



Resolviendo los enigmas de la historia

*James L. Rowe Jr. traza una
semblanza de
Carmen M. Reinhart,
quien pone el foco en los
hechos y la historia*

SI MIAMI Dade College hubiera ofrecido un programa concentrado en diseño de moda, quizá Carmen Reinhart nunca habría sido economista.

Reinhart —la mujer economista más citada del mundo y coautora de uno de los libros de economía más importantes de la última década— estudió en cambio comercialización de la moda.

“Me gusta mucho el arte, me gusta dibujar, y como creía no haber asistido a la escuela correcta para ser diseñadora de modas, traté de ver si me gustaba estudiar su aspecto comercial”.

No le gustó.

“La comercialización de la moda trata más bien sobre cómo convertirse en comprador. Tiene poco que ver con el diseño, con lo artístico”. Estaba convencida de haber hecho una mala elección.

Pero el plan de estudios exigía tomar un curso sobre los principios de la economía. Su instructor, “un viejo loco marxista”, acompañaba el libro de texto habitual con la crítica de Douglas F. Dowd al capitalismo estadounidense, *The Twisted Dream*. Le pareció fascinante. Según ella narra, no tomó la decisión de estudiar para ser economista, sino que resolvió tomar más cursos de economía para ver si le gustaba. Y así fue.

Ese fue el comienzo de la ascendente carrera de Reinhart como profesional de la economía, que incluyó su paso por Wall Street, el Fondo Monetario Internacional y el mundo académico, incluidos la Universidad de Maryland y su lugar actual, la Escuela Kennedy en la Universidad de Harvard, donde es profesora de la cátedra Minos A. Zombanakis de Sistema Financiero Internacional.

Fue durante sus cuatro años en el hoy desaparecido banco Bear Stearns cuando comenzó a interesarse en los temas que han dominado su labor de investigación: las crisis bancarias y financieras y sus efectos en cadena (contagio); los flujos de capital; los indicadores de ciclos económicos mundiales, y la deuda (soberana y privada). México dejó de pagar su enorme deuda externa solo seis meses después de que Reinhart ingresara a Bear Stearns en 1982. “Estar en los mercados financieros y ver los efectos de contagio, el impacto en los bancos y la volatilidad, fue una verdadera experiencia de aprendizaje, que tuvo un impacto duradero en mis temas de interés”.

Reinhart ha recorrido un camino no muy transitado por los economistas. En una profesión dominada por teóricos y constructores de modelos, ella puso su marca buscando, extrayendo y organizando datos.

Pero recientemente se convirtió en el eje de una tormenta al cuestionarse cómo ella y Kenneth S. Rogoff, coautor del estudio, manejaron los datos en un documento en el que se argumentaba que cuando la relación entre deuda pública y PIB excede 90%, comienza a frenar el crecimiento económico a largo plazo. Esa observación había sido objeto de debate desde que se difundió el estudio a comienzos de 2010. Pero luego de que en abril pasado varios economistas de la Universidad de Massachusetts dijeran que habían encontrado en el documento errores metodológicos y de cálculo y omisiones “selectivas” de datos, la disputa académica pasó a ser una controversia pública.

Reinhart y Rogoff reconocieron un error de cálculo pero afirmaron que no afectaba sus resultados generales. Dijeron que las demás críticas estaban equivocadas y que sus conclusiones son sólidas.

Contra la corriente

Reinhart tiene antecedentes de haber desafiado la sabiduría convencional. Su primer estudio en alcanzar notoriedad —realizado en 1993 con sus colegas del FMI Guillermo Calvo y Leonardo Leiderman— cuestionaba la creencia imperante en el FMI y en otros ámbitos de que el capital fluía hacia los países de América Latina debido a sus acertadas políticas económicas. Los autores postulaban, en cambio, que factores externos desencadenaron el flujo de inversiones, que podría interrumpirse en el acto si las condiciones variaban. Según afirma Reinhart, si se hubiera observado lo que ocurría en Asia, se habrían constatado los mismos problemas. El trío estaba en lo cierto: las condiciones externas cambiaron, y comenzando con México en 1994, las economías de mercados emergentes —incluidas las de Asia en 1997, Rusia en 1998 y Argentina en 2001— experimentaron una frenada brusca de los flujos de capital.

