

## ESTUDIO

### ORÍGENES DE LA CRISIS DE LA DEUDA: ¿NOS SOBREENDEUDAMOS O NOS PRESTARON EN EXCESO?\*

Salvador Valdés P.\*\*

Este artículo estudia el mercado internacional de capitales en el período 1978-1982. Encontramos que la banca internacional no le prestó en exceso sólo a Chile, sino que todos los países en desarrollo recibieron una sobreabundancia de préstamos privados.

Esto no fue el resultado del reciclaje de los petrodólares. Responsable de esto fueron las autoridades de los países prestamistas, que aplicaron una regulación irresponsable sobre sus bancos internacionales. Estos fueron empujados por la competencia a explotar el aval estatal con que contaban sus depósitos, ofreciendo crédito en exceso a países riesgosos, en condiciones tales que se les hizo conveniente sobreendeudarse.

Concluimos que las autoridades de esos países deben aportar en la solución del problema general de la deuda externa. Chile, sin embargo, se endeudó en exceso en más de un 70% que los demás países en desarrollo comparables, por motivos internos y externos específicos a nuestro país.

\* Agradezco los comentarios de Ricardo Ffrench-Davis, Luis Felipe Lagos, Dominique Hachette, Rolf Lüders y Francisco Rosende. Conservo la responsabilidad por este trabajo. Este corresponde a una versión corregida de uno publicado originalmente en la serie *Documentos de Trabajo*, Centro de Estudios Públicos, 105 (agosto 1988).

\*\* Profesor e Investigador del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile; Doctor en Economía, MIT.

## 1. Origen de la Crisis en una Perspectiva Latinoamericana

### 1.1 Introducción

**C**uando nos alejamos de los detalles del caso chileno y observamos la situación del resto de Latinoamérica, hay un hecho que salta a la vista: casi todos los países de la región, excepto Perú, registraron un enorme incremento de su deuda externa en forma simultánea.

**Cuadro N° 1**

### **La Deuda Externa Latinoamericana 1978-1982** (Miles de Millones de dólares de cada año)

País	Deuda desembolsada, fin de año					Cambio 1978-82 %
	1978	1979	1980	1981	1982	
Exportadores de Petróleo						
Bolivia	1,8	1,9	2,2	2,5	2,4	34,7
Ecuador	3,0	3,6	4,7	5,9	6,2	108,0
México	34,0	39,7	49,3	72,0	85,0	150,4
Perú	9,3	9,3	9,6	9,6	11,1	19,0
Venezuela	16,4	23,1	26,5	29,0	31,0	89,2
No Exportadores de Petróleo						
Argentina	12,5	19,0	27,2	35,7	43,6	249,2
Brasil	52,3	58,9	68,4	78,6	87,6	67,5
Colombia	4,2	5,1	6,3	7,9	9,4	121,8
Costa Rica	1,9	2,3	3,2	3,4	3,5	87,0
Chile	6,7	8,5	11,1	15,5	17,2	157,4
Paraguay	0,7	0,7	0,9	0,9	1,2	80,0
Uruguay	1,2	1,7	2,2	3,1	4,3	243,1
Total						
América Latina	150,9	182,0	221,1	275,4	315,3	109,0

*Fuente:* CEPAL, Notas sobre la Economía y el Desarrollo, enero 1985.

Frente a este hecho, repetido en otros continentes, se debe buscar una explicación a nivel mundial. Se han sugerido, a este nivel, tres clases de explicación: según la primera, todos estos países cometieron errores de política en forma simultánea. El segundo tipo de explicaciones sostiene que todos estos países reaccionaron a un entorno mundial positivo, que había aumentado en forma sostenida y sorpresiva su ingreso permanente, endeudándose para financiar un mayor consumo e inversión. La tercera explicación sostiene que la raíz del problema estuvo en un exceso de oferta de crédito a Latinoamérica.

La primera explicación ha sido propuesta por los bancos y países acreedores y también por algunos economistas chilenos. Un ejemplo típico de este enfoque es la siguiente afirmación pública de un funcionario del Tesoro de los Estados Unidos:

"la crisis de la deuda no ocurrió por casualidad ni fue el resultado del alza del petróleo de 1979-80 o el alza del dólar. La causa de la crisis de la deuda tuvo orígenes domésticos en las políticas de los países endeudados, así es que lo que estamos viendo, y continuaremos viendo, es un cambio en esas políticas: déficit fiscales, exceso de gasto de gobierno, interferencia del gobierno en los mercados, controles de precio y otros".<sup>1</sup>

Desde luego, esta explicación requiere, además de la extraña simultaneidad en los errores de política macroeconómica, que todos esos errores tengan un sesgo hacia un mayor endeudamiento externo. Es posible que los países acreedores se hayan dado por satisfechos con la idea de que este sesgo es natural porque puede implicar mayor consumo, pero no se han preocupado de explicar por qué Latinoamérica no se endeudó antes, si podía satisfacer ese eventual sesgo sin restricciones.

La existencia de un sesgo hacia el endeudamiento externo excesivo ha sido justificada mucho más rigurosamente por algunos economistas chilenos. Ellos destacan la difusión por aquellos años del "Monetarismo Neoliberal" en Latinoamérica. Estos economistas atribuyen a dicho enfoque el concepto de que es

<sup>1</sup> Afirmación pública del señor Ciro de Falco, representante del Departamento del Tesoro de EE.UU., en una conferencia, según Cardoso y Dornbusch, 1987.

posible, *sin costo* en términos de desempleo, reducir la inflación por la vía de fijar el tipo de cambio en términos del dólar.<sup>2</sup>

Si bien algunos países del Cono Sur (Chile, Argentina y Uruguay) parecieron modelar su política cambiaria en torno a esta predicción, es claro que ello no puede explicar el enorme incremento de la deuda externa registrado por México, Venezuela y Brasil. Tampoco está claro que el incremento de la deuda chilena, argentina y uruguaya se pueda explicar por esta razón. Al estudiar estas contradicciones y verificar la escasez de pruebas en favor de esta teoría, concluimos que ella no es convincente para explicar la acumulación de deuda externa que condujo a Latinoamérica a la crisis.

Otras explicaciones se basan en un supuesto aumento del ingreso permanente, común a toda Latinoamérica, producto de una tasa de interés real negativa en los países desarrollados y un mejoramiento generalizado de los términos de intercambio. El mayor ingreso permanente habría inducido a los distintos países de la región a aumentar su endeudamiento simultáneamente, con el objeto de destinar esos recursos tanto a consumo como a inversión.

Si bien parece razonable pensar que parte del endeudamiento de México puede ser explicado en base al alza en su ingreso permanente provocado por el descubrimiento de enormes reservas de petróleo en su territorio, la evidencia para otros países grandes, Brasil entre ellos, es que sufrieron un efecto adverso ante el alza del precio del petróleo. Argentina y Chile tampoco registraron mejorías importantes en sus términos del intercambio. Colombia sí fue beneficiada con una extraordinaria alza de sus términos del intercambio, ya que vio multiplicarse por cuatro el precio del café, pero, contrariamente a lo predicho por la hipótesis en estudio, decidió acumular en vez de gastar el excedente. Venezuela, en cambio, prefirió gastar el mayor ingreso proveniente del petróleo. Por último, cabe precisar que si bien la tasa de interés real *ex post* fue negativa para algunos países latinoamericanos hasta 1980, ella fue bastante mayor que en el período 1970-1974 y muy parecida a la vigente en el período 1964-1970.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> R. Cortázar, A. Foxley y V. Tokman (1984) atribuyen lo siguiente a dicho enfoque: "Dentro de este enfoque, el lado real de la economía no está afectado ni por la política monetaria, ni por la política fiscal" (p. 18).

<sup>3</sup> Véase Haindl, agosto 1986.

En definitiva, esta segunda teoría no parece contar con mayor evidencia empírica que el caso particular de México, tal como la teoría del "Monetarismo Neoliberal" no se puede aplicar más que en el Cono Sur.

## 1.2 Una Pista Interesante

Existe una pista respecto del excesivo endeudamiento: la mayoría de los países latinoamericanos no se ajustó al alza de la tasa de interés real en 1981, alza que se percibía como transitoria. En vez de disminuir el gasto corriente, como era de prever, lo aumentaron.

Esta observación requiere de una explicación más detallada. En primer lugar, lo normal es que un país endeudado sirva su deuda externa con un superávit comercial permanente. Un país que financia el pago de intereses reales con deuda nueva, y no con un superávit comercial, exhibe un crecimiento explosivo de su deuda. Sin embargo, si la tasa de interés real es negativa, un país endeudado podría tener un déficit comercial permanente sin aumentar su deuda real.

En segundo lugar, un alza transitoria de la tasa de interés esperada, que debe ser manejada reduciendo el gasto, requiere énfasis especial en reducir el consumo e inversión *presente*. Es decir, si bien la máxima de que las caídas transitorias en el ingreso deben financiarse con mayor deuda es correcta, una extensión a que las alzas transitorias de la tasa de interés deben financiarse de igual manera es inexacta. Por el contrario, como demuestra un análisis riguroso, un alza transitoria de la tasa de interés, a diferencia de una disminución transitoria del ingreso, debe financiarse en menor grado con endeudamiento y en mayor grado con reducción inmediata del gasto.

El siguiente cuadro muestra que el flujo de crédito bancario se mantuvo en niveles extraordinarios en 1981, y los países deudores no redujeron el consumo corriente sino que lo aumentaron, a pesar de que la tasa de interés real mundial subió enormemente.

Frente a la leve alza de las tasas de interés reales desde fines de 1979 y la fuerte alza registrada a lo largo de 1980, hubiera sido previsible un fuerte aumento del superávit de la cuenta corriente antes de intereses en 1980 y 1981 para absorber una parte importante del mayor gasto en intereses. El cuadro muestra que los países en desarrollo, no petroleros, excluidos los de bajos ingresos, no reaccionaron al alza de la tasa de interés real como se

## Cuadro N° 2

Fuentes y usos de Fondos Externos de  
los Países en Desarrollo No Petroleros  
(Miles de millones de dólares de EE.UU. de cada año)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<b>Fuentes de Fondos</b>						
Bancos Extranjeros	15,0	23,0	37,0	48,0	49,0	25,0
Otros Créd. Priv. Ext.	7,1	11,0	4,8	14,3	32,0	20,7
Crédito Oficial	16,1	16,1	16,2	26,4	34,0	40,4
Inversión Extranjera Neta	5,3	7,2	9,5	9,5	13,5	12,0
Donaciones y Otros	8,8	9,7	13,8	15,0	14,3	12,8
<b>Usos de Fondos</b>						
Acumulación de Reservas	11,2	16,5	11,7	6,7	3,7	-4,1
Errores y Omisiones	6,4	5,4	0,9	13,2	16,5	21,1
Aum. Crédito Exportaciones	5,1	3,2	6,6	5,6	14,3	7,8
Déficit Cuenta Corriente	29,6	41,9	62,1	87,7	108,3	86,1
Pago Intereses Neto <sup>a</sup>	9,8	12,2	17,1	25,6	39,5	50,6
Superávit Cuenta Corriente antes de Intereses	-19,8	-29,7	-45,0	-62,1	-68,8	-35,5
<b>Memorándum</b>						
Tasa de Interés Real (%) <sup>b</sup>	0,8	-0,6	-1,8	2,6	12,7	12,9
Deuda Externa Total Neta	291,3	342,6	406,3	489,5	578,3	655,2
Deuda al Sector						
Privado Externo	181,4	212,2	253,8	313,2	384,2	439,8

<sup>a</sup> Estos intereses pagados son netos porque se restan los intereses ganados por las Reservas. Se excluyen las remesas de utilidades de la inversión extranjera, pero se restan las remesas recibidas por residentes que invierten en el exterior.

precios al por mayor en EE.UU. Esta tasa no es la más exacta, como se explica más adelante.

