

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo de la CEPAL
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Desarrollo Económico y Social*
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Cooperación y Servicios de Apoyo*
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

SUMARIO

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna

*Carlos Massad**
*y Roberto Zahler***

Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América Latina, un problema menos estudiado y comprendido, pero no menos importante, es el del financiamiento y deuda internos. En muchos países de la región este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimular la acumulación de capital y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo pueden contraponerse a los programas y políticas orientadas a enfrentar el problema de la deuda externa de la región.

La mayor oferta de liquidez internacional y las políticas internas inadecuadas estimularon el sobreendeudamiento interno que por su magnitud, plazo, concentración y riesgo, contribuyó a distorsionar y entorpecer el crecimiento económico y la eficiente asignación de recursos, y a debilitar la estabilidad y solvencia de los sistemas financieros internos.

Este proceso que en mayor o menor grado fue vivido por los países de América Latina en los últimos años, si bien puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos para la sociedad. En la búsqueda de alguna forma de prevenir la recurrencia de los problemas del sobreendeudamiento interno, los autores de este artículo han establecido lecciones para formular políticas en el área macroeconómica-financiera. La prudencia en el manejo de ciertos precios claves, la coordinación en las reformas económicas, la cautela en la integración con los mercados internacionales y la implementación de una institucionalidad financiera adecuada a los fines perseguidos y orientada a encender luces de alarma, son algunas de las líneas de acción que se derivan de las experiencias de la región.

*Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Coordinador de Proyectos Financieros PNUD/CEPAL y Profesor de la Universidad de Santiago de Chile. Ex Presidente del Banco Central de Chile.

**Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Asesor Regional en Política Monetaria y Financiera de la CEPAL.

I

¿Es la deuda interna un problema?

La crisis de financiamiento externo que ha afectado a la región desde comienzos de los años ochenta ha ocupado de preferencia la atención de los organismos internacionales, de los analistas y de las autoridades económicas nacionales. Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América Latina existe otro aspecto crítico, menos estudiado y comprendido, que es el del financiamiento interno. En varios países este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimular la acumulación de capital, y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo se han contrapuesto con los programas y políticas orientados a enfrentar la deuda externa de la región.

Tal como ocurre en períodos normales con la deuda externa, los países habitualmente operan con ciertos niveles de deuda interna. Los diferentes acervos iniciales de recursos y capacidades de los agentes económicos, así como la distribución de la población por edades, la estructura de sus preferencias, y las potencialidades para generar proyectos de inversión, entre otros aspectos, hacen que las unidades acreedoras y las deudoras interactúen, básicamente a través de instituciones intermediarias (principalmente el sistema financiero), generándose así deudas y acreencias internas. Como sucede con la deuda externa, para que el endeudamiento interno sirva al proceso de desarrollo económico, es necesario que haya cierta correspondencia entre los montos, plazos y ritmos de crecimiento de la deuda, por un lado, y el dinamismo de la economía (y de las exportaciones, en el caso de la deuda externa), por otro, así como entre la tasa de interés sobre los préstamos y la productividad del capital. Cuando estas relaciones no se cumplen, y los desequilibrios perduran durante períodos significativos, lo que en situaciones normales es un proceso habitual y útil para el desenvolvimiento económico, puede transformarse en una seria traba.

En el análisis de la deuda interna se suele distinguir entre la deuda pública y la deuda privada. La deuda interna pública ha sido analizada extensamente en la literatura, porque forma parte de la política fiscal y porque se supone que el gobierno puede y suele tener conductas económicas diferentes

a las del sector privado. Su estudio ha abarcado temas como las transferencias de bienestar entre el presente y el futuro (es decir, la distribución intergeneracional del bienestar), el efecto de la deuda pública sobre el ritmo de acumulación de capital del sector privado, el desplazamiento o complemento del gasto privado por el gasto público, el efecto del endeudamiento del sector público sobre la tasa de interés y últimamente sobre la riqueza neta, y la reacción del sector privado. Estos fenómenos dependen de las expectativas que se creen acerca de los mecanismos a los que recurrirá el gobierno para servir su deuda, y de la trayectoria esperada de ésta en el tiempo.

La deuda interna privada, en cambio, se ha analizado mucho menos en la literatura, sobre todo desde una perspectiva macroeconómica, porque generalmente se ha supuesto que el efecto neto del comportamiento económico de acreedores y deudores tiende a ser nulo (ya que cada deuda tiene una acreencia equivalente). Esto implica confiar en que a través de mecanismos de mercado que traspasen derechos patrimoniales de algunos titulares a otros dentro del sector privado, se realizarán simples

transferencias de activos, sin que se generen pérdidas netas de capital vinculadas a eventuales efectos negativos de la deuda interna sobre la asignación de recursos, los volúmenes de inversión u otros aspectos.

Sin embargo, lo sucedido en los últimos años sugiere que en un número importante de países el endeudamiento interno del sector privado presenta síntomas y características que hacen de él un importante obstáculo para lograr la reactivación económica y superar la crisis que afecta a la región desde comienzos de los años ochenta. El cuadro 1 muestra que el grado de endeudamiento interno de Argentina, Chile, Ecuador y México creció con gran rapidez entre mediados del decenio de 1970 y comienzos de los años ochenta. Resultados similares se advierten también para Uruguay y Venezuela. En los casos de Colombia y Perú, si bien se observa algún aumento en la relación deuda privada-producto, éste no es de gran magnitud. En Brasil, en cambio, se registra una disminución en dicha relación, la que se explica en parte por un efecto de desplazamiento (*crowding out*) debido a la presión del sector público sobre el sistema monetario.

Cuadro 1

DEUDA INTERNA PRIVADA, 1975-1985^a

(Como porcentaje del producto interno bruto)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	8	25	12	5	12	5	10	14	19
1976	6	25	12	5	13	5	9	16	24
1977	10	24	11	9	13	6	8	18	29
1978	12	24	11	16	15	12	7	21	30
1979	15	21	10	19	16	14	5	23	28
1980	22	18	10	25	16	13	7	27	25
1981	26	14	12	39	18	14	9	33	26
1982	22	14	14	60	19	13	11	39	28
1983	18	12	15	57	20	10	10	46	30
1984		10	14	53	22	8	9	40	28
1985			14	52		9	8	38	30

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio de 1987.

^aSe refiere al crédito del sistema monetario al sector privado a fines del primer semestre de cada año.

Por la magnitud, la duración y el alcance (a diferentes campos de la actividad económica) del endeudamiento interno en la mayoría de los países de la región, el tiempo y el costo que ha significado realizar transferencias de activos entre acreedores y deudores han sido mayores que los supuestos tradicionalmente por la teoría. Además, la diversidad de agentes envueltos (deudores, intermediarios financieros, depositantes, banca extranjera, gobierno), y lo generalizado de la situación, ha demorado y dificultado los procedimientos jurídicos para redefinir y reasignar derechos patrimoniales.

