

ESTUDIO

Nuestra Crisis Financiera *

Edgardo Barandiarán **

Desde fines de 1981 la situación financiera chilena se ha vuelto crítica por el sobreendeudamiento de empresas y personas. En este trabajo se analiza la evolución de la actividad financiera a partir de principios de 1980, poniendo énfasis el origen del período de bonanza y en el rol de los bancos como determinantes próximos de la crisis financiera y en la reacción del gobierno como factor agravante de la crisis. El cambio en la política del gobierno a partir de marzo de 1983 hace suponer el rescate de los deudores y de los bancos a través de una refinanciación global de las deudas.

I Introducción

La preocupación por la quiebra de los sistemas financieros, a nivel internacional y en distintos países, ha estado amagando con colapsos de imprevisibles consecuencias. Sin embargo, los mercados financieros han ido superando su aparente fragilidad a través de ajustes más o menos profundos, generalmente con el apoyo de los respectivos gobiernos. Este apoyo ha estado enmarcado en las reglas del juego, aunque en unos pocos países, México y Argentina, por ejemplo, la intervención estatal ha

* Una versión más amplia y técnica de este estudio se presenta en el documento "*La Crisis Financiera Chilena*", que se encuentra a disposición de quienes lo soliciten al Centro de Estudios Públicos. Este trabajo fue escrito a fines de mayo de 1983. La mesa redonda que sigue tuvo lugar el 9 de agosto de 1983 en el Centro de Estudios Públicos. Se transcriben a continuación los comentarios de los señores Mauricio Larraín, Sergio Baeza y Carlos Hurtado.

** Doctor en Economía de la Universidad de Minnesota. Profesor universitario.

implicado una reforma sustantiva de los respectivos sistemas financieros.

En mayo de 1983 difícilmente pueda imaginarse una situación financiera más crítica que la chilena: las pérdidas de capital de empresas y personas son de tal magnitud que la mayoría de los deudores sólo podrían cumplir sus compromisos financieros cediendo gran parte o todos sus activos. La resistencia natural a realizar semejantes pérdidas ha comprometido la solvencia de casi todas las instituciones financieras que se han asociado de hecho con los deudores en los intentos de éstos por transferir parte de las pérdidas a sus acreedores o a terceros. Inmediatamente, esta reacción de los deudores ha agravado la caída en las actividades productivas hasta niveles jamás sospechados, pudiendo afirmarse que la solución del problema financiero es condición necesaria para la recuperación de la producción. Además, los intentos de los deudores se han traducido en presiones sobre la autoridad política, de lo cual se ha derivado un cuestionamiento global de la estructura normativa e institucional de la actividad financiera.

En este trabajo me propongo analizar la evolución de la actividad financiera hasta culminar en la crisis actual, como así también las posibles salidas. Mi análisis supone la fragilidad intrínseca de la actividad financiera por la probabilidad de que "abruptamente" se produzcan cambios generalizados en los comportamientos individuales al generarse la masa crítica para ese cambio; en esas situaciones, el hecho que una cierta proporción de la población se comporte de una determinada manera induce al resto de la población a comportarse de igual manera, en un proceso que tiende a autoalimentarse. En todo caso, la probabilidad de comportamientos de masas críticas está condicionada por la estructura normativa e institucional de la actividad financiera, además de circunstancias meramente económicas. En la sección siguiente describo el sistema financiero que se fue desarrollando a partir de 1973, mientras que en las secciones III y IV analizo primero las etapas previas a la crisis, cuyo inicio ubico a fines de 1981, y luego su evolución hasta el programa de emergencia de marzo de 1983. En la última sección planteo las alternativas de solución de la crisis actual y sus probables consecuencias para la estructura normativa e institucional de la actividad financiera.

II La Liberalización Financiera

La liberalización de la actividad financiera, emprendida por el gobierno a fines de 1973, tuvo lugar a partir de un sistema totalmente nacionalizado. Así, en un principio, la liberalización consistió en el traspaso de las instituciones financieras al sector privado, pero manteniéndose siempre el Banco del Estado con una participación importante. En algunos casos ese traspaso

consistió en la devolución de los bancos a sus anteriores propietarios y en otros en la venta por licitación de las acciones que habían pasado a manos del Estado. La segunda fase de esa liberalización se centró en la eliminación de los controles sobre las tasas de interés, que ya en 1975 quedaron determinadas por el mercado, y de distintas restricciones cuantitativas y cualitativas sobre las operaciones bancarias. El acceso a la industria no quedó totalmente libre, en especial después de las quiebras de algunas financieras "informales" en 1976. A partir de 1977, y hasta abril de 1980 cuando se dictó el Decreto Ley 3.345, el proceso de liberalización se centró en la definición de normas generales aplicables a todos los intermediarios financieros y en la definición de la autoridad que el gobierno se reservaba. Estas facultades de supervisión, sin embargo, no fueron acompañadas de una organización acorde para su ejercicio.

En cuanto a la garantía de los depósitos bancarios, el gobierno insistió repetidamente que no era su responsabilidad, pero la difícil situación del Banco Osorno en 1977 forzó su intervención y el rescate de los depósitos. Más allá de las razones que pueda haber tenido el gobierno para esa intervención, el comportamiento de los depositantes parece haberse basado, por lo menos, desde ese entonces, en una garantía de hecho para sus fondos. Respecto a los acreedores externos, la expectativa de tal garantía no puede inferirse del episodio del Banco Osorno porque sus obligaciones externas eran poco significativas y en ese momento existían fuertes restricciones al endeudamiento externo de los bancos nacionales.