Varios años más tarde, Reinhart y su colega economista Graciela Kaminsky cuestionaron la creencia común de que las crisis se propagan de un país a otro principalmente a través de los vínculos comerciales, sosteniendo que ese contagio tenía en cambio su origen en los entonces poco estudiados canales financieros.

Según dice Calvo, actualmente en la Universidad de Columbia y uno de los más destacados teóricos de la profesión, “Carmen no se ajusta al molde del economista académico típico, que pasa gran parte de su tiempo explorando inútiles extensiones del paradigma dominante. Ella es original, actúa impulsada —ante todo— por fuertes intuiciones, que luego pone a prueba yendo desde una exhaustiva búsqueda de evidencia disponible a la aplicación de técnicas econométricas de avanzada”.

Reinhart dijo que nunca tomó una decisión calculada de enfatizar lo empírico sobre lo teórico. Es simplemente su manera de ser. “En última instancia, se trata de resolver enigmas, de resolver misterios. Y la forma en que lo hago es hurgando en los datos y buscando regularidades empíricas, patrones recurrentes. . . . Como cuando Sherlock Holmes dice, ‘La partida ha comenzado’”.

Fue esa capacidad de desentrañar y organizar datos económicos lo que les permitió a Reinhart y a Rogoff en su “best-seller” de 2009 *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (“Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera”) ofrecer un amplio panorama de cientos de crisis económicas —de deuda, bancarias, cambiarias y de inflación— en 66 países desde la Edad Media hasta la actualidad. El libro —que al igual que el resto de las dos décadas de prolífica investigación realizada por Reinhart no ha quedado atrapado en la controversia acerca del estudio de 2010— muestra que las crisis económicas graves son devastadoras pero no suceden con demasiada frecuencia, por eso, tal como lo expresó el año pasado el economista Alan Taylor en *Journal of Economic Literature*, “la experiencia reciente puede resultar una guía desleal para los estudiosos y los estadistas”; esta es la razón por la cual los signos de advertencia de una crisis financiera mundial de cinco años fueron mayormente ignorados.

El libro de Reinhart y Rogoff —la mitad de cuyo contenido son datos, muchos de ellos reunidos en concienzudas búsquedas de

fuentes poco conocidas— reveló las vastas similitudes registradas a través de los siglos en la forma en que se originaron y desarrollaron las crisis. Debido a la indiferencia, ignorancia o desprecio por la historicidad, los economistas y las autoridades encuentran explicaciones para hacer caso omiso, una y otra vez, de los presagios que auguran tiempos difíciles. Reinhart y Rogoff lo definieron como el síndrome de “esta vez es diferente”, que “tiene su origen en la firme creencia de que las crisis financieras son cosas que les suceden a otras personas en otros países en otros tiempos; las crisis no nos suceden a nosotros, aquí y ahora. Estamos haciendo mejor las cosas, somos más inteligentes, hemos aprendido de los errores pasados”.

Cuidado con la deuda

Reinhart sostiene que las autoridades deben “tener cuidado con los ciclos de deuda, los ciclos de endeudamiento, los fuertes aumentos del crédito, los fuertes aumentos de la deuda: la deuda privada se convierte en deuda pública. Una vez que se entra en una crisis bancaria de envergadura, no se sale de ella rápidamente. . . . Cuando se está inmerso en un sobreendeudamiento —público, privado o una combinación de ambos— rara vez se sale de él sin encarar cierto grado de reestructuración.” Y esta afirmación es válida no solo para los mercados emergentes sino también para las economías avanzadas.

