

Ver la crisis con claridad

Prakash Loungani traza una semblanza del economista

Nouriel Roubini

EN LA LISTA de las 50 personas más influyentes del mundo financiero elaborada por *Institutional Investor* para 2009 hay muchos altos funcionarios oficiales y presidentes de empresas como Ben Bernanke y Warren Buffet, pero solo un profesor de economía: en el puesto número 44, un escalón por debajo del inversionista saudita Príncipe Alwaleed bin Talal, figura Nouriel Roubini, de la Universidad de Nueva York.

Esta es una grata novedad para Roubini, quien se dedicó a la ciencia económica como medio de influir en la opinión y las políticas públicas. Hace dos décadas, se lo conocía en los círculos académicos por su influyente labor sobre la forma en que la situación política afectaba los resultados económicos. Diez años más tarde, comenzó a ganar fama fuera de ese ámbito como proveedor de información y análisis acerca de la crisis financiera de Asia. Hoy su nombre es ampliamente conocido, y se lo encomia por haber predicho que un colapso del sector inmobiliario de Estados Unidos provocaría quiebras de bancos y una profunda recesión.



Roubini viaja hoy por todo el mundo para pronunciar conferencias sobre los efectos del colapso que él predijo. Al describir un reciente itinerario de dos semanas, menciona Estambul, Dubai, Abu Dhabi, Londres, Moscú y —tras una pausa para recordar qué falta— Davos.

La influencia italiana

Roubini se describe como un “nómada mundial”. De ascendencia iraní y nacido en Estambul, creció en Israel y en Italia, y a fines de los años setenta estudió en la Universidad Bocconi de Milán. “En esa época había mucha turbulencia social y política en Italia. Y muchos como yo, aun en la adolescencia, tenían conciencia social y se preocupaban por el tema... La ciencia económica ofrecía una manera de comprender el mundo y de intentar cambiarlo para mejor a través de buenas políticas”.

Tuvo como modelo a Mario Monti, profesor de economía de Bocconi, quien pasó a ejercer gran influencia en los círculos políticos de Europa (véase una semblanza de Monti en la edición de junio de 2005 de *F&D*). Educado en Yale, Monti era, al decir de Roubini, “un líder y maestro carismático”, un académico serio pero interesado en las políticas públicas.

Cuando llegó el momento de elegir una universidad de posgrado, Roubini debió optar entre Cambridge (Reino Unido) y Cambridge (Massachusetts), como muchos estudiantes promisorios. Era tradición entre los estudiantes italianos asistir a la primera, atraídos por la presencia del destacado economista italiano Piero Straffa. Pero en los años ochenta, ya los estudiantes se inclinaban más por Massachusetts, donde otro gran economista italiano, Franco Modigliani, estaba instalado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT).

Roubini eligió Cambridge, Massachusetts, pero asistió a Harvard, no al MIT. ¿Por qué? “No pude entrar en el MIT”, dice. “Pero por favor deje en claro que no me siento ofendido. Esas cosas suceden”. De hecho, pudo interactuar con las superestrellas de Harvard —Jeff Sachs, Larry Summers, Robert Barro y Greg Mankiw— y del MIT, donde solía asistir a las clases de Rudi Dornbush, Stan Fischer y Olivier Blanchard. Su primer empleo luego de graduarse de Harvard en 1988 fue en Yale.

Locuras fiscales

Influido por la saga de la lucha de Italia con grandes y persistentes déficits fiscales, Roubini se volcó al estudio de la política fiscal: la manera en que los gobiernos deciden cuánto gastar y cómo pagarlo. En ese momento los gobiernos gastaban pero no pagaban, no al menos en la forma correcta.

Dice Roubini que en los años setenta y comienzos de los ochenta muchos países de Europa tenían déficits de alrededor del 4% del PIB y algunos, como Bélgica, Grecia e Italia, de hasta el 10% del PIB. Como consecuencia, la deuda pública aumentó sustancialmente: en los países que más tarde conformarían la zona del euro “casi se duplicó, pasando de alrededor del 30% al 60%” de sus

ingresos combinados. Estados Unidos y Japón también registraban déficits persistentes.

En las esferas académicas había dos visiones acerca de las causas de los déficits públicos y de su gravedad. Según una de ellas, expresada por el Premio Nobel James Buchanan, había una tendencia crónica a tener déficits presupuestarios porque los políticos en pugna competían por los votos de grupos de interés prometiéndoles un flujo continuo de gasto público.

Según la otra vertiente, cuyo principal proponente era Robert Barro, en materia de gasto público los gobiernos tendían a hacer lo correcto a largo plazo: acumulaban déficits en momentos de necesidad, como guerras y recesiones, y pagaban la deuda —aunque lentamente— en épocas tranquilas. Esta visión estaba respaldada por el comportamiento de los gobiernos de Estados Unidos y del Reino Unido, que habían actuado más o menos de ese modo a lo largo de su historia.