Hasta abril de 1980 el acceso de los bancos nacionales al crédito externo estuvo bastante regulado. En una primera etapa, hasta septiembre de 1977, ese acceso estuvo limitado al financiamiento del comercio exterior. Desde esa fecha y hasta abril de 1980 se fue permitiendo, gradualmente, un mayor acceso al crédito financiero de mediano y largo plazo, pero sin alcanzar montos importantes. En ese período, la apertura financiera fue una realidad sólo para el sector privado no-financiero, que entre 1976 y 1979 contrató y liquidó 2/3 del crédito financiero externo. Los recursos externos provenientes de este tipo de crédito en esos cuatro años fueron absorbidos, en su mayor parte, por el Banco Central que aumentó fuertemente sus reservas internacionales. En esos años, el acceso al crédito externo estuvo limitado a un grupo reducido de empresas, que por su tamaño o por sus actividades productivas tenían relaciones directas con la banca extranjera; como el gobierno utilizó, desde junio de 1976, la política cambiaria para desacelerar el proceso inflacionario, esas empresas se beneficiaron **ex-post** de tasas reales negativas.

El extraordinario crecimiento del crédito bancario al sector privado entre 1976 y 1979 se originó en parte importante en los recursos liberados por el gobierno, en particular por la rebaja

de encajes. El nivel de ese crédito era muy bajo a fines de 1975, aumentando en más de 600 por ciento en los cuatro años siguientes; pero los depósitos en ese mismo período aumentaron algo menos de 300 por ciento, siempre en términos reales, y los pasivos externos en poco más de 200 por ciento. Este aumento de los pasivos externos se concentró en créditos de corto plazo para operaciones comerciales. La expansión del crédito al sector privado fue acompañada de una reducción en las tasas reales de interés, en particular durante 1979. Los erráticos comportamientos de las tasas mensuales de inflación y de las tasas mensuales de interés nominal no permiten afirmar categóricamente que esa reducción fue sostenida a lo largo de los cuatro años, pero **ex-ante** el costo real del crédito habría disminuido durante todo el período, a partir de su muy alto nivel de 1975. A pesar del fuerte endeudamiento de los cuatro años anteriores, a fines de 1979 las empresas mostraban una situación financiera sólida porque habían partido con un bajo nivel de deuda y sus activos se habían revalorizado significativamente.

III Hacia la Crisis Financiera

El proceso de recuperación de las actividades productivas luego de la fuerte recesión de 1975, que a su vez había sido precedida por cuatro años de gran incertidumbre institucional y de descapitalización, se había completado a fines de 1979. Aunque la inflación permanecía por sobre el nivel internacional, los excedentes fiscales y la política de tipo de cambio fijo aseguraban su eventual convergencia a ese nivel. La fuerte posición de reservas internacionales y las circunstancias externas hacían presumir que la política de cambio fijo podía mantenerse indefinidamente. La tasa de desempleo todavía estaba en un nivel histórico alto, pero podía atribuirse al lento ajuste de la contratación de la mano de obra a los profundos cambios institucionales y económicos de los años anteriores. Desde una perspectiva de largo plazo, el crecimiento potencial del país podía anticiparse que superaría los niveles históricos, aunque se estuviera lejos del milagro que intuían unos pocos analistas.

A mediados de 1980, claramente se había producido un cambio en ese escenario: el proceso de bonanza que culminaría en la actual crisis financiera había comenzado. Sin embargo, la identificación de los factores objetivos determinantes de ese cambio no es simple. Los acontecimientos que menciona Kindleberger en su historia de las crisis financieras * como posibles

* Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, Basic Books, New York, 1978.

causas de un vuelco hacia expectativas de mayores ganancias (el estallido o el fin de una guerra, una gran cosecha, la adopción generalizada de un gran invento, un hecho político extraordinario, el refinanciamiento de las deudas a tasas de interés sustancialmente más bajas) no sucedieron, ni tampoco otros que obviamente hubieran tenido gran impacto (un gran aumento en el precio del cobre, el descubrimiento de petróleo, como sucedió en otros países). Una lista de posibles explicaciones para ese cambio de escenario incluiría: la expansión de algunos grupos económicos, el mayor acceso al crédito externo, una mayor comprensión de las oportunidades que planteaba el "modelo económico" del gobierno, la percepción de que el país marchaba hacia una normalización institucional, la intensificación de la propaganda oficial sobre el éxito de la política económica.

Hasta fines de 1979 unos pocos grupos económicos se habían expandido fuertemente, aprovechando su acceso directo al crédito externo y en menor medida su control de algunas instituciones financieras nacionales. Esa expansión había llevado a que los precios de las acciones de las empresas controladas por esos grupos aumentaran fuertemente, sus posibilidades de nuevas expansiones dependían de que esas acciones mantuvieran sus altos precios. El fin del proceso de recuperación de las actividades productivas debía ir acompañado de una baja en los precios de las acciones, pero difícilmente esta caída hubiera implicado algún problema financiero serio para los principales grupos económicos. Por eso mismo, sólo la formación de nuevos grupos económicos podía constituir, en el primer semestre de 1980, un factor **exógeno** que impulsara nuevos aumentos en los precios de las acciones y, en general, en los precios de los activos reales. Otros grupos menores se habían estado desarrollando desde 1979 y aún tenían algún margen de expansión, pero **ex post** sabemos que no alcanzaron la magnitud necesaria para haber generado el período de bonanza. La expansión de todos los grupos económicos durante el período de bonanza no fue exógena, sino resultado de nuevas oportunidades originadas en factores ajenos a ellos y que otros grupos o empresas o personas habrían aprovechado si ellos no lo hubieran hecho. Sin embargo, los grupos económicos sí jugaron un rol importante en la retroalimentación del período de bonanza.

Una característica notoria del período de bonanza es el fuerte endeudamiento externo, en particular a través de la banca nacional. Aparentemente, el mayor acceso al crédito externo fue el factor exógeno que generó el período de bonanza. Incluso, el hecho que a partir de abril de 1980 los bancos tuvieran amplia libertad para la contratación de créditos externos podría señalarse como decisivo para el endeudamiento posterior. Pero ese mayor acceso al crédito externo habría sido decisivo sólo si se hubiera dado alguna de estas tres situaciones:

- a) una refinanciación de las deudas vigentes a tasas de interés sustancialmente más bajas;
- b) la concesión de un mayor volumen de crédito a los deudores que estaban siendo racionados; o
- c) la concesión de crédito a empresas y personas que estaban marginadas del sistema.

