



1

Crédito, fragilidad financiera y crisis (Crisis I)

Mario Damill y Roberto Frenkel

El tema de esta nota es el desorden financiero que suele calificarse como “crisis”. La Argentina sufrió una crisis financiera recientemente, a la salida del régimen de convertibilidad, pero en el último cuarto del siglo XX hubo en el país otros episodios de esa naturaleza, como el experimentado en 1995, que fuera desencadenado por el efecto Tequila, o el de 1980, cuyo detonante fue la quiebra del mayor banco privado nacional de aquel entonces. Sin embargo, no ponemos aquí el foco en un acontecimiento histórico en particular, ni tampoco en las causas de las crisis financieras, que pueden ser muy diversas, como lo son también las características específicas de cada episodio. En cambio, indagamos en las principales razones por las que los sistemas financieros involucran siempre algún grado de fragilidad o vulnerabilidad, la que a su vez hace necesarias ciertas intervenciones públicas, mediante regulaciones, supervisión y controles orientados a disminuir esa fragilidad, por una parte, y a través de acciones dirigidas a resolver las crisis cuando éstas se desarrollan, por otra.

Desde la invención del dinero, la posibilidad de prestar fondos y de tomarlos en préstamo contribuyó enormemente a la expansión de las actividades económicas. Los mecanismos de crédito permiten, por ejemplo, reunir recursos dispersos para dirigirlos a las aplicaciones más eficaces. El tomador de fondos tiene así la oportunidad de ejecutar un gasto que de otro modo no estaría a su alcance, realizando un proyecto de inversión rentable, por ejemplo, al tiempo que asume, como contrapartida, un compromiso de pago futuro de los recursos obtenidos en préstamo, más un interés. Cuando estos canales funcionan bien, hacen posible una mayor producción y la generación de mayores ingresos.

Las transacciones financieras fueron adquiriendo volumen en todo el orbe y ganaron progresivamente en complejidad, en especial desde comienzos del último tercio del siglo XIX. El proceso de expansión financiera internacional se acentuó desde comienzos de los años setenta del siglo XX, cuando se inicia lo que se conoce como “segunda globalización financiera”. La mayor complejidad del mundo de las finanzas se manifiesta especialmente en el desarrollo de una multiplicidad de formas de prestar fondos y de tomar prestado, y también en el surgimiento de diversas maneras e instituciones de intermediación entre prestamistas y tomadores de fondos. Toma cuerpo también en una creciente movilidad de fondos entre las distintas economías del mundo. En las economías modernas, una densa trama de contratos y compromisos financieros vincula a empresas e individuos, y hay



distintas instituciones especializadas en intermediar: toman prestado a través de ciertos mecanismos, y prestan esos recursos en condiciones diferentes (por ejemplo, consiguen fondos a corto plazo, y prestan a plazos más largos, obteniendo una ganancia por esa actividad, que es característica de las instituciones bancarias).

Es innegable que el desarrollo de los mercados de crédito fue una innovación social de enorme importancia, que potenció el crecimiento de la producción de bienes y servicios. Pero el desarrollo de los sistemas financieros lleva también implícito un elemento de fragilidad, que consideramos a continuación.

Planes individuales, contratos y situaciones de incumplimiento

Muchas decisiones económicas de cualquier agente individual, ya sea una persona o una firma, se toman mirando hacia el futuro. Esto significa que, al decidir, se necesita anticipar con la mayor precisión posible lo que vendrá. Quien lo hace debe apoyarse en la información de que dispone, pero es inevitable que en esa operación intervengan también conjeturas, expectativas y creencias. Cuando una firma decide un plan de inversión, por ejemplo, enfrenta la necesidad de prever, entre otras cosas, la evolución de la demanda en los mercados en los que planea vender su producción, las conductas que seguirán sus competidores, las acciones del gobierno, el posible comportamiento de sus costos, entre otros múltiples aspectos. Las transacciones que se concretan hoy reposan, en gran medida, en expectativas y creencias acerca de qué podría suceder en el futuro. Bajo tales expectativas y creencias se elaboran planes de acción y se celebran contratos, que tendrán que ser también servidos en el futuro.

