

Detector de fallas financieras



Laura Wallace
**traza una semblanza
de Raghuram Rajan, el
clarividente economista
financiero hoy al
timón del Banco
Central de la India**

RAGHURAM Rajan, actual Presidente del Banco Central de la India, fue el Economista Jefe más joven del FMI y el primero de origen no occidental.

Sin embargo, en 2003, cuando Rajan llegó con sus 40 años a la sede central del FMI en Washington, muchos de sus colegas creyeron que se había equivocado de edificio. El profesor de finanzas de la Universidad de Chicago venía a desempeñar el cargo de Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios. Pero, aunque era un economista financiero muy prestigioso, iba a ocupar un puesto que siempre había estado en manos de destacados macroeconomistas. Y, para los macroeconomistas que pueblan el FMI, Rajan era desconocido.

Pero por algo el FMI había elegido a Rajan: el organismo quería ampliar sus conocimientos especializados sobre finanzas tras la crisis financiera asiática de fines de la década de 1990. Anne Krueger, entonces segunda en la línea de mando del FMI, como Primera Subdirectora Gerente, había leído un libro escrito por Rajan y Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists* (2003) (“Salvar el capitalismo de los capitalistas”), y decidió llamar a Rajan. Cuando le preguntó si le interesaría ser Economista Jefe, dice que le contestó: “Pero Anne, yo no sé nada de macroeconomía”, a lo que ella bromeó: “Yo tampoco”. Rajan decidió intentarlo y se tomó un avión para ir a una entrevista.

Una década después, cuando Rajan llegó al Banco de Reserva de la India (BRI) en su primer día como Gobernador, nadie dudaba de que hubiera llegado al edificio correcto. Era como si todo su trabajo académico transcurrido desde su tesis doctoral de 1991 sobre los peligros de las relaciones demasiado amigables entre bancos y empresas lo hubiera guiado a ese momento. Además, su temporada en el FMI le había dispensado una valiosa experiencia, no solo en la formulación de políticas sino también en la interacción con economías avanzadas. En palabras de un ex compañero de trabajo, Rajan es capaz de mantenerse firme porque “no lo intimidan” las grandes potencias industriales. Además, fue

uno de los pocos economistas que alertaron acerca de los riesgos de la innovación financiera mucho antes de que una devastadora crisis golpeará a Estados Unidos en 2007 y luego hiciera estragos en la economía mundial.

Rajan debe hacer frente a grandes exigencias y expectativas, tanto en la esfera nacional como a nivel mundial. Está al frente del banco central de la India en un momento en que el país intenta recobrar impulso económico, y en que autoridades de todo el mundo buscan en él pautas para reformular el sistema financiero mundial. Como es de esperar, el profesor de Chicago aboga por el libre mercado pero, como escribió en su libro de 2003, también considera el mercado “una institución frágil que debe erigirse en un estrecho espacio entre Escila, la arrogante interferencia del estado, y Charibdis, el apoyo estatal insuficiente”.

Por otra parte, no es fácil ubicar a Rajan en ningún campo económico determinado. Se define como “un pragmático”. Como dijo a *F&D*: “No es la economía la que determina los resultados, sino la capa política que se le superpone. Y comprendemos mucho menos la capa política que la economía. De modo que, cuando se combinan las dos, se trata en esencia de un proceso de navegación. ¿Cómo me aseguro de que prevalezca una política económica sensata?”.

Salvar el capitalismo

Rajan nació en Bhopal, en India central, en 1963, pero pasó gran parte de su infancia en Indonesia, Sri Lanka y Bélgica (su padre trabajaba en el Ministerio de Asuntos Exteriores) antes de volver a India a los 11 años. Dice que su fascinación con las finanzas data de sus días de posgrado en el Instituto Indio de Gestión de Ahmedabad, que siguieron a una licenciatura en ingeniería del Instituto Indio de Tecnología de Delhi. Recuerda cuando leyó la teoría racional de la valoración de opciones del Premio Nobel Robert Merton (una fórmula para evaluar opciones, que son contratos que otorgan a un comprador el derecho a comprar o vender un activo financiero a un precio determinado en el futuro). Dice que lo que más lo impactó, además de su “elegancia matemática”, fue su “utilidad para el mundo real”. En 1991 completó un doctorado en finanzas en la Escuela Sloan de Administración del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) y comenzó a desempeñarse como profesor adjunto en la Escuela Booth de Negocios de la Universidad de Chicago, dos instituciones que atraían a los principales investigadores en materia de valoración de opciones.