La refinanciación de las deudas no tuvo lugar: si bien algunos deudores pueden haber sustituido créditos en moneda nacional a tasas de interés flotante a 30 días por créditos en moneda extranjera a tasas de interés flotante a 180 días, el traspaso no garantizaba que el costo real del crédito en el mediano y largo plazo era inferior. A la incertidumbre sobre las tasas de interés había que agregar el riesgo cambiario en el mediano y largo plazo. En realidad, el beneficio de ese traspaso no era seguro siquiera a 180 días. Si esa refinanciación hubiera sido importante, inmediatamente se habría producido una contracción real en el crédito en moneda nacional, lo cual no sucedió.

La segunda posibilidad es que el mayor acceso al crédito externo hubiera permitido que los bancos concedieran un mayor volumen de crédito a sus actuales deudores en la medida en que estaban siendo racionados (esto es, a la tasa de interés que el banco le estaba cobrando, el deudor habría tomado un crédito mayor). El problema con este argumento es que supone un margen muy amplio de racionamiento en la situación inicial, tanto en cuanto al número de deudores efectivamente racionados como respecto a la cantidad demandada no-satisfecha de cada deudor racionado. En realidad, la tercera posibilidad supone que el racionamiento efectivo de los deudores es válido sólo en el margen, porque sólo se concedería crédito a un **nuevo** deudor en la medida en que los deudores actuales no están siendo racionados.

Por lo tanto, únicamente cabría la posibilidad que el mayor acceso al crédito externo hubiera permitido la concesión de créditos a empresas y personas marginadas del sistema. Esta ampliación del crédito tuvo efectivamente lugar y fue muy notoria hasta mediados de 1981. Pero para que esta ampliación pueda atribuirse a una mayor oferta de fondos prestables, el costo de captación de estos fondos tendría primero que haber caído apreciablemente. Aunque en los primeros meses de 1980 ese costo disminuyó en relación a 1979, la caída no parece significativa y tampoco los bancos podían inferir que fuera sostenible en el mediano y largo plazo. Mucho se enfatiza la distinción entre créditos según el plazo, pero las decisiones de los bancos en cuanto a **nuevos** deudores difícilmente puedan basarse en un horizonte de 30 ó 180 días. La expectativa de una baja sostenida en el costo de captación era decisiva para conceder créditos de cualquier plazo a **nuevos** deudores (esta expectativa habría sido irrelevante si se hubiera asegurado el

costo de captación a largo plazo, como ocurrió con las operaciones hipotecarias).

Aunque una afirmación categórica no es posible, el mayor acceso al crédito externo no fue el factor exógeno que originó el período de bonanza. La lista anterior incluía otros tres factores que no son objetivos y que habrían operado a través de expectativas de mayores ingresos futuros, tanto del capital físico como del capital humano. Esos factores pueden resumirse en una gran confianza en que finalmente el país había superado una década de estancamiento y de inestabilidad en la estructura normativa e institucional de la actividad económica. El hecho que la propaganda oficial no pudiera ser replicada favoreció que el optimismo de unos pocos se fuera convirtiendo en la euforia de muchos. Pero esa propaganda, por sí sola, no hubiera podido generar un nuevo escenario; su complementación con los otros dos factores (una mayor comprensión de las oportunidades que planteaba el "modelo económico" y la percepción de que el país marchaba hacia una normalización institucional) fue necesaria para la expectativa de una mayor riqueza o ingreso permanente.

Que el cambio de expectativas hacia una mayor riqueza fue el factor decisivo en la expansión de la demanda privada por bienes y servicios quedaría confirmado por:

- a) las altas tasas de interés real del crédito aún en el momento de su menor nivel (el segundo semestre de 1980);
- b) el fuerte crecimiento en la compra de bienes durables de consumo; y
- c) la expansión simultánea de las demandas para consumo, inversión y acumulación de inventarios.

El nivel de las tasas de interés real continuó lo suficientemente alto y, por lo tanto, no podía constituirse en el factor decisivo para un mayor consumo inmediato, aunque su menor nivel puede haber jugado un rol secundario en la percepción de una mayor riqueza. El carácter permanente del mayor flujo anticipado de ingreso, por oposición a una mera ganancia ocasional, se reflejó en un mayor consumo permanente de servicios de bienes durables de consumo y en la adquisición a crédito de estos bienes. Por último, la expansión simultánea de las distintas demandas mostraría que los precios de mercado de los más diversos activos y mercaderías aumentaron en relación a sus costos de reposición, pero esos mayores precios implicaban una mayor riqueza como si se hubiera descubierto que se poseía una mayor cantidad.

La percepción de una mayor riqueza debía necesariamente originar una mayor demanda por crédito, tanto para especular como para financiar la expansión de la demanda para consumo. O los bancos comerciales o el Banco Central debían acomodar esta mayor demanda por crédito, porque de lo contrario la bonanza habría durado muy poco. El sistema financiero aco-

modó sin dificultad esta expansión de la demanda por crédito con un crecimiento extraordinario de sus operaciones en moneda nacional y en moneda extranjera. La expansión de las operaciones en moneda nacional no fue resultado de un mayor ahorro interno, en el sentido de un ingreso corriente mayor que el consumo corriente; por el contrario, el ahorro corriente disminuyó en el período de bonanza. El sistema financiero se "infló" juntamente con la riqueza del sector privado: las ganancias de capital realizadas por los propietarios originales de los activos reales se volcaron en parte hacia el sistema financiero, produciéndose una "monetización" de los activos reales privados. En otras palabras, la expansión de las operaciones en moneda nacional se financió con las ganancias de capital de los propietarios originales y no con el ahorro corriente de éstos o de cualquier otro sector nacional. Esa "monetización" posibilitó la transferencia del control de los activos reales desde sus propietarios originales a quienes buscaban captar los mayores flujos de ingreso que anticipaban de esos activos.