Su investigación llegaba a su culminación cuando el mercado hipotecario de Estados Unidos se desplomó en 2007, el acto inicial de la crisis financiera mundial que rivaliza con la Gran Depresión de los años treinta. En un documento que presentaron ante la reunión anual de la Asociación Económica de Estados Unidos (AEA) en enero de 2008, Reinhart y Rogoff demostraron que los indicadores económicos comunes para Estados Unidos —inflación de precios de los activos, endeudamiento creciente, grandes déficits en cuenta corriente, desaceleración del crecimiento económico— reflejaban un país en vías de sufrir una grave crisis financiera.

“Algunos desecharon la idea de que una crisis como esa podría ocurrir en Estados Unidos”, afirmó, aunque el documento titulado “Is the U.S. Subprime Crisis That Different?” (“¿Es tan diferente la crisis financiera *subprime* de Estados Unidos?”) despertó la atención de otros. Tras la presentación, ella y Rogoff pensaron que si tal crisis no ocurría ellos podrían quedar en ridículo. “Pero, como usted sabe, sí ocurrió”.

Un año más tarde —no mucho después de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la confiscación de los mercados monetarios y la propagación mundial de la crisis financiera— los autores aparecieron en la reunión de enero de 2009 de la AEA con otra inquietante prognosis basada en el vasto historial que habían recogido. En su estudio, “Aftermath of Financial Crises” (“Las secuelas de las crisis financieras”) planteaban dos argumentos que en ese momento inspiraban escepticismo pero que más tarde demostraron ser correctos. El primero era que las recesiones que comienzan en tales crisis “son muy prolongadas y severas”. El otro era que habría un masivo aumento de la deuda pública: su análisis mostraba que la deuda se había casi duplicado, después del ajuste por inflación, en los tres años siguientes a cada gran crisis nacional desde la Segunda Guerra Mundial.

Reinhart señaló que muchos economistas y funcionarios los habían tildado de alarmistas por predecir que la deuda crecería tanto, pero que, de hecho, en algunos países los aumentos han sido mucho mayores.

Fue el trabajo que presentaron en la reunión de enero de 2010 de la AEA el que resultó más controversial. Muchos economistas habían sido escépticos acerca del punto de inflexión de 90%, especialmente para países como Estados Unidos que se endeudaban en su propia moneda. Los críticos también tenían dudas acerca de si la deuda causaba la desaceleración del crecimiento o viceversa. En todo caso, el documento pasó a ser parte del intenso debate político sobre la disyuntiva entre austeridad y estímulo —aunque en él no se tomaba posición sobre ninguna de las dos opciones— y fue citado por políticos y otros partidarios de reducir el déficit público.

Los economistas de la Universidad de Massachusetts alegaron que el estudio, “Growth in a Time of Debt” (“Crecimiento en tiempos de endeudamiento”), tenía defectos analíticos, excluía de manera selectiva datos disponibles y utilizaba técnicas no convencionales para ponderar estadísticas. Eso provocó severas críticas por parte de quienes respaldaban las medidas de estímulo durante ese período de lento crecimiento económico, entre ellos expertos económicos, incluso algunos conductores de programas nocturnos de entrevistas.

Reinhart y Rogoff reconocieron en varias declaraciones que cometieron un error de planilla de cálculo, pero afirmaron que no afectaba la mayor parte de sus cálculos ni su conclusión central: que los altos niveles de deuda se convierten en un freno al crecimiento. También dijeron que no habían usado técnicas de ponderación estadística no convencionales y se irritaron ante la insinuación de que habían omitido datos para reforzar sus argumentos. Los datos faltantes, afirmaron, no estaban disponibles o plenamente verificados cuando ellos presentaron la primera versión del estudio, pero habían sido agregados a la base de datos en su página web y a posteriores presentaciones del documento (incluido un artículo publicado en la revista *Journal of Economic Perspectives* de la AEA en 2012, en el que se rastrea la relación entre deuda y crecimiento durante 200 años). Sus conclusiones siguieron siendo las mismas.

