

# La siguiente generación de reformas financieras en India

*Eswar S. Prasad y Raghuram G. Rajan*

**I**NDIA ha crecido a pasos agigantados en los últimos años y surge hoy como una gran potencia económica mundial. Tras avanzar a un lento ritmo anual de 4%–5% de crecimiento del PIB en los años ochenta y noventa, la economía ha crecido vertiginosamente en esta década, a una tasa anual de 8,5% desde 2005 (gráfico 1). El desafío es ahora mantener este impulso y brindar beneficios además de oportunidades económicas a una amplia franja de la población.

El sistema financiero de India —compuesto por bancos, mercados de acciones y

bonos y muchas otras instituciones financieras— es un determinante crucial de la trayectoria futura de crecimiento del país. Su capacidad para canalizar ahorros internos y capital extranjero hacia la inversión productiva y ofrecer servicios financieros —pagos, ahorro, seguros y pensiones— a una vasta mayoría de los hogares influirá en la estabilidad económica y social.

Aunque las instituciones financieras y las estructuras regulatorias de India se han desarrollado gradualmente, es tiempo de avanzar en forma más concertada con la siguiente

**Un nuevo informe recomienda remodelar el sistema financiero de India para apuntalar el crecimiento**

Centro comercial en el este de India.



generación de reformas. Una economía orientada al mercado cada vez más compleja y cada vez más integrada con el comercio y las finanzas mundiales requerirá mercados financieros más profundos, eficientes y adecuadamente regulados.

Esas consideraciones impulsaron al gobierno de India a crear un comité de alto nivel integrado por un grupo selecto de profesionales del sector financiero, empresarios, académicos y autoridades para trazar un plan de reformas financieras. Después de más de seis meses de intenso trabajo, el comité presentó al gobierno su informe preliminar (disponible en Internet en [http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report\\_fr.htm](http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report_fr.htm)). En este artículo se resumen las principales conclusiones del informe y se analizan sus recomendaciones.

## Tres conclusiones principales

A través de los años, numerosos comités gubernamentales han estudiado aspectos específicos de las reformas financieras de India, pero este es el primero cuyo mandato es esbozar una agenda integral para la evolución del sector financiero. En el informe se sostiene que hay profundas vinculaciones entre los diferentes ámbitos de reforma, como las políticas monetaria y fiscal, y reconocerlas es esencial para lograr un avance real.

El informe presenta tres conclusiones principales. Primero, el sistema financiero de India no presta servicios adecuados a la mayoría de los clientes minoristas internos, a las empresas pequeñas y medianas ni a las grandes empresas. La propiedad estatal del 70% del sistema bancario y los obstáculos al desarrollo de los mercados de títulos de deuda corporativa y de derivados han limitado el desarrollo financiero, lo cual inevitablemente impedirá un alto crecimiento.

Segundo, el sector financiero —si está correctamente regulado pero libre de las restricciones oficiales que han frenado el desarrollo de ciertos mercados e impedido que otros sean competitivos y eficientes— tiene el potencial de generar millones de puestos de trabajo y ejercer un enorme efecto multiplicador en el crecimiento económico.

Tercero, en estos tiempos inciertos, la estabilidad financiera es más importante que nunca para impedir que los shocks que golpean el sistema, especialmente desde el extranjero, frustren el crecimiento. Aunque la economía de India evitó la crisis asiática y la más reciente de las hipotecas de alto riesgo, resta mucho por hacer para garantizar la estabilidad y durabilidad del sistema financiero.

## Cómo están las cosas

En el informe se señala que el sistema financiero de India ha logrado avances significativos en los últimos años. En particular, las bolsas de valores se han desarrollado bien y son una fuente vital de financiamiento para las empresas y un instrumento alternativo de ahorro para los hogares. La capitalización del mercado accionario ha aumentado significativamente, ayudada por los flujos financieros externos, y su infraestructura técnica es de última generación (gráfico 2).