El endeudamiento externo facilitó la "monetización" de los activos reales del sector privado a través de su conversión en moneda nacional, de manera que equivalía a una emisión deliberada del Banco Central para acomodar la mayor demanda privada por bienes y servicios. Pero la disponibilidad de recursos externos derivada de ese endeudamiento implicaba una diferencia crucial con la emisión del Banco Central vía crédito directo: la probabilidad de una crisis cambiaria era muy baja, por lo menos en el corto plazo. La importancia del endeudamiento externo para la magnitud del "boom" no puede desconocerse. En su ausencia, el nivel de riqueza habría aumentado menos y el ajuste a ese nivel de riqueza habría significado un aumento más rápido y fuerte tanto en las tasas de interés como en los costos de reposición (piénsese en el aumento en el tipo de cambio que se habría requerido para evitar una crisis cambiaria). Pero a pesar de su magnitud, el endeudamiento externo fue insuficiente para asegurar que el costo real del crédito, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, cayera y se mantuviera en un nivel sostenible, lo cual refleja la fuerte presión de la demanda interna por crédito en el período de bonanza.

A partir de mediados de 1980, el optimismo de unos pocos se fue transformando en euforia colectiva. El hecho que ese optimismo no estuviera relacionado con las perspectivas de unos pocos activos, como en la mayoría de los episodios financieros considerados por Kindleberger, se fue reflejando en una mayor demanda generalizada a todo tipo de activos y mercaderías, dificultando la distinción entre comportamientos especulativos y no-especulativos. El fuerte aumento en los precios de los bienes raíces a lo largo del país fue notorio, pero el "boom" no estuvo limitado a esos bienes y además no puede afirmarse que en los

mercados de bienes raíces predominara un comportamiento exclusiva o predominantemente especulativo; por el contrario, las demandas por estos bienes estuvieron motivadas en buena medida por fines productivos (agropecuarios, habitacionales, recreativos). El aumento extraordinario en la adquisición de bienes durables de consumo, generalmente importados, fue otra característica de este período y que permite insistir en que su origen tiene que haber sido la expectativa de un mayor ingreso permanente o riqueza. Aunque el cambio en precios relativos puede haber favorecido la adquisición de ese tipo de bienes, estas compras se realizaron a crédito, comprometiendo parte del ingreso futuro.

El sistema financiero jugó un rol decisivo en la transformación hacia una euforia colectiva. La creciente demanda por crédito que presionaba sobre los mercados financieros se vio fácilmente satisfecha porque los bancos hicieron suyo el optimismo inicial, que se complementó con el optimismo que transmitía la banca internacional por las condiciones de liquidez de los mercados mundiales de capital. En lugar de haber servido de filtro de las evaluaciones privadas de proyectos de inversión, de activos específicos y de riquezas personales, los bancos nacionales se transformaron en promotores de negocios, lo que inevitablemente implicaba asumir riesgos excesivos en relación a los criterios bancarios tradicionales. El factor crítico para que hayan jugado semejante rol fue la estructura de incentivos que condicionaba el comportamiento de sus ejecutivos. En particular, esa estructura no favoreció una apreciación **independiente y crítica** de los flujos de ingreso anticipados por los deudores, y en consecuencia del valor presente de sus activos específicos y de sus riquezas personales. La falta de incentivos apropiados es atribuible a:

- a) la garantía de hecho que se suponía que el gobierno entregaba a los pasivos internos y externos;
- b) la relación entre bancos y empresas por pertenecer a un mismo grupo económico; y
- c) las metas de participaciones crecientes en los mercados financieros que se fijaron los nuevos banqueros nacionales.

La garantía de los depósitos y de las obligaciones con el exterior correspondía a una expectativa de los acreedores internos y externos y permitió que los bancos se transformaran en **agentes** de los demandantes de crédito, en lugar de agentes de los oferentes de fondos prestables. Así, los bancos ignoraron los efectos de las altas tasas de interés sobre el comportamiento de los deudores; en particular, las crecientes tasas de interés fueron favoreciendo que se emprendieran proyectos cada vez más riesgosos, en cuanto suponían altas tasas de retorno si tenían éxito pero menor probabilidad de éxito. El sistema fue evolucionando hacia una situación en que los oferentes de fondos los colocaban en la institución que ofrecía mayor tasa de inte-

rés, independientemente del riesgo, y los bancos canalizaban esos fondos hacia deudores que emprendían proyectos cada vez más riesgosos.

La relación entre bancos y empresas pertenecientes a un mismo grupo económico agudizó el problema anterior; en estos casos, definitivamente el banco actuaba como agente de los demandantes de créditos. Pero, además, esta relación no permitía la separabilidad de riesgos entre proyectos y el reconocimiento de errores que implicaran la realización de pérdidas, las cuales eran postergadas con nuevos créditos. Así, esta relación favoreció una "monetización" amplia de los activos reales controlados por los grupos económicos, pero esta "monetización" no estuvo limitada a los grupos como pretenden algunos analistas. La **generalización** del proceso de "monetización" de activos fue decisiva para la expansión de la demanda por bienes y servicios, porque de lo contrario no hubiera generado más que "bubbles" en mercados específicos y comprometido luego la solvencia de unas pocas instituciones financieras. Esta relación entre bancos y empresas también favoreció la difusión del optimismo de unos pocos; precisamente entre estos pocos se encontraban los grupos económicos y quienes pretendían formar nuevos grupos a través del control de instituciones financieras.

La percepción de que se estaban generando nuevas oportunidades que permitirían un mayor ingreso permanente llevó a una competencia **excesiva** por su rápido aprovechamiento, que se manifestó en metas empresariales de una participación creciente en los mercados respectivos. Este comportamiento era propio de un "destape" económico y se observó en las más diversas actividades. La actividad financiera no escapó a este comportamiento, lo cual se reflejó en una organización interna que premiaba el crecimiento en desmedro de otros objetivos, y en particular de la seguridad. Así, el plantel de ejecutivos de los bancos fue quedando cada vez más sesgado hacia quienes eran agresivos en la promoción de negocios, pero de escasa capacidad de análisis crítico e independiente. Esta tendencia se vio reforzada por la creciente profesionalización de la actividad financiera, lo que tendía a homogeneizar criterios y métodos analíticos.