Todo esto se ha traducido en más morosidad de los deudores bancarios, y más carteras vencidas y de alto riesgo en los sistemas financieros nacionales, los que se han visto severamente afectados en sus posiciones de liquidez e incluso de solvencia. La menor disponibilidad de recursos para otorgar préstamos a actividades rentables y dinámicas, y el encarecimiento del costo del crédito, han agravado aún más la situación de los prestatarios del sistema bancario y han mermado sus posibilidades de servir su deuda interna. Con esto se ha desestimado la expansión de la capacidad productiva, y se han complicado y entrabado aún más las posibles vías de solución al problema.

La magnitud y generalización del endeudamiento interno privado y sus estrechos vínculos con los sistemas financieros nacionales, unidos a la rece-

sión de los años recientes y a las elevadas tasas de interés internas, habrían exigido, para resolver el problema, una transferencia masiva de derechos de propiedad. Dicha transferencia fue imposible de realizar debido a los importantes costos políticos y económicos que hubiera tenido. Esto contribuyó a debilitar los sistemas financieros nacionales, a paralizar la inversión y la oferta de crédito bancario, y a estimular la fuga de capitales. Estos fenómenos, muy tangibles, han limitado de manera importante las posibilidades de reactivación y expansión futura del aparato productivo. No menos tangibles e importantes han sido los efectos redistributivos adversos derivados de la asignación de recursos públicos al sostenimiento de ciertas actividades económicas, incluidas por cierto las del sector financiero, en la búsqueda de una "solución" a sus problemas de endeudamiento.

Lo anterior justifica el intento que se reseña en las páginas siguientes, de comprender las características comunes del actual proceso de endeudamiento interno en la región, y sus consecuencias. Tras un breve análisis de los orígenes y de la evolución reciente del endeudamiento interno, se describen sus principales efectos y se exploran las consecuencias de posibles soluciones optativas a este problema, para, finalmente, destacar las principales enseñanzas que ha dejado la experiencia reciente de excesivo endeudamiento interno en América Latina.

II

Principales causas del sobreendeudamiento interno

A comienzos de los años ochenta, la deuda interna de la mayor parte de los países alcanzó una magnitud y extensión tales que, si los activos que representaban el valor presente de los ingresos esperados de los proyectos (de consumo o inversión) que se financiaron con dicha deuda hubieran tenido que venderse para pagar la deuda, lo que se hubiera obtenido no hubiera sido suficiente para pagarla y los acreedores hubieran tenido que enfrentar una pérdida de capital no cubierta. La magnitud del endeudamiento interno se originó en el altísimo nivel de gasto que exhibió América Latina en el período de auge de la segunda mitad de los años setenta. Las

condiciones externas e internas para ese auge fueron transitorias, de modo que al desaparecer dejaron al descubierto la precariedad de las economías nacionales, su nivel excesivo de endeudamiento interno y externo, y la debilidad de los sistemas financieros y productivos nacionales para recuperarse y expandirse.

Uno de los elementos que más fomentó ese gasto desmedido en la región fue la afluencia de capitales externos abundantes entre 1974 y 1981. Los cambios en el sistema monetario mundial y la privatización cada vez mayor de la liquidez internacional, las políticas macroeconómicas de los países industriales y

el impacto del alza brusca de los precios de los hidrocarburos, unidos, en un comienzo, a la baja concentración de créditos de la banca privada internacional en América Latina, explican la gran afluencia de crédito externo hacia la región, inicialmente a bajo costo. Esta mayor oferta de liquidez internacional amplió fuertemente las posibilidades de endeudarse directamente en el exterior —principalmente para gobiernos, empresas públicas y bancos— y acrecentó la capacidad de los sistemas financieros nacionales para hacer préstamos internos.

Las políticas internas estimularon también la demanda de financiamiento interno y externo. Las reformas financieras que en mayor o menor medida aplicaron casi todos los países de la región, contribuyeron más a fomentar el endeudamiento interno de los agentes domésticos cuanto mayor fue la rapidez con que se pusieron en práctica. La liberalización financiera interna, también denominada desregulación financiera, fue un proceso orientado a eliminar o aminorar algunas de las restricciones que afectaban a los sistemas financieros de la región. Entre ellas cabe destacar los controles sobre la tasa de interés, el monto y la composición de la cartera de activos y pasivos del sistema financiero, y las normas sobre el tipo y las características de los instrumentos financieros que los intermediarios financieros estaban autorizados a emitir y colocar en el mercado. Todas estas restricciones habían alentado la proliferación de mercados financieros informales.

Los vínculos entre el endeudamiento interno y la liberalización financiera interna fueron muy estrechos. En efecto, la desregulación rápida de la tasa de interés generó, en medio de políticas antiinflacionarias, altos niveles de las tasas de interés reales activas y también de las pasivas,¹ aunque no en todos los casos se alcanzaron tasas reales positivas (cuadro 2). Los niveles reales alcanzados superaron ampliamente los valores históricos de la tasa de interés.

Los depósitos en moneda nacional en los sistemas financieros nacionales crecieron muy fuertemente, en términos reales y también como porcentaje del producto interno bruto,² lo que permitió a esos sistemas ampliar su capacidad de otorgar préstamos, con el consiguiente incremento de los activos financieros.

Además, la desregulación financiera en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector alentó a los intermediarios

financieros a adoptar una conducta excesivamente audaz en sus intentos por incrementar sus préstamos. En efecto, habituados a actuar en el marco que imperaba con anterioridad a las reformas, los bancos basaron sus análisis de riesgo y solvencia en la historia de cumplimientos pasados de los clientes³ y en sus garantías reales⁴ más que en una evaluación técnica de la calidad de los proyectos y de los ingresos netos que se esperaba de ellos. Esto ayudó a que se expandieran imprudentemente las colocaciones bancarias. Expectativas muy optimistas

Cuadro 2

TASAS REALES DE INTERES, 1975-1985^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina		Chile		Uruguay	
	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva
1975			114.8 ^b	18.6 ^b		
1976			51.3	0.0		
1977	15.9 ^b	-6.3 ^b	39.2	5.1	5.3	-12.1
1978	0.9	-14.6	35.1	18.7	19.1	0.8
1979	-2.2	-9.4	16.6	4.4	-9.6	-21.7
1980	5.7	-4.4	11.9	4.7	16.7	5.1
1981	19.3	9.3	38.7	28.5	23.9	12.8
1982	11.4	-19.7	35.1	22.4	34.0	27.2
1983		-30.2	15.9	3.9	28.3	12.3

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^aSe refiere a las tasas nominales de interés deflactadas por el índice de precios al consumidor.

^bCorresponde al segundo semestre anualizado, una vez iniciada la liberalización financiera.

¹Las tasas pasivas expresadas en dólares registraron valores muy superiores a las tasas internacionales.

²En parte sustituyendo otras formas de mantención de riqueza, por lo que su efecto neto sobre el ahorro interno fue, por lo general, muy inferior al que tuvo sobre el ahorro financiero.