Fuentes: *World Economic Outlook*, abril 1985 (FMI). Tablas 37, 41 y 47. La primera línea proviene de la Tabla 10 del *Occasional Paper*, 23, del FMI (datos del BIS), y la segunda línea se obtiene como residuo.

<sup>b</sup> Esa tasa de interés real es la tasa PRIME menos la inflación del índice de esperaba; es decir, reduciendo su gasto (consumo e inversión) y generando un superávit comercial.

En vez, postergaron el ajuste y aumentaron su deuda externa a un ritmo feroz durante 1980 y 1981, ya que financiaron mucho más que la totalidad del mayor costo de intereses reales con nueva deuda externa. Repitiendo el mismo cálculo para Latinoamérica propiamente tal, y también para el grupo de paí-

ses en desarrollo, definido por el FMI como *Market Borrowers*,<sup>4</sup> se encuentra que este insólito comportamiento se repite y es aún más pronunciado.

Esta evidencia apunta hacia la tercera explicación a nivel mundial del endeudamiento. Si bien para un país en particular un comportamiento insólito puede ser explicado por un comportamiento perverso del sector público local o del sector privado local, es difícil creer que todos estos países hayan adoptado tal comportamiento en forma simultánea.

Por esto, y considerando que los acreedores actuaban en un mercado mundial de capitales común para todos los países en desarrollo y de Latinoamérica, la evidencia nos induce a sospechar del comportamiento de los acreedores. Esta podría haber sido la causa de la postergación del ajuste frente al alza de la tasa de interés real.

Esta evidencia, además, nos permitirá aquilatar la importancia del componente de causas domésticas en el excesivo endeudamiento de Chile, a través de comparar nuestro comportamiento efectivo con el que correspondería si el país hubiera seguido la norma de los demás países en desarrollo, excluyendo los de bajos ingresos, en su reacción a la mayor tasa de interés mundial. Esta estimación se presenta más adelante.

El resto de esta sección estudia las condiciones en que se desenvolvió el mercado mundial de capitales en los años de acumulación de la deuda.

### 1.3 El Reciclaje de los Fondos de la OPEP

El grueso de los estudios del mercado internacional de capitales parte considerando el impacto que tuvo el reciclaje de los fondos de la OPEP en la banca mundial. Sin embargo, intentaremos demostrar que tal aumento de la intermediación financiera internacional no explica que aquellos fondos hayan sido ofrecidos en forma arriesgada a los países en desarrollo.

El hecho es que las alzas de los precios del petróleo en 1973 y 1979 provocaron un déficit en la balanza comercial de

<sup>4</sup> Los principales países del grupo *Market Borrowers* son: Argelia, Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Congo, Corea del Sur, Costa de Marfil, Chile, Chipre, Ecuador, Filipinas, Gabón, Grecia, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, Singapur, Sudáfrica, Surinam, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.

los países importadores de petróleo, con la contraparte contable de un superávit en los países exportadores. En términos financieros, los países exportadores acordaron con los importadores que estos últimos se convertirían en deudores de los primeros, mientras se producía el ajuste frente al cambio de precios relativos. Esto es lo previsible, y se basa en simples identidades contables y en el costo de ajustar rápido las estructuras de producción y consumo.

Sin embargo, la forma que los países exportadores de petróleo eligieron para prestar al resto del mundo fue a través de la tenencia de depósitos líquidos en los bancos más grandes de los países desarrollados. De ahí que estos bancos tuvieran que salir, por necesidad contable, a buscar dónde colocar los fondos recibidos. Veremos ahora que simultáneamente estaba aumentando la demanda por crédito.

En efecto, la decisión de los árabes de acumular esos recursos significó que el total de la riqueza financiera internacional a ser invertida en el mundo subió fuertemente. Sin embargo, las contrapartes fueron el gran número de usuarios de petróleo que desearon ofrecer nuevos títulos financieros de deuda, o vender los títulos financieros que ya poseían, para financiar su déficit. Luego, la demanda y la oferta de valores financieros internacionales subieron simultáneamente, sin afectar, por este concepto, las tasas de interés.

Ellas sí fueron afectadas por cambios en la composición de esas demandas y ofertas. Como los países árabes tenían una mayor preferencia por depósitos líquidos que los anteriores dueños de los títulos de deuda, si la oferta de depósitos líquidos hubiera estado fija, habríamos observado una fuerte baja en la tasa de interés de esos depósitos y un alza de los retornos de los demás activos, tales como bonos de largo plazo, acciones y créditos a países en desarrollo.

Sin embargo, los bancos emiten depósitos en forma bastante elástica, en la medida que se cumplan tres condiciones: primero, que puedan colocar los fondos recibidos; segundo, que sus bancos centrales emitan para acomodar la mayor demanda por encaje; y tercero, que dispongan de "capacidad ociosa" en el sentido de no topar con la razón deuda a capital máxima que la autoridad supervisora les permite. Una vez alcanzado este tope, los bancos registran mayores utilidades, que al ser retenidas aumentan el capital bancario y alivian esta restricción a la emisión de depósitos.

La alta elasticidad de la oferta de depósitos significa que la tasa de interés pagada por ellos cae menos y que la tasa de des-



cuento de bonos, acciones y préstamos a Latinoamérica sube más que en el caso de ofertas fijas de activos. Por otra parte, la competencia entre los bancos por colocar estos fondos adicionales debería bajar la tasa de interés mundial de colocación a través de los bancos. Como ya vimos que los retornos de los bonos y otros activos subirían mucho, esperaríamos que las empresas y países deudores pidieran préstamos bancarios para cancelar sus bonos anteriores, con lo cual la expansión del sistema bancario sería congruente con los cambios en las tasas de interés.

Sin embargo, todavía no hemos sugerido que el reciclaje descrito deba llevar a una gran oferta de crédito a Latinoamérica. Es un dato que el superávit de la OPEP se originó en su mayor parte en el déficit de las naciones desarrolladas. (Véanse los *World Economics Reports* del FMI). Luego era previsible, por este concepto, que los bancos internacionales encontrarán la mayor demanda para los créditos que ofrecían en los propios países desarrollados, entre las empresas y personas consumidoras de petróleo que necesitaban tiempo para ajustarse. Si bien era razonable que prestaran también a los países en desarrollo, no era previsible, por este solo concepto, que se les prestara más que lo correspondiente al déficit de balanza comercial en que ellos incurrieron.

Exploremos un segundo fenómeno, que sí está relacionado con la afluencia de créditos a Latinoamérica. Si dividimos a los países no OPEP en dos grupos, los industriales y los en vías de desarrollo, encontraremos que los primeros enfrentaron la segunda alza del petróleo —fines de 1979— reduciendo su gasto corriente. Los países en desarrollo, en cambio, hicieron lo contrario. En este caso, era previsible que los países industriales redujeran su déficit comercial, aumentando sus exportaciones netas a los países en desarrollo. Estos últimos registraron, entonces, un doble déficit de cuenta corriente: uno originado en su mayor cuenta de petróleo y otro consistente con las mayores exportaciones netas que lograron los países industriales, que, a su vez, correspondían a la mayor cuenta de petróleo de aquellos países.

Desde luego, estas identidades contables plantean nuevas preguntas. ¿Por qué un grupo de países logró ajustarse y el otro no intentó hacerlo? Una posible respuesta, basada en el comportamiento del sector gobierno, enfatizaría que por razones exógenas los gobiernos de cada grupo de países reaccionaron en forma diferente. Sin embargo, un breve examen de las estadísticas muestra que no hubo grandes diferencias en la política fiscal

seguida por los dos grupos de países hasta 1981, por lo que esta explicación es inapropiada.<sup>5</sup>

Otra posible respuesta es que hayan existido diferencias de política monetaria. Sin embargo, la mayoría de los países en desarrollo tienen políticas monetarias dependientes de su situación de Balanza de Pagos. Luego, esas políticas monetarias dependen de si esos países obtuvieron crédito externo o no, por lo que son endógenas y no pueden ser usadas como causa exógena.

La política monetaria de los países industriales mostró una clara tendencia contractiva a partir de 1980, lo que elevó sustancialmente las tasas de interés de corto y largo plazo en todos los mercados, incluyendo el mercado internacional de capitales. Como se explicó anteriormente, este hecho debería haber forzado a todos los países a contraer su gasto corriente, en forma más o menos uniforme.

En conclusión, el único choque monetario exógeno afectó uniformemente a todos los países, por lo que no se puede encontrar la causa de un mayor crédito a Latinoamérica por este lado tampoco. Continúa vigente, entonces, la pregunta respecto de por qué los países en desarrollo aumentan su gasto corriente en relación a sus ingresos, a pesar del alza de la tasa de interés mundial.

Considerando el choque de política monetaria registrado a partir de 1980 en los mercados internacionales de capital, se podía prever que los bancos que recibieron los depósitos árabes prestarían a base de una evaluación prudencial del riesgo de crédito. Este riesgo debía, en general, considerar el tipo de ajuste que estaba realizando el deudor frente al alza del precio relativo del petróleo. El deudor que se viera más reacio a ajustarse iba a requerir crédito por más tiempo, lo que afectaría su solvencia y

<sup>5</sup> El déficit fiscal del gobierno general en las siete mayores economías industriales, en porcentaje de su PNB, y el de los países en desarrollo no petroleros, en porcentaje de su PGB, fue el siguiente:

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Déf. Fiscal 7 grandes	2,1%	2,3%	1,7%	2,5%	2,7%	4,0%
Déf. Fiscal Países en Desarrollo	3,0%	3,1%	3,6%	3,3%	4,0%	4,8%

*Fuente:* Véase *World Economic Outlook*, abril 1985, tablas 16 y 18. El alza de 1982 se explica por la entrada en acción de los estabilizadores automáticos relacionados con el desempleo y la política contracíclica seguida por muchos de ellos en la recesión de 1982.

capacidad de pago. Era previsible que este deudor fuera incentivado a ajustarse más rápido a través del cobro de una mayor tasa de interés y reduciendo su línea de crédito.