La difusión amplia de expectativas optimistas fue posible, entonces, porque los bancos por intermedio de sus acciones efectivas —la expansión del crédito y la competencia por fondos prestables— transmitieron señales de una bonanza sostenida. La respuesta de personas y empresas fue retroalimentando el proceso porque implicaba nuevos aumentos en la demanda por crédito, que permitían a los bancos cumplir su metas de crecimiento absoluto pero no de una mayor participación en los mercados. Las señales que emitían los bancos y los demandantes de crédito eran fuertes por la ausencia de una confrontación pública de evaluaciones alternativas de las perspectivas de la

economía nacional. Las denuncias religiosas, filosóficas y políticas del "modelo económico", limitadas por las restricciones a los medios de comunicación, no eran sustitutos de apreciaciones críticas de esas perspectivas y no podían contrarrestar el sesgo de la información oficial por las proyecciones optimistas.

IV Esperando el Rescate

En el primer semestre de 1981 se observaron las primeras señales de que el nuevo nivel de la demanda agregada por bienes y servicios era insostenible. El rápido ajuste del consumo al nuevo nivel de ingreso permanente y de los stocks de mercaderías y de bienes de capital a sus nuevos niveles óptimos terminó originando aumentos en las tasas de interés y en los costos de reposición que, en principio, sólo retrasarían el proceso de ajuste. Pero el ajuste, además, se postergaría: la percepción de circunstancias menos favorables fue revirtiendo las expectativas anteriores sobre los flujos futuros de ingreso. Entre estas circunstancias destacaron tanto las nuevas condiciones de la economía mundial, por el deterioro en los términos de intercambio y el alza de las tasas de interés, como las crecientes dificultades de la producción nacional para competir con la producción extranjera y los primeros síntomas de problemas financieros. La imposibilidad de que el producto geográfico creciera en la medida necesaria para cerrar rápidamente la brecha entre el gasto interno y el ingreso nacional terminó frenando y luego revirtiendo la expansión de la demanda final por bienes y servicios.

A mediados de 1981 la expansión del sistema financiero había alcanzado tal magnitud que sólo cabía esperar una desaceleración de su crecimiento, pero sin llegar a sospecharse que sería necesario una contracción en su tamaño real. En la medida en que no hubiera un cambio en las expectativas determinantes de los precios de mercado de los activos y del ingreso permanente, el término del ajuste a sus mayores niveles implicaba una menor demanda para adquirir bienes durables de consumo y bienes de capital y para acumular mercaderías. Los aumentos en las tasas de interés y en los costos de reposición durante el proceso de ajuste habían demorado su terminación, forzando una desaceleración que comenzó a advertirse a mediados de 1981. Sin embargo, en los meses siguientes los acontecimientos precipitaron la crisis porque a la percepción de una caída en la riqueza, por los motivos señalados en el párrafo anterior, se sumaron las crecientes dificultades de los deudores para servir sus deudas y del sistema financiero para asegurar la expansión de sus operaciones sin que "explotaran" las tasas de interés.

En el segundo semestre de 1981, el sistema financiero todavía continuaba expandiéndose, en particular sus operaciones

en moneda extranjera. Sin embargo, este mayor crédito se estaba destinando en forma creciente a financiar la capitalización de intereses porque los problemas de liquidez de los deudores del sistema ya eran críticos. El fuerte aumento en las tasas de interés desde fines de 1980, juntamente con un alto endeudamiento, implicó que las declinantes utilidades operacionales de las empresas fueran insuficientes para cubrir los pagos de intereses. Los déficits de caja de las empresas de algunos sectores, en particular de la agricultura y de la construcción, eran aún más graves por cuanto tenían pérdidas operativas.

A fines de 1981, la solvencia del sistema financiero era cuestionable por la caída en los precios de mercado de los activos. Sin embargo, esta caída no reflejaba plenamente las nuevas expectativas sobre los flujos futuros de ingreso que podían generar esos activos. La posibilidad de que tuvieran que realizarse de inmediato grandes pérdidas de capital incentivaba la búsqueda de alternativas que permitieran compartir esas pérdidas con otros o que pudieran realizarse en el tiempo. Así, la liquidación de activos no tuvo lugar espontáneamente, como pretendía el gobierno. En la medida en que los ingresos generados no cubrían los pagos de intereses, la retención de activos continuó presionando sobre la demanda por crédito. La reacción del sistema financiero fue de acomodar esta mayor demanda, lo que a su vez presionaba sobre el costo de captación de fondos. Nuevamente, los bancos no tuvieron los incentivos apropiados para forzar la liquidación de activos por los deudores en el momento oportuno, a fines de 1981, lo que permitió que su solvencia quedara comprometida.

En el primer semestre de 1982, la situación del sistema financiero se complicó más por las dificultades para captar recursos que permitieran financiar la capitalización de intereses. La entrada de recursos externos se resintió severamente y sólo el apoyo del Banco Central a las instituciones intervenidas y en liquidación liberó recursos internos que se canalizaron a los demás bancos. En el segundo semestre, la devaluación del peso puso en evidencia la crisis global del sistema financiero, con la sola excepción de algunas instituciones extranjeras radicadas en el país. Por una parte, la devaluación implicó una fuerte carga adicional para los deudores en moneda extranjera, que sólo se atenuó con la concesión de un tipo de cambio preferencial a fines de agosto. Por otra parte, la devaluación incentivó el prepago de deudas en moneda extranjera y la acumulación de moneda extranjera en lugar de depósitos del sistema financiero. Sólo el apoyo del Banco Central permitió que en los últimos meses de 1982 las tasas de interés no alcanzaran niveles extraordinarios que, por temor a un quiebre total del sistema, habrían originado una fuga aún mayor de depósitos.