Es un hecho común en la vida económica que los planes de un agente individual resulten erróneos y, en consecuencia, acaben por no cumplirse. Por ejemplo, una firma realiza una inversión planeando vender cantidades de producto que luego no consigue colocar. Estos fracasos pueden deberse a que los planes estaban incorrectamente formulados. Sin embargo, si se admite que normalmente los planes económicos individuales son razonablemente elaborados a partir de la información disponible, cabe concluir que la causa más habitual de estos errores es el hecho natural de que todo el tiempo suceden acontecimientos que no podían preverse, sea por la presencia del azar, sea por la eventual imposibilidad de acceder a toda la información relevante. No hay sofisticación técnica o capacidad de cálculo alguna capaz de sobreponerse al hecho de que hay elementos de incertidumbre acerca del futuro que son inevitables e irreductibles.



Un eventual error de previsión puede tener consecuencias de magnitud difícil de absorber para un individuo, o para una firma. Es posible que, frente a una contingencia semejante, este agente individual no sólo vea frustrados sus planes sino que quizás encuentre difícil o imposible cumplir con algunos compromisos asumidos con anterioridad, incluyendo contratos realizados bajo expectativas que acabaron no verificándose. La empresa del ejemplo del párrafo anterior, cuyas ventas resultan inferiores a lo previsto, tal vez no cuente, a causa de ello, con ingresos suficientes para afrontar algunos de sus compromisos de pago.

Considérese el caso de una empresa con un conjunto de contratos que se le hace imposible cumplir debido a un cambio desfavorable e imprevisto de las circunstancias. Es posible que exista un conjunto de contratos, distinto de los vigentes, que resultaría eventualmente conveniente para las distintas partes involucradas a la luz de los nuevos acontecimientos y bajo el cual esa firma sería viable y rentable.

Sin embargo, aunque ese conjunto alternativo de contratos pueda concebirse, persistiría la dificultad de pasar de los contratos vigentes, inviables bajo las nuevas circunstancias y, por lo tanto, inadecuados, a los otros, adecuados y viables. Esta transformación de contratos exigiría algún tipo de renegociación entre las partes. Sin embargo, ésta puede ser difícil si, por ejemplo, predomina entre los acreedores de la firma el deseo, legítimo aunque imposible de satisfacer para todos ellos simultáneamente, de que los términos de los contratos preexistentes sean plenamente respetados. Algunos acreedores podrían no aceptar pérdida alguna, procurando situarse "en el primer lugar en la fila", pugnando por quedarse con el valor que pueda obtenerse de los activos de la firma y recuperando así el máximo posible de su contrato original. Si tuvieran éxito, perjudicarían a otros acreedores doblemente, puesto que algunos de éstos no tendrían el mismo éxito y porque por este camino la firma seguramente sucumbiría, dejando de producir la rentabilidad futura y la capacidad de pago que otra solución podría hacer factible, y afectando así también a otras personas vinculadas a la operación de la empresa en cuestión, en especial a los trabajadores que se desempeñan en ella.

Es por estas razones que en las legislaciones nacionales se han instituido procedimientos legales (las leyes de quiebras y concursos) que protegen a las firmas viables en circunstancias como la del ejemplo. Estos procedimientos crean condiciones propicias para una renegociación que, sin estas regulaciones, tendría pocas probabilidades de encarrilarse. Estas disposiciones legales apuntan a producir resultados que limiten y distribuyan equitativamente las pérdidas con relación a los contratos preexistentes (entre la firma y sus acreedores y entre los propios



acreedores), y que permitan la continuidad de emprendimientos que pueden ser viables en las condiciones adecuadas.