La contribución de Roubini, en los trabajos que realizó a mediados de la década de 1980 con Alberto Alesina y Jeffrey Sachs, consistió en trazar un camino medio entre esas dos posturas. Así, observó cuidadosamente la situación política de los países para comprender cuándo era más probable que los gobiernos cedieran ante intereses especiales, pero sin restar importancia a los factores económicos que también contribuían a generar déficits.

En una serie de estudios, Roubini demostró que cuando el poder se dispersa, por ejemplo entre muchos socios políticos de un gobierno de coalición, hay una mayor tendencia al descontrol de los déficits presupuestarios, tendencia que aumenta cuanto más breve es la permanencia esperada del gobierno de coalición en el poder. Una situación económica adversa eleva las probabilidades de que estallen conflictos entre los socios de la coalición, exacerbando aún más la pérdida de control fiscal.

Esta combinación de política y economía permitía explicar mejor la evolución del déficit público en las diversas democracias industriales. Explicaba por qué a Italia, que tuvo décadas de gobiernos de coalición de corta duración, le resultaba difícil controlar el déficit presupuestario, pero también por qué Japón pudo sostener su plan para reducir los déficits presupuestarios en la década de 1980, gracias al espacio político que le brindaba el control mayoritario ininterrumpido del partido gobernante y su esperada longevidad en el poder.

Esclavitud fiscal

Japón fue un adelantado en la tendencia hacia la corrección fiscal que caracterizaría a las economías industrializadas a mediados de los años ochenta. Roubini opina que quizás haya habido una reacción de los votantes ante la enorme expansión del sector público en la década anterior. “Alrededor de 1985”, señala, “todos los gobiernos del G-7 estaban liderados por partidos de centroderecha” y reinaba un clima de moderación fiscal. Prevalecía la noción de que se necesitaban reglas fiscales (parámetros explícitos) para controlar la tendencia de los gobiernos a acumular déficits desmedidos.

Los ejemplos más destacados de tales reglas aparecen en el Tratado de Maastricht de 1992, que fijaba a los países condiciones previas para su ingreso en la Unión Monetaria Europea. En el plano fiscal, los déficits presupuestarios no debían superar el 3% del PIB ni la deuda pública ser mayor que el 60% del PIB.

En un documento de 1993, ahora famoso, “Excessive Deficits: Sense and Nonsense about the Maastricht Treaty” (escrito con su colega de Yale Willem Buitre y el entonces estudiante Giancarlo Corsetti), Roubini criticaba esos criterios como un grave exceso de rigor fiscal. El problema de los criterios de Maastricht era que no contemplaban el estado de la economía. Aun frente a una recesión, se esperaba que los gobiernos se ciñeran al plan de reducir el déficit y la deuda hasta cumplir con los criterios.

Esos criterios tampoco reconocían que parte del gasto público adoptaba la forma de inversiones —por ejemplo en infraestructura— capaces de generar ingresos futuros. Su aplicación “exigiría un grado excesivo de retracción fiscal que afectaría negativamente el nivel de actividad económica”, afirmaban Roubini y sus colegas, y recomendaban: “no tener en cuenta los criterios o aplicarlos sin demasiado rigor”.

En cualquier caso, a algunos países de Europa les resultó difícil cumplir los criterios establecidos, aunque de todos modos se los admitió en la unión. Y en 2005 las reglas se tornaron más flexibles, dando a los países un margen más explícito para dejar que aumentara el déficit ante circunstancias económicas adversas. Roubini respalda esos cambios y se siente reivindicado: “Creo que las modificaciones van en la dirección de lo que habíamos señalado desde un principio en 1993. Les llevó un tiempo, pero finalmente se hizo algo sensato”.

El drama de Asia

Gracias a su labor sobre los ciclos políticoeconómicos y las reglas fiscales, el nombre de Roubini se iba haciendo conocido en los círculos académicos. Pero su reconocimiento creció visiblemente durante la crisis de Asia de 1997–99 como resultado de un acto de generosidad inusual entre los académicos. Roubini armó una página de Internet, en la cual mostraba y catalogaba material sobre la crisis, tales como informes del FMI y de otros organismos, artículos de periódicos y revistas, análisis del sector privado e investigaciones académicas.

Rápidamente la “página de Roubini” se convirtió en el primer punto de búsqueda para todos los interesados en seguir o combatir la crisis. En enero de 1998, *The New York Times* reconoció su influencia, observando que “el profesor Roubini mantiene un sitio (...) que incluso a quienes no posean un master en administración de empresas puede resultar útil para aprender sobre la crisis. Lo que al sitio le falta en detalles de diseño lo compensa en análisis, cantidad de enlaces y una cronología detallada”. Hoy, Roubini reconoce riéndose que “el periodista tenía razón acerca del diseño. En esos días yo mismo mantenía la página. Era solo un tablón de enlaces, carente de toda sofisticación”.