Finalmente, el 16 de diciembre, el gobierno optó por una intervención no-declarada del sistema financiero, cuyo propó-

sito principal, según quedaría de manifiesto con las medidas del 13 de enero, era el saneamiento de la cartera de crédito en base a la liquidación de algunos deudores grandes considerados insolventes por el gobierno. La improcedencia de estas medidas en cuanto a resolver la crisis financiera quedó en evidencia a los pocos días, haciéndose evidente la necesidad de una acción más drástica, pero también más equilibrada, de parte del gobierno. Mientras tanto, el Banco Central continuó aumentando su apoyo al sistema financiero, hasta niveles extraordinarios, y las instituciones quedaron como meras administradoras de sus carteras de colocaciones, que seguían deteriorándose. Las restricciones a la competencia por la captación de recursos han permitido una caída en las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional y la estabilización de sus valores nominales; pero, la posibilidad de una fuga mayor de depósitos ha impedido que el gobierno forzara intereses reales negativos para los depósitos. Por último, a fines de marzo de 1983, el gobierno anunció un mecanismo de reprogramación de deudas con el apoyo del Banco Central, pero la notoria insuficiencia de la medida hace presumir que la crisis financiera está lejos de haber sido resuelta.

Desde fines de 1981 los deudores han ido lentamente formando una "multitud" dispuesta a dejar de servir sus deudas, en un movimiento que amenaza con alcanzar en cualquier momento su nivel crítico para autoalimentarse. En general, este movimiento se ha desarrollado espontáneamente, pero la acción de los gremios empresariales está acelerando el proceso. La creciente actitud de esperar un rescate del gobierno ha puesto de manifiesto deficiencias en la estructura normativa e institucional de la actividad económica. En los últimos años el gobierno impulsó una estructura que favorecía la libertad individual en las actividades económicas, lo que implicaba la definición y el respeto de los derechos de propiedad. Esa definición significaba negar autoridad al gobierno para redefinir arbitrariamente los derechos, pero la acción de los deudores presupone el reconocimiento de que el gobierno sí tiene esa autoridad; más aún, la difundida sospecha de que el gobierno puede congelar los depósitos bancarios, pero que no lo hace por razones meramente políticas, muestra que para algunos sectores de la población el gobierno tiene esa autoridad. Por su parte, el respeto de los derechos requiere un sistema judicial que permita su defensa a un costo muy bajo, pero este costo es lo suficientemente alto como para que los deudores se hayan decidido a cuestionar los pretendidos derechos de sus acreedores. A medida que la crisis financiera se ha ido agravando, la percepción de que los procedimientos judiciales son inadecuados para resolver un conflicto generalizado entre deudores y acreedores ha llevado a que los acreedores se desistan espontáneamente a reclamar sus dere-

chos. Por supuesto, estas limitaciones del poder judicial, juntamente con la falta de límites reconocidos a la autoridad del gobierno, han favorecido que deudores que podrían haber servido sus deudas en los términos pactados originariamente hayan dejado de hacerlo.

Esa estrategia de los deudores explicaría el reducido número de fraudes denunciados. Cuanto más estricta es la estructura normativa e institucional en la definición y el respeto de los derechos de propiedad, mayor es la probabilidad que se cometan delitos. En los episodios históricos que recuerda Kindleberger, la comisión de delitos fue un fenómeno común, pero esos episodios tuvieron lugar en Estados Unidos y en países europeos donde esas estructuras están bastante desarrolladas. En nuestro caso, la delimitación entre lo lícito y lo ilícito se diluye por el alto costo de hacer respetar los derechos y, además, la redefinición política de los derechos de propiedad es una alternativa a la comisión de delitos. Sin embargo, el bajo número de hechos ilícitos denunciados judicialmente es compensado con acusaciones genéricas de violaciones al espíritu de las leyes y a principios morales, que no tienen un efecto positivo sobre los deudores en cuanto a cambiar de estrategia, pero sí generan conflictos sociales mayores al estimular enfrentamientos entre deudores, acreedores y terceros perjudicados por la crisis financiera.

Mientras tanto, los bancos han ido cambiando de "principal": de agentes de los deudores han sido forzados a convertirse en agentes del gobierno. Hasta mediados de 1982, los bancos continuaron actuando como agentes de los deudores, obteniendo recursos para la capitalización de intereses. A medida que esta captación se fue haciendo más difícil, los bancos debieron optar entre sus deudores y, obviamente, las empresas relacionadas por la propiedad tuvieron prioridad. Sin embargo, los bancos poco o nada pudieron hacer respecto a los demás deudores y no parece que haya surgido un patrón definido de comportamiento; los intentos de renegociación de deudas no pasaron de simples ejercicios contables. Entre mediados de 1982 y el 16 de diciembre, la acción del gobierno se centró en la compra a los bancos de parte de su cartera mala y en la desconcentración del crédito de las empresas relacionadas. Ambas acciones no tuvieron mayor importancia y sólo fueron el inicio de una intervención masiva. A fines de 1982, el gobierno entró definitivamente en esa etapa y los bancos en principios deberían haber pedido la quiebra de los deudores considerados insolventes, pero este proceso tampoco tuvo mayor trascendencia (excepto por el control de los dos principales grupos económicos). Los bancos no pueden proceder contra los deudores porque la situación financiera de éstos les llevaría a tener que realizar grandes pérdidas y sólo les cabe esperar, junto a los deudores, el rescate por el gobierno.