Los planes individuales y el sistema económico en su conjunto

Cuando se va más allá de los agentes aislados para enfocar el conjunto del sistema económico, aparece inmediatamente otra posible razón para que algunos planes individuales resulten de difícil cumplimiento en ciertas circunstancias: esos planes pueden ser incompatibles con los formulados y llevados adelante por otros agentes económicos que operan en los mismos mercados. Si los planes de unos y de otros son incompatibles o incongruentes entre sí, no pueden llevarse a la práctica, todos ellos, simultáneamente. Por ejemplo, si en el mercado de un bien los planes de venta de los oferentes, sumados, superan largamente a la suma de los planes de demanda de quienes utilizan ese bien, no todos podrán realizar sus planes (en ese ejemplo, no todos los oferentes podrán vender lo que desean, a los precios vigentes).

Cuando en un mercado se produce una inconsistencia de ese tipo entre los planes individuales (es decir, un exceso de oferta o de demanda), el sistema de precios juega el papel crucial para corregir esa situación. En una economía descentralizada, uno de los papeles más importantes del sistema de precios es, precisamente, el de coordinar las actividades económicas, resolviendo estas situaciones de incongruencia. Sin embargo, hay circunstancias en las cuales el sistema de precios es incapaz de corregir la inconsistencia de los planes individuales entre sí. La macroeconomía, como disciplina, nace precisamente de la preocupación por la existencia, en algunas ocasiones, de "fallas de coordinación" en las economías de mercado. Una falla de coordinación es una situación de inconsistencia de planes que no se corrige automáticamente por la vía de los mecanismos de ajuste de precios. Como ya señalamos, si no se corrige esa incongruencia, muchos agentes verán frustrados sus planes. Eso puede significar que se acumulan productos sin vender en alguna parte del sistema, o que quedan recursos desempleados, por ejemplo.

Contratos y crisis sistémica

¿Cómo puede configurarse una situación de inconsistencia masiva de planes? Considerémoslo a través de un ejemplo. Frente a grandes cambios en el contexto externo de una economía podría resultar que los planes de los prestamistas externos de fondos y aquéllos de los demandantes internos de fondos resulten incompatibles. Si esos cambios externos son desfavorables, los prestamistas



internacionales se retraerán, y es posible que la demanda de fondos dirigida al resto del mundo no encuentre la contrapartida adecuada. En otros términos, se configurará un exceso de demanda de fondos dirigida al resto del mundo. Se comprende que esto seguramente impulsará a las tasas de interés de los préstamos al alza. La tasa de interés de los fondos externos es justamente el precio que debería corregir el problema, haciendo eventualmente desaparecer el exceso de demanda de fondos. A tasas más altas, se espera que la demanda de préstamos resulte menor y que la oferta sea mayor; ambos movimientos esperados contribuirían a corregir el desbalance que se ha señalado. Pero la suba de las tasas de interés puede enfriar la actividad productiva e incluso producir una recesión, dado que desalentará la demanda de bienes de inversión, por ejemplo, y quizás también la de bienes de consumo durable. Además, si por una parte el aumento del costo de los préstamos induce recesión, por otra, eleva el servicio financiero de las deudas preexistentes contraídas a tasas variables o reajustables. Ambos factores operando en conjunto llevarán muy probablemente a un empeoramiento de la situación de muchos deudores. Algunos de éstos enfrentarán posiblemente dificultades para cumplir con sus compromisos de pago de manera normal, ya que sus ingresos caen al tiempo que sus obligaciones financieras se incrementan. En consecuencia, los acreedores (internos y externos) verán también que algunos de sus préstamos son de menor cobrabilidad en las nuevas circunstancias: la calidad de las carteras de préstamos desmejora. En otros términos, aumenta la fragilidad financiera de la economía. Es posible distinguir aquí dos aspectos diferentes: la fragilidad externa y la interna. La fragilidad financiera externa hace referencia al riesgo de que los agentes locales, es decir, los residentes en una economía, pudieran incumplir sus compromisos de pago con el exterior. La fragilidad financiera interna hace referencia sobre todo al riesgo de desorganización del sistema financiero y de pagos interno. Una mayor fragilidad financiera interna significa menor capacidad de resistencia del sistema financiero local ante cualquier cambio desfavorable. Ambas están por cierto muy vinculadas, porque el desorden financiero interno podría dificultar seriamente los pagos de los deudores a sus acreedores del exterior.