Durante la crisis de Asia, Roubini no se limitó a compilar información sino que la analizó activamente. Con sus estudiantes Corsetti y Paolo Pesenti, brindó el estudio más completo de la crisis, elaborado casi en tiempo real para los estándares del ámbito académico. En el documento de noviembre de 1998, Roubini y

sus colaboradores escribieron que la causa fundamental de la crisis asiática era “una larga tradición de avales públicos para proyectos privados. Aunque no hubiera promesas explícitas de un rescate (...), el sector empresarial en gran medida pasaba por alto los costos y riesgos de los proyectos de inversión subyacentes”.

Roubini acusó a los gobiernos de Asia de aplicar políticas que estaban “enredadas en una vasta maraña de favoritismo personal y político con el sector empresarial” e intervenciones a favor de empresas en dificultades. En un contexto tal, los mercados operaban conforme al supuesto de que tenían asegurado el rendimiento de su inversión frente a las adversidades. Los bancos siguieron el juego, “canalizando fondos hacia proyectos que eran marginales, cuando no directamente improductivos, desde el punto de vista social”.

Esa visión de la crisis resultaba entonces polémica porque parecía culpar a la víctima. Pero Roubini defiende su análisis. “Todavía lo veo como una historia de riesgo moral”, asevera. El economista Paul Krugman “tenía razón cuando decía que era un juego de ‘cara, gana yo; cruz, pierde el contribuyente’. Fue así porque los inversionistas creían que el gobierno los protegería de la mayoría de las pérdidas que hubo”.

En su asesoramiento sobre las políticas necesarias para superar la crisis, Roubini y sus coautores contemplaban ciertos matices. A mediano plazo, sostenían, el saldo fiscal tendría

Otras voces de alerta

Roubini advierte que hubo otros que alertaron sobre la crisis antes que él, y a menudo con igual contundencia: “Raghu Rajan dio un discurso muy fuerte en 2005”, sobre la excesiva asunción de riesgos en los mercados financieros y la posibilidad de un estallido a gran escala. “Merece mucho crédito por hablar claro”, asegura, “especialmente porque todavía ocupaba un cargo oficial” (como economista jefe del FMI). Rajan devuelve el cumplido, reconociéndole a Roubini el haber actuado según sus convicciones y señalando que los académicos a veces están sometidos a sus propias restricciones: “La mayoría de los académicos (...) teme hablar de ciertas cosas cuando no todo encaja prolijamente en un modelo”.

Otra importante llamada de alerta provino del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en cuyo informe anual de julio de 2007 se advirtió que la economía mundial corría el peligro de una sustancial desaceleración a raíz de un aumento descontrolado del crédito. Roubini dice que el hecho de que sus opiniones fueran compartidas en círculos oficiales como el BPI lo ayudó a “mantener el rumbo” y añade que supo que “la batalla estaba ganada” cuando muchos analistas de Wall Street y comentaristas de los medios reconocieron que él había estado en lo cierto.

Abby Joseph Cohen, de Goldman Sachs, dice que “Roubini estuvo entre los primeros en dar la alarma” acerca de la fragilidad financiera, y que los participantes del mercado ya no ven sus opiniones como “escenarios de baja probabilidad que interesan principalmente a los economistas académicos”. El columnista del *Financial Times* Martin Wolf escribió en febrero de 2008 que “los escenarios que describe el profesor Roubini son tan tóxicos que erizan la piel. Pero su pensamiento merece ser tomado en serio. Fue el primero en predecir una recesión en julio de 2006. Su visión era entonces extremadamente controvertida. Ya no lo es”.

que mejorar para absorber los costos del rescate de los sectores financiero y empresarial. Pero como “a corto plazo la crisis llevó a una fuerte caída de la inversión y del producto en la región de Asia”, la implementación de este ajuste debería postergarse, “aun a costa de registrar temporalmente grandes déficits fiscales”. Los planes internacionales de rescate —como los encabezados por el FMI— pueden “desempeñar un papel crucial”, afirmaron, “al ayudar a aliviar la contracción y evitar una caída aún mayor de la inversión y del consumo”.

En estos 10 años, su página unipersonal de Internet sobre la crisis de Asia se ha transformado en una operación de 40 personas denominada *Roubini Global Economics Monitor*, en la que se compila y analiza información sobre todas las cuestiones económicas internacionales.