El gobierno de India ha adoptado una serie de medidas para mejorar el sistema bancario. Gracias a las reformas comenzadas hace casi dos décadas, la eficiencia del sistema ha aumentado y la relación entre préstamos en mora y depósitos es notablemente baja: aproximadamente el 1%. Muchos bancos del sector público han pasado a ser bastante rentables y bien capitalizados y coexisten con un vigoroso sistema bancario privado.

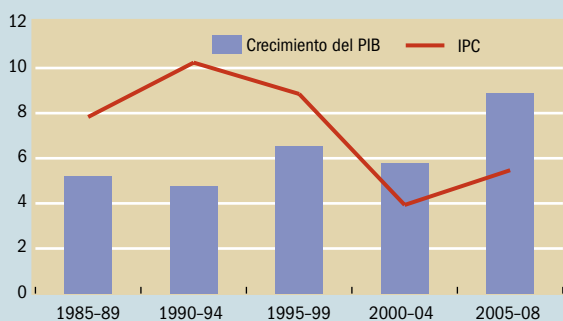
Sin embargo, en términos de profundidad financiera global —el tamaño del sistema financiero en relación con la economía— India no sale favorecida en una comparación con otros países, ni siquiera con la mayoría de los demás mercados emergentes en una etapa de desarrollo similar. Pese a la fortaleza aparente del sistema bancario, la relación entre el crédito al sector privado y el PIB es aún baja según estándares internacionales (gráfico 3). Algunas restricciones al sistema bancario, y los incentivos que llevan a los bancos a mantener

Gráfico 1

### Una buena combinación

Durante esta década, India ha registrado hasta hace poco tiempo un fuerte crecimiento sumado a una inflación moderada, aunque ahora los precios vuelven a aumentar rápidamente.

(Porcentaje)



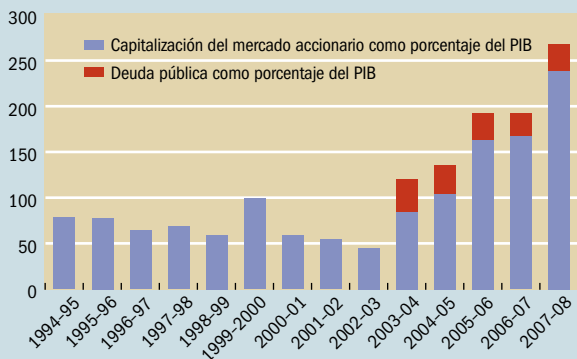
Fuentes: CEIC; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos de los autores.

Gráfico 2

### Auge de las acciones

La rápida expansión de los mercados accionarios de India ha contribuido a impulsar el crecimiento de las empresas, pero los mercados de deuda siguen siendo pequeños.

(Porcentaje)



Fuentes: CEIC y cálculos de los autores.

Nota: En el gráfico se incluye solo la deuda pública negociada en los mercados (no se dispone de un desglose antes de 2003-04). No se incluye la deuda privada, que apenas aparece en esta escala. India presenta sus datos macroeconómicos sobre la base del ejercicio financiero en lugar del año calendario

bonos públicos en lugar de otorgar préstamos, han asfixiado el crédito. En consecuencia, la relación media entre préstamos y depósitos es mucho menor que en la mayoría de los demás países.

El mercado de bonos públicos es importante —la deuda pública equivale a un 70% del PIB— pero gran parte de esos instrumentos está en poder de los bancos, como lo exige el “índice legal de liquidez” y no se negocia. El mercado de bonos de empresas está muy poco desarrollado, ascendiendo la capitalización total a menos del 10% del PIB. Las restricciones regulatorias también han impedido el desarrollo de ciertos mercados de derivados, especialmente los de monedas.