Después de tantos meses de crisis financiera, el hecho más extraño es que no se haya producido una gran corrida contra **todos** los bancos. Los depositantes nacionales han visto repetidamente amenazados sus fondos, e incluso el gobierno intentó que absorbieran una pequeña parte de las pérdidas de los bancos liquidados el 13 de enero de este año. Kindleberger destaca que la característica distintiva de la fase de reversión es el traspaso hacia activos líquidos. En Chile, como en otros países pequeños, la mayor liquidez sólo puede obtenerse manteniendo monedas extranjeras de curso internacional y papeles del gobierno de alta y segura rentabilidad. A pesar de las crecientes restricciones a la convertibilidad del peso, la alternativa de transferir los fondos a moneda extranjera siempre ha estado presente y sólo la gran variabilidad en su rentabilidad de corto plazo puede haber desincentivado esta transferencia, que en todo caso no ha sido despreciable. Más recientemente, el gobierno ha intentado absorber la pérdida de depósitos con la emisión de pagarés a altas tasas de interés y su magnitud tampoco ha sido despreciable. Desde septiembre de 1981 la pérdida de depósitos ha sido de aproximadamente 30%, en términos reales, de los cuales la mitad se perdieron en los primeros cuatro meses de 1983. La única explicación de que los depositantes persistan en mantener sus fondos en el sistema financiero es la garantía, primero de hecho y a partir del 13 de enero de derecho, que el gobierno ha dado.

La mitad de los pasivos exigibles de la banca nacional corresponde a obligaciones con el exterior, en particular créditos financieros otorgados por la banca internacional. Hasta fines de 1981, el endeudamiento externo continuó aumentando, pero durante 1982 se fue haciendo evidente la pretensión de la banca internacional de disminuir su exposición en el país. Sin embargo, el alto costo de una retirada masiva de recursos externos ha sido comprendido por la banca internacional; las experiencias de otros países latinoamericanos que en 1982 enfrentaron serias dificultades para servir sus deudas externas, mostraron claramente que sólo concediendo recursos adicionales en el corto plazo se podía asegurar una eventual amortización de las deudas de estos países en el mediano y largo plazo. La reducción de las obligaciones con el exterior de la banca chilena a partir de la devaluación del 14 de junio de 1982 no fue resultado de una acción de los acreedores, sino de una reacción de los deudores internos que no estaban dispuestos a asumir el riesgo cambiario, o más estrictamente el riesgo del comportamiento discrecional y errático de la autoridad monetaria. Las medidas del 13 de enero de 1983 sí originaron una reacción de la banca internacional, que ha presionado no por disminuir inmediatamente su exposición en el país, sino por asegurar que se pagarán los intereses de todos los créditos, independientemente de quién los

haya tomado, y que eventualmente se amortizará la deuda externa. A pesar de que estas presiones inmediatamente han generado incertidumbre, que se superará cuando terminen las negociaciones para refinanciar la deuda externa, el hecho que parte importante de los pasivos de la banca nacional fuera crédito de bancos internacionales puede haber contribuido a que no se generara pánico. La presencia y la posición de apoyo de la banca internacional, aún después del 13 de enero, habrían sido claves para que el gobierno no intentara transferir pérdidas a los acreedores de la banca nacional, reforzando la confianza de los depositantes nacionales en la expectativa que no se discriminaría contra ellos.

En mayo de 1983 la crisis financiera se refleja en una creciente actitud de los deudores de dejar de servir sus deudas en espera de una solución definitiva y en los llamados de los bancos, por encargo del gobierno, a reprogramar las deudas en término que cambian día a día, mientras los depositantes y la banca internacional se mantienen como espectadores parciales. La actitud de los deudores ha impedido que los precios de los activos cayeran fuertemente, por debajo de los valores que podrían considerarse normales en el largo plazo; la caída en los precios sólo ha sido importante en relación a sus valores máximos en el período de bonanza, que fueron anormalmente altos. En la medida en que los deudores persistan en no liquidar activos, los precios se mantendrán en los niveles actuales que, insisto, no parecieran inferiores a los valores de largo plazo. En los "crashes" que analiza Kindleberger, el colapso de los precios de los activos implica niveles que son reconocidos como muy inferiores a los valores de largo plazo y que, por lo tanto, inducen reacciones de quienes no se encuentran endeudados. La crisis también persiste sin que se hayan producido pánicos, a pesar del alto número de quiebras de empresas y de las intervenciones y liquidaciones de bancos decretadas por el gobierno. Esta ausencia de pánicos se debería a que persiste la confianza mínima en que el gobierno no optará por soluciones que impliquen que los acreedores tengan que absorber pérdidas. En los episodios financieros considerados por Kindleberger, los pánicos se produjeron porque los gobiernos carecían de la autoridad para intervenir y los acreedores, al percibir las primeras señales de que tendrían que realizar pérdidas, pretendían recuperar rápidamente sus recursos. Pero, por supuesto, en algunos pánicos los gobiernos se vieron **ex-post** forzados a intervenir, rebasando los límites de su autoridad más allá de lo que habría sido tolerado **ex-ante**.

V Y Serán Rescatados

Hasta marzo de 1983 el gobierno optó por la solución deflacionaria, que implicaba la liquidación de activos por los deudores y el consiguiente colapso de los precios de los activos. En

un primer momento, hasta febrero de 1982, esta deflación se pretendía que fuera espontánea, pero su fracaso fue forzando al gobierno a inducir la liquidación de activos. Hasta el 13 de enero de 1983, esta acción del gobierno se centró en que los grupos económicos redujeran, concertadamente, su endeudamiento con los bancos relacionados y con el público. El gobierno suponía que las altas tasas de interés eran atribuibles a la reticencia de los grupos a liquidar activos, sin percibirse que era un comportamiento generalizado de los deudores facilitado por la estructura normativa e institucional, y en particular por la autoridad ilimitada del gobierno para redefinir derechos. Las medidas del 13 de enero pretendieron forzar la liquidación de algunos grupos económicos, con la expectativa de que así las tasas de interés disminuirían en beneficio de los demás deudores. Las medidas permitieron que el gobierno tomara el control indirecto o parcial de algunos grupos, pero sin que se liquidaran activos y se liberaran recursos crediticios.