³Lo que, en presencia de reformas arancelarias, de precios, tributarias, etc., puede y suele verse radicalmente modificado.

⁴Las que pueden sobredimensionarse como consecuencia de movimientos especulativos en algunos mercados de activos, o de políticas que contribuyan a la sobrevaluación cambiaria.

para el futuro económico, la confianza en la estabilidad de las políticas macroeconómicas y el "exitismo" económico imperante contribuyeron a distorsionar la percepción de las posibilidades reales de crecimiento económico. No pocas veces este ambiente de euforia fue estimulado por las propias autoridades económicas nacionales y hasta por organismos financieros internacionales. Con ello se dio impulso a un sobreendeudamiento generalizado de los agentes domésticos y de sectores empresariales y a una sobreexpansión de los créditos aun de las instituciones financieras con mayor profesionalismo.

Un último aspecto vinculado a la liberalización financiera, y de fundamental importancia, fue la falta de una adecuada supervisión y fiscalización del sector financiero, unida a una institucionalidad concebida para un contexto mucho más regulado e intervenido. Esto facilitó, más por omisión que por acción, una excesiva permisividad financiera, estrechamente asociada al sobreendeudamiento interno.

La desregulación financiera, brevemente reseñada más arriba, desempeñó un papel especialmente importante en Argentina, Chile, y Uruguay y, más recientemente, en Venezuela, Ecuador y Bolivia. La apertura financiera externa, que se dio con particular fuerza en los países del Cono Sur, amplió aún más la capacidad de los sistemas financieros nacionales para elevar sus colocaciones; al crear fuertes expectativas de bajas en las tasas de interés, estimuló el endeudamiento interno, a la espera de una caída rápida y significativa de su costo. Por otra parte, las mayores facilidades y estímulos para endeudarse en el exterior,⁵ otorgados especialmente a los intermediarios financieros, fomentaron la captación de recursos financieros de origen externo para su posterior intermediación en los mercados locales.

El proceso de desregulación financiera contribuyó así decisivamente a alentar la demanda interna de financiamiento (la que por la naturaleza misma del mercado de fondos prestables en países como los latinoamericanos tiende a presionar sobre el crédito bancario) y facilitó la disponibilidad de fondos para crédito interno del sistema financiero, el que creció muy fuertemente.

En muchos de los países de la región, las políticas macroeconómicas, y en especial aquellas orientadas a detener y revertir los procesos inflacionarios, ayudaron también, sobre todo en combinación con las reformas financieras recién reseñadas, a fomentar el gasto y el endeudamiento interno.

La influencia del denominado enfoque moneta-

rio del balance de pagos se dejó sentir con fuerza en América Latina en la segunda mitad de los años setenta, no sólo a través de las políticas de apertura financiera al exterior y de reservas de divisas sino que también a través de los programas de estabilización. En efecto, se estimó, sobre la base de la teoría de la paridad del poder de compra y anticipando la creciente importancia que tendrían los bienes transables internacionalmente en las economías nacionales, que la política cambiaria podría desempeñar un papel fundamental en la contención de la inflación. Se generalizó la idea de que el alza de los precios internos estaba íntimamente vinculada a la evolución futura del tipo de cambio nominal, a través del impacto directo del tipo de cambio tanto sobre los costos productivos y financieros (por su efecto en los bienes e insumos transables y en los precios y costos indizados característicos de las economías con alta inflación de la región) como sobre las expectativas inflacionarias. Porque se estimaba que la evolución presente y programada del tipo de cambio influiría fuertemente en el tipo de cambio esperado, se tendió, en la práctica, a ir devaluando a un ritmo menor que el que hubiera correspondido en relación con los movimientos de los precios y de otras variables claves de la economía.⁶ El atraso cambiario resultante fue especialmente notable en los casos de Argentina, Colombia, Chile, Uruguay y Venezuela, aunque se detecta también con claridad en México y Perú en distintos períodos (cuadro 3).

La tendencia a la sobrevaluación cambiaria, unida a una apertura financiera al exterior realizada, por lo general, en forma poco cuidadosa y sin una adecuada supervisión, alentó el excesivo endeudamiento interno a través de varias vías. Por una parte, se estimuló fuertemente el gasto en bienes transables internacionalmente. Además, el atraso cambiario no sólo ayudó a acentuar el déficit en la

⁵A través de fuertes diferencias entre las tasas de interés internas, ajustadas por expectativas de devaluación, y las internacionales, situación provocada en buena medida por el propio proceso de desregulación financiera.

⁶Este manejo cambiario fue hecho posible, y en la mayor parte de los casos, estimulado, por la abundancia de divisas disponibles debido al espectacular incremento de liquidez internacional hacia la región, y a la proliferación de políticas de apertura financiera y comercial en América Latina durante el período. Por otra parte, el aumento de las reservas de divisas gracias a la mayor entrada neta de capitales, y en algunos casos a un mayor control del déficit del sector público, reforzaron los argumentos en favor de la mencionada política cambiaria.

Cuadro 3

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO REALES, 1975-1986^a

(Índice: 1980 = 100)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	196	71	120	131	109	102	76	108	112
1976	129	70	113	115	102	108	82	118	108
1977	166	69	101	111	98	119	90	116	103
1978	149	72	103	127	99	115	113	112	107
1979	111	82	99	114	100	109	107	98	109
1981	143	89	97	93	90	91	84	96	91
1982	170	86	91	112	92	135	87	102	84
1983	167	96	91	118	90	174	90	132	92
1984	163	91	97	118	121	128	86	122	101
1985	190	91	110	138	116	136	99	118	91
1986	191	88 ^b	133	147	130	155	78 ^b	114 ^b	99

Fuente: CEPAL, sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional.

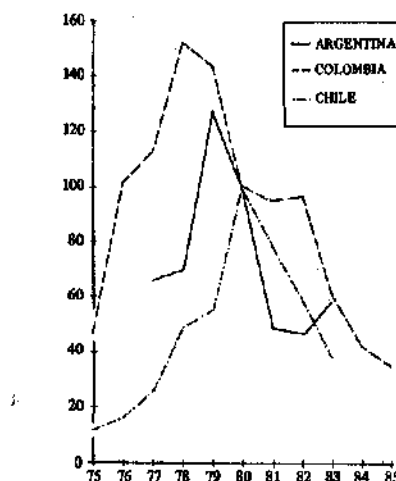
^aCorresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de los principales países desde los cuales importa, empleando ponderaciones según la estructura de importación.