Al recordar que muchos países latinoamericanos ya tenían en 1978 una deuda externa de consideración, vemos que el reciclaje de los petrodólares no hacía previsible que los bancos les prestaran mucho más, y menos que les permitieran duplicar su deuda externa en cuatro años. Para Latinoamérica en su conjunto, el déficit de balanza comercial causado por el incremento del precio del petróleo en 1979 alcanzó a 16.000 millones de dólares anuales, cuyo total acumulado en los cuatro años hasta 1982 alcanza, apenas, a un 40% del incremento de deuda.<sup>6</sup>

Por esto, si bien el reciclaje de los fondos de la OPEP contribuye a entender muchos de los hechos observados, no puede explicar por sí solo el enorme incremento de préstamos de bancos internacionales a Latinoamérica a partir de 1978.

## 2. Abuso del Seguro a los Depósitos en los Banco Internacionales

### 2.1 Introducción

Esta sección plantea una nueva teoría para explicar el exceso de crédito concedido a Latinoamérica por los bancos internacionales, es decir, el exceso de endeudamiento por sobre el nivel explicado por el reciclaje de los excedentes de la OPEP. La teoría<sup>7</sup> se basa en el hecho de que un banco competitivo, cuyos depósitos están asegurados por el Estado, tiene un incentivo a tomar riesgo en exceso.

En síntesis, la idea es que los gobiernos de los países desarrollados permitieron que los bancos internacionales fueran empujados por el proceso de reciclaje de excedentes de la OPEP más allá de la capacidad de préstamos que correspondería a una relación deuda-capital prudencial. Una vez en esa situación, la

<sup>6</sup> *World Economic Outlook*, abril 1985, tablas 34 y 35, para el grupo de países del hemisferio occidental.

<sup>7</sup> Esta teoría es consistente con la libre entrada al negocio bancario, como demuestra un modelo teórico de equilibrio general desarrollado por el autor como parte de sus tesis de doctorado.

competencia empujó a esos bancos a tomar riesgos por cuenta del garante de sus depósitos. Además, uno de los riesgos menos regulados resultó ser el riesgo país. El resultado fue el exceso de crédito a Latinoamérica.

Por otra parte, los bancos internacionales debían transferir las ganancias esperadas de este abuso del seguro de depósito a alguno de los tenedores de sus títulos, ya sean accionistas o depositantes, vía mayores tasas de retorno. Esto contribuye a explicar la fuga de capitales desde Latinoamérica. Los latinoamericanos prefirieron, considerando el riesgo, no mantener su riqueza en activos locales en forma directa, ya que era más conveniente venderlos a los bancos internacionales (endeudando sus empresas a bajas tasas de interés) y usar los fondos para invertir en depósitos en esos mismos bancos, a altas tasas de interés en relación a su riesgo. Así pudieron gozar de los beneficios de la garantía a los depósitos concedida sin supervisión suficiente por los gobiernos de los países desarrollados.

Explicaremos primero la parte teórica de esta argumentación, para continuar luego con los datos empíricos.

## 2.2 Teoría para una sola Economía

La teoría de que un banco competitivo querrá tomar un gran riesgo de quiebra cuando alguien garantiza sus depósitos y no lo vigila es muy antigua, aunque recientemente ha sido formulada con mayor rigurosidad. La manera más simple de exponerla enfatiza la posición patrimonial del garante o aval de los depósitos bancarios. En general, una empresa está dispuesta a avalar a otra en dos casos: en el primero, cobra una comisión por el riesgo tomado, de modo de compensar las posibles pérdidas en que puede incurrir. Esta comisión depende directamente del riesgo de quiebra del garantizado (en este caso un banco), y aumenta en forma correlativa con él. Así, si el banco avalado aumenta su razón deuda-capital, la comisión debe subir. También debe subir si el banco avalado invierte en créditos más riesgosos.

En el segundo caso, el garante no cobra una comisión, pero controla el riesgo asumido por el banco. Logra esto limitando por contrato la razón deuda-capital que puede elegir el avalado, y retiene el derecho a autorizar las inversiones que podrá emprender el banco avalado. De esta manera, el garante se asegura de que su riesgo de pago sea cero, y se hace razonable no cobrar su comisión.

El caso que nos preocupa ocurre cuando el garante (estatal) cobra una comisión fija (que puede ser cero) pero no controla el riesgo asumido por el banco. En este caso, el garante puede ser explotado por un banco que tome riesgo. La pérdida esperada del garante es la ganancia esperada por el banco. Este es el caso del "aval en blanco", o de la regulación bancada relajada.

Sin embargo, un banco no tomará riesgo de esta manera, a menos que sus dueños se benefician. En general, existen dos fuerzas en conflicto desde el punto de vista de los dueños. Por un lado, el aumentar la probabilidad de quiebra es negativo si es que el banco goza de alguna renta o cuasi renta, ya que ella pasará a otras manos en caso de quiebra. Esto significa que un sistema bancario oligopólico es menos proclive a explotar el aval de sus depósitos que uno competitivo.<sup>8</sup>

En segundo lugar, aumentar la probabilidad de quiebra es, en términos netos, conveniente para los dueños porque permite aumentar en exceso el retorno a los accionistas en caso de buena suerte. Esto es, si se invierte en negocios de alto riesgo y alto retorno, y dado que el aval no impide la maniobra ni cobra una mayor comisión, en caso de que esos negocios sean exitosos la rentabilidad de los accionistas será muy grande. Se puede demostrar que la mayor rentabilidad obtenida por los accionistas de esta manera compensa en exceso las mayores pérdidas soportadas en caso de mala suerte. El origen de este exceso es la explotación del garante, ya que si esos negocios fracasan, la pérdida será cargada a éste. Si los bancos son suficientemente competitivos y tienen poco poder de mercado, la segunda fuerza dominará y será rentable explotar este aval otorgado "en blanco".

Hasta ahora hemos estudiado el efecto del aval a los depósitos en un solo banco competitivo. Para estudiar su efecto a nivel del mercado de capitales de una economía, debemos tomar en cuenta la competencia entre bancos. Veremos que la competencia interbancaria modera la tendencia a tomar riesgo. En efecto, si muchos bancos desean crecer simultáneamente para explotar la garantía, terminarán elevando la tasa de interés pagada en sus depósitos y reduciendo la tasa cobrada en los préstamos. En este caso, parte de la explotación del garante es transferida a los depositantes y parte a los deudores, con lo que la parte que queda para los accionistas bancarios es menor. Si bien este mecanismo termina por poner un límite al tamaño de la obligación contingente del garante, esto ocurre sólo cuando el sistema bancario ya ha tomado mucho riesgo de quiebra. En efecto, esta

forma de explotar al garante requiere que los bancos arriesguen la quiebra.

### 2.3 Extensión de la Teoría para la Banca Internacional

Una extensión de esta teoría al nivel del mercado internacional de capitales requiere de ciertas definiciones adicionales. Supongamos que existen dos países: el Norte y el Sur. La situación en el futuro es incierta, y la producción puede ser alta (auge, baja tasa de interés mundial, buena suerte) o baja (recesión, alta tasa de interés mundial, mala suerte). En ambos países existen bancos y seguro estatal a los depósitos, pero supondremos que sólo el Norte ha relajado la regulación del riesgo tomado por sus propios bancos. Nos interesa describir los efectos de esta relajación, y la consiguiente toma de riesgo excesivo por parte de los bancos del Norte, o bancos internacionales, en una situación de endeudamiento externo del Sur.

Para ello, supongamos que sólo existen dos tipos de inversiones en el mundo: las riesgosas, que se ubican en el Sur, y las seguras, que se ubican en el Norte. Como existen inversionistas en ambos países, y ellos desean alcanzar alguna combinación óptima de riesgo y rentabilidad, habrá inicialmente tenencias cruzadas de activos: los norteños habrán prestado al Sur, y los sureños habrán depositado en el Norte. El supuesto crucial aquí es que los créditos al Sur son efectivamente riesgosos, en el sentido de que aun si el gobierno del Sur decidiera garantizar los créditos concedidos por norteños, en caso de mala suerte o recesión, no podría cumplir con su promesa por falta de recursos suficientes. La garantía del gobierno del Norte, en cambio, se supone sólida.

Una vez que el gobierno del Norte relaja la regulación de sus bancos, éstos empiezan a explotar la garantía a sus depósitos. Para ello, aumentan sus créditos riesgosos; es decir, prestan más al Sur. Para poder captar los fondos requeridos, se ven obligados a elevar las tasas de interés pagadas en sus depósitos. El mayor interés ofrecido por los depósitos y el alto retorno de las acciones bancarias en caso de éxito inducen a los inversionistas del Norte a liquidar sus créditos directos al Sur, e invertir esos fondos en depósitos y acciones de bancos internacionales. Los bancos prestan estos nuevos fondos al Sur, de modo que el Sur sólo registra un cambio de tenedores en su deuda externa, con el total inalterado, hacia una mayor participación de los bancos internacionales.

Por otra parte, la competencia interbancaria por colocar más créditos en el Sur obliga a los bancos internacionales a reducir la tasa de interés de colocación. De esta manera logran inducir a los sureños a aumentar su endeudamiento externo total. Sin embargo, esto trae consigo una apreciación real de la producción sureña (sube el precio relativo de la producción de bienes no transables internacionalmente, por lo que sube el valor total de la producción medido en términos de bienes transables) y un aumento del déficit comercial y de cuenta corriente de ese país.

Finalmente, los inversionistas del Sur también intentan sacar partido del retorno extraordinario ofrecido por los depósitos y acciones de bancos internacionales. Para ello intentan liquidar sus tenencias de activos locales, y se los venden a los bancos internacionales (es decir, endeudan sus empresas). Los fondos son invertidos en depósitos y acciones de bancos internacionales, y éstos los usan para comprar activos riesgosos en el Sur. Esto será posible sólo si en el país del Sur las autoridades permiten la movilidad internacional de capitales, registrándose en la balanza comercial de pagos como salida de capitales financiada por créditos externos (bancarios). El monto de la deuda externa bruta del Sur subirá fuertemente por este concepto.

Si extendemos la teoría para considerar que el gobierno del Norte financia su garantía mediante impuestos cobrados en la región, se puede establecer que el abuso de la garantía a sus depósitos por parte de los bancos internacionales tiene dos resultados finales: primero, el mundo como un todo termina invirtiendo demasiado en negocios riesgosos, lo que genera una pérdida social a nivel mundial. Segundo, los inversionistas del Sur resultan beneficiados *ex-ante*, en la medida que tienen acceso a las ventajas descritas más arriba, pero no contribuyen a financiar el gasto ocasionado por la garantía a los depósitos en caso de fracaso o mala suerte. Los inversionistas del Norte no sólo cargan con el costo social a nivel mundial, sino que, además, deben financiar un subsidio a los inversionistas del Sur.

### 3. Evidencia Empírica

Procedemos ahora a revisar la evidencia respecto de esta teoría. Un punto que merece una aclaración inmediata se refiere a la predicción de que el Sur se ve beneficiado con la relajación de la regulación bancaria en el Norte. Esto aparecería contradiciendo el hecho empírico de que Latinoamérica ha sufrido dra-

máticamente por culpa de la crisis de la deuda en los años 80. Sin embargo, esta contradicción no existe.