Volvamos ahora a nuestro ejemplo. Es posible que al subir las tasas de interés, los prestamistas externos, que según el razonamiento económico corriente deberían responder positivamente a este cambio, no sólo no lo hagan sino que quizás se retraigan todavía más, al percibir que, recesión mediante, los riesgos de enfrentar casos de incobrabilidad de los préstamos son mayores. Lo que estamos describiendo es un mecanismo que tiende a amplificar y eventualmente también a propagar el problema inicial. En principio puede amplificarlo porque la oferta de fondos tendería a reducirse más aún, en lugar de incrementarse con la suba de las



tasas de interés, y lo propaga porque si bien el desajuste nace en los mercados financieros, se traslada luego a los mercados de bienes (dado que las mayores tasas de interés generan caída de ventas y recesión), y posteriormente al mercado laboral, en la medida en que la recesión afecta la generación de puestos de trabajo. El deterioro de los mercados de bienes y de trabajo puede retroalimentar el proceso negativo, al deteriorar las expectativas de los agentes económicos en relación con el futuro inmediato y mediano de la economía y de sus propios ingresos. Si estos mecanismos de amplificación tienen cierta potencia (lo que dependerá de un conjunto amplio de condiciones, incluyendo, por ejemplo, la dotación de activos líquidos de que dispongan los deudores para hacer frente a sus compromisos independientemente de sus ingresos corrientes, etc.), pueden llevar a un incumplimiento de contratos muy extendido, eventualmente generalizado. Además, si en un sistema financieramente frágil (esto es, aquél donde un número significativo de agentes está cercano a situaciones de incumplimiento), se verifican efectivamente situaciones de incumplimiento, éstas tenderán más o menos rápidamente a propagarse.

El cambio desfavorable en las condiciones externas que hemos imaginado más arriba es sólo uno de muchos ejemplos posibles de perturbaciones o cambios de contexto capaces de desencadenar procesos financieros críticos. El punto central aquí es que, dado que los contratos y compromisos de pago se hilvanan en una red muy interdependiente, la aparición de problemas en alguna parte de esa red puede propagarse a través de la trama, amplificándose. La historia financiera ha mostrado innumerables veces que problemas de origen localizado pueden acabar generando un gran desorden. Si algunos compromisos de pago no se cumplen, porque algún o algunos deudores enfrentan dificultades, quien aguardaba ese pago para hacer frente a su vez a sus propias obligaciones tal vez no sea capaz de afrontarlas, y así sucesivamente. De este modo, cambios significativos de contexto que produzcan inconsistencias entre los planes individuales podrían dar lugar a la inviabilidad de la estructura de contratos construida por la sociedad con anterioridad a esos cambios. La existencia de mecanismos de propagación acentuará la inadecuación de esos contratos contribuyendo a agravar la situación.

Pero la mayor amenaza no es esa propagación "mecánica": muchos otros individuos o firmas, al percibir el peligro de ese derrame de incumplimientos en dominó, querrán posiblemente recuperar lo antes posible los recursos que dieron en préstamo para ponerse a salvo. En otras palabras, habrá una acentuada preferencia por tener el dinero en mano (liquidez), en lugar de mantenerlo prestado en la forma que sea (un depósito en un banco es, por ejemplo, una forma



de préstamo: el depositante le presta esos recursos al banco; en la ocasión que examinamos, querrá recuperar su depósito, cambiándolo por efectivo).

