

Paul A. Volcker
(1927, New Jersey)



Carles Sudrià
Universitat de Barcelona

Paul A. Volcker (n. 1927) es un economista norteamericano que presidió la Reserva Federal de EEUU entre agosto de 1979 y agosto de 1987. Es recordado especialmente por haber adoptado una decidida política antiinflacionaria que tuvo serios efectos depresivos sobre la economía estadounidense.

Volcker se formó en Princeton y Harvard. En los años 1950 y 1960 ocupó diversos puestos en el sector público (oficial de la Reserva Federal, subsecretario adjunto y, después, subsecretario de Asuntos Monetarios) y también en el privado (economista y, luego, vice-presidente del Chase Manhattan Bank). En 1975 fue nombrado presidente del Federal Reserve Bank of New York, el banco más importante del sistema de la Reserva Federal. El presidente Carter le situó en la presidencia de la propia Reserva Federal en 1979. Fue ratificado en el cargo en 1983 por el presidente Reagan y concluyó su mandato en 1987.

Volcker participó de forma destacada en dos de los acontecimientos económicos más trascendentes de la segunda mitad del siglo XX: el abandono de la convertibilidad del dólar en oro, en agosto de 1971, y la adopción de una política monetaria estrictamente restrictiva en 1979-81.

En su calidad de subsecretario de asuntos monetarios, Volcker estuvo presente en la reunión que tuvo lugar en Camp David, residencia de verano de los presidentes estadounidenses, los días 13 a 15 de agosto de 1971 en la que se decidió suspender la convertibilidad del dólar en oro. Esto significaba, de hecho, el fin del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods en 1944. Recordemos que el sistema establecía que las monedas de los países asociados debían mantener tipos de cambio fijos (aunque ajustables) respecto al dólar y ser convertibles en esta moneda. El dólar, a su vez, era convertible en oro a un tipo fijo e inamovible y aseguraba así el anclaje de todo el sistema.

En los meses anteriores a la reunión de Camp David las tensiones en el mercado monetario internacional se habían recrudecido y el flujo de peticiones de conversión iba en aumento. El cambio oficial de 35\$ la onza de oro estaba claramente por encima de lo que apreciaban los mercados. Por lo que hace a la economía doméstica, la persistencia del déficit público y la propia inestabilidad monetaria habían situado la tasa de inflación en el 6 %, algo inédito desde los primeros años 1950. En estas circunstancias, según Volcker, el principal defensor de la suspensión de la convertibilidad fue el entonces presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns, aunque quien convenció a Nixon y articuló el conjunto de medidas asociadas fue el entonces secretario del Tesoro, John Connally. Además del cese de la convertibilidad se acordó una rebaja de impuestos y la congelación

de salarios y precios durante noventa días. No hubo pánico bursátil, y el valor del dólar respecto al oro se redujo de forma paulatina. Las medidas antiinflacionarias, en cambio, no tuvieron un efecto permanente, como se pretendía. El ritmo de subida de los precios se redujo inicialmente por debajo del 4 % anual pero a finales de 1972 empezó una rápida carrera al alza. Este proceso inflacionario perduró hasta 1982 y fue precisamente Paul Volcker el encargado de ponerle fin.

Volcker había abandonado su cargo en el Departamento del Tesoro en 1974 para incorporarse a la Woodrow Wilson School of Public and International Affairs de la Universidad de Princeton, pero fue pronto llamado de nuevo por la administración, en este caso para ocupar la presidencia del Federal Reserve Bank of New York. Como es sabido el Federal Reserve System, establecido en 1913, está conformado por doce bancos regionales, de los que el establecido en Nueva York es el más importante. Su presidente forma parte como miembro nato del poderoso Federal Open Market Committee, que fija la política monetaria de los Estados Unidos.

La situación económica general era, en aquellos momentos, muy preocupante. Los efectos depresivos del *shock* energético de 1973-74 y la desconfianza derivada de la inestabilidad monetaria habían dado lugar a una coyuntura insólita en la que se daban simultáneamente bajos niveles de actividad y subida persistente de los precios, lo que vino a denominarse 'estanflación'. Los mecanismos de política económica de corte keynesiano (expansión monetaria contracíclica; política fiscal expansiva) se mostraban incapaces de ofrecer una salida a la situación. Volcker era ya por entonces un firme partidario de atacar primero el problema de la inflación, aunque fuera a costa de perjudicar temporalmente el empleo y la producción. Su presencia en los órganos decisorios de la política económica estadounidense no comportó cambio alguno inmediato en la política seguida. El ritmo de incremento de los precios experimentó una moderación en los meses siguientes, pero a partir de enero de 1978 se evidenció un resurgimiento que llevó a superar el 9 por ciento a mediados de 1979, mientras la tasa de desempleo no bajaba del 6 por ciento. Fue en estas circunstancias que el presidente Carter decidió imprimir un cambio de rumbo en la política económica. El entonces presidente de la Reserva Federal, G. William Miller, fue nombrado secretario del Tesoro y Paul Volcker fue propuesto al Senado como nuevo presidente de la Reserva Federal.