La falta de esos mercados se hace más notoria ante la mayor apertura que hoy tiene la cuenta de capital de India, lo que puede provocar una mayor volatilidad de la moneda a corto plazo. India es vista como un destino atractivo para el capital extranjero, y en los últimos años ha recibido grandes entradas de fondos a través de diferentes canales, especialmente inversión de cartera en acciones (gráfico 4). El sistema financiero enfrenta retos aun mayores para canalizar de manera eficiente los crecientes montos de capital extranjero y nacional hacia las inversiones más productivas. También será importante que la capacidad y los conocimientos necesarios para regular los mercados financieros no queden demasiado a la zaga de las innovaciones que surgen en estos.

Evidentemente, instituir nuevas reformas financieras plantea grandes desafíos. Corresponde considerar primero el panorama general.

### Ajustar las políticas macroeconómicas

Entre la gestión económica y el desarrollo financiero hay vínculos profundos y recíprocos. La disciplina y previsibilidad de las políticas monetaria, fiscal y de gestión de la deuda crean una base para las reformas del sector financiero. A su vez, el correcto funcionamiento del sistema financiero es esencial para la transmisión eficaz de las políticas macroeconómicas.

Aun con sus defectos, las políticas macroeconómicas de India han generado alto crecimiento y, hasta hace poco, una inflación estable. ¿Por qué arreglar lo que funciona? Como cantaba Bob Dylan, porque los tiempos están cambiando.

Los flujos transfronterizos de capital —en ambos sentidos— han aumentado y probablemente seguirán siendo cuantiosos y volátiles, afectando la oferta monetaria interna y el tipo de cambio, entre otras cosas. Volver a imponer controles de capital no es la solución, ya que incluso los aún vigentes están perdiendo fuerza porque un inversionista ágil invariablemente encuentra la forma de evadirlos. La única alternativa viable es tener políticas previsibles y coherentes que por lo menos no generen volatilidad y que ofrezcan flexibilidad para responder rápidamente a los shocks.

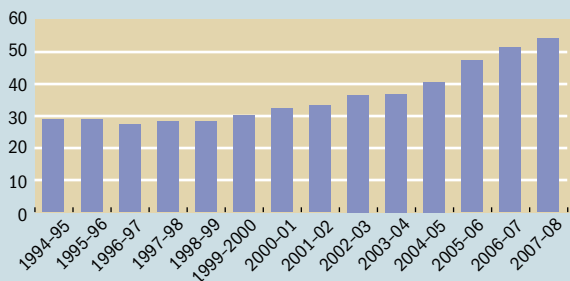
¿Cuáles son las opciones de política monetaria, especialmente ahora que la economía está más abierta y expuesta a una mayor variedad de shocks internos y externos? El Banco de la Reserva de India (RBI, por sus siglas en inglés) ha cumplido bien sus múltiples mandatos: mantener razonablemente controlada la inflación, manejar algunas de las presiones sobre el tipo de cambio y hacer frente a las entradas de capital, todo ello en un contexto de fuerte crecimiento. Pero quizás este acto de acrobacia ha llegado a su límite. Ante la volatilidad reciente de la rupia se vuelve a reclamar que el RBI gestione más activamente el tipo de cambio, lo que se torna más

Gráfico 3

### Por debajo del potencial

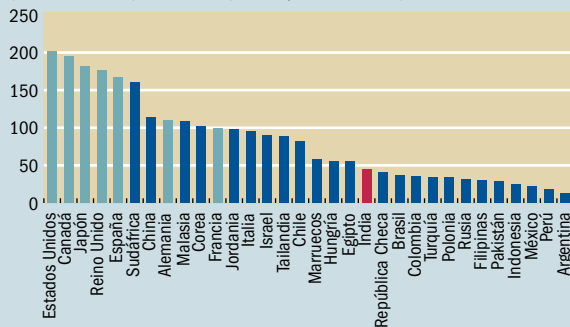
El financiamiento bancario ha crecido en India . . .

(Crédito al sector privado como porcentaje del PIB)



. . . pero la profundidad financiera sigue siendo baja según estándares internacionales.