Lo que predice esta teoría es que el Sur se beneficia con el exceso de crédito internacional antes de saber si habrá recepción o auge. Es decir, al endeudarse más, Latinoamérica obtenía una fuerte ganancia en caso de registrarse un auge (una baja en la tasa de interés mundial), con un resultado neto positivo que justificaba arriesgarse y tomar esa deuda. Esto no impide que *ex-post*, es decir una vez conocido el hecho de que hubo una recepción, el endeudamiento externo se haya traducido en una fuerte pérdida social para el Sur.

En otras palabras, una vez producida el alza de la tasa de interés mundial en 1980, Latinoamérica encontró conveniente, dadas las tasas de interés pedidas por el crédito, apostar a que la tasa de interés mundial caería rápido. Como esta apuesta era conveniente al considerar la tasa cobrada por los bancos, Latinoamérica se benefició *ex-ante*.

Por supuesto, una vez conocido el hecho de que la tasa de interés real no bajó, sino que continuó subiendo, Latinoamérica sufrió una fuerte pérdida social. Esto tampoco contradice la posibilidad de que, al considerar la distribución esperada de beneficios al interior de cada país, amplios sectores se hayan visto perjudicados *ex-ante*, y también *ex-post*.

Claramente, la disposición a soportar riesgo, es decir, a abandonar un objetivo de crecimiento estable en favor de un crecimiento más rápido en promedio, influye fuertemente en la aceptación de una oferta riesgosa de esta naturaleza.

Verificaremos ahora el comportamiento de los bancos internacionales en el período en que se acumuló la deuda externa latinoamericana. Esa evidencia se puede clasificar en dos categorías: evidencia institucional y evidencia de mercado.

### 3.1 Evidencia Institucional

Esta sección presenta evidencia de las regulaciones a que estaban sujetos los bancos internacionales en la segunda mitad de los 70 y los cambios que experimentó la estructura de esta industria.

El primer punto de interés se refiere a la existencia de un seguro a sus depósitos. Al respecto, es claro que los distintos países miembros del Grupo de los Diez y Suiza contaban con un sistema de seguro a los depósitos. Estados Unidos tenía seguros formales; Italia los tenía a través de la estatización de la banca;



y Francia, Alemania y Gran Bretaña los tenían a través de un acceso automático al redescuento del respectivo Banco Central.<sup>9</sup>

Por otra parte, un seguro de depósito basado en créditos del Banco Central no es demasiado confiable en una economía abierta. Esto se debe a que en economías abiertas las corridas bancarias pueden desviarse hacia la moneda extranjera, en cuyo caso el Banco Central no puede ahogarla. Por ello, los distintos bancos centrales de Europa se han otorgado créditos mutuos desde el siglo XIX, aunque los acuerdos de líneas de crédito mutuas se formalizaron sólo a partir de la década de los '60. Estos incluían a Estados Unidos.

Lo novedoso a partir de 1975 fue que se agregó a los acuerdos de crédito mutuo una regla de división de las pérdidas que pudieran derivarse del salvamento de los depositantes en bancos internacionales que operaban en el euromercado. Este acuerdo permitió asegurar a los depositantes la total disposición del Banco Central local a prestar a un banco que enfrentara una corrida, disposición que antes era incompleta. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra podía estar reticente a salvar a los depositantes en Londres de una sucursal de un banco de EE.UU., ya que preferiría que el Federal Reserve absorbiera las pérdidas. El acuerdo de apoyo mutuo en caso de corridas fue adoptado en septiembre de 1974, a raíz de las dificultades producidas por una corrida en el euromercado, originada en la quiebra del Bankhaus Herstatt A.G.

Por otro lado, en EE.UU. se estaban desarrollando eventos que reforzaron la disposición a tomar riesgo de los bancos. La mayor tasa de inflación en ese país en los años 70 elevó las tasas nominales de interés de equilibrio. Sin embargo, existía una regulación de la Reserva Federal (Regulación Q) que fijaba la tasa de interés máxima de captación de los bancos en 5,5% anual nominal, por lo que éstos registraron fuertes utilidades. Tan atractivo se hizo el negocio bancario que se encontraron resquicios a la legislación que prohibía la prestación de servicios bancarios a entidades no afectas a la Regulación Q. La entrada de nuevos proveedores significó una fuerte reducción de las rentas bancarias por reducción de volumen (desintermediación), la que se acentuó cuando la Regulación Q fue suavizada a partir de marzo de 1980. De esta manera, la reducción de las rentas sobrenormales y la mayor competencia impulsó a muchos bancos de EE.UU. a buscar nuevos negocios de mayor riesgo, como se predijo en la parte teórica.

<sup>9</sup> Véase Folkerts-Landau, 1985.

Luego, tenemos ya dos elementos que explican por qué el flujo de crédito excesivo a Latinoamérica se inició sólo en la segunda mitad de los años 70: en primer lugar, la innovación financiera en EE.UU. erosionó la efectividad de la Regulación Q, lo que llevó a una fuerte reducción de las rentas sobrenormales de los bancos de ese país. En segundo lugar, la garantía estatal a los depósitos internacionales se perfeccionó sustancialmente en 1975. Luego, era predecible que los bancos con capacidad de captación de depósitos internacionales, con sede en EE.UU., y con captación de fondos en el euromercado fueran los bancos más agresivos en la toma de riesgo de crédito.

El segundo punto de la evidencia se refiere a la coordinación entre las regulaciones bancadas internacionales, que debería haber acompañado la creación de este seguro de depósito internacional para evitar su abuso. El peligro es, simplemente, que los bancos internacionales asegurados otorguen créditos desde sus sucursales menos reguladas.

Al respecto, hay consenso<sup>10</sup> entre los observadores en relación a que una buena parte del desarrollo de la banca internacional y, en general, del mercado internacional de capitales (euromercado) entre los años 50 y el principio de los años 70 tuvo por objeto realizar actividades que estaban prohibidas en los mercados bancarios y de capitales domésticos. Incluso, algunos países contaban con leyes de secreto bancario que prohibían entregar información respecto de las subsidiarias radicadas allí a los reguladores del banco matriz.<sup>11</sup>

Cuando los bancos centrales del Grupo de los Diez y Suiza firmaron el acuerdo de división de pérdidas en 1974, se dieron cuenta de sus repercusiones para la supervisión bancaria, y crearon el "Comité de Basilea" para discutir el tema. Sin embargo, el Comité fue muy lento en lograr acuerdo, y los bancos centrales miembros fueron aún más lentos en llevarlos a cabo.

Sólo en 1978 el Comité obtuvo el acuerdo de los gobernadores del BIS<sup>12</sup> para evaluar la razón deuda-capital de los gru-

<sup>10</sup> En 1984, el antiguo vicepresidente del Federal Reserve, J. Robertson, afirmó que el desarrollo del mercado internacional de capitales ocurrió en un contexto de "competencia en laxitud regulatorio" (Lissabers, 1984, citado por Rodríguez, 1988).

Véase FMI, *Occasional Paper* 17.

<sup>12</sup> El BIS, Banco de Canjes Internacionales, es el club de los bancos centrales del Grupo de los Diez y Suiza.

pos bancarios sobre una base consolidada mundial. La idea era prevenir que los bancos otorgaran sus créditos desde subsidiarias en lugares sin límite a la razón deuda-capital, mientras que la matriz exhibía razones deuda-capital moderadas.

A pesar del atraso con que se había tomado esta medida, muchos países de Europa demoraron aún más en llevar estos principios a la práctica, Peter Cooke, el presidente del Comité de Basilea, reconoció en 1981 que la consolidación aún estaba "evolucionando" hacia su adopción efectiva. En Alemania, la ley que establecía topes a la razón deuda-capital la seguía midiendo sobre una base nacional aún en 1982. En Suiza y Luxemburgo, la ley, todavía en 1981, no permitía la inspección de bancos por los reguladores del banco matriz (Cooke, 1981).

Las sospechas de que las regulaciones internacionales estaban llenas de resquicios fueron confirmadas por la quiebra del Banco Ambrosiano de Luxemburgo, en 1982. Este era una subsidiaria del Banco Ambrosiano de Italia no registrada como banco, pero que ejercía funciones de tal. Los italianos no lo habían consolidado, y como no era legalmente banco en Luxemburgo, este país tampoco lo vigilaba. Sin embargo, sus depositantes fueron salvados por los bancos centrales de Italia y de Luxemburgo.

Más aún, si esto ocurría en el Grupo de los Diez y Suiza, es claro que la situación era mucho más relajada en los centros bancarios libres, tales como las Islas Cayman, Bahrein, Bahamas y Singapur. En 1983 el FMI informó que "sólo se han adoptado los pasos iniciales hacia una coordinación internacional".<sup>13</sup> En definitiva, creemos que hay evidencia suficiente de que los bancos internacionales tuvieron acceso a un número importante de resquicios existentes en la regulación impuesta por sus avales en el período de mayor acumulación de deuda externa en Latinoamérica.

El tercer punto de la evidencia se refiere a la regulación del riesgo país. Con esto nos referimos a las precauciones que tomaron los avales de los bancos internacionales para impedir que sus avalados concentraran su crédito en exceso en determinados países. Al respecto, cabe recordar que, según nuestra teoría, los bancos que quisieran abusar de su aval querrían prestar en exceso a países riesgosos, sobre la base de que en caso de buena suerte esos créditos terminarían siendo muy rentables. Esto significa que querrían apostar a que esos países se harían ricos

<sup>13</sup> Véase FMI, *Occasional Paper* 17.

rápidamente, quizás debido al alza de las materias primas que exportaban o al descubrimiento de petróleo, etc.

El Comité de Basilea tomó conciencia de la importancia del riesgo país en 1977, cuando empezó a recolectar datos sobre la deuda externa bancada total de cada país. Esto corresponde a tres años de tardanza respecto al primer choque del petróleo, que había dado origen al reciclaje de los fondos de la OPEP y a una fuerte alza de la razón deuda-capital de los bancos internacionales. El BIS publicó el primer compendio de estadísticas de deuda externa recién en 1979. Sin embargo, esto tampoco significó que los reguladores de los bancos internacionales pusieran límites definidos al riesgo país.

Estados Unidos, que fue el país líder en la coordinación internacional de la regulación bancaria desde principios de los 70, sólo empezó a controlar el riesgo país con firmeza a partir de 1983, cuando el Congreso pasó una ley que obligó a los reguladores bancarios a

"establecer procedimientos de supervisión para asegurarse que factores tales como..., el riesgo de transferencia sean tomados en cuenta cuando se evalúe la razón deuda-capital de las instituciones bancarias".

(International Lending Act, 1983.)

Explicar el motivo de tal tardanza es un tema que daría para otro artículo, que no atacaremos aquí.<sup>14</sup> Sin embargo, la evidencia es amplia respecto de que los reguladores de los bancos internacionales no pusieron barreras a la exposición al riesgo país, aunque estaban informados del crecimiento de esa exposición.