Huída de Cuba

Reinhart describió la primera etapa de su vida como la “típica historia de un inmigrante a Estados Unidos”. Carmen Castellanos —su nombre de nacimiento— y sus padres huyeron de Cuba en 1966 para escapar de lo que percibían como una situación cada vez más peligrosa. Al principio, su familia de clase media no había sentido ninguna amenaza directa de la revolución de 1959 encabezada por Fidel Castro, que depuso al dictador Fulgencio Batista.

Pero a medida que pasaba el tiempo “lo que en sus inicios fue un proceso bastante caótico se volvió más organizado y estaba claro que con esa mayor organización vino la represión”.

Su hermano, 11 años mayor, “se metió en problemas por decir algo que fue considerado antirrevolucionario” y se fue un año antes que el resto de la familia. Finalmente se estableció en Pasadena, California, donde Carmen y sus padres se reunieron con él.

Fue una dura iniciación a un nuevo país, el paso de una vida de clase media a otra decididamente de clase obrera. Su padre, contador de una empresa cervecera en Cuba, canjeó una visera por un martillo y se hizo carpintero. Su madre, que nunca había trabajado fuera del hogar, se hizo costurera, “trabajando en cortinaje, no en prendas de vestir, sino en cortinaje. Hasta el día de hoy siento una fascinación por las cortinas. No puedo caminar por un cuarto sin dejar de notarlas”, dijo Reinhart.

El cambio fue particularmente difícil para la niña de 10 años. No habían pasado 60 días desde su arribo cuando Reinhart contrajo fiebre reumática: “Todo mi lado izquierdo estaba paralizado . . . Soy zurda, de modo que no es trivial decir que mi lado izquierdo estaba paralizado. Y me tomó algún tiempo superarlo. Perdí un año de escuela, y entre el trauma de todo ello y el hecho de que mi inglés era virtualmente inexistente, no fue exactamente una transición fluida”.

Pero Reinhart se adaptó, hizo amigos, aprendió inglés y comenzó a desempeñarse “realmente bien en la escuela”, solo para quedar nuevamente desarraigada cuatro años más tarde cuando la familia se mudó desde Pasadena al sur de Florida para estar más cerca de parientes recientemente emigrados de Cuba. La reubicación hizo posible la experiencia de Miami Dade, que desplazó su interés por la moda hacia las finanzas y la economía.

Reinhart pasó luego a la Universidad Internacional de Florida, donde conoció a Peter Montiel, un instructor que estaba terminando su doctorado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Montiel, hoy profesor de economía en el Williams College, la orientó en sus estudios. “Comprendí que realmente quería continuar en la escuela de posgrado”, dijo Reinhart.

Montiel, también cubano, contó que él regresó a Miami para enseñar a los estudiantes cubanos que, por motivos culturales y familiares, generalmente no dejaban el hogar para estudiar. La Universidad Internacional de Florida era una universidad pública llena de esos estudiantes brillantes, que podrían haber estudiado en cualquier otro lugar. Y de ellos, dijo, Reinhart era la “estrella”. Montiel recordó que ella era “intelectualmente curiosa y tenía una gran capacidad para el esfuerzo. Hacía todo lo que fuera necesario para aprender”.

Reinhart se graduó en 1978 y partió hacia la Universidad de Columbia, decisión en la que incidió tanto la preocupación de su madre por el hecho de que su hija soltera dejara el hogar como el prestigioso cuerpo de profesores que enseñaba en Columbia. “Fui criada casi al estilo de la España del siglo XV”, observó. En Nueva York había primos “que podían vigilarme”.

En Columbia conoció a su marido, Vincent R. Reinhart, que ha ocupado cargos del más alto nivel en la Reserva Federal y es hoy economista en jefe del gigante de servicios financieros Morgan Stanley. A través de los años, ambos han escrito diversos estudios en colaboración.