(Crédito al sector privado como porcentaje del PIB, 2006)



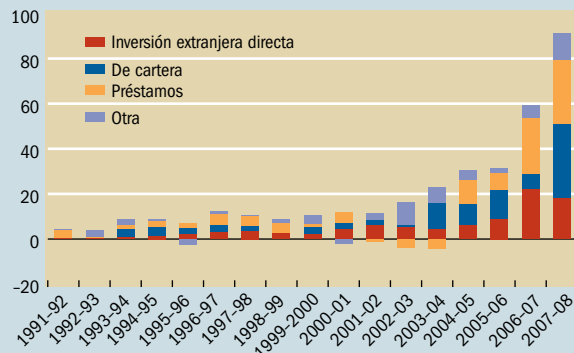
Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

Gráfico 4

### La inversión llega a raudales

India atrae grandes inversiones de cartera del extranjero.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC y cálculos de los autores.

difícil a medida que se abre más la cuenta de capital. Una intervención sostenida en el mercado cambiario también puede crear expectativas poco realistas acerca de la capacidad del RBI de atender objetivos múltiples con un solo instrumento.

Para que la política monetaria promueva la estabilidad macroeconómica y financiera, lo mejor es centrarla en una inflación baja y estable como único objetivo, lo que no significa sacrificar o descuidar el crecimiento. Quizás el mejor tónico que la política monetaria puede aportar al crecimiento consiste en anclar bien las expectativas inflacionarias. Al contrario de lo que creen algunos comentaristas, no existe una disyuntiva a largo plazo entre crecimiento e inflación, y usar la política monetaria para ensayar una solución de compromiso a corto plazo puede ser peligroso. En suma, el objetivo de inflación haría la política monetaria más eficaz y daría más poder al RBI en lugar de constreñirlo.

También es necesario reestructurar la política fiscal de India. Se ha logrado un alentador avance en la reducción del déficit presupuestario, pero puede tratarse simplemente de una mejora cíclica debida a la fortaleza de la economía. La condonación de ciertos préstamos agrícolas por el gobierno y las crecientes subvenciones al petróleo, por ejemplo, plantean la preocupación de que la rectitud fiscal caiga víctima del ciclo electoral. Los grandes déficits despiertan el fantasma de inflación futura y podrían también succionar los fondos disponibles para la inversión privada.

Como el déficit fiscal se financia en parte colocando bonos públicos entre los bancos, su tamaño también es importante para las reformas financieras. Reducir ese déficit y el endeudamiento del sector público de manera duradera es por lo tanto crucial para quitar limitaciones a la política monetaria (ya que la perspectiva de un déficit cuantioso dificulta el manejo de las expectativas inflacionarias) y permitir el avance de las reformas del sector financiero.

### **Promover la inclusión financiera**

Un sistema financiero robusto no sirve de mucho si la mayoría de las personas no tienen acceso a él. La inclusión financiera —ofrecer no solo crédito sino también otros servicios financieros como productos de ahorro y de seguro— es una prioridad clave, especialmente en las zonas rurales de India. Casi tres cuartas partes de las familias rurales no tienen acceso a fuentes formales de crédito y carecen de instrumentos para asegurarse frente a contingencias como un bajo rendimiento de las cosechas debido a condiciones meteorológicas adversas. Pero el problema no se limita a las zonas rurales. La falta de acceso a los servicios bancarios formales, que afecta a más de un tercio de los hogares pobres, los hace vulnerables a los intermediarios informales y resta eficiencia a la distribución de las transferencias públicas. La falta de financiamiento y de cobertura frena los nuevos emprendimientos.

La exigencia de otorgar una cierta cantidad de préstamos a sectores “prioritarios” favorecidos por el gobierno y los toques a las tasas de interés para los pequeños préstamos, especialmente al sector agrícola, han terminado por restringir el acceso al financiamiento institucional en lugar de mejorarlo.