El cuarto punto se refiere al grado de competencia existente en el negocio de prestar a los países en desarrollo. Como se explicó en la parte teórica, un banco con acceso a rentas monopólicas siempre prefiere tomar menos riesgo de quiebra que un banco competitivo, debido a que en caso de quiebra este banco pierde, además, el acceso a esa renta monopólica. Por eso, un aspecto importante a verificar es la concentración en la oferta o grado de oligopolio.

<sup>14</sup> Al parecer, habría habido una preocupación por los balances macroeconomicos mundiales, en el estilo de lo expuesto respecto del reciclaje de los fondos de la OPEP. Recomendamos leer Meigs, 1984, Kane, 1985; Guttentag y Herring, 1985, y Lichtenstein, 1985.

Al respecto, Devlin (1986) ha recopilado una cantidad importante de datos, que podrían resumirse de la siguiente manera: durante la década de los 60 y hasta principios de los 70 el negocio de prestar a países en desarrollo era, básicamente, un oligopolio, en el sentido de que sólo había un puñado de bancos que eran capaces de prestar cantidades significativas.<sup>15</sup>

Si bien las explicaciones propuestas por Devlin merecen reparos, la erosión del oligopolio bancario es un hecho empírico, como muestra el siguiente cuadro:

Cuadro N° 3

Concentración del Liderazgo en la Banca Internacional  
(Porcentaje)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Participación de los bancos líderes en el valor de los nuevos créditos sindicados:							
- los 5 mayores	65	67	60	25	33	28	49
- los 10 mayores	86	90	79	44	50	47	64
Memorándum:							
Número total de bancos líderes	15	20	20	50	50	50	40
Volumen de Eurocréditos a países en desarrollo (billones US\$)	11	15	21	37	48	35	45

Fuente: Robert Devlin (1986), Cuadros N°s. 5 y 9.

<sup>5</sup> Devlin propone tres razones para explicar la erosión de este oligopolio en la década de los 70, diferentes de las presentadas anteriormente. Primero, a partir de principios de los 70, la adopción de la plena convertibilidad por parte de muchos países de Europa y Japón y el crecimiento del euromercado permitió a muchos otros bancos contar con acceso barato a depósitos en dólares, los que proveían los fondos prestables a utilizar en nuevos créditos a países en desarrollo. En segundo lugar, la aparición de los créditos sindicados permitieron a muchos bancos medianos "colgarse" a la red de información respecto de los riesgos de colocación con la que contaban los antiguos bancos oligopolistas, los que empezaron a actuar como líderes de los préstamos sindicados. Finalmente, el número de bancos líderes aumentó fuertemente, debido a que bancos medianos y de menor experiencia internacional intentaron participar de las jugosas comisiones de organización de sindicatos que estaban obteniendo los bancos establecidos con anterioridad.

Estos desarrollos llevaron a que la banca internacional fuera mucho más competitiva en la segunda mitad de los años 70. En nuestra opinión, esto habría sido un desarrollo positivo en condiciones normales; es decir, con un aval inteligente que controlara el riesgo de sus avalados, al revés de lo que sugiere Devlin.<sup>16</sup> Sin embargo, la existencia de un aval estatal a los depósitos sin suficiente control hace que un mayor grado de competencia en la industria bancaria resulte en un riesgo excesivo de crédito, como se explicó antes.

3.2 Evidencia de Mercado

Esta sección presenta evidencia de mercado respecto al comportamiento de los bancos internacionales.

La primera pregunta se refiere a si los bancos estaban realmente arriesgándose a quebrar. Sólo en este caso se da una explotación del aval a sus depósitos, y el análisis teórico presentado anteriormente pasa a ser plausible. Cabe advertir que el riesgo de quiebra de los bancos es difícil de medir porque ellos no llevan su contabilidad a precios de mercado, sino que a valor libro y otros sucedáneos que no descuentan el riesgo en forma adecuada. Aun así, existen ciertos índices que dan alguna luz al respecto, como muestra el cuadro siguiente:

**Cuadro N° 4**  
**Exposición de los Bancos Internacionales al Riesgo País**

	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>
Créditos de los 9 mayores bancos de EE.UU. a países en desarrollo no exportadores de petróleo como porcentaje de su capital	163	176	182	199	220

*Fuente:* Teeters y Terrell, *Federal Reserve Bulletin*, septiembre 1983.

<sup>16</sup> En efecto, un banco competitivo sigue interesado en evaluar el riesgo al que están sujetos los fondos de los accionistas. Contra lo que sugiere Devlin, la existencia de administradores distintos de los dueños genera una fuerza en favor de un excesivo conservantismo en los créditos (Marcus, 1982). Por último, si bien cada oferente de crédito puede tener una curva de oferta plana en el segmento relevante, esto no significa que la oferta de mercado para un país dado sea plana, ya que la entrega de cada nuevo crédito debe elevar el precio de oferta de todos los demás, por efecto del mayor endeudamiento alcanzado por el deudor.

Si bien no todos los créditos a países en desarrollo pueden ser calificados de riesgosos, debe recordarse que estos bancos también prestaron mucho a sectores riesgosos de sus economías domésticas, tales como la agricultura y los dependientes de un alto precio del petróleo. Tampoco contamos con datos respecto de bancos internacionales de otras nacionalidades. Lo que sí muestra este cuadro es una fuerte expansión del crédito a los países en vías de desarrollo hasta un nivel tal, que si se repudiaba sólo un cuarto de esa deuda, los nueve mayores bancos de EE.UU. hubieran quedado con la mitad de su capital y hubieran tenido que reducir su crédito y depósitos a la mitad para cumplir con el límite máximo a la razón deuda-capital. Los costos de llevar esto a cabo habrían bastado para terminar de hacerlos quebrar. En consecuencia, esta evidencia es consistente con la hipótesis de que los bancos internacionales estaban arriesgándose a quebrar.

Un segundo punto por verificar se relaciona con la predicción de nuestra teoría de que la razón deuda-capital de los bancos internacionales tiende a aumentar cuando están abusando del aval a sus depósitos.

### Cuadro N° 5

#### Razones Deuda-Capital Consolidadas de Bancos de EE.UU.

Clase de Banco (por tamaño del activo)	US\$300mill. a US\$ 1 bill.	Los 17 Bancos Internacionales
1970	13,1	18,4
1971	13,6	19,4
1972	14,6	21,6
1973	14,9	25,2
1974	14,6	27,7
1975	14,2	24,4
1976	13,7	24,0
1977	14,1	24,9
1978	14,3	25,6
1979	14,3	26,7
1980	13,8	26,1
1981	13,7	25,1

*Nota:* La definición de Banco Internacional es la que aparece en Talley.

*Fuente:* Talley, febrero 1983. Calculados según valores libro.

Si bien la serie no es suficientemente larga, este cuadro es compatible con la idea de que los bancos internacionales operaron con una razón deuda-capital mucho más riesgosa a partir de la crisis del petróleo, en comparación a la relativa estabilidad de los bancos más pequeños, que sirven de referencia. La evidencia no contradice la hipótesis de que la preferencia de los países árabes por depósitos líquidos derivó en una fuerte expansión de los bancos internacionales, y que ella continuó hasta que sobrepasaron los límites informales de la razón deuda-capital impuestos por los reguladores de bancos en EE.UU., que eran cercanos a veinte a uno.

Posteriormente, la presión de los reguladores ha obligado a los bancos internacionales a reducir su razón deuda-capital a niveles entre 16 y 19. Cabe señalar que recientemente<sup>17</sup> el BIS adoptó el acuerdo de que todos los bancos en los países del Grupo de los Diez y Suiza deberán tener una razón deuda-capital consolidada mundial menor a 11,5, excluyendo la deuda invertida en reservas.

Por esto, concluimos que durante diez años (1973 a 1983) la banca internacional dependió del apoyo del aval estatal a sus depósitos en mucho mayor medida que la históricamente acostumbrada. En otras palabras, efectivamente, se dieron las condiciones para que operara nuestra teoría del abuso del aval estatal en los años en que más rápido creció la deuda externa latinoamericana.

Un tercer elemento de la evidencia se refiere a una verificación de la predicción de la teoría de que la competencia interbancaria por abusar del aval a sus depósitos llevaría a un alza en la tasa de interés pagada por ellos.

El caso de los bancos de EE.UU. es interesante porque en ese país existe un mercado de capitales muy desarrollado, y el sector bancario debe competir duramente por fondos con otros sectores. Los competidores más exigentes son el gobierno federal, con sus Letras del Tesoro, y las grandes compañías privadas que se endeudan directamente con el público a corto plazo a través de sus *commercial papers*. (Véase Cuadro N° 6).

Estos diferenciales subieron en forma completamente anormal durante los años 1978-1982, que coinciden con los años en que se prestó en exceso a Latinoamérica y otros sectores riesgosos. Esta evidencia no contradice la noción de que en esos años operó la competencia interbancaria por crecer y explotar el aval a sus depósitos en mayor medida.

<sup>17</sup> *The Economist*, semana del 12 al 18 de diciembre de 1987.



**Cuadro N° 6****Diferencial de Tasa de Interés Pagada por los Bancos****Diferencial entre retorno de Certificados de Depósito bancario y**

<b>Retorno de:</b>	<b>Letras del Tesoro</b>	<b>AAA Commercial Paper</b>
1976	0,38	0,30
1977	0,28	0,23
1978	1,00	0,58
1979	1,35	0,50
1980	1,60	0,68
1981	1,98	1,03
1982	1,50	0,70
1983	0,20	0,00

*Fuente:* Folkerts-Landau (1985), Tabla 2: Retornos a seis meses plazo.

Relacionada con la evidencia anterior está la predicción teórica de que los accionistas de los bancos obtienen para sí parte del producto de la explotación del aval a sus depósitos. La diferencia con el depositante, sin embargo, es que el accionista obtiene un retorno excesivo (en relación al riesgo tomado) sólo cuando las inversiones son exitosas. Es decir, el mayor retorno del accionista no es seguro, sino que es contingente a que el banco tenga buena suerte en los riesgos tomados. Por eso, al medir este exceso de retorno, se deben considerar solamente los años buenos y no los malos, porque en estos últimos se experimentan grandes pérdidas.

El exceso de retorno se debe medir en relación al retorno de las acciones en general, para limpiar el efecto de las fluctuaciones de las tasas de interés en los precios de las acciones. Es aun mejor medir este exceso en relación al retorno de las acciones del sector financiero, para descontar los efectos del riesgo común a ese sector. Por esto hemos usado el índice Precio/Utilidad de las acciones del sector financiero que publica el *Standard & Poors' Statistical Service*, entre cuyas cuarenta empresas hay bancos, compañías de seguros, asociaciones de ahorro (*Savings and Loans*) y otros.