A pesar que el programa de emergencia de marzo de este año reconoció, implícitamente, el fracaso de la alternativa deflacionaria, esta solución no ha quedado descartada. La insuficiencia de la reprogramación de deudas prevista en el plan de emergencia ha incentivado la búsqueda de soluciones eficaces por drásticas que sean. Así, la solución deflacionaria requeriría ahora que se hicieran de inmediato las pérdidas, distribuyéndolas entre deudores y acreedores a través de la capitalización de las deudas y de la cesión de activos para su administración por los bancos, y se implementaría interviniendo a todos los bancos nacionales (por lo menos hasta que no repongan el capital perdido). La factibilidad de esta solución depende, en primer lugar, de que la responsabilidad de los deudores quede limitada a los activos directamente relacionados con sus deudas; si se pretendiera que esa responsabilidad comprometiera a todos los activos de los deudores, el rechazo de éstos haría imposible su implementación. Suponiendo entonces que la responsabilidad de los deudores fuera limitada, las pérdidas pueden ser de tal magnitud que sólo si se repartieran entre **todos** los acreedores, éstos podrían absorberlas. Si se pretendiera que sólo los acreedores nacionales realizaran estas pérdidas, difícilmente el gobierno podría forzar su absorción, cualquiera sea el título que pretenda entregar a cambio de los depósitos. Pero, para minimizar estas pérdidas los activos reales deberían permanecer en poder de los acreedores y de los bancos intervenidos por el gobierno; de lo contrario se produciría el colapso de sus precios y los acreedores tendrían que realizar pérdidas que jamás estarían dispuestos a absorber. Esta imposibilidad de liquidar activos implica que la administración de los mismos debería quedar temporariamente en manos de los bancos, que a su vez deberían cederla a quienes tienen las capacidades necesarias, y que seguramente serían sus

actuales dueños. La reticencia a esta última cesión implicaría mayores pérdidas para el país.

El planteo anterior parte del supuesto erróneo de que el conflicto entre deudores y acreedores no tiene efectos negativos sobre terceros y que, por lo tanto, sería inaceptable cualquier intento de transferir parte de las pérdidas a terceros. Esta transferencia podría ser discutible si fuera evidente que **no** ha habido terceros perjudicados por el conflicto y que la solución del mismo **no** implica un beneficio para terceros. Claramente, ese no es el caso con nuestra crisis financiera ya que el conflicto ha tenido un impacto directo sobre la deprimida demanda privada por bienes y servicios y, por consiguiente, sobre las actividades productivas. El "lucro cesante" para miles de trabajadores y para el mismo gobierno no puede ser ignorado en la solución del problema financiero.

La alternativa a la solución deflacionaria es una refinanciación global de las deudas que permita la realización de las pérdidas en el tiempo y que las distribuya entre deudores, acreedores y terceros. Esta refinanciación podría implementarse de diversas formas, pero sus elementos principales serían:

- a) La redefinición del perfil del servicio de las deudas a tasas de interés real bajas, pero en ningún caso negativas;
- b) La captación interna de fondos a través de papeles del Banco Central o garantizados por el Banco Central para disminuir el costo de los fondos;
- c) La absorción del riesgo cambiario por el Banco Central a través de pagarés de largo plazo;
- d) La fijación del spread bancario para las deudas refinanciadas a un nivel bastante bajo;
- e) La congelación de una parte del capital de los bancos en función del monto de las deudas refinanciadas; y
- f) El financiamiento de la diferencia entre el costo de los fondos prestables (incluido el spread bancario) y el costo del crédito para los deudores a través de impuestos, primero con el impuesto inflacionario y luego con alguna participación en los mayores ingresos tributarios originados en los efectos positivos de la refinanciación sobre las actividades productivas.

La refinanciación global de las deudas supone que el gobierno juega un rol de mediador entre deudores, acreedores y terceros. Las circunstancias imponen restricciones, en principio insuperables, para que la distribución de las pérdidas sea equitativa o se pueda realizar según algún criterio ético particular. Pero estas restricciones no pueden servir de excusa para renunciar a esa mediación cuando el problema financiero ha alcanzado tal magnitud que amenaza con una cesación generalizada de pagos por parte de los deudores y, por lo tanto, con la necesidad de una intervención **ex-post** del gobierno, que podría terminar en una gran inflación y en los conflictos que una inflación abierta implica. La postergación de la solución también amenaza con

corridas mayores contra el sistema financiero por parte de los depositantes, especialmente por la obstinación de algunos sectores del gobierno en querer forzar soluciones deflacionarias.

La refinanciación global de las deudas sólo requiere la intervención del gobierno respecto al stock actual de crédito bancario, que sería administrado por las instituciones financieras por orden del Banco Central. La organización interna de los bancos incluiría un departamento independiente dedicado a esa administración, con un capital "propio" invertido en papeles del Banco Central. La intervención del gobierno no debería extenderse a la concesión de **nuevos** créditos ni otras actividades de los bancos. El desarrollo de un sistema financiero **reformado** requiere que se distinga claramente entre la administración del stock actual de crédito y la concesión de nuevos créditos. Un programa razonable de refinanciación global de las deudas debería implicar que la mitad de la deuda actual haya sido amortizada en un plazo no mayor a cinco años, liberando recursos que ojalá sean captados para la concesión de nuevos créditos. Este reciclaje de los recursos crediticios es fundamental para el crecimiento económico del país en los próximos diez años.

En el análisis anterior la estructura normativa e institucional de la actividad financiera ha sido repetidamente destacada por su rol decisivo en la crisis actual. La reforma financiera (es decir, la regulación de la actividad bancaria en cuanto a nuevas operaciones) tendría que insertarse en la estructura de toda la actividad económica. La crisis actual ha llevado a su cuestionamiento y mi análisis apunta a la urgencia de una delimitación clara de la autoridad estatal, a lo cual habría que agregar su distribución entre poderes efectivamente independientes. La definición de tales límites y de una organización eficaz para el ejercicio de las facultades monetarias y financieras del gobierno son prerequisites para que pueda desarrollarse un nuevo sistema financiero privado. Mientras esa definición no ocurra, la gestión de los bancos privados en cuanto a la concesión de nuevos créditos seguramente quedará controlada por el gobierno, reflejando la experiencia reciente y la forma específica en que se refinancien las deudas actuales.