^bCifras preliminares.

cuenta comercial del balance de pagos, sino que empujó hacia arriba la tasa de interés interna en moneda local, a través de las expectativas de devaluación, al estimular la demanda de crédito interno intermediado por las instituciones financieras. Por último, y esto ciertamente tuvo gran importancia en varios países de la región, la sobrevaluación cambiaria y la apertura financiera al exterior, en ausencia de políticas macroeconómicas compensadoras o de un adecuado control o supervigilancia del endeudamiento externo, tendieron a autorreforzarse e indujeron un alza en el precio relativo de los bienes y acervos no transables internacionalmente. En varios países la inflación de los precios de los activos (la burbuja de precios) a niveles que posteriormente demostraron no ser los de equilibrio, generó un aparente incremento de la riqueza que alentó aún más el gasto y la demanda de financiamiento, a la vez que contribuyó a sobrestimar el valor real de las garantías bancarias, y, por lo tanto, a elevar la oferta de crédito bancario. El gráfico 1 muestra la evolución del precio real de las acciones en Argentina, Colombia y Chile.

En algunos países de la región, las políticas tributarias contribuyeron a que la financiación de las empresas y la formación de capitales pasaran a depender mucho más del sector financiero y del capital

Gráfico 1
PRECIO REAL DE LAS ACCIONES
(Índice: 1980 = 100)



Fuente: Argentina: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986; Colombia: *Anuario de Estadísticas Financieras Internacionales*, 1986; Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^aPara Argentina el valor del año 1977 corresponde al precio del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

externo que de la colocación de acciones y de la participación directa en empresas. El incentivo tributario para incrementar el endeudamiento interno en relación a la capitalización surgió al considerarse los pagos de intereses como costos que podrían ser deducidos de los ingresos tributables de las empresas. Esta franquicia no era extensiva a otras formas de financiamiento de la inversión (o de adquisición de viviendas) vinculadas a la emisión de acciones, aportes de capital propio, etc.

Por último, también fomentó el sobreendeudamiento interno en algunos países de la región la im-

portante presencia de conglomerados económicos vinculados a la propiedad de los bancos. La acción de esos grupos, a través de la creación de "empresas de papel" o de aplicación de prácticas financieras reñidas con las técnicas de evaluación de riesgos y concentración crediticia, contribuyó decisivamente a acrecentar la morosidad y el monto de la cartera riesgosa, relacionada⁷ y vencida del sistema bancario, haciendo peligrar la solvencia de los intermediarios financieros, e incluso, en ocasiones, provocando su quiebra, o la intervención estatal, o ambas cosas.

III

Evolución y efectos del sobreendeudamiento interno

La evolución del endeudamiento interno y la persistencia de los elementos que lo estimularon tuvieron un conjunto de efectos en la economía en general, y en el sector financiero en particular, cuya importancia ha sido grande en la crisis que ha afectado a varios países de la región desde comienzos de los años ochenta.

Los teóricos y los ejecutores de las reformas financieras confiaban, en esencia, en que tanto la "profundización financiera", consistente en último término en un incremento de los pasivos del sistema financiero de origen interno, como la contribución del ahorro externo al proceso de formación de capital, fomentaría mayores volúmenes de ahorro y una mejor asignación de los fondos prestables.

En la práctica, los resultados en la mayor parte de los países de la región fueron muy diferentes a los esperados. Esto se debió al ritmo muy rápido e inadecuada regulación de las reformas financieras, a la magnitud y velocidad de la entrada neta de capitales externos, así como a la simultánea implementación de otras políticas y reformas que terminaron por favorecer el consumo y la fuga de capitales más que el ahorro, la especulación más que la producción y las importaciones más que las exportaciones. Si bien en la región se generalizó la profundización financiera, también hubo profundización del endeudamiento interno, que no es más que la otra cara de

aquella, mirada por el lado de los activos (crédito interno) del sistema financiero. A la larga, el sobreendeudamiento interno, por su magnitud, corto plazo, concentración y excesivo riesgo, contribuyó a distorsionar y entabrar el crecimiento económico y la eficiente asignación de recursos, y a debilitar muy seriamente la estabilidad y solvencia de los sistemas financieros internos.

Los efectos de las reformas financieras, la falta de coherencia de las políticas macroeconómicas, la excesiva afluencia de crédito externo, la carencia de una adecuada fiscalización del sector financiero y el propio sobreendeudamiento interno, tendieron a reforzarse recíprocamente y se extendieron a diversos ámbitos de la economía. Con la excepción de Brasil y Ecuador, la mayor profundización financiera se reflejó en un incremento en los pasivos del sistema financiero (cuadro 4) pero no en aumentos concomitantes en el ahorro, el que incluso cayó en algunos países mientras crecía el ahorro financiero. Otras políticas estimularon fuertemente el consumo global.

⁷La cartera relacionada es la constituida por préstamos otorgados por el sistema bancario a empresas cuyos propietarios están vinculados a la propiedad o gestión de los bancos que conceden los préstamos.

Cuadro 4

PROFUNDIZACION FINANCIERA, 1975-1985

(Como porcentaje del PIB)^a

	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		Ecuador		México		Perú		Uruguay		Venezuela	
	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	sidi- nero	M ₂
1975	6	15	1	15	7	11	4	16	4	20	3	12	4	22	3	12	10	28
1976	2	12	1	13	4	8	4	16	4	18	4	13	3	20	10	21	13	33
1977	7	17	1	12	7	11	5	17	4	20	5	13	3	18	14	24	16	38
1978	12	22	2	12	8	13	5	17	4	19	15	25	3	16	18	28	16	40
1979	12	20	2	11	10	14	4	16	4	19	15	25	4	14	23	33	15	35
1980	14	20	1	9	11	17	4	15	4	20	16	25	7	19	22	29	14	31
1981	15	19	1	7	17	23	6	18	4	19	18	27	8	18	30	38	14	31
1982	12	17	2	7	23	29	8	19	4	20	19	26	11	19	38	45	19	36
1983	10	14	2	6	18	24	7	18	3	18	17	23	11	19	40	46	21	41
1984			3	5	19	25	8	17	4	16	19	24	11	17	30	35	21	42
1985					22	26	8	17			17	22			30	35		

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio de 1987.

^aSe refiere al cuasidinerero y M₂ medidos a fines del primer semestre de cada año, como porcentaje del producto interno bruto.

La desregulación financiera permitió la presencia de una mayor variedad de activos financieros, orientados a captar recursos de diferentes estratos de ingresos y con variados incentivos para ahorrar. Sin embargo, las expectativas generadas por la apertura financiera externa en cuanto a una caída rápida y pronunciada de la tasa de interés interna hacia niveles internacionales contribuyeron, junto a las tasas de inflación altas y erráticas y a la incertidumbre sobre la estabilidad y duración de las reformas financieras, a que tanto los ahorros como los préstamos fuesen de muy corto plazo.

La creciente intermediación financiera, cuyo aumento en algunos casos fue explosivo, se tradujo en un fuerte incremento de la razón deuda-capital en la mayoría de los países, tanto en empresas financieras como en aquellas no financieras. Estas últimas se tornaron más vulnerables a posibles alzas en las tasas de interés, así como a bajas de la actividad económica y a otros cambios adversos para la rentabilidad empresarial, y las primeras quedaron más vulnerables a las dificultades de pagos y a la mayor morosidad de las primeras, así como a retracciones bruscas en los depósitos internos y en los préstamos externos. Debido a la importancia de los préstamos externos, las fluctuaciones cambiarias

afectaron fuertemente a las empresas endeudadas en dólares, y, en muchos casos, al propio sistema financiero.

