

Oe La desaceleración del crédito doméstico

Por Carlos García T.*

* Ph.D. en Economía, University of California at Los Angeles, Estados Unidos. Profesor Facultad de Economía y Negocios

La encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de junio 2012 muestra que, -por el lado de la oferta de crédito, es decir, el crédito que los bancos privados ofrecen a las empresas-, algunos bancos se han vuelto moderadamente más restrictivos en relación a los resultados registrados en marzo de 2012. Posiblemente, una de las razones de esta restricción sea las malas expectativas para la economía chilena que considera, además, elementos tan determinantes como la crisis europea, la lenta recuperación de los Estados Unidos y la pérdida de dinamismo de China.

La restricción del crédito bancario puede tener efectos económicos por sí mismo -afirmación que parece obvia en estos días de turbulencia financiera, pero que antes de la crisis internacional del 2008 no era tan así-. Por el contrario, la creencia dominante entre muchos economistas era que el sistema financiero actuaba como un simple comunicador de la política monetaria de los bancos centrales. La creencia se sostenía en que el sistema financiero era un mercado que funcionaba óptimamente canalizando el ahorro de las familias y empresas hacia las necesidades de inversión de la economía. Así, los bancos centrales ajustaban la liquidez del sistema financiero para influir sobre la inflación. En caso de que esta variable estuviera fuera del rango meta, los bancos centrales subían su tasa de interés interbancaria para reducir la liquidez y así afectar las tasas de interés del mercado afectando las decisiones de consumo e inversión, es decir, del gasto de la economía.

Sin embargo, la realidad es más compleja. En efecto, los bancos tienen alma propia y ya no son simples comunicadores de las decisiones de los bancos centrales a los agentes económicos. Hoy analizan la economía y tienen expectativas propias sobre el futuro desempeño de esta. Así, pueden controlar la liquidez del sistema financiero en forma independiente del banco central y afectar directamente la actividad económica, especialmente si la competencia está regulada entre ellos. De hecho, un exceso de pesimismo hace que la oferta de crédito se contraiga fuertemente y con ello se desplome el gasto en consumo, sobre todo de bienes durables y de inversión privada. Esto ocurre incluso si el banco cen-

tral trata de revertir el resultado con una expansión de la liquidez. La razón es simple los bancos privados no están dispuestos a traspasar estos nuevos aumentos de liquidez si no se les aseguran tasas más altas.

RAZONES PARA LA CONTRACCIÓN DEL CRÉDITO

Para entender la contracción de la oferta de crédito es vital saber qué está sucediendo en Chile, si consideramos los últimos datos sobre inflación, crecimiento y desempleo, la economía chilena sigue creciendo. Sin embargo, aparecen algunas evidencias de un posible enfriamiento. Una de ellas es que la demanda de bienes y servicios no está causando más inflación, por tanto es probable que el Banco Central de Chile deba mantener la tasa de interés de política monetaria. También es posible que los efectos de este escenario produzcan un dólar al alza. Si las tasas de interés en torno a las observadas en el primer semestre y, con menores expectativas de crecimiento no logran atraer capitales externos, se elevará el precio del dólar. El evento clave para que esto ocurra es que se materialice el enfriamiento de la economía chilena.

Sin duda, el escenario para la economía chilena ha cambiado dramáticamente. El pobre desempeño de la economía mundial, y fundamentalmente, un crecimiento de China menos dinámico, se materializó y pasó a ser el escenario central de las proyecciones del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda. En efecto, el menor crecimiento chino -por la crisis en Europa y la menor actividad económica en Estados Unidos-, significará que Chile deberá moderar su crecimiento y los resultados positivos de los primeros trimestres del 2012 terminarán.

Los resultados del IMACEC deberán ser cada vez peores, aumentará gradualmente la tasa de desempleo y el IPC registrará cifras bajas. Sin duda, considerando este análisis, el crecimiento de 5,5 del PIB del último trimestre (que ha llevado a comparar a Chile en su desempeño económico con países desarrollados) es transitorio y la comparación es, a lo más, ingenua.

Las noticias siguen siendo malas desde la economía mundial. Estas se concentran en Europa, sin embargo, la dinámica de la economía chilena ha estado marcada más

por lo que ocurre en China y también en los Estados Unidos. En efecto, con el correr de los años, y más que otras potencias económicas emergentes como India, Brasil y Rusia, China ha resultado ser no solo un motor de repuesto en caso que fallen otros bloques económicos, sino también un impulsor propio de la economía mundial. Dadas las dimensiones de la economía china, una desaceleración es un indicador claro de que la economía mundial se va a resentir.