La evidencia es clara: efectivamente, la banca internacional registró utilidades altas durante los años anteriores a la crisis de la deuda, más allá de lo recibido por otras empresas del sector

## Cuadro N° 7

## Exceso de Retorno de los Bancos Internacionales

	17 Bancos Internacionales Utilidad Neta (Mill. US\$)	Cociente Precio/ Utilidad	Razón de la Rentabilidad de las Acciones de Bancos Internacionales a la Rentabilidad de las Acciones: En General      Financieras	
1978	2.798	6,7	100,0	100,0
1979	3.397	5,8	103,1	101,4
1980	3.729	5,1	126,6	108,6
1981	3.807	5,8	117,5	115,9

*Nota:* El indicador de rentabilidad es el inverso del cociente.

Precio/Utilidad. El precio ya incorpora las expectativas de quiebra.

*Fuentes:* Talley (1983) y *Standard and Poors' Statistical Service*.

financiero de EE.UU. Esto coincide con lo que nuestra teoría predijo sería el resultado de un abuso del aval a los depósitos. Esta evidencia es consistente con nuestra predicción de que los dueños de bancos tenían un incentivo pecuniario a abusar de él.

Otro elemento de evidencia se refiere a la predicción de nuestra teoría de que parte de la explotación del aval sería captada por los deudores de los bancos. Esto se debía a que la competencia interbancaria por crecer y explotar en mayor medida el aval a los depósitos haría que las tasas de interés de colocación bajaran. Sin embargo, la evidencia preliminar proporcionada por un estudio de Edwards (1984) muestra que el diferencial de interés cobrado a los países latinoamericanos por sobre la tasa LIBO fue mayor cuando la razón Deuda Externa-PGB subía. Es decir, esta evidencia aparenta afirmar que el crédito fue más caro a medida que Latinoamérica acumuló deuda externa, contradiciendo las predicciones de nuestra teoría.

Sin embargo, el cuadro siguiente sugiere que la correlación positiva detectada por Edwards entre el diferencial de interés y endeudamiento podría ser explicada por el hecho de que para muchos países el diferencial de interés bajó cuando la razón Deuda Externa-PGB descendía simultáneamente. Por supuesto, en países como Argentina la deuda aumentó muy rápidamente, pero en ellos también bajó el diferencial de interés.

Esta evidencia sostiene que, hasta 1980, el diferencial de tasa de interés por sobre la LIBOR cobrado a los principales deudores de Latinoamérica cayó más que el cobrado a los países industriales, lo que tampoco contradice nuestras predicciones.

**Cuadro N° 8****Diferencial (%) sobre LIBOR y Deuda Externa/PGB (%)**

	Argentina		Brasil		México		Difer. Países Industriales
	Difer.	D/PGB	Difer.	D/PGB	Difer.	D/PGB	
1977	1,66	nd	2,02	nd	1,67	nd	1,23
1978	1,49	22	1,57	32	1,12	26	0,86
1979	0,75	28	0,88	31	0,70	25	0,61
1980	0,63	37	1,25	30	0,45	27	0,56
1981	0,73	47	2,02	32	0,61	33	0,48
1982	0,91	nd	2,13	nd	0,67	nd	0,52

*Notas:* Todos los diferenciales se refieren a préstamos garantizados por el Estado del país deudor; nd, es no disponible. Los países industriales incluyen a Holanda, Suecia, Australia y otros que se endeudan en el mercado internacional de capitales.

*Fuentes:* Edwards, 1983; Folkerts-Landau, 1985; CEPAL, 1985.

Hasta 1980 no se registró un alza en el diferencial en respuesta al crecimiento del endeudamiento, como hubiera sido de esperar de un sistema financiero sano. Según nuestra teoría, esto se habría debido a la competencia interbancaria por crecer, de modo de explotar en mayor medida el aval a los depósitos.

La caída de la razón Deuda Externa-PGB registrada por Brasil y México, que es la base de la correlación encontrada por Edwards, se explica porque el PGB usado en este cálculo está medido en dólares. Luego, esta razón es sensible a variaciones en el tipo de cambio real, ya que si éste se aprecia, sube el valor en dólares de la producción doméstica de bienes no transables internacionalmente. Según nuestra teoría, el influjo de créditos excesivos lleva a una apreciación del tipo de cambio real, y si hay poca sustitución en la producción entre bienes transables y no transables en el corto plazo, el producto medido en dólares sube aun más rápido que la deuda.<sup>18</sup>

Por último, cabe destacar la evidencia respecto de la fuga de capitales en los países de Latinoamérica que permitían estas operaciones de cambio. Al contrario de lo que comúnmente se cree, esta fuga empezó mucho antes de que se anticipara la crisis de la deuda, como muestran los datos correspondientes a los países que tenían libertad de movimiento internacional de capitales (Véase Cuadro N° 9.)

<sup>18</sup> Este punto es desarrollado en profundidad por el autor en su tesis doctoral.

## Cuadro N° 9

Fuga de Capitales y Exceso de Crédito  
(Billones de dólares)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Argentina						
Fuga de Capitales	-0,2	0,9	3,0	1,7	6,7	7,7
A Deuda Externa	0,4	1,5	3,1	6,7	9,0	9,4
México						
Fuga de Capitales	3,5	4,3	0,8	2,8	7,1	8,2
A Deuda Externa	6,6	6,6	4,3	8,8	16,4	22,7
Venezuela						
Fuga de Capitales	-0,3	-0,9	0,9	4,8	4,7	7,4
A Deuda Externa	-1,2	6,4	5,5	8,5	3,2	2,8

*Fuente:* Dooley, Helkie, Tryon y Underwood, citados por Cuddington (1986).  
Los demás países tenían barreras a la salida de capitales, por lo que la fuga de capitales fue de menor importancia en ellos.

La oportunidad de la fuga es tal que coincide en el tiempo, como postula nuestra teoría, con el alza del interés pagado por los bancos internacionales en sus depósitos. Por supuesto, también corresponde considerar una serie de otros factores específicos a cada país, tales como la política fiscal y monetaria, caídas en los términos del intercambio, etc., para explicar la fuga. El punto que deseamos destacar es que estas fugas ocurrieron en forma simultánea, lo que sugiere la existencia de un factor común a todas esas experiencias.

En definitiva, la combinación de evidencias presentada en esta sección y la simultaneidad en el tiempo que exhibe son argumentos sólidos para aceptar provisionalmente nuestra teoría respecto de las causas del exceso de crédito ofrecido por los bancos internacionales a Latinoamérica.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Un comentario metodológico es pertinente. Los economistas se han acostumbrado en los últimos 40 años a buscar pruebas estadísticas para sus teorías. Sin embargo, la experiencia con estas "pruebas" es que son extremadamente sensibles a los errores de especificación. El método de "prueba" usado en este trabajo, que consiste en verificar el movimiento simultáneo de variables que predice la teoría, no usa un aparatage matemático-estadístico, pero también es rebatible por un lector incrédulo. En efecto, éste puede buscar una explicación diferente para cada una de las tablas presentadas, de modo que su concurrencia en el tiempo se deba a una mera casualidad.

Por lo tanto, esperamos haber establecido que los bancos internacionales tuvieron motivos y medios para intentar colocar en Latinoamérica cantidades excesivas de crédito en los cuatro años que van desde 1978 a 1981. En este sentido, la imprudencia de los supervisores bancarios en los países desarrollados puede ser identificada como una de las causantes de la crisis de la deuda.

Sin embargo, nunca debemos olvidar que los diversos países de Latinoamérica aceptaron voluntariamente endeudarse en exceso. Según nuestra teoría, esto era conveniente desde un punto de vista *ex-ante*, es decir, antes de saber si la década del 80 iba a ser económicamente una época de crecimiento como la del 60; si la tasa de interés real volvería a caer rápidamente a los niveles históricos, o si permanecería alta por varios años, lo que no ocurría desde los años 30.

Esto era conveniente debido a las condiciones de crédito ofrecidas por los bancos internacionales y dentro de un marco de disposición a aceptar una mayor inestabilidad del producto en favor de una tasa de crecimiento promedio más alta.

Además, tampoco debemos olvidar la posibilidad de que para importantes sectores de los países endeudados el proceso haya sido inconveniente *ex-ante*, mientras que para otros sería altamente conveniente.

#### **4. Origen de la Crisis de 1982-1983 desde una Perspectiva Chilena**

Esta sección presenta algunas de las consecuencias que tienen para Chile las conclusiones de las secciones anteriores. Es evidente que ellas pueden afectar nuestra visión sobre el origen de nuestro endeudamiento externo, y sus efectos internos en cuanto a profundizar la dramática recesión de 1982-83.

Cabe reiterar que si hubiéramos seguido el comportamiento de absorción de crédito promedio de Latinoamérica, ya seríamos inconsistentes con un objetivo de alcanzar un ritmo estable de crecimiento. En efecto, al aceptar tanto crédito neto en 1980 y 1981, a pesar de que la tasa de interés real mundial estaba subiendo muy fuertemente, implicaba aceptar una brusca fluctuación en el tipo de cambio real, en caso de que la tasa de interés mundial no bajara a la brevedad.

#### 4.1 Chile en Relación a Países en Desarrollo Comparables

En esta sección nos preguntaremos cuál fue nuestro desempeño efectivo en relación al resto de los países en desarrollo no petroleros, con el objeto de investigar la incidencia en nuestro endeudamiento de factores particulares, tanto externos (términos del intercambio) como internos (políticas económicas).

A continuación realizaremos esa comparación, en base a información publicada por el Fondo Monetario internacional y Odeplan. Se toma la información de la deuda externa de cada grupo de países de referencia, a lo que se restan sus reservas internacionales, para obtener la deuda externa neta. Por otra parte, se toma el déficit de cuenta corriente del grupo de países de referencia, pero se le restan los influjos que no crean deuda (donaciones oficiales, inversión extranjera, asignaciones de DEG).

Finalmente, se resta también el pago neto de intereses al exterior, para determinar así el superávit de cuenta corriente antes de intereses (SCCAI).

Lo interesante del SCCAI es que, al dividirlo por la deuda externa neta, genera una estimación de la tasa de interés real que el país puede pagar en su deuda externa sin aumentar su endeudamiento real. Por ejemplo, si el SCCAI es cero, se interpreta como que el país puede pagar una tasa de interés real de cero. Si la tasa efectiva de mercado es mayor que cero, el país debe estar aumentando su deuda externa real.

Cabe aclarar que un aumento de la deuda externa real no es malo ni bravo en sí. Por ejemplo, un país que tiene una deuda inicial muy baja puede aumentarla sin peligro, aunque la razón SCCAI/Deuda Externa Neta sea  $-50\%$ . Sigue siendo cierto, sin embargo, que si la tasa de interés real es cero, este país está aumentando su deuda externa real. Además nosotros aplicamos este concepto sólo a países altamente endeudados.

En la práctica es necesario realizar un ajuste adicional a la razón SCCAI/Deuda Externa Neta (DEN) para usarla con estos fines. Este se deriva de la simple observación de que un crecimiento permanente de la deuda externa real no tiene por qué preocupar si la deuda externa real per cápita es constante. Por este concepto, se debe sumar la tasa de crecimiento de la población a la razón SCCAI/DEN antes de comparar con la tasa de interés real efectiva. En nuestras estimaciones sumaremos un 2% real anual al SCCAI que calculemos.