Al elevarse las tasas de interés reales, las empresas que habían tenido acceso al crédito bancario con anterioridad a la desregulación vieron incrementada su carga financiera. Por su parte, aquellos agentes que habían estado marginados del mercado financiero formal, y especialmente los consumidores, se vieron relativamente beneficiados con las nuevas tasas de interés por cuanto, a pesar de lo elevadas que llegaron a ser, fueron por lo general inferiores a las que predominaban en los mercados del crédito informal. Por el lado de los ahorros, como se señaló antes, el fuerte aumento del ahorro financiero no se reflejó en el ahorro global medido en las cuentas nacionales.

Desde otro ángulo, cabe destacar que, como lo ilustran los casos de Argentina, Chile y Uruguay, a pesar de la afluencia de crédito externo, los niveles alcanzados por las tasas de interés internas expresadas en dólares, fueron muy superiores a las correspondientes tasas internacionales (cuadro 5). Entre las causas de esos altos niveles se hallaban elementos de riesgo como las situaciones nacionales; la presión gubernamental por fondos prestables; la

fuerte expansión de la demanda de crédito interno, estimulada por la inflación de los precios de los activos y en algunos casos por la demanda artificial de grupos económicos vinculados a la propiedad de los bancos; el exceso de demanda de financiamiento existente con anterioridad a las reformas financieras, y los altos costos de la intermediación.

Cuadro 5

TASAS DE INTERES PASIVAS EN DOLARES, 1975-1983^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR ^b
1975		3.1 ^c		7.7
1976		44.3		6.1
1977	16.1 ^c	19.6	2.2	6.4
1978	37.2	32.7	12.9	9.2
1979	34.6	25.9	19.5	12.2
1980	45.7	37.4	26.8	14.0
1981	-30.5	40.8	26.3	16.7
1982	-62.9	-20.4	-30.0	13.6
1983	-22.2	6.4	32.8	9.9

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

LIBOR: FMI, *International Financial Statistics, Anuario 1986*.

^aSe refiere a las tasas nominales ajustadas sobre la base de la evolución del tipo de cambio.

^bSe refiere al interés medio anual de depósitos en dólares a seis meses.

^cCorresponde a la tasa anualizada del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

A los elementos señalados es preciso agregar el efecto de la política cambiaria y de la apertura financiera externa sobre las expectativas de devaluación, y, por esa vía, sobre los niveles alcanzados por la tasa real de interés en la mayor parte de los países de la región durante la segunda mitad de los años setenta. Como se señaló, la mayor disponibilidad de divisas a través de la cuenta de capitales del balance de pagos afectó al mercado cambiario al contribuir a

la sobrevaluación de las monedas nacionales, la que se retroalimentó con el uso antiinflacionario que en la mayor parte de los países se hizo de la política cambiaria. De esta forma, si bien durante algún tiempo el balance de pagos global no presentó problemas, e incluso mostró incrementos de las reservas de divisas, el déficit sostenido y a veces creciente en la cuenta corriente del balance de pagos alimentó expectativas de devaluación que se tradujeron en tasas de interés internas más altas.

Los efectos de las elevadas tasas de interés sobre los deudores internos fueron muy importantes. Con tasas de interés activas reales que sobrepasaban cinco, diez y hasta más veces el ritmo de crecimiento económico, los deudores internos se vieron en serias dificultades para pagar los intereses, sobre todo porque esas tasas se aplicaban también al acervo de deuda preexistente. El motivo, explícito o implícito, para que el proceso de endeudamiento interno continuara a semejantes tasas residía en perspectivas exageradamente optimistas sobre ingresos futuros, y expectativas de caídas rápidas y pronunciadas de la tasa de interés. Cuando estas esperanzas no se cumplieron, los deudores, ya excesivamente comprometidos, continuaron pidiendo prestado para tratar de aplazar indefinidamente la liquidación de los activos con los cuales habrían tenido que afrontar la deuda, pero cuyo valor ahora era insuficiente. Por esto mismo, los deudores no tenían ya nada que perder. Esto estimuló un mayor endeudamiento, a la espera de una mejoría en las condiciones mencionadas, con lo cual se accentuó la presión alcista sobre las tasas de interés.

En la propia esencia del auge posterior al alza del precio del petróleo durante los años setenta, auge que se financió con la deuda externa y el sobreendeudamiento interno, estaba implícita su transitoriedad. En efecto, por lo dicho antes, el cambio en los precios relativos estimuló la producción, principalmente en el sector de bienes no transables internacionalmente, como la construcción y los servicios. Entre estos últimos destacaron aquellos vinculados al comercio de importación (muy ligados a la creciente deuda externa financiada por la gran afluencia de capitales internacionales) y los servicios financieros (debido al enorme margen entre tasas de interés activas y pasivas), lo que se reflejó también en la mayor participación del sector financiero en el producto interno bruto. El gasto desmedido, al estimular excesivamente la producción de bienes no transables internacionalmente, la adquisi-

ción de bienes de consumo y las importaciones, estaba llamado a desaparecer una vez que la afluencia de capitales y de depósitos que lo alimentaba se detuviera. Hacia fines de los años setenta cambió la coyuntura internacional: se deterioró la relación de precios del intercambio, subió el dólar, se elevaron las tasas de interés en los mercados internacionales y despuntó la recesión en Estados Unidos y en Europa. El período de auge se truncó y el comienzo de la recesión vino acompañado por una fuerte alza de las tasas de interés reales internacionales, que se transmitió a la economía interna y contribuyó a hacer insoportable la carga de la deuda acumulada en los años de bonanza.

La recesión de inicios de los años ochenta trajo un incremento sostenido de la morosidad y un alto número de quiebras, lo que debilitó la cartera de activos del sistema financiero. Esto tuvo consecuencias particularmente adversas en aquellas economías en que el sector financiero y la relación deuda-capital global se habían expandido fuertemente. En esos casos el efecto de la recesión sobre la capacidad de pago de los deudores internos se amplificó, al dificultárseles gravemente el servicio de su deuda; también se afectó la capacidad del sistema financiero para enfrentar una menor recuperación de sus préstamos. El aval oficial sobre la deuda externa y la garantía estatal sobre los depósitos, ambos de hecho o de derecho, hicieron a los bancos menos vigilantes de la calidad y el riesgo de su cartera de activos, a la vez que los alentaron a alzar las tasas de interés activas efectivamente pagadas por los deudores más eficientes o más responsables (empeorándoles de paso su ya difícil situación), y las tasas de interés pasivas, para captar más depósitos y enfrentar así sus problemas de liquidez.