Los bancos no tienen incentivos para ampliar el crédito si el precio de los pequeños préstamos se fija por decreto. En parte como consecuencia de ello, casi la mitad de los préstamos tomados por quienes se ubican en el cuarto inferior de la distribución del ingreso son otorgados por prestamistas informales a una tasa de interés superior al 36% anual, mientras que la tasa activa obligatoria para los bancos llega a menos de la mitad de ese nivel.

Según el informe, la solución no es más intervención sino más competencia entre las instituciones financieras formales e informales y menos restricciones para las primeras. Por ejemplo, si se liberalizan las tasas de interés y luego se establecen incentivos para que los bancos otorguen préstamos a sectores prioritarios como la agricultura (en lugar de ordenarlo por decreto), el flujo de crédito a esos sectores podría ser mayor y más eficiente. Si se permite que más bancos, especialmente los bancos privados más pequeños, bien capitalizados y bien administrados, operen y presten servicios minoristas, también se podría mejorar el acceso al financiamiento, haciéndolo más flexible y más acorde con las necesidades locales.

### **Igualdad de condiciones**

Dado el tamaño del sistema bancario de India y su papel predominante en el sector financiero, su reforma es una pieza fundamental del programa general de reformas. El sistema se ha caracterizado por ofrecer a los bancos una “gran ganga” implícita, la posibilidad de acceder a depósitos de bajo costo a cambio de cumplir ciertas obligaciones sociales como prestar a sectores prioritarios y financiar al gobierno comprando bonos públicos. Este marco se torna inviable a medida que se erosionan los privilegios de los bancos, incluidos los estatales, y aumentan sus limitaciones, como los créditos a sectores prioritarios, a menudo no motivados por consideraciones económicas sino políticas.

Mantener la propiedad pública de una parte importante del sistema bancario no contribuye a la eficiencia. Privatizarla de un golpe no es realista, ni siquiera deseable, pero hay mucho que puede hacerse incluso ahora para facilitar la transición a un sistema bancario más eficiente. Un paso sería crear directorios más fuertes e independientes, quizá con un inversionista privado dueño de una participación estratégica importante, que podrían gestionar los grandes bancos estatales mejor y con menos interferencia del gobierno. Otro sería permitir la fusión de bancos, especialmente para absorber las entidades más pequeñas y menos eficientes. Otros pasos, como permitir que los bancos establezcan sucursales y cajeros automáticos con menores restricciones, podrían promover más crecimiento, más ingreso de nuevos agentes y más competencia en el sistema bancario.

### **Mantener la regulación en sintonía con la innovación**

El problema de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos ha puesto en relieve la necesidad de una adecuada regulación aun en los mercados financieros más sofisticados. La eficacia de la regulación es aún más importante en un sistema financiero incipiente pero de rápido crecimiento.



Al gobierno le cabe la función esencial de establecer reglas de juego claras y flexibles que aborden la innovación financiera sin sofocarla.

Por ejemplo, promoviendo mercados de derivados sobre monedas se ayudaría a las empresas nacionales expuestas al comercio internacional a protegerse de las fluctuaciones cambiarias. Pero existe cierto riesgo de que los inversionistas extranjeros usen esos mercados para montar ataques especulativos contra la moneda y que las empresas se perjudiquen si compran esos productos sin comprenderlos cabalmente. La solución no es ahogar esos mercados sino hacerlos más transparentes, someter a los participantes a normas uniformes de divulgación de información e impedir las conductas fraudulentas. Si bien no todos los riesgos pueden eliminarse, sí hay formas de inclinar la balanza entre beneficios y riesgos a favor de los primeros.

Como en muchos otros países, numerosas empresas de servicios financieros de India operan hoy en mercados financieros diferentes (por ejemplo, seguros, banca, fondos comunes de inversión) cada vez más estrechamente vinculados. Ello implica que regular cada mercado en forma aislada ya no es el método correcto. Actualmente, hay múltiples organismos reguladores en algunos ámbitos y ninguno en otros. Muchos reguladores tienden a concentrarse exclusivamente en su ámbito específico, dejando a las empresas financieras sin supervisión.