Durante gran parte de los 12 años que siguieron, Booth se convirtió en el segundo hogar de Rajan, quien enseñaba sobre actividades bancarias y finanzas al tiempo que desarrollaba trabajos ampliamente citados con colegas como Doug Diamond y Zingales. En enero de 2003, Rajan ganó el Premio Fischer Black de la American Finance Association al mejor investigador en finanzas menor de 40 años por “sus innovadores aportes a nuestro conocimiento sobre las instituciones financieras, el funcionamiento de la corporación moderna y las causas y consecuencias del desarrollo del sector financiero en numerosos países”.

El anuncio del premio destacaba que “mientras muchos economistas ensalzaban las virtudes del financiamiento bancario, Rajan advirtió en su influyente tesis doctoral que las relaciones demasiado amigables entre las empresas y los bancos podían tener un aspecto perjudicial como el que se vio en Japón”. Luego, citaba

su trabajo con Diamond, que “entreteje la microteoría bancaria con la teoría macroeconómica” y echa luz sobre “el rol de los bancos en la provisión de liquidez, el motivo por el que esa función vuelve a los bancos tan propensos a las crisis sistemáticas y la razón por la que los cambios en la política monetaria tienen un efecto tan

“Se trata de un proceso de navegación. ¿Cómo me aseguro de que prevalezca una política económica sensata?”

marcado en los préstamos bancarios”. Además, citaba su trabajo con Zingales, que ofrecía “un nuevo método para precisar el efecto de las instituciones en el crecimiento económico” y demostraba que “las industrias que dependen de financiamiento externo crecen más rápido en los países que cuentan con un sistema financiero más desarrollado”, lo que contribuyó a “erradicar el mito de que el sistema financiero de cada país es un elemento secundario que no afecta demasiado su crecimiento económico”.

Rajan y Zingales se apoyaban en esas conclusiones en su libro de 2003, que afirma que muchos países tienen sistemas financieros subdesarrollados a causa de la oposición política de la elite, que teme perder su posición si se amplía el acceso al financiamiento y se incrementa la competencia. Rajan considera que el libro se mantiene vigente dado el giro que se produjo posteriormente a la crisis hacia lo que él considera economías excesivamente gravadas y reguladas, cuando lo que se necesita en realidad es mantener “nuestras economías flexibles para hallar las soluciones”.

Rajan ganó numerosos premios más, entre ellos el Premio Infosys de Ciencias Sociales y Economía de India en 2011 y el Premio Economía Financiera del Deutsche Bank en 2013. En la ceremonia de entrega celebrada en Fráncfort, Diamond, uno de los presentadores, dijo que el trabajo de Rajan “siempre está hecho con una visión clara del modo en que el tema de la investigación y sus resultados pueden hacer del mundo un lugar mejor”. Además, describió a Rajan como “inmensamente justo” y “la voz de la razón en nuestro cuerpo docente”, y señaló que, en la Universidad de Chicago, y especialmente en Booth, “casi no tiene enemigos a pesar de adoptar posiciones fuertes en relación con temas controvertidos”.

Del mundo académico al FMI

En agosto de 2003, Rajan sucedió en el cargo de Economista Jefe del FMI al conocido egresado de Harvard Kenneth Rogoff. Rajan admite que “fue una transición interesante”. Recuerda con una sonrisa que “después del macroeconomista gigante que es Ken Rogoff, la reacción general era: ‘¿Quién es este tipo?’ ¿Rajan qué?”. Dice que “una de las primeras cosas que necesitaba dejar en claro era que sabía algo de macroeconomía”, de modo que puso mucho empeño en atraer y mantener a un buen equipo. “Cuando la gente empezó a querer venir [al Departamento de Estudios], supe que había superado el primer reto”.

Con la economía mundial en relativa calma —cuando la agitación finalmente se aplacó tras la suspensión de pagos de argentina a

fines de 2001—, Rajan pudo incrementar la investigación financiera y explorar la manera de integrar las cuestiones relativas al sector financiero en los modelos económicos de país del FMI, tarea que podría parecer factible puesto que el FMI ya contaba con modelos para manejar problemas fiscales y monetarios. Sin embargo, crear un modelo para los problemas financieros resultó mucho más complejo. Como consecuencia, si bien Rajan ostenta el mérito de haber sentado las bases, se trata de una tarea que aún se está realizando, no solo entre los investigadores del FMI sino entre cientos de académicos.