Con el debilitamiento general de la economía, unido a la menor entrada de capitales externos y la

necesidad de devaluar las monedas locales, reventó la burbuja constituida por los precios inflados de activos en bienes no transables internacionalmente. La tendencia ascendente que habían exhibido esos precios, de fuerte carácter especulativo en muchos casos e insostenible en el mediano plazo, explica en parte la expansión de la oferta de crédito bancario y del endeudamiento interno de algunos sectores, a pesar de las elevadas tasas de interés. Al reventar esa burbuja, el valor de las garantías reales de los deudores del sistema financiero se deterioró, con lo cual empeoró aún más la situación de este último. Internamente, la capacidad de los sistemas financieros de incrementar sus captaciones frente a las ya elevadas tasas de interés se hizo cada vez más difícil, por la creciente vulnerabilidad de los deudores internos y de los propios intermediarios financieros. Las expectativas de devaluación, bastante generalizadas a comienzos de los años ochenta, hicieron que las tasas de interés en moneda local, en términos reales, fueran creciendo, con lo cual se agravó el problema de endeudamiento interno; por otro lado, la depreciación efectiva de las monedas locales, que afectó a toda la región, multiplicó los problemas de los deudores en moneda extranjera.

La magnitud, el alcance generalizado y la duración de la crisis de los años ochenta agravaron la situación de los deudores internos, con lo que la búsqueda de solución al problema de la deuda interna se fue aplazando persistentemente. El deterioro del valor real de los activos a su vez golpeó con particular fuerza al sistema financiero. Para evitar que esta situación empeorara, varias instituciones financieras tuvieron que ser fusionadas, liquidadas o intervenidas por las autoridades. El consiguiente costo económico ha afectado a la capacidad de recuperación de las economías de la región y, por lo general, ha tenido un marcado sesgo regresivo en el plano distributivo.

IV

Algunas opciones para buscar solución al problema del endeudamiento interno

La magnitud y el alcance generalizado del problema de la deuda interna y la fragilidad del sistema financiero interno forzaron a los gobiernos a buscar solu-

ciones, que, en general, se tradujeron en ayuda oficial a los deudores y a los intermediarios financieros e indirectamente a los depositantes y

acreedores, internos y externos. Esta situación se generó, además, porque las autoridades económicas no previeron la gravedad del problema que se avecinaba ni sus efectos en la liquidez y solvencia de los bancos y la tasa de interés, ni permitieron que las quiebras de instituciones financieras afectaran seriamente a los depositantes, ni a los acreedores externos.

Las diferentes opciones para buscar solución al problema de la deuda interna tienen efectos también diferentes sobre los incentivos y la asignación de recursos, así como sobre la distribución de la riqueza, ya que el meollo del problema del endeudamiento interno radica en la transferencia de propiedad entre diferentes agentes económicos.

Una presentación esquemática del balance de un banco ayuda a comprender la naturaleza de este problema. La característica típica de los bancos es que trabajan con un elevado apalancamiento, es decir, que pueden realizar colocaciones mucho mayores que su capital pagado (10 a 20 veces superiores en la mayoría de los países de América Latina). Para hacerlo, los bancos deben obtener depósitos y préstamos por un valor equivalente a la diferencia entre sus colocaciones e inversiones y su capital. En consecuencia, el capital pagado de los bancos es un porcentaje bajo en comparación con su cartera de préstamos y su deuda con terceros. Otra característica de los bancos es que el valor de su cartera de activos fluctúa según las condiciones que enfrenten sus prestatarios, pero no así el valor de su cartera de pasivos. La percepción de que habría una garantía estatal para los depósitos y un aval oficial para la deuda externa significa que, en la práctica, el valor de los pasivos bancarios tiende a ser bastante inflexible a la baja, lo que establece un límite inferior cuya rigidez puede generar serios desajustes si el valor económico del activo de los bancos cae por debajo del de su pasivo.

Hay varios factores que pueden tornar significativo un problema de endeudamiento interno. Una recesión, una asignación ineficiente del crédito, una concentración excesiva de préstamos bancarios, el desinflamiento de una "burbuja" de precios de activos (con la consiguiente caída del valor real de las garantías), el impacto de una devaluación sobre los deudores en moneda extranjera del sistema bancario, una caída en los términos de intercambio, o cualquier otro factor que incida negativamente sobre el valor presente del flujo de ingresos vinculado a los préstamos bancarios, produce una discrepancia en-

tre el (menor) valor económico del activo bancario y el valor (rígido) de su pasivo. En términos de acervos, esa situación equivale a una pérdida de capital del banco. Debido a los valores que en esas instituciones alcanza la relación préstamos-capital propio, cuando un porcentaje (aunque sea relativamente pequeño) del total de créditos se estima irrecuperable, se hace necesario definir un procedimiento para distribuir la pérdida entre los dueños del banco (que arriesgan el capital de éste), los depositantes y acreedores externos, los deudores de los bancos y, eventualmente, otros agentes económicos.

La generalización del problema del endeudamiento interno, unida a su duración y magnitud, hizo que en la mayoría de los países el capital propio y las reservas de los bancos fuesen insuficientes para enfrentar la pérdida de capital involucrada. El seguro de depósito o la decisión política de no permitir pérdidas significativas para los depositantes, el aval oficial de la deuda externa y el poder de los acreedores externos, así como otras características propias de la actividad bancaria, contribuyeron a que los depositantes y acreedores descuidaran el control sobre la administración y la evaluación de los resultados operacionales de los bancos. Además obligaron a la intervención estatal para capitalizar los bancos y/o distribuir la pérdida de capital y realizar las transferencias patrimoniales requeridas.

Los mecanismos utilizados han sido diferentes en los distintos países. En algunos, los menos, una parte de la pérdida la sufrieron los acreedores externos. En otros, como Argentina, los deudores internos se vieron beneficiados, principalmente, a costa de los depositantes, en el proceso denominado "liquidación de deudas", al reducirse fuertemente el valor real de los depósitos bancarios a través de controles de tasas de interés y la aceleración de la inflación.

En Chile, la intervención oficial del grueso de la banca privada no afectó mayormente ni a depositantes ni a acreedores extranjeros. La pérdida de capital se socializó a través de aportes oficiales a la banca liquidada y de la compra por el Banco Central de parte de la cartera vencida de la banca, con el compromiso por parte de los bancos de recomprar dicha cartera en el futuro con cargo a sus eventuales utilidades. También hubo una ayuda directa a los deudores en moneda extranjera (al igual que en Venezuela) al establecerse un subsidio para el "dólar deudor", cuyo precio quedó muy por debajo de su valor de mercado de esta divisa. Más recientemente,

en Chile se ha avanzado en la reprivatización de los bancos, con financiamiento proveniente del sector privado y con el estímulo de generosos incentivos fiscales.