Sería también deseable ajustar las cifras según el componente de subsidio contenido en muchos créditos oficiales a países en desarrollo, cuando se les cobra una tasa de interés bajo

mercado. Sin embargo, la falta de datos nos impide incorporar este ajuste.

Por último, es necesario recordar también que un crecimiento suave de la deuda externa real per cápita no es preocupante, si, al mismo tiempo, están subiendo el producto real per cápita y las exportaciones reales per cápita. Por eso, si nuestra medida de la tasa de interés real que puede pagar un grupo de países es inferior en 2% o menos que la tasa de interés real de mercado, no deberíamos preocuparnos por la coherencia con un objetivo de crecimiento parejo y estable. (Véase Cuadro NO 10.)

Para apreciar la información contenida en este cuadro es necesario recordar que la razón entre el superávit de Cuenta Corriente antes de intereses y la deuda externa neta, corregida,

### Cuadro N° 10

#### Política de Endeudamiento Externo: Países de Referencia (Billones de dólares de cada año)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<b>A. Países de Latinoamérica</b>						
Deuda Externa Neta	95,6	118,9	142,5	187,5	244,7	297,2
SCCAI/DEN (%)	+2% -1,6	-3,9	-0,6	-1,7	-2,3	2,6
<b>B. Países llamados <i>Market Borrowers</i></b>						
Deuda Externa Neta	161,6	199,1	233,9	293,8	375,2	460,7
SCCAI/DEN (%)	+2% -1,0	-4,2	1,1	2,0	-3,8	0,0
<b>C. Países Importadores Netos de Petróleo, excepto los de Bajos Ingresos</b>						
Deuda Externa Neta	133,0	154,6	191,2	247,3	299,8	354,6
SCCAI/DEN (%)	+2% -2,8	-2,5	-6,2	-8,2	-6,3	-0,2
<b>Memorándum:</b>						
Tasa de Interés Real <sup>a</sup>	0,5	-0,6	-2,4	1,5	10,7	11,7

<sup>a</sup> Esta tasa de interés real se calcula según la tasa de interés nominal de mercado (LIBOR), menos la tasa de inflación del índice de precios al por mayor de EE.UU. Esta medida no es completamente exacta, porque desprecia el efecto de la variación esperada del tipo de cambio real. Sin embargo, no disponemos de los datos necesarios para hacer esa corrección para otros países.

Fuentes: *World Economic Outlook*, FMI, abril 1985; Haindl (1986).

más 2%, indica la tasa de interés real que puede pagar cada grupo de países sin que suba su deuda externa real per cápita. En el caso de Latinoamérica, como grupo, vemos que hasta 1980 estaba siguiendo una política de endeudamiento externo que, en lo grueso, tendía a mantener el valor de su deuda externa real per cápita constante.

Sin embargo, en 1981, Latinoamérica continúa con su política de gasto corriente, olvidando por completo el hecho de que la tasa de interés real mundial había subido a 10,7%. Esa política significó que la deuda externa latinoamericana subiera 13% real per cápita durante el año 1981 solamente, lo cual fue gravemente incoherente con un objetivo de crecimiento estable. Sólo en 1982 inicia el ajuste, pero éste es tan lento que la deuda externa real per cápita sube en 9% adicional en 1982.

El comportamiento de otro grupo de países en desarrollo, llamados *Market Borrowers*, fue semejante. Este grupo de países está definido por la característica de que más de dos tercios de su endeudamiento externo en el período 1978-1982 provino de prestamistas privados. Incluye a países como: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Grecia, Hungría, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Nigeria, Filipinas, Portugal, Sudáfrica, Venezuela y Yugoslavia.

Como nosotros estamos interesados en el desempeño de países parecidos a Chile, debemos excluir del grupo de referencia a los exportadores netos de petróleo, que se beneficiaron mucho con la segunda alza del petróleo en 1979. Con ese objeto seleccionamos un tercer grupo de países de referencia, llamado "Países importadores netos de petróleo, excluyendo a los de bajos ingresos". Este grupo incluye países como Argentina, Brasil, Grecia, Corea del Sur, Sudáfrica, Yugoslavia, Colombia, Chile, Filipinas, Portugal, toda Centroamérica, Turquía, Tailandia, etcétera.

Durante el período 1977-1979 estos países siguieron una política un poco menos coherente, con el objetivo de lograr un crecimiento más estable que los grupos anteriores, ya que la deuda real per cápita creció en 3,1% anual promedio en esos tres años. La incoherencia efectiva era menor que la indicada, porque una parte importante de la deuda externa de estos países estaba en esos años con tasas de interés fija y bajo mercado. En todo caso, la diferencia de comportamiento confirma la importancia de eliminar a los países exportadores netos de petróleo del grupo representativo.

Sin embargo, lo más llamativo es lo ocurrido desde 1980 en adelante. El ritmo de endeudamiento real per cápita se eleva



fuertemente: crece en 10,8% en 1980, se acelera a 18,1% en 1981 y continúa al veloz ritmo de 11,9% en 1982. Contablemente, esto se debe a un fuerte aumento del gasto interno en 1980, que se mantiene en 1981, a pesar del alza de la tasa de interés mundial. Recién en 1982 empieza el ajuste del gasto interno. Económicamente, las secciones anteriores demostraron que ello se debió a la incitación de los bancos internacionales a endeudarse y a apostar a que la tasa de interés mundial caería en breve. Sin embargo, como la decisión de endeudamiento fue voluntaria, cabe reiterar el hecho de que estos países estuvieron dispuestos a abandonar el objetivo de lograr un crecimiento estable en favor de obtener un crecimiento promedio mayor.

### Cuadro N° 11

#### Desempeño de Chile frente a Países de Referencia (Millones de dólares)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1. Deuda Externa Neta Chilena	5.078	5.748	6.297	7.134	11.876	14.679
2. Previsión SCCAI ajustado/DEN (%)	-4,8	-4,5	-8,2	-10,2	8,3	-2,2
3. Previsión SCCAI ajustado <sup>a</sup>	-244	-259	-516	-728	-986	-323
4. SCCAI Ajustado Efectivo Chileno <sup>b</sup>	-170	-422	-281	-871	-3.010	33
5. Exceso de Gasto Chileno respecto del Patrón de Referencia (línea 4-línea 3)	-74	163	-235	143	2.024	-356
6. Valor Acumulado (según tasa de interés nominal) del exceso de gasto	-74	84	-143	-17	2.004	1.985
7. Memorándum: Tasa de Interés Nominal	6,4	9,2	12,1	14,0	16,8	

<sup>a</sup> El SCCAI está ajustado por el hecho de que los países reciben donaciones e inversión desde el extranjero, ambos flujos que no crean deuda. Por ello el SCCAI necesario para que la deuda externa real no crezca es menor que el publicado en las cuentas de balanza de pagos.

<sup>b</sup> La convención indicada en la nota a se aplicó también a los datos chilenos. Para ello se sumó el Superávit de Balanza Comercial y Servicios no Financieros, el ingreso de divisas por transferencias (donaciones) y por Inversión Extranjera Directa.

*Fuentes:* Tasa de Interés Nominal, de Haindl (1986). Cuenta Corriente Chilena, de Silva (1983). Deuda Externa Neta, de Ffrench-Davis y De Gregorio (1987).

En este sentido debemos recalcar que el comportamiento correcto frente a un alza transitoria de la tasa de interés real considera tanto un mayor endeudamiento como una reducción significativa del gasto. En conjunto, estos mecanismos cubren el mayor servicio de la deuda. En este contexto, reaccionar con un aumento del gasto contradice el objetivo de crecimiento estable si el alza del interés es transitorio, y es aún más contradictorio si el alza es permanente.

Procedemos ahora a comparar el desempeño de Chile con el de este grupo de países. Para ello determinamos, en base a la deuda externa neta y los resultados del cuadro anterior, cuál debería haber sido la cuenta corriente antes de intereses y el gasto interno chileno si hubiera seguido la norma de este grupo de países.

Podemos ver que el exceso de deuda externa chilena respecto al patrón de comparación internacional apropiado tiene las siguientes características:

a) Era inexistente hasta 1980. Todo el exceso se produjo en 1981.

b) El valor acumulado del exceso de deuda externa incurrido en 1981 y 1982 representa el 26% del incremento de la deuda externa neta durante esos dos años. Este no es un porcentaje demasiado amplio, pero su magnitud de dos mil millones de dólares es, en términos absolutos, muy importante para un país del tamaño de Chile.

c) En 1981 Chile tuvo una administración macroeconómica claramente menos coherente con el objetivo de lograr un crecimiento más estable que la del grupo de países de referencia, pero, a su vez, se debe recordar que la política de esos países fue muy incoherente con ese objetivo desde 1980 en adelante.

## 4.2 Chile en Relación a un Estándar Prudente

Esta sección busca determinar cuál debería haber sido el comportamiento de Chile en un contexto de adecuada regulación de la banca internacional por sus autoridades de origen. En otras palabras, nos interesa encontrar cuál debería haber sido el comportamiento prudente de Chile frente al alza de la tasa de interés mundial.

La respuesta a este problema es, en general, dependiente de las preferencias del país respecto al riesgo y el ahorro. También depende del tipo de proceso estocástico que sigue la tasa de interés mundial, y de la forma en que éste cambia. Es obvio

que la determinación de la respuesta óptima frente a un alza de la tasa de interés, dado que se desconoce su permanencia, es un problema complicado.

Debido a ello, nos conformaremos con describir una respuesta no óptima, sino que simplemente prudente. Proponemos que una regla de decisión prudente se basa en determinar una tasa de interés real "normal" o "permanente", que luego se aplica a la deuda neta para determinar el Superávit de Cuenta Corriente Prudente.

A su vez, la tasa de interés real permanente normal se determina en base a un promedio ponderado de las tasas reales observadas en los últimos años, con más peso para los años más recientes:

$$R \text{ perm}_t = \lambda \cdot R_t + (1-\lambda) \cdot R \text{ perm}_{t-1}$$

donde

$R_t$  es la tasa de interés real efectiva del año  $t$ ,

$R \text{ perm}_t$  es la tasa a usar para determinar el

Superávit de Cuenta Corriente Prudente para el año  $t$ ,

y  $\lambda$  es la ponderación de  $R_t$ . Usaremos  $\lambda = 0,66$ .

Esta formulación es parecida al mecanismo de formación de expectativas, pero también puede ser justificada como una solución de expectativas racionales en un contexto de incertidumbre respecto del proceso estocástico que está rigiendo.<sup>20</sup>

Tomando como base el año 1977, podemos construir, entonces, una serie de tasa de interés real "permanente" en base a las tasas reales efectivas. Luego, suponiendo que un comportamiento prudente consiste en generar un Superávit de Cuenta Corriente compatible con la tasa permanente en el largo plazo, podemos determinar el exceso de gasto de Chile respecto a un patrón prudente.

Este patrón es más exigente que el patrón de los países en desarrollo similares, porque estos últimos fueron influidos por el exceso de crédito por los bancos internacionales.