En 1982, después de recibir dos títulos de magister en economía y completar los exámenes requeridos para un doctorado, Reinhart abandonó el mundo académico para trabajar como economista en Bear Stearns, un banco de inversión mediano que un cuarto de siglo después fue una de las primeras víctimas de la crisis financiera mundial. Reinhart acababa de casarse y quería ganar un ingreso decente, además de tener una fascinación de larga data por los mercados financieros. En el lapso de tres años, pasó a ser economista en jefe.

Pero ya en 1986 se sentía frustrada, y comprendió que la vida como economista de banca de inversión no era para ella. “Lo que realmente me gustaba era tomar en mis manos una idea —lo que en nuestra jerga llamaríamos un tema de investigación— y luego tratar de hacer algo con ello”. Pero en Wall Street, “realmente no se tiene tiempo para profundizar porque había que pasar al tema del día siguiente y al del día siguiente y así sucesivamente”. De modo

que regresó a Columbia y rápidamente terminó su tesis doctoral bajo la guía del Premio Nobel Robert Mundell.

Luego pasó al FMI. Había llegado a Bear Stearns justo antes de que estallara la crisis de la deuda soberana en América Latina, y el papel del FMI en el intento de resolver una crisis que duró años la fascinaba. “Quería probar cómo era trabajar en política económica”. Fue el primero de dos períodos en la institución financiera internacional, donde comenzó como economista en el Departamento de Estudios.

Escribió varios estudios importantes, como el controversial análisis del flujo de fondos de América Latina que realizó con Calvo y Leiderman en 1993. Si se lo juzga en función de las citas (según el cómputo de Google Scholar), el estudio que más impacto ha tenido en la profesión fue uno redactado por primera vez en 1995 con Kaminsky y publicado en *American Economic Review* en 1999 —“The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Crises” (“Las crisis gemelas: Las causas de los problemas bancarios y de balanza de pagos”)— donde se observa que los problemas del sector bancario de un país típicamente tenían lugar antes de una crisis cambiaria, que entonces agravaba la crisis bancaria. Y ambas surgían después de un prolongado auge económico “alimentado por el crédito y las entradas de capital y acompañado de una moneda sobrevalorada”. El primer borrador fue hecho justo después de la caída de México en 1994. Cuando se publicó el estudio, varios países asiáticos sufrían graves crisis financieras. En dicho estudio básicamente se exponía “por qué un problema del sector bancario como el que tenía Tailandia [en 1997] socavaría el tipo de cambio, y una crisis bancaria se transformaría en un crack cambiario”.

“Twin Crises” también exploraba los antecedentes de un crack, es decir los indicadores cuyo comportamiento podría predecir una crisis, que ella y Rogoff estudiarían más exhaustivamente en *This Time Is Different*. Y también despertó el interés de Kaminsky y de Reinhart en el efecto de contagio. La mayoría de los investigadores creían entonces que las crisis se propagaban de un país a otro a través de los vínculos comerciales. Pero en su trabajo “On Crises, Contagion, and Confusion” (“Crisis, contagio y confusión”), “Graciela y yo consideramos que en ese proceso lo importante son los vínculos financieros, y el problema de los prestamistas bancarios comunes”. Reinhart manifestó haber visto una repetición del inicio de la crisis de la deuda latinoamericana de 1982, cuando los bancos (en su mayoría de Estados Unidos) cortaron el crédito no solo a México sino a todos los prestatarios de América Latina. “Era la misma historia repitiéndose en Asia”, tras la caída de Tailandia, excepto que los bancos eran japoneses. “Comienzan reequilibrando su riesgo de cartera, y terminan retirándose de Corea, de Indonesia”.

En 1996 Reinhart dejó el FMI y comenzó a trabajar junto con Calvo, en ese entonces en la Universidad de Maryland, donde permaneció hasta 2010, cuando en rápida sucesión pasó al Instituto Peterson de Economía Internacional y luego a Harvard.