Tanto en su comparecencia ante el comité del Senado que debía convalidar su nombramiento como en declaraciones a diversos medios, Volcker dejó meridianamente claras sus intenciones. La oferta monetaria había aumentado en exceso y su prioridad sería reconducirla para asegurar la reducción de la inflación y, en último término, un crecimiento sostenible. La toma de posesión se produjo el 6 de agosto. En los meses siguientes Volcker intentó aplicar su política restrictiva

utilizando el mismo instrumento que sus predecesores, esto es elevando el tipo de interés de los bonos del Tesoro. El inmediato ascenso que experimentaron los niveles de desempleo y las quejas de empresarios y promotores inmobiliarios hicieron pensar en la imposibilidad de seguir por ese camino, pero Volcker no estaba dispuesto a ceder. El 6 de octubre de 1979 reunió el Federal Open Market Committee y consiguió la aprobación de un cambio en los mecanismos de intervención. En lugar del ajuste cotidiano del tipo de interés de los bonos del Tesoro, se actuaría directamente sobre las reservas bancarias existentes en el sistema. Los tipos de interés quizá fluctuarían más, pero el efecto sobre la cantidad de dinero y la inflación sería mucho más efectivo. Los efectos positivos y negativos de la nueva política no tardaron en aparecer. La inflación alcanzó su pico más alto en marzo de 1980 (el 11,6 por ciento) y empezó a descender con rapidez. Los tipos de interés de los bonos del Tesoro alcanzaron el 20 por ciento y el paro subió hasta el 7 por ciento. Volcker sabía que una reducción permanente de la inflación solo se conseguiría si se recuperaba la credibilidad de la política monetaria. Ello exigía persistir en las medidas restrictivas aunque sus efectos sobre la economía real fueran mucho más intensos de lo previsto.

Las protestas de los sectores afectados por el alza de los tipos de interés y por el desempleo arreciaron y encontraron eco en el ámbito político. Las medidas restrictivas fueron criticadas abiertamente por altos responsables tanto republicanos como demócratas, incluyendo integrantes de la nueva administración Reagan, que entró en funciones en enero de 1981. Tal fue el caso del mismísimo secretario del Tesoro, Donald Regan, que aseguró que la política de Volcker llevaba al país a una severa recesión, o del líder demócrata en la Cámara de Representantes, James C. Wright, que reclamó insistentemente su dimisión en el verano de 1982. A finales de ese mismo año, sin embargo, los datos empezaron a mostrar signos de que lo peor había pasado y que la recuperación estaba en camino. En agosto de 1983 el presidente Reagan decidió prolongar el mandato de Volcker por otros cuatro años.

La segunda etapa de Volcker al frente de la Reserva Federal fue mucho más tranquila. La inflación se situó por debajo del 4 por ciento, mientras el PIB aumentaba a un ritmo del 4 por ciento anual en términos reales; y la tasa de desempleo se reducía paulatinamente hasta alcanzar una cota cercana al 5 por ciento.

Pese al éxito conseguido en lo referido a la reducción de la inflación la '*Volcker Desinflation*' sigue siendo objeto de debate y de controversia entre los economistas. Uno de estos debates gira en torno a la importancia de los efectos depresivos que tuvieron las restricciones monetarias sobre la economía real y a

qué tipo de modelos explican mejor lo ocurrido. Respecto a lo primero, las razones del fuerte impacto sobre el sector real, el propio Volcker lo atribuyó en su momento a la falta de confianza del público en la continuidad de las medidas restrictivas. Después de décadas de permisividad monetaria y de políticas contracíclicas, los agentes seguían previendo tasas de inflación elevadas, y actuaban en consecuencia en sus negociaciones salariales o en la fijación de precios de los productos. Esta hipótesis ha sido recientemente ratificada por estudios específicos.

La dificultad para generar un cambio de expectativas en el público y sus consecuencias han dado lugar a un agrio debate entre defensores de diferentes modelos económicos. Mientras economistas conservadores y defensores de los modelos de expectativas racionales, señalan el éxito de las medidas de Volcker como el fin de las políticas de inspiración keynesiana, los herederos intelectuales del gran economista inglés defienden que sus modelos resultan mucho más ajustados a lo ocurrido en estos años que no los esgrimidos por sus oponentes. Ambas posiciones parecen defendibles. Por un lado los modelos de expectativas racionales hubieran previsto una rápida adaptación de los agentes al cambio de política monetaria, que no se dio. Por otra parte parece claro que si bien los modelos keynesianos se ajustaban mejor al movimiento de las variables, no fueron capaces de aportar soluciones válidas a la *estaflación* de la década de 1970. Es indudable que las medidas adoptadas por Paul A. Volcker se convirtieron en elemento central de una nueva política económica de corte radicalmente conservador, que encontró en el presidente Ronald Reagan y la primera ministra británica Margaret Teatcher sus adalides políticos.

Finalmente, no debemos olvidar que, al margen de las decisiones vinculadas a la política monetaria, la etapa de Paul Volcker al frente de la FED se caracterizó por la introducción de importantes cambios en la normativa reguladora de la actividad bancaria, incluidas las funciones atribuidas a la propia FED.