La gran diferencia es que, hace una década, no había urgencia para crear ese modelo, mientras que ahora es una prioridad. Como escribió Rajan en una columna de Project Syndicate en agosto de 2013: “En la época que precedió a la crisis financiera de 2008, los macroeconomistas solían omitir al sector financiero de sus modelos de economías avanzadas. Puesto que la última crisis financiera importante había sido la Gran Depresión, convenía dar por sentado que la tubería financiera funcionaba por sí sola. Los modelos así simplificados sugerían políticas que parecían funcionar... hasta que la tubería se obstruyó. Y falló, superada por el comportamiento masivo, determinado por políticas cuyas interacciones recién estamos empezando a entender”.

El Economista Jefe del FMI, Olivier Blanchard, sostiene que “hicimos grandes progresos en nuestra perspectiva del sistema financiero, en el aislamiento de ciertos tipos de riesgos y en la obtención de datos que nos permiten trabajar más en tiempo real. Pero eso no significa que comprendamos esos temas a fondo; la integración entre ambos está avanzando pero aún no se completó”. El problema fundamental, según Blanchard, es que “no estamos seguros de qué significa la estabilidad financiera”. También lo preocupa que todavía no se haya podido dar con un modelo macrofinanciero —lo preocupa que sea “el eterno juego del gato y el ratón”— porque “si identificamos los riesgos hoy, quizá en dos años los riesgos sean otros y estén en otro lugar” del sistema financiero.

Lo que convierte a Rajan en una figura central en estos debates financieros, de acuerdo con algunos colegas, es su capacidad de ver el bosque que se oculta tras el árbol. Stijn Claessens, Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI, opina que Rajan es “una de las pocas personas cuya formación académica y profesional le permite hablar de macroeconomía y saber de finanzas en cuanto a los detalles institucionales, y además ver los vínculos entre ellas y el modo en que interactúan”. En palabras de Anil Kashyap, de Chicago (y otro coautor de Rajan): “Los argumentos que se emplean para definir las tasas de interés suelen ser bastante simples; en cambio, el debate sobre cómo generar estabilidad financiera es mucho más complicado, en parte porque no tenemos un modelo confiable en el que apoyarnos. Raghu tiene la gran ventaja de una visión clara del sistema financiero, de lo que funciona y de las dificultades que presenta. Pienso que por eso está a la vanguardia de muchos de los debates sobre estabilidad financiera”.

Duelo en Jackson Hole

Pero la visión de Rajan no siempre se recibió de buen grado. En agosto de 2005, fue el blanco de duras críticas tras lo que resultó ser un discurso profético sobre los peligros que acechaban en el sistema financiero. Lo habían invitado a hablar sobre la evolución del sistema financiero durante el mandato de Alan Greenspan

Una alerta desoída

¿Podría haber hecho algo más Raghuram Rajan para que su mensaje fuera oído en Jackson Hole? Él cree que no, por dos motivos.

En primer lugar, corrían buenos tiempos económicos, por lo que no era fácil persuadir a nadie de tomar medidas que podrían desacelerar el crecimiento para atender un riesgo poco probable. Al fin y al cabo, la Fed acababa de lidiar con la crisis de las punto com inyectando liquidez en el mercado, y un amplio consenso creía que “si surgía otra crisis, podría manejársela del mismo modo, a pesar de que esta vez el problema era el crédito bancario y no una pérdida de valor de mercado”, relata a *F&D*.

En segundo lugar, Rajan hizo esos comentarios en una gala en honor del entonces Presidente de la Fed, Alan Greenspan, que compartía la generalizada idea de que “los jugadores principales no tenían incentivo alguno para salirse de la pista” y convencer al público de lo contrario era un objetivo muy ambicioso. “Son gente muy lista. Son de Goldman Sachs, de JPMorgan y ganan montones de dinero. Son los más listos de todos. ¿Por qué van a desarmar su negocio? ¿Y quiénes somos nosotros, unos reguladores con salarios bajos, para suponer que sabemos más que ellos de su negocio? Y la respuesta es que no, no sabemos más que ellos de su negocio, pero tenemos incentivos distintos. Ellos están encerrados en su frenesí competitivo; nosotros somos los que podemos detenerlos”.