En Uruguay, como consecuencia del deterioro en el valor real de los activos del sistema financiero, varios bancos tuvieron que ser vendidos. A efectos de facilitar la venta, el Banco Central intervino haciéndose cargo, en forma similar a lo ocurrido en Chile, de parte de las carteras pesadas de dichas instituciones.⁹

Los demás países de la región han enfrentado el problema de su deuda interna a través de una combinación de los mecanismos reseñados más arriba, siendo quizás Perú la principal excepción. En ese país la distribución de la carga de la deuda interna afectó a los acreedores extranjeros; por su parte, las empresas deudoras lograron transferir al resto de la sociedad la mayor parte del efecto de la recesión a través de caídas en los salarios reales y de menores pagos de impuestos, a la vez que tasas de interés reales negativas mejoraron su situación patrimonial. Por estos motivos, en Perú el sistema financiero no se vio tan seriamente afectado como la mayor parte de los demás países de la región por un deterioro generalizado de su cartera de préstamos.

Los mecanismos descritos tendientes a "resolver" el problema de la deuda interna en la región se han complementado en general con medidas orientadas a dar mayores facilidades de pago a los deudores a través de la reestructuración de los vencimientos y de algunas reducciones en los costos financieros. Detrás de esta política está el supuesto de que las condiciones que crearon los problemas de los deudores internos cambiarán pronto; por lo tanto, responde al intento de ganar tiempo, trasladando a los deudores internos el alivio conseguido en las reprogramaciones o refinanciaciones obtenidas en las negociaciones que los países de la región han llevado a cabo desde fines de 1982 en materia de deuda externa. Quizás el principal aspecto negativo de este tipo de medidas es que no generan incentivos para que los deudores internos cumplan con sus compromisos financieros; éstos mantienen la expecta-

tativa de obtener facilidades similares en el futuro, lo que es cada vez menos probable si la morosidad no disminuye y el problema sigue siendo generalizado.

Mirada la situación desde otra perspectiva, cabe distinguir entre las empresas deudoras que son económicamente ineficientes y las que no son viables desde el punto de vista financiero. Las empresas que caen dentro del primer grupo —que generan pérdidas aun en las mejores condiciones posibles de operación— no tienen ninguna razón válida, ni desde el punto de vista económico ni desde el financiero, para seguir existiendo, siendo su valor de mercado nulo (o negativo). Distinta es la situación de las empresas que son económicamente eficientes pero no son financieramente viables debido a la excesiva carga de la deuda. Dichas empresas cumplen una función social útil, dado que generan un beneficio económico aunque sus titulares estén sufriendo una pérdida financiera. El valor económico a precios sociales de tales empresas suele ser positivo; en condiciones normales su situación se resolvería con una pérdida de patrimonio de sus titulares, lo que no debería afectar mayormente su eficiencia desde el punto de vista económico ya que, en principio, la generación del producto no tiene por qué verse perjudicada por el precio al cual se transfirieran los derechos de propiedad.

El razonamiento anterior parecería sugerir que en realidad no hay un "problema" vinculado al endeudamiento interno, ya que existirían mecanismos económicos para impedir que el exceso de endeudamiento afecte la eficiencia general del sistema económico. Sin embargo, cuando la magnitud del endeudamiento interno es significativa, cuando este proceso es generalizado y de larga duración y cuando pone en jaque la estabilidad y solvencia del sistema financiero (condiciones todas que en mayor o menor grado se han presentado en América Latina en los últimos años), lo que en teoría puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos netos para la sociedad.

Estos costos derivan, en parte, de que bajo las condiciones recién anotadas las transferencias de riqueza y de propiedad entre empresas deudoras no resuelven la asimetría entre el valor de los activos y pasivos del sistema financiero. Ello ocurre por cuanto la caída en el valor de las garantías vinculadas a los préstamos de dudoso cobro no permite recuperar el valor original de éstos y porque, por lo general, los depositantes y acreedores del sistema

⁹En otro tipo de operaciones, el Banco Central del Uruguay compró también carteras de dudoso cobro de los bancos privados que se comprometieron a aportar financiamiento externo fresco. Con ello trató infructuosamente de sostener su política cambiaria en un momento en que el acceso a los préstamos internacionales se había restringido fuertemente.

financiero no sufren todo el impacto que les correspondería de la pérdida de capital envuelta. Además, la generalización del problema entorpece y retarda el proceso judicial de ejecuciones de empresas, el que, por lo demás, no está exento de costos y hasta puede contribuir a deteriorar aún más el valor de las garantías reales, y con ello, la calidad global de la cartera de los bancos.

En consecuencia, las soluciones al problema del sobreendeudamiento interno tienen costos económicos de importancia. Estos incluyen desde la carga fiscal vinculada a los aportes directos de la Tesorería o del Banco Central para capitalizar el sistema financiero. También abarcan otros de carácter indirecto que se vinculan a las compras de carteras vencidas, a subsidios de las tasas de interés y del precio de las divisas (esto último para aliviar la situación de los agentes endeudados en moneda extranjera) y, en términos más generales, a recursos que se otorgan a los distintos grupos de presión que buscan resolver sus problemas de endeudamiento interno. El sobreendeudamiento genera además costos muy tangibles tanto por el efecto que la indefinición de los derechos de propiedad tiene sobre la inversión privada, como por las dificultades que impone al sistema financiero en el otorgamiento de préstamos a aquellas actividades que podrían recuperarse más fácilmente, o que presentan claras ventajas para iniciar el proceso de reactivación y el de crecimiento.

De todo lo anterior se concluye que el endeudamiento interno excesivo de la región se ha constituido en un serio problema que obstaculiza la reactivación y la expansión de la capacidad productiva, por sus efectos tanto sobre las empresas del sector real de la economía como sobre las instituciones financieras. Debido a rigideces institucionales y jurídicas y a la inflexibilidad a la baja del valor nominal de los pasivos bancarios, se hace necesario hacer transferencias de propiedad y reconocer pérdidas de capital, procesos cuyos efectos no son neutros en cuanto a consideraciones ni de eficiencia y de equidad.

Para minimizar los costos económicos, la experiencia sugiere que debe darse preferencia a soluciones rápidas, que dada la disparidad entre la magnitud del problema y los recursos disponibles, deben ser de carácter selectivo. Urge resolver los problemas jurídico-institucionales que retardan la normalización del funcionamiento de la economía, para que el sector financiero pueda proveer de nuevos recursos a las actividades económicamente eficientes en función de la viabilidad de las empresas deudoras, y de la contribución al proceso de reactivación y crecimiento económico que se espere de ellas. En este mismo espíritu, las soluciones al problema de la deuda interna deberían premiar el cumplimiento de los pagos e incentivar la reducción de la morosidad, a la vez que desestimular expectativas de futuros perdones financieros.

En el plano distributivo, toda solución que no implique realizar la transferencia de propiedad correspondiente entre los agentes directamente involucrados (deudores, dueños, depositantes y acreedores de los bancos) lleva incorporada, en su esencia, un importante elemento de discrecionalidad o arbitrariedad. Y lo mismo puede suceder si se dan determinadas formas de transferencia de propiedad. A la vez, la orientación que dé la intervención oficial a la "solución" del problema envuelve un aspecto político innegable. En efecto, las decisiones que van desde la socialización de la banca hasta su reprivatización, pasando por medidas que afecten en grado y forma diferentes a depositantes, acreedores internos y externos, contribuyentes en general, asalariados, imponentes, o cualquier otro grupo o sector sobre el cual pueda recaer total o parcialmente el costo de financiar la pérdida de capital, escapan a consideraciones estrictamente económicas. Sin embargo, porque tienen diferentes efectos en los incentivos para ahorrar e invertir, en la fuga potencial de capitales, en la reducción de la morosidad, etc., merecen un estudio específico que tome en cuenta las peculiaridades propias de cada situación, para poder evaluar en su totalidad los méritos relativos de las opciones disponibles.