Aunque establecer un único regulador puede ser prematuro en el contexto de India, es mucho lo que puede hacerse dentro del marco actual para mejorar la coordinación y delimitar claramente las responsabilidades entre los organismos existentes. Además, en lugar de centrarse excesivamente en aplicar una diversidad de normas a veces arcaicas, los reguladores deberían concentrarse en los riesgos más importantes, especialmente al interactuar con los grandes conglomerados financieros de importancia sistémica. Esa regulación basada en principios será más conducente y adaptable a la rápida evolución de los mercados financieros.

Ante el riesgo potencial de un colapso financiero, los bancos centrales y los reguladores se han vuelto muy cautelosos, quizá con razón. Pero una cautela excesiva no es en sí misma una virtud. Puede impedir que los mercados crezcan y sean capaces de absorber los shocks, y sofocar innovaciones como el desarrollo de nuevos mercados e instrumentos financieros. Podría incluso generar más tensión financiera (y efectos perversos cuando esta efectivamente golpea el sistema) si los reguladores se centran en un conjunto rígido de normas en lugar de considerar el panorama global de riesgo de las instituciones fiscalizadas.

## **Conexiones y pequeños pasos**

Ante tantos desafíos difíciles, ¿por dónde empezar? Muchas de las reformas requeridas están profundamente entrelazadas. Por ejemplo, convendría fijar normas parejas para las sociedades financieras bancarias y no bancarias flexibilizando el requisito de que los bancos financien a los sectores prioritarios y al gobierno. Pero podría ser riesgoso hacerlo mientras el gobierno siga enfrentando enormes necesidades de financiamiento sin tener un régimen normativo más ágil y uniforme.

Las conexiones van más allá de las reformas financieras y se extienden al plano macroeconómico. Por ejemplo, si se permite a los inversionistas extranjeros participar más libremente en los mercados de deuda pública y privada se podría dar más liquidez a esos mercados, proporcionar financiamiento para inversión en infraestructura y reducir el financiamiento de la deuda pública a

través de los bancos, además de proteger mejor a la economía frente a los riesgos.

Dada la complejidad del proceso político de India, detenerse en el panorama general podría empantanar el avance. Por ello, en el informe se enumeran diversas medidas concretas que podrían dar inicio al proceso de reformas y ganar impulso a medida que sus beneficios se hagan evidentes. Muchas de ellas son menos controvertidas, pero su aplicación exigirá cierta determinación por parte de las autoridades. Por ejemplo, convirtiendo las cuentas por cobrar a un formato electrónico y creando una estructura para que puedan venderse como papeles comerciales se podría aumentar el crédito disponible para las empresas pequeñas y medianas.

Si se la coordina con otras políticas en igual sintonía, la aplicación del plan de reformas del sector financiero propuesto en el informe podría contribuir significativamente al crecimiento económico y a su sostenibilidad, tanto económica como política. No hacerlo representaría una oportunidad perdida y también un enorme factor de riesgo para la economía. ■

*Raghuram Rajan, Profesor de Finanzas de la Escuela Superior de Negocios de la Universidad de Chicago, fue Presidente del Comité sobre Reformas del Sector Financiero. Eswar S. Prasad, Profesor de Política Comercial de la Universidad de Cornell e Investigador Principal del Instituto Brookings, fue miembro del equipo de investigación del comité.*

*Otros miembros del equipo que colaboraron en el informe son Rajesh Chakrabarti (Escuela de Negocios de India), Vinay D'Costa (Banco ICICI), Ajay Shah (NIPFP, Nueva Delhi), el profesor Jayanth Varma (IIM Ahmedabad) y Sona Varma (Banco ICICI). La lista completa de los miembros del comité y todos los colaboradores figura en el prefacio del informe.*