(el entonces Presidente de la Junta de la Reserva Federal, pronto a jubilarse) en el simposio anual de banqueros centrales y otros economistas de alto perfil en Jackson Hole, Wyoming. Rajan dice que había previsto concluir que la drástica expansión de los mercados financieros había reducido el riesgo para los bancos, pero que las cifras reunidas por su personal indicaban lo contrario.

Con Greenspan en el público, Rajan dio una conferencia basada en su trabajo “*Has Financial Development Made the World Riskier?*” (“¿Ha vuelto al mundo más riesgoso el desarrollo financiero?”), en la que advertía que ciertos instrumentos financieros novedosos (como los swaps de incumplimiento crediticio, que funcionan como un seguro contra los bonos en cesación de pagos) podrían dar lugar a “una probabilidad mayor (aunque pequeña) de un colapso catastrófico”. No a todos les cayó bien el mensaje. Lawrence Summers, ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos, desestimó la idea de Rajan por “resistir el progreso” y ser “infundada”. Donald Kohn, Vicepresidente de la Junta de la Reserva Federal, sugirió que Rajan era un nostálgico de la época de la dominación bancaria, palabras que Rajan rechazó de plano.

Rajan escribió que se fue de Wyoming con cierto malestar, pero no a causa de las críticas sino de que “los críticos parecían ignorar lo que ocurría frente a sus ojos” (véase el recuadro). Varios años después, el objeto de su advertencia se hizo realidad: el mercado estadounidense de títulos hipotecarios de alto riesgo comenzó a hacer implosión en 2007 y provocó la crisis financiera mundial.

Por supuesto que el paso de Rajan por el FMI fue mucho más que Jackson Hole. Él lo describe como una tremenda experiencia de aprendizaje durante la cual afianzó sus conocimientos de macroeconomía. También fue una inmersión en el arte de formular políticas económicas mundiales; por ejemplo, lideró un equipo que intentó ayudar a algunas economías importantes a reducir sus desequilibrios gigantescos (y sin precedentes) de

balanza de pagos. Y fue su primer período como Director, con cien personas a su cargo en el Departamento de Estudios. Sin embargo, ese número parece ínfimo hoy en día, puesto que en el Banco de Reserva de la India supervisa a 17.000 empleados.

Sus ex compañeros del FMI afirman que lo más excepcional de Rajan es su humildad, su integridad y su curiosidad y rigor intelectual. Ostry, Subdirector del Departamento de Estudios, dice que Rajan “alienta a los miembros de su equipo a desarrollar sus ideas y les da virtualmente todo el crédito aun cuando su propio aporte es sustancial”. Y que Rajan estaba “dispuesto a adoptar posturas controvertidas tanto en el plano interno como en el externo, dentro de los límites de su cargo, como nadie que yo haya conocido”.

En diciembre de 2006, con su contrato con el FMI finalizado, Rajan regresó a Chicago, donde disponía del tiempo y la libertad académica para adentrarse aún más en las repercusiones de la innovación financiera. El resultado fue *Fault Lines* (“Líneas de fallas”), que ganó el premio Financial Times y Goldman Sachs al mejor libro de negocios en 2010. Rajan advierte que no se debe considerar al sector financiero como el chivo expiatorio de la crisis (“los banqueros que se volvieron locos”), porque los culpables son fallas complejas y variadas, tales como:

- Las presiones políticas internas (surgidas de la desigualdad del ingreso) que generan crédito fácil.
- Las estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones (como en Alemania, China y Japón) que dependen del endeudamiento de los consumidores de Estados Unidos.
- El creciente riesgo financiero asumido con la idea de que el Estado resolvería cualquier problema.

De regreso a India

Rajan hizo carrera en Estados Unidos, pero nunca olvidó a India, un tema recurrente en sus conferencias e investigaciones. Dice que la economía lo atrajo porque ofrecía una vía para ayudar a India a ingresar en el “panteón de las naciones”. En 2008, al frente de una comisión gubernamental de alto nivel para diseñar reformas del sector financiero, Rajan contribuyó a dar forma al sector financiero indio. El informe de la comisión, *“A Hundred Small Steps”* (“Cien pasos pequeños”), sugería que el Banco de Reserva de la India debería apuntar a un único objetivo —una inflación baja y estable— en lugar de hacer malabarismos con una multitud de mandatos (como la inflación, el tipo de cambio y los flujos de capital).