V

Principales enseñanzas del sobreendeudamiento interno de América Latina

La experiencia reciente de la región en materia de sobreendeudamiento interno ha dejado diversas enseñanzas, ciertamente útiles para la formulación de políticas en el área macroeconómica-financiera.

En primer lugar, parece existir un estrecho vínculo entre el sobreendeudamiento interno y algunas modalidades de desregulación financiera. Las reformas financieras abruptas y sin adecuada supervisión, si bien pueden contribuir a elevar apreciablemente el ahorro financiero (profundización financiera), también pueden llevar a un crecimiento explosivo de la deuda interna (profundización de la deuda) en relación a otras formas y fuentes de financiamiento de las actividades económicas. Esta situación, a su vez, hace más vulnerable el sistema económico a los cambios en las tasas de interés, en la relación de precios del intercambio, en la afluencia neta de depósitos y créditos (internos y externos) y en la actividad económica. Esto es particularmente válido cuando las tasas de interés son flotantes, ya que los cambios en ellas afectarán tanto a los nuevos préstamos como al total de la deuda preexistente. En ese caso, los cambios en las tasas de interés tendrán repercusiones significativas porque modificarán directamente el patrimonio y la viabilidad económica de empresas existentes.

En segundo lugar, la desregulación de la tasa de interés, si bien puede equilibrar el mercado de fondos prestables, puede llevar a ésta a niveles tan desproporcionados respecto de variables con las cuales debería guardar cierta relación (como, por ejemplo, la productividad del capital y el ritmo de crecimiento económico), que tienda a generar significativos desequilibrios en otros mercados. Las tasas de interés extremadamente altas debilitan la situación de los deudores e incrementan el riesgo de la cartera de activos de los intermediarios financieros; además distorsionan el mercado de divisas al estimular artificialmente la entrada de capitales, sobrevalúan el tipo de cambio, aminoran el dinamismo del sector de bienes comerciables internacionalmente y deterioran la cuenta corriente del balance de pagos. Este último efecto tiende, a la larga, a desalentar la oferta de financiamiento externo, y contribuye a llevar a la práctica la devaluación cambiaria,

lo cual afecta a los deudores en moneda extranjera y, a través de ellos, al conjunto del sistema financiero. Por lo tanto, si ciertos precios, por muy libres que sean, se desalinean respecto de su trayectoria de valores razonablemente normales, este hecho debe ser tomado particularmente en cuenta para anticipar problemas en el funcionamiento del mercado correspondiente, o serios desequilibrios en algunos otros mercados.

En tercer lugar, la entrada masiva de financiamiento externo no basta para rebajar rápida y sostenidamente las tasas de interés internas. El incremento del riesgo vinculado a situaciones nacionales y las mayores expectativas de devaluación, asociados a la creciente deuda externa y a la sobrevaluación cambiaria, respectivamente, contribuyen a acentuar la disparidad entre la tasa de interés interna y la internacional. La segmentación de mercados, el acceso diferenciado al crédito externo, los grados disímiles de sustitución entre diferentes activos internos y aquellos internacionales y la sobrevaluación de activos no transables internacionalmente, pueden contribuir más a generar activos sobrevaluados que a reducir las tasas de interés internas. El efecto de riqueza así generado tiende a fomentar el consumo más que el ahorro, a pesar de que simultáneamente tal vez se observe un aumento de las tenencias de activos financieros. La falta de correspondencia entre la afluencia masiva de capitales externos y la inversión interna, así como el impacto de la apertura financiera sobre el tipo de cambio, con efectos claramente contrapuestos a los esperados de la apertura comercial, contribuyen a minar las potenciales ventajas del proceso de apertura económica y afectan adversamente la eficiencia en la asignación de recursos que hacen los agentes económicos endeudados en moneda extranjera, y, muy particularmente, la calidad de la cartera de activos del sistema financiero.

En cuarto lugar, las reformas financieras, en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector, no bastan por sí solas para garantizar una mejor asignación de los recursos financieros. Los criterios tradicionales de manejo de cartera y evaluación del riesgo por parte de los

intermediarios financieros, unidos a la presencia legal o *de facto* de seguros sobre depósitos y de avales oficiales sobre la deuda externa, refuerzan la tendencia alcista de la tasa de interés y contribuyen a un manejo poco profesional y excesivamente arriesgado (tanto de la cartera de préstamos como de los intentos de incrementar las captaciones) por parte de los sistemas financieros internos. En particular, la combinación de una tasa de interés libre con el otorgamiento de garantía estatal sobre los pasivos del sistema financiero, una legislación bancaria atrasada y una inadecuada supervisión y regulación de la composición y calidad de la cartera de préstamos, así como de la competencia por captar depósitos a través de la manipulación de la tasa de interés, ha demostrado tener efectos muy perjudiciales. Dicha combinación estimula la hipertrofia del sector financiero, fomenta políticas de préstamos bancarios imprudentes y excesivamente riesgosas, y alienta el sobreendeudamiento interno; además, genera condiciones para una tasa de interés inestable, y torna muy vulnerable, cuando no directamente insolvente, a una parte significativa del sistema financiero.

En quinto lugar, la estructura y legislación tributarias pueden estimular un endeudamiento interno excesivo e indeseado en relación a otros mecanismos

de capitalización. La tendencia a gravar dividendos y utilidades distribuidas y a restar de la base imponible los pagos de intereses, introduce una clara distorsión que aconseja reexaminar las políticas tributarias a este respecto.

En sexto lugar, el manejo de algunos precios macroeconómicos claves, tales como el tipo de cambio, la tasa de interés y los salarios, debería llevarse a cabo en forma más flexible y coordinada. En particular, se debería intentar distribuir en diversos mercados el impacto de los cambios bruscos e inesperados a los que se ve sometida la economía, de modo de minimizar la presencia de precios desalineados e influir en la evolución de aquellas variables económicas que son fundamentales para una buena asignación de recursos. Esto apunta a la conveniencia de no rigidizar excesivamente ningún precio, porque tal rigidización aislaría al mercado del efecto de impactos externos, concentrando éstos en el resto de la economía.

Por último, debe intentarse desvincular la propiedad de las grandes empresas del sector real de la economía, de la propiedad del sistema financiero, con miras a reducir la concentración de la cartera de préstamos de este último, y con ello de su riesgo, a la vez que a desestimular el manejo especulativo y potencialmente desestabilizador del sector financiero.