Regresó al FMI en 2001, tentada por Rogoff para desempeñarse como su adjunta poco después de que él fuera nombrado Economista Jefe y Director del Departamento de Estudios. Y fue en el FMI donde los dos concibieron la idea para *This Time Is Different*. La tesis tuvo un largo período de gestación, que se remontaba al estudio realizado en 1993 con Calvo y Leiderman, cuando Reinhart confrontó por primera vez el síndrome “esta vez es diferente”. Los tres economistas planteaban que los flujos de capital no eran un fenómeno nuevo, que

obedecían a factores externos y que podrían revertirse rápidamente. La resistencia con que se encontrarían era que “esta vez es diferente, que es como a fines de los años setenta”. Ocurrió lo mismo en Asia varios años después, cuando muchos se burlaban de la amenaza de los grandes déficits externos y las entradas de capital. La creencia general en Asia era que las crisis financieras “aquí no ocurren; ocurren en América Latina”, dijo Reinhart.

Sus ideas se cristalizaron luego en un estudio que escribieron en 2003 con su colega del FMI Miguel A. Savastano. En “Debt Intolerance” (“La intolerancia a la deuda”), observaron que, aunque se pensaba que los problemas de la deuda y de cesación de pagos eran propios de los mercados emergentes, las economías avanzadas tenían una historia similar “que se remontaba al siglo XV”. Antes de dejar el FMI en 2003, Reinhart y Rogoff decidieron que esta línea de trabajo ameritaba un libro en lugar de un artículo. Pero no fue sino hasta 2006 que comenzaron a trabajar con ahínco para avanzar sobre lo que habían investigado a través de los años.

Reinhart dijo que su labor de investigación apuntaba a tres flancos. Desde la mañana hasta la noche recorría la web buscando referencias y fuentes de datos, incluso encontró un investigador de precios que coleccionaba información antigua de los registros de un monasterio. Buscaba constantemente en AbeBooks, una fuente en línea de libros raros y agotados de Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá. Durante mucho tiempo llegaban a su hogar envíos diarios, y Reinhart se convirtió en habitante permanente de la biblioteca de la Reserva Federal, donde su marido era entonces director de la división de asuntos monetarios. Esa biblioteca era un depósito de numerosas estadísticas económicas poco conocidas.

Usando numerosas fuentes, su marido compiló “milagrosamente” un amplio conjunto de casi todos los datos económicos que había publicado la Liga de las Naciones. Ese fue su regalo del día de San Valentín.

Si encontrar datos era una tarea ardua, también lo fue organizarlos. Narró la aventura de estar a las tres de la madrugada “contando ceros”, analizando países que habían experimentado hiperinflación. “Es una verdadera pesadilla”.

Pero el esfuerzo rindió sus frutos: la publicación de *This Time Is Different*. Los estudios presentados en la AEA en 2008 y 2009 habían suscitado tanto interés que su editorial, Princeton University Press, los presionó para que terminaran la obra. El libro salió a la luz en 2009, pero con un tratamiento exhaustivo solo de las crisis bancarias y de deuda. No tuvieron tiempo suficiente para abordar con igual profundidad las crisis de inflación, los cracks cambiarios y los controles de capital. Un tratamiento más completo de esos temas servirá para otro libro que Reinhart y Rogoff están planeando.

La obra seguramente aportará más evidencias de que la profesión económica dedicó demasiado tiempo a teorizar sobre la base de información demasiado limitada y reciente y que, al desestimar la historia y su acervo de datos, no vio venir la crisis económica más devastadora de los últimos 75 años. ■

James L. Rowe Jr. es redactor principal de Finanzas & Desarrollo.

Referencia:

Taylor, Alan M., 2012, “Global Financial Stability and the Lessons of History: A Review of Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff’s *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*”, *Journal of Economic Literature*, diciembre, págs. 1092–105.