Más que muchos académicos, Roubini ha sido un defensor del FMI. Piensa que ello se debe en parte a que “conoció la institución desde adentro” a una temprana edad. En 1985, durante su segundo año de estudios de posgrado, hizo una pasantía en la institución. Desde entonces ha vuelto a ella muchas veces y fue asesor del Tesoro de Estados Unidos desde 1999 hasta 2001. Durante 2001–02, trabajó con el personal técnico del FMI en el desarrollo de un método para detectar vulnerabilidades en los sectores financiero y empresarial, y escribió (con Brad Setser, ahora miembro del Consejo de Relaciones Exteriores) un libro que se ha convertido en material habitual de referencia sobre las respuestas de política apropiadas a las crisis de los mercados emergentes, titulado *Bailout or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*.

Problemas emergentes

Aunque gracias a su labor relativa a las crisis de Asia y de otros mercados emergentes Roubini se hizo muy conocido entre las autoridades oficiales y algunos segmentos de los medios de comunicación, su verdadero ascenso a la fama se produjo cuando comenzó a alertar sobre una crisis que acechaba mucho más cerca. Roubini dice que a partir de 2005, y cada vez más en 2006, la escalada de los precios de los activos, las prácticas crediticias laxas de los sectores financiero y empresarial, y los grandes déficits en cuenta corriente lo llevaron a preguntarse por qué Estados Unidos, que se parecía a un mercado emergente, no estaba aún en bancarota.

El especialista fue uno de los pocos observadores que transmitieron sus advertencias a audiencias incrédulas, cuando no directamente hostiles (véase el recuadro). En 2006, la economía mundial acababa de registrar su período quinquenal de más rápido crecimiento en 30 años y la economía de Estados

Unidos marchaba bien, habiendo superado los efectos del estallido de la burbuja tecnológica y del ataque terrorista del 11 de septiembre. En septiembre de 2006, en un ya célebre discurso, Roubini advirtió a un auditorio de funcionarios técnicos del FMI que había un riesgo superior al 50% de que Estados Unidos cayera en recesión al año siguiente. Desde hacía varios años, los estadounidenses estaban embarcados en un desborde de consumo, en la que muchos recurrieron al valor de sus viviendas como un “cajero automático”. Ahora, advirtió, “el agotamiento de los consumidores” es inminente.

Roubini trazó un paralelo entre 2006 y 2001, cuando la economía de Estados Unidos había caído por última vez en una recesión: “Lo que ocurre hoy es que, en lugar de una sobreoferta de bienes tecnológicos, hay sobreoferta de viviendas y también de bienes de consumo duraderos”. La Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos no podría evitar una recesión, expresó, “por la misma razón por la cual la distensión monetaria no funcionó en 2001”. Si existe sobreoferta, “hay que ir reduciéndola, y en realidad las tasas de interés no importan”. Roubini predijo también que el resto del mundo no se “desconectaría” de la situación de Estados Unidos.

Charles Collyns, Subdirector del Departamento de Estudios del FMI, asegura que cuando Roubini volvió a hablar en el FMI un año más tarde, ya había quedado demostrado que en gran medida tenía razón. De hecho, bromeó Collyns en 2007, “quizá Nouriel no había sido suficientemente pesimista” en su discurso del año anterior. Collyns también afirmó que las opiniones de Roubini contribuyeron a que el FMI observara precozmente con preocupación las perspectivas mundiales.

Encontrar un equilibrio

Actualmente Roubini lleva una vida atareada, tratando de ser un académico, un fanático del análisis de políticas y un emprendedor, todo ello “a tiempo completo”. Reconoce que debe encontrar un mejor equilibrio entre las tres actividades, pero no sabe cuál de ellas reducir.

En estos 10 años, su página unipersonal de Internet sobre la crisis de Asia se ha transformado en una operación de 40 personas denominada *Roubini Global Economics Monitor*, en la que se compila y analiza información sobre todas las cuestiones económicas internacionales. Roubini dice que su actividad como empresario le ha aportado conocimientos sobre negocios que como profesor universitario de economía nunca tendría. Comparte esta opinión su ex colega de Yale Robert Shiller, también un hombre de negocios exitoso, quien sostiene que “para un economista académico, es bueno dirigir una empresa”.

¿Quizá será tentado a sumarse al gobierno de Obama? Roubini lo considera improbable y agrega: “En los últimos años me he acostumbrado a poder escribir libremente y a expresar mis puntos de vista sin limitaciones. Sería un duro ajuste encontrarme en una situación en la que cada palabra que diga tenga que ser autorizada por alguien”. En cambio, se siente satisfecho de poder influir indirectamente en las políticas a través de sus opiniones. “No quiero exagerar mi influencia, pero pienso que ahora, cuando escribo algo, la gente lo lee y reflexiona sobre ello. Con eso soy feliz”. ■

Prakash Loungani es Asesor del Departamento de Estudios del FMI.