El informe también proponía que India promoviera la disponibilidad de servicios financieros —como los productos de crédito, ahorro y seguro— entre un público más amplio (sobre todo en zonas rurales, donde la mayoría de la gente carece de acceso a fuentes formales de crédito y seguro); que redujera la fuerte presencia estatal en el sistema bancario, y que incrementara la participación extranjera en sus mercados financieros.

En septiembre de 2013, tomó el timón del BRI, tras cinco años de asesorar al primer ministro Manmohan Singh desde Chicago y un año como asesor económico en jefe del Ministerio de Hacienda en Mumbai. En aquel entonces, había agitación en los mercados indios a causa del aumento de la inflación, el vasto déficit fiscal y en cuenta corriente, y la desaceleración del crecimiento. Pero Rajan actuó con rapidez y logró estabilizar la rupia, reducir drásticamente la inflación y acumular reservas internacionales, lo que

le valió el apodo de “rock star” en los medios locales. Tampoco perdió el tiempo para sentar las bases que permitirían adoptar una meta de inflación y está llevando a cabo muchas otras de las reformas sugeridas en *“A Hundred Small Steps”*.

La esperanza de Rajan es que el BRI ayude a crear empleo garantizando la estabilidad macroeconómica. Mientras tanto, Kaushik Basu, Economista Jefe del Banco Mundial, espera que Rajan aliente al banco a “experimentar un poco más”. Basu, que precedió a Rajan como asesor económico en jefe de India, sostiene que las economías de mercados emergentes no necesitan recurrir tanto a las prácticas monetarias que dieron buenos resultados en los principales países industrializados, aunque los riesgos que traen aparejados los esfuerzos de los bancos centrales en pos de guiar sus economías son tales que “la mayoría de ellos acaban por adoptar una actitud mansa y seguir esas reglas al pie de la letra”. Basu afirma que los bancos centrales podrían en cambio pensar: “Esta política funcionó en un país rico pero podría no hacerlo en el mío, de modo que voy a probar una intervención ligeramente distinta en las tasas de interés”, y jugar “con nuevas políticas para ver si funcionan. Con sus antecedentes, Raghu está en condiciones de hacerlo”.

En los círculos financieros mundiales, Rajan estuvo en boca de todos a principios de 2014, cuando declaró ante Bloomberg TV India que “la cooperación monetaria internacional está quebrada”, una referencia a los indicios de la Fed de que el organismo contemplaba retirar parte del estímulo que venía aportando para revigorizar la economía estadounidense. Más tarde, amonestó públicamente a los grandes bancos centrales por preocuparse solo de sus propias economías sin tomar en cuenta los conflictos financieros que sus políticas de tasas de interés bajas estaban desatando en las economías de mercados emergentes. Esas economías debían lidiar con enormes entradas de fondos en busca de rendimientos más altos, por lo que Rajan hace un llamado a los bancos centrales de los países de los que provienen esos fondos a “reinterpretar su mandato y considerar los efectos a mediano plazo de las políticas de respuesta de los países receptores, como una intervención cambiaria prolongada”.

Como ilustró Rajan en una conferencia que dio en junio de 2013 en el Banco de Pagos Internacionales: “En un mundo integrado por enormes flujos de capitales, la política monetaria de los países grandes sirve de acelerador para todo el planeta. Mi auto puede languidecer en una zanja profunda aunque tenga el acelerador presionado a fondo, pero el resto del mundo puede verse empujado a velocidades mucho mayores que la máxima. Si los demás países del mundo no tienen demasiados medios para evitar los efectos secundarios de las políticas poco convencionales que surgen de los grandes bancos centrales, ¿deberían los grandes bancos centrales internalizar esos efectos? ¿Cómo? ¿Y sería políticamente posible?”

Rajan tiene una oportunidad a la que pocos académicos acceden: poner en práctica lo que hace tiempo predica. El BRI (así como los bancos centrales de otras economías de mercados emergentes) no será el auto más potente del vecindario, pero para Rajan, ser un conductor ejemplar puede ser la oportunidad de su vida. ■

Laura Wallace es Consultora de Comunicaciones y ex Directora Editorial de F&D.