El problema es que esa salida no está abierta para todos. ¡Corrientemente, el monto de contratos financieros en cualquier economía supera largamente la cantidad de dinero en efectivo que circula en ella! (Una variante importante de esa afirmación es la siguiente: en el caso de una economía con muchos contratos pactados en moneda extranjera, como en la Argentina de los años noventa, el valor de los contratos internos pactados en dólares superaba largamente a las reservas de divisas de todo el sistema financiero incluido el Banco Central. Retomaremos este tema en otras notas). En esas condiciones, es imposible que la trama financiera se “desarme” mediante el retiro de cada acreedor a una posición “segura” (a través de la recuperación del valor en efectivo de los fondos que había prestado). Cuando se pierde la confianza en la estabilidad de esa trama y muchos acreedores corren a recuperar sus fondos, se configura una corrida. Esta puede afectar a los bancos, si el público procura retirar masivamente sus depósitos. También puede alcanzar a otras formas de crédito, como los bonos. Los tenedores de bonos poseen deuda del emisor del bono. Estos papeles tienen vencimiento pero pueden venderse en cualquier momento en los mercados de valores. Como vencen en el futuro, si los tenedores, presa de la desconfianza, quieren deshacerse de ellos hoy mismo, deberán venderlos en el mercado. Si muchos quieren hacerlo simultáneamente, los precios seguramente se desplomarán y los tenedores sufrirán pérdidas. Estas pérdidas también son un factor de propagación de la fragilidad financiera. Baste pensar que algunos tenedores de bonos cuyo precio se desbarranca pueden ser arrojados a su vez a la quiebra. O quizás reduzcan sustancialmente sus gastos, con lo cual se acentuará la recesión, la que a su vez empeorará la situación financiera de otros agentes.

Cuando lo que se transforma en inadecuado e inviable no son sólo algunos contratos financieros individuales sino gran parte de la estructura contractual de una economía, estamos en presencia de una crisis financiera sistémica.

En una situación tal, el tratamiento individual de los distintos casos de incumplimiento (como el que resultaría de la aplicación de la legislación de quiebras) es inadecuado e ineficiente. Esto es así no sólo porque la complejidad del proceso daría lugar a una salida muy lenta y consecuentemente dolorosa de la situación de crisis, sino también, nuevamente, por un problema de coordinación. La trama de contratos vincula unos casos de incumplimiento con otros, de manera que la solución de uno de ellos no es independiente de la solución que tengan los restantes. En una situación de crisis, en consecuencia, es imprescindible e



inevitable la intervención del poder público para encauzar su resolución y para resolver el complejo problema de coordinación que supone redefinir la estructura contractual de la economía, procurando al mismo tiempo minimizar las pérdidas sociales generadas e interviniendo en la definición de la distribución social de dichas pérdidas. Puesto que las crisis son episodios históricos que difieren en múltiples características, también resultan diferentes las formas de intervención de los gobiernos mediante medidas de salvataje financiero, tema que abordaremos en otras notas.

En el año 2001, la economía argentina experimentó una crisis financiera sistémica. No se trató de un hecho histórico excepcional. Según se desprende de nuestra argumentación anterior, la posibilidad de emergencia de crisis financieras sistémicas es un atributo de las economías de mercado con un sistema financiero más o menos desarrollado, esto es, con una trama descentralizada de contratos monetarios que arriesgan hacerse masivamente incompatibles bajo ciertas circunstancias.

Crisis financieras sistémicas nacionales en los países hoy desarrollados fueron frecuentes en el siglo XIX y en el primer tercio del siglo XX. La globalización financiera, esto es, el establecimiento de contratos a través de las fronteras, que tuvo lugar en el último cuarto del siglo XIX y las primeras tres décadas del siglo XX generó la posibilidad de transmisión internacional de crisis financieras sistémicas. La última gran crisis financiera sistémica que sufrieron las economías hoy desarrolladas fue la crisis de 1929-30, que las abarcó en conjunto.

En el período de globalización financiera reciente, que tuvo lugar en el último tercio del siglo XX, las crisis financieras sistémicas han sido frecuentes en las economías en desarrollo participantes en la globalización financiera – las llamadas economías de “mercado emergente”. Mencionemos por ejemplo, sin pretender ser exhaustivos, las crisis de Chile (1981-83), Argentina (1980-82), México (1994-95), de cinco economías del este de Asia (1997-98), Rusia (1998) y Turquía (2001).

