la aplicación del concepto de "valor justo" a bancos y otras instituciones sujetas a un estrecho escrutinio estatal en sus reportes financieros.