La más importante de estas disposiciones fue la *Depository Institutions Deseregulation and Monetary Control Act* de 1980. Esta ley tenía dos partes totalmente distintas. La primera de ellas estaba dedicada a reforzar el control monetario de la FED. La gran innovación fue establecer que las entidades de depósito de todo tipo debían mantener un nivel de reservas establecido por la Reserva Federal. Hasta entonces menos del 40 por ciento de las entidades bancarias de depósito estaban bajo la supervisión de la FED. Esta parte de la ley fue calificada por el propio Volcker como “[one of] the most important pieces of financial legislation enacted in this century....strengthening the Federal Reserve’s

ability to implement monetary policy by providing an equitable universal system of reserve for depository institutions...”

La segunda parte de ley, dedicada propiamente a la normativa bancaria, significó un notable avance en el proceso de desregulación iniciado años antes. En este caso el cambio más relevante fue la autorización otorgada a las entidades reguladas para poder remunerar los depósitos de sus clientes. Se trataba de poner las bases de un mercado de depósitos en el que no hubiera discriminación entre los distintos tipos de entidades.

La ley incluyó también medidas específicas de liberalización para las *Savings and Loan Associations*, cuya finalidad última era facilitarles acceso al mercado de capitales. Estas entidades estaban sufriendo enormes tensiones al tener concedidos créditos hipotecarios a largo plazo e intereses reducidos, mientras como consecuencia de la política monetaria restrictiva solo conseguían fondos a tasas de interés muy superiores. Las medidas incluidas en la ley de 1980 no obtuvieron los resultados esperados y en 1982 se aprobó una segunda ley todavía más liberal que abrió la puerta a que aparecieran comportamientos oportunistas y especulativos. Al fin, muchas de estas entidades entraron en crisis y el problema acabó superando la capacidad de la entidad aseguradora de sus depósitos, ocasionando pérdidas muy notables para el erario público.

Pese a su firme defensa de la ortodoxia monetaria, Paul Volcker no ha sido nunca partidario de liberalizar en exceso la actividad bancaria. Durante su segundo mandato introdujo reformas para asegurar el control de la FED sobre el riesgo asumido por las entidades bancarias y se opuso frontalmente a los intentos de autorizar a los bancos comerciales a suscribir títulos privados o a participar en negocios inmobiliarios. Su escepticismo respecto a la ingeniería financiera queda reflejado en su famosa afirmación de que la única innovación financiera reciente realmente útil han sido los cajeros automáticos.

Desde su salida de la Reserva Federal, en Agosto de 1987, Paul Volcker ha ocupado numerosos puestos de responsabilidad tanto en el sector público como en el privado. Fue presidente de la *National Commission on Public Service* y del *Board of Trustees of the International Accounting Standards* (2000-2005). En el ámbito privado fue socio director de James D. Wolferson, una firma dedicada los servicios financieros internacionales. En febrero de 2009, Volcker fue escogido por el presidente Obama para encabezar el *President's Economic Recovery Advisory Board*, encargado de asesorar al presidente en temas relacionados con la crisis económica. Desde esa posición Paul Volcker lanzó una campaña a favor de restringir las actividades de los bancos, prohibiendo determinadas operaciones que

implicaban elevado riesgo y ningún beneficio para los clientes. Volcker creía que la crisis de 2007 era fruto en parte de operaciones demasiado arriesgadas que los bancos adoptaron para asegurar su rentabilidad. La llamada *Volcker Rule* fue inmediatamente rechazada por los bancos y por los partidarios de la total libertad financiera, una oposición que acabó ante los tribunales. Pese a todos estos inconvenientes, la ley que contenía la *Volcker Rule* fue aprobada en 2014 y se va desplegando progresivamente.

Esta actitud independiente, de desconfianza respecto a la actividad bancaria, y su defensa de una estricta supervisión por parte del estado, explica que el hombre que implantó efectivamente una política monetaria ortodoxa no cuente con el reconocimiento del movimiento conservador norteamericano.

REFERENCIAS:

- *Federal Reserve History* (artículos diversos)
<http://www.federalreservehistory.org/>
- Entrevista a Paul Volcker en el programa 'Commanding Heights' de la PBS, 26.9.2000
http://www.pbs.org/wgbh/commandingheights/shared/mini_text/int_paulvolcker.html
- Paul Krugman, "Keynesians and the Volcker Disinflation", *The New York Times*, 30.12.2014 http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/12/30/keynesians-and-the-volcker-disinflation/?_r=0
- Paul Volcker, *Statement before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy*, 15.5.1980
https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=8219&filepath=%2Fdocs%2Fhistorical%2Fvolcker%2FVolcker_19800515.pdf#scribd-open
- William L. Silber, *Volcker: The Triumph of Persistence*. Bloomsbury Press, Nueva York, 2012.
- M. Goodfriend and R.G. King, "The Incredible Volcker Disinflation", *Journal of Monetary Economics*, 52 (2005), p. 981-1015.