Insistimos en que sólo hubiera sido razonable exigir un comportamiento "prudente" si es que las autoridades de los países industriales no hubieran permitido a los bancos internacionales ofrecer a Chile un exceso de crédito. Podemos observar que el comportamiento chileno presenta las siguientes características respecto a un comportamiento prudente:

<sup>20</sup> Véase Schmidt-Hebbel, 1987.

## Cuadro N° 12

Desempeño de Chile respecto a un Patrón Prudente  
(Millones de dólares)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1. Tasa de Interés Real Efectiva (%)	0,5	-0,6	-2,4	1,5	10,7	11,7
2. Tasa de Interés "Permanente" (%)	0,5	0,1	-0,7	0,0	3,6	6,1
3. SCCAI Ajustado/DEN Prudente (línea 2 + 4%)	-3,5	-3,9	-4,7	-4,0	-0,6	2,1
4. SCCAI prudente para Chile	-178	-224	-296	-285	-71	308
5. SCCAI Efectivo	-170	-422	-281	-871	-3.010	33
6. Exceso de Gasto de Chile	-8	198	-15	586	2.939	275
7. Valor acumulado del exceso de gasto	-8	189	192	801	3.852	4.774

*Nota:* La línea 7 se obtiene acumulando la línea 6 a la tasa de interés nominal de mercado.

a) Chile exhibió un comportamiento bastante prudente hasta 1979 inclusive. Casi todo el exceso de gasto se produjo en 1980, 1981 y 1982.

b) El valor acumulado del exceso de gasto representa, a fines de 1982, el 49,7% del incremento de la deuda externa neta del período 1977-1982. Es decir, si Chile se hubiera endeudado en forma prudente, su deuda externa neta a fines de 1982 hubiera sido de sólo 9.905 millones de dólares.

c) Del total del exceso de deuda de Chile, sólo un 42% (1.985/4.774) es el resultado de situaciones específicas de Chile, ya sea internas (malas políticas privadas y públicas) o exógenas (caída especial de los términos del intercambio). El resto, es decir, un 58% ó 2.800 millones de dólares, corresponde a la supervisión irresponsable aplicada por los países industriales a la banca internacional.

## 5. Implicaciones y Conclusiones

Este trabajo muestra que la discusión chilena respecto del origen de nuestro exceso de endeudamiento, que contribuyó mucho a la gravedad de la recesión de 1982, ha estado demasiado centrada en factores específicos a nuestro país.

Es así como se ha discutido amargamente sobre si la responsabilidad la tuvo la fijación del tipo de cambio, la reducción de aranceles, el "exitismo" del sector privado, la caída del precio del cobre y otros productos que exportamos, el control de la banca por grupos empresariales, el abuso del aval estatal a la banca, etc.

Este trabajo sugiere que si bien esos factores específicos a nuestro país tuvieron impacto, fue mucho más importante la ola de crédito bancario que inundó a los países en desarrollo, causada por la regulación irresponsable en los países de origen.

Como conclusión secundaria, destacamos que este trabajo también sirve para realzar algunas de las explicaciones específicas a nuestro país del exceso de endeudamiento, entre ellas, sobresalen las siguientes:

a) No tiene sentido atribuir el componente específico a Chile del exceso de deuda al alza de la tasa de interés internacional. En realidad, todo el problema está en que no se respondió adecuadamente a esa alza.

b) Tampoco tiene sentido atribuir ese componente del exceso de deuda específico a Chile a la caída de los términos del intercambio ocurrida en 1981-1982. En efecto, los términos del intercambio estuvieron en 1981 sólo un 2,6% por debajo del nivel promedio para 1976-1980.<sup>21</sup>

c) Tiene poco sentido atribuir ese componente a la liberalización comercial.<sup>22</sup> En efecto, ella había ocurrido varios años antes de 1981, que es el año en que ocurre la totalidad del componente específico a Chile del exceso de deuda.

d) Tiene poco sentido atribuir el componente específico a Chile a la fijación del tipo de cambio que ocurrió con demasiada anterioridad, de forma que la inflación doméstica ya había llegado a niveles internacionales cuando se incurrió en ese exceso de deuda.

e) Considerando que la supervisión bancaria era débil en los países desarrollados, y que parece serlo también en los países en desarrollo, las teorías que atribuyen el componente específico de Chile a la deficiente supervisión de la banca chilena, especialmente en relación al crédito relacionado, cobran relevancia en un contexto de garantía estatal de los depósitos.

<sup>21</sup> Ver J. A. Fontaine (1987), citando al Banco de Chile.

<sup>22</sup> Ver Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987.

f) También cobran relevancia especial las teorías que destacan el efecto que puede tener sobre la demanda por crédito, el tener un acceso amplio al crédito internacional por primera vez.

La tercera conclusión es que la magnitud relativa del impacto que una política de supervisión irresponsable en el extranjero tuvo sobre nuestro país, exige el diseño de políticas de defensa frente a ofertas excesivas de crédito en el futuro.

El primer aspecto de dicha política debe ser, necesariamente, reafirmar la prioridad de la estabilidad en el crecimiento. Creemos que no vale la pena aumentar la tasa de crecimiento promedio a costa de un aumento de variabilidad como el experimentado en 1978-82. Esta decisión de adoptar políticas económicas adversas al riesgo es fundamental, e implica una decisión de la autoridad de manejar las variables macroeconómicas de forma de impedir cambios muy fuertes en los flujos de capitales internacionales.

Respecto a la forma más adecuada de lograr esto en el contexto de una economía privada, existen diversas opciones. Una regulación diseñada especialmente para el caso de una banca internacional muy arriesgada es la siguiente:

Prohibir los créditos directos de bancos internacionales a empresas y residentes chilenos, de forma de obligar a los bancos internacionales a prestar por la vía de una subsidiaria instalada legalmente en Chile, sujeta a la Superintendencia de Bancos, quien le aplicaría la legislación prudencial chilena.

El fundamento teórico de este mecanismo es que logra exigir una razón deuda-capital de 20 para las operaciones de bancos internacionales en Chile, aunque en los países de origen no exista regulación bancaria. Esta regulación resulta ser, en esencia, la implementación hecha por Corea del Sur<sup>23</sup> en el período 1977-1982.

<sup>23</sup> Ver *Korea Exchange Bank Monthly Review*, en bibliografía. La regulación de Corea del Sur era más complicada, porque preveía un tratamiento especial para el endeudamiento externo de los grandes grupos económicos locales.

## Bibliografía

- Barandarián, E. "Nuestra crisis financiera", *Estudios Públicos*, 12. (Primavera, 1983), 89.
- Cardoso, E. y Dornbusch, R. "Brazilian Debt: A Réquiem for Muddling Through", trabajo presentado en el reciente encuentro sobre la Crisis de la Deuda Latinoamericana, organizado por el Instituto de Economía de la Universidad Católica en Viña del Mar, diciembre 1987.
- CEPAL (NU). *External Debt in Latin America: Adjustment Policies and Renegotiation*, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1985.
- Cooke, P. "Developments in cooperation among banking supervisory authorities", *Bank of England Quarterly Bulletin* 21, 2 (junio 1981), p. 238.
- Cortázar, R.; Foxley, A. y Tokman, V. *Legados del Monetarismo: Argentina y Chile*, Buenos Aires: PREALC, OIT, Ediciones Solar, 1984.
- Cuddington, J. "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations", *CPD Discussion Paper* N° 1985-51, World Bank, revised May 1986; editado posteriormente en *Princeton Studies in International Finance*.
- Dooley, M.; Helkie, W.; Tryon, R. y Underwood, J. "An Analysis of External Debt Positions of Eight Developing Countries Through 1990", se editará próximamente en *Journal of Development Economics*.
- "Bank Regulation: Leveling", *The Economist*, edición del 12 al 18 de diciembre 1987, p. 92.
- Edwards, Sebastián. "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-1980", *American Economic Review* 74, 4 (septiembre 1984) y NBER Working Paper 1172 (julio 1983).
- Folkerts-Landau, D. "The Changing Role of International Bank Lending in Development Finance", *IMF Staff Papers* 32, 2 (junio 1985), p. 317.
- Fondo Monetario Internacional: Johnson, G. and Abrams, R. "Aspects of the International Banking Safety Net", *IMF Occasional Paper* N° 17, marzo 1983.
- Fontaine, Juan Andrés. "The Chilean Economy in the Eighties: Adjustment and Recovery". Trabajo presentado en el reciente encuentro sobre la Crisis de la Deuda Latinoamericana, organizado por el Instituto de Economía de la UC, en Viña del Mar, diciembre 1987.
- Ffrench-Davis, R. y De Gregorio, J. "Orígenes y efectos del endeudamiento externo de Chile", *Notas Técnicas CIEPLAN* N° 99, agosto 1987.
- Guttentag, J. and Herring, R. "Commercial Bank Lending to Developing Countries: From Overlending to Underlending Structural Reform", en G. W. Smith and J. Cuddington (editores) *International Debt and the Developing Countries*, Washington, D.C., The World Bank, 1985.
- Haindl, Erik. "Algunas reflexiones sobre el origen de la deuda externa de Chile", *Revista de Economía y Administración*, agosto 1986, N° 48, Universidad de Chile.

- Korea Exchange Bank Monthly Review*: Artículos en los números 4 de 1983 y 4 de 1985.
- Lagos, Luis Felipe. "El efecto de los shocks externos sobre el producto: "Un análisis para la economía Chilena", *Documento de Trabajo* N° 104, agosto 1985, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- Lichtenstein, C. "The US response to the International Debt Crisis: International Lending Supervisión Act of 1983", *Virginia Journal M. International Law*, 25, 2 (1985).
- Marcus, Alan. "Risk Sharing and the Theory of the Firm", *The Bell Journal of Economics*, Autumn 1982, Vol. 13, N° 2, p. 369.
- Marcus, Alan. "Deregulation and Bank Financial Policy", *Journal of Banking and Finance*, december 1984, N° 8, p. 557.
- Meigs, J. "Regulatory Aspects of the World Debt Problem", *Cato Journal* 4, Spring/Summer 1984, p. 105.
- Rodríguez, Ennio. "The Political Economy of Banking Regulations", presentado en CIEPLAN en octubre 1988.
- Schmidt-Hebbel, Klaus. "Terms of Trade and the Current Account under Uncertainty", *Análisis Económico*, Vol. 2, N° 1, junio 1987, pp. 67-89
- Silva, Ricardo. "Destino del ingreso de capitales", ODEPLAN, marzo 1983.
- Standard and Poors', Statistical Service, *Security Price Index Record*, ediciones de 1980 y 1986.
- Talley, S. "Bank Capital Trends and Financing", Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Study N° 122, february 1983.
- Teeters, N. and Terrell, H. "The Role of Banks in the International Financial System", *Federal Reserve Bulletin* 69, N° 9 (septiembre 1983), p. 40.
- Valdés, Salvador. Ensayos I y II de Tesis de Doctorado en Economía: "Bank Regulation and Deposit Insurance in General Equilibrium" y "Bank Overlending and the Debt Crisis", Massachusetts Institute of Technology, 1986. □