Cabe mencionar que en los casos mencionados, así como en el caso de Argentina en 2001 y la crisis mundial de 1930 citada arriba, la emergencia de la crisis sistémica estuvo asociada con una crisis cambiaria, tema que abordamos en otras notas.

Para concluir, cabe una breve referencia al papel que puede jugar el banco central en las crisis y al problema llamado del “riesgo moral”. Más arriba consideramos una situación en la que los acreedores, es decir, los tenedores de papeles de deuda



emitidos por otros agentes, quieren pasar a “posiciones seguras”, es decir, desean cambiar sus papeles de crédito por dinero contante y sonante, es decir, por liquidez. En esos casos el banco central puede atenuar el problema recurriendo a su potestad de emitir dinero. Lo que normalmente esa institución haría es prestar recursos a los bancos, para que éstos puedan a su vez afrontar los retiros de depósitos por parte del público. Si éste se convence de que la intervención del banco central como proveedor de liquidez será suficientemente poderosa, la corrida podría detenerse. Este es el sentido de las intervenciones de la autoridad monetaria (es decir, del banco central) en el papel de “prestamista de última instancia”.

Como el banco central puede emitir dinero, en principio su capacidad de intervenir cumpliendo esta función es muy grande. En ocasiones, sin embargo, esta intervención puede estar muy limitada. Por ejemplo, bajo la convertibilidad en la Argentina, durante la corrida de 2001, lo que el público retiraba de los bancos eran dólares, más que pesos. Esa era una demanda de “liquidez en dólares”, en la que la intervención del Banco Central estaba limitada por el monto de sus tenencias de divisas, es decir, por sus reservas internacionales, ya que la autoridad monetaria local no podía y no puede naturalmente emitir dólares.

La intervención del banco central como prestamista de última instancia es un recurso fundamental para contener el desarrollo de una crisis financiera y limitar la acción de los mecanismos de propagación que hemos mencionado más arriba. Hay otros mecanismos, como las garantías de depósitos, que persiguen también el propósito de desactivar la propagación de los estados de desconfianza. Estos recursos institucionales, sin embargo, presentan también un lado débil. En tanto operan como un seguro sin costo para los particulares (o eventualmente de bajo costo, en el caso de las garantías de depósitos), pueden favorecer conductas imprudentes por parte de deudores y acreedores, dado que las percepciones de riesgo no serán las mismas que en ausencia de esos dispositivos de seguro. Esa es una manifestación del problema llamado del “riesgo moral”. Si hay garantía de depósitos, los depositantes tienen menos incentivo a velar por la solvencia del banco en el que colocan sus fondos. Si los deudores creen que serán rescatados en un eventual fracaso, tal vez se aventuren a encarar proyectos que no emprenderían si todo el riesgo de fracaso recayese sobre sus espaldas. Del mismo modo, ante la perspectiva de una crisis, el anticipo de la aplicación de procedimientos de rescate de deudores como los que suelen instrumentarse en esas ocasiones puede dar lugar a un incumplimiento “oportunista” por parte de deudores que podrían estar en condiciones de hacer frente a sus obligaciones, pero que preferirán incumplir si encuentran que el beneficio de hacerlo es mayor que el costo que eventualmente puedan sufrir, a través por ejemplo de un deterioro de su reputación.



Estos comentarios muestran que la intervención pública en pos de la estabilidad financiera presenta “efectos secundarios” en sentido contrario que es necesario también atender. La presencia del riesgo moral no lleva, sin embargo, a concluir que las intervenciones públicas en pro de la estabilidad financiera son contraproducentes, sino a prestar especial atención a las formas de intervención, a la calidad de su diseño y del monitoreo de la salud del sistema financiero por parte de las autoridades encargadas de su supervisión.