Las noticias que vienen de China son muy preocupantes. Por ejemplo, declaraciones recientes del vicegobernador del Banco de Japón, Kiyohiko Nishimura, sobre los altos precios de bienes raíces, además de un perfil de envejecimiento demográfico en China, señalan que se podría desencadenar una crisis financiera. Si este escenario pesimista se materializa, la economía mundial entrará en un declive peor al observado al 2008, con caídas dramáticas en las bolsas y en los precios de los *commodities*. Si China se deprime, el resto de las economías sufrirán el impacto: Estados Unidos, Japón y Europa se hundirán en la recesión. Dada la dependencia de la economía chilena a la economía internacional, nosotros seguiremos la misma trayectoria. Esperemos que este no sea el panorama más probable y que las autoridades chinas realicen la regulación necesaria al sistema financiero para evitar una crisis de estas magnitudes.

De esta forma, la economía chilena está viviendo sus últimos momentos de fuerte crecimiento. La crisis internacional se está traspasando no sólo por una menor demanda externa de nuestros productos, sino por una menor confianza de nuestro propio sistema financiero en la economía chilena. Como resultado, ésta deberá seguir una senda de crecimientos bastante más moderada en los siguientes trimestres: este año debiera crecer en torno al 4,5%. Por estas razones, las presiones sobre los precios deberán reducirse, incluidas las que vienen de materias primas. Las alzas de alimentos, combustibles y otros productos también tendrán que suavizarse. Desde la perspectiva de la política económica, el Banco Central de Chile seguirá atento a los desarrollos externos, y es muy probable que no suba las tasas de interés.

LA PARADOJA

La misma encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de junio 2012 muestra por el lado de la demanda que los agentes están pidiendo más crédito. Es como si ellos no consideraran los riesgos que está enfrentando la economía chilena y vivieran una suerte de sobreoptimismo sobre el destino de esta.

Estudios recientes de la economía chilena señalan que los periodos de expansión económica gatillan en el mediano plazo aumentos de la cartera vencida, y luego reducciones del crédito. Este fenómeno ha sido interpretado como un exceso de toma de riesgo de crédito del sector privado. De manera similar, los periodos de contracción económica, caracterizados especialmente por tasas de interés altas, son seguidos por caídas de mediano plazo de la cartera vencida y, luego, por expansiones del crédito. Es decir, al contrario de una expansión, los agentes económicos se vuelven más pesimistas y toman menos riesgo.

Es interesante reconocer que existe una amplia literatura que ha investigado las posibilidades de sobreoptimismo en los agentes económicos. Por ejemplo, algunos estudios concluyen que un optimismo moderado puede explicar el comportamiento de decisiones financieras. Además, se ha demostrado que en decisiones financieras, los hombres son más confiados que las mujeres. También, que el exceso de sobreoptimismo de los CEO puede explicar la distorsión de sobreinversión en tiempos de expansión económica. Otros estudios indican que la sobreconfianza de los agentes puede producir grandes diferencias sobre los verdaderos precios de los activos financieros. Por ejemplo, argumentan que estos comportamientos están en la raíz misma del comportamiento humano: así la mayoría de las personas se clasifica a sí misma como mejor que el promedio.

En resumen, se podría estar gestando la tormenta perfecta en el escenario económico chileno: una economía internacional deteriorándose cada vez más, un sistema financiero que empieza a desconfiar de la economía y familias y empresas que se sobreendeudan. Todos estos elementos pueden provocar que, en la medida que se cristalice el peor de los escenarios, el aterrizaje de la economía sea forzoso y no suave para el 2013. ■



Luz Amarilla en los gobiernos corporativos

Por Eduardo Saavedra P.*

* Doctor (Ph.D.) en Economía de Cornell University. Académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad Alberto Hurtado.

Un aumento de capital de una sociedad anónima abierta (Enersis) por la vía de incluir activos a un valor de mercado estimado por el propio controlador de la compañía, con el severo riesgo de que esos activos estén sobrevalorados y como consecuencia signifiquen una caída en el valor de las acciones en general-, genera un claro beneficio a quien aumenta capital con este mecanismo (Endesa-España) a costa de los demás accionistas que deben enfrentar una pérdida en exactamente el valor del sobreprecio de los activos (inversionistas institucionales como AFP e inversionistas minoritarios).

El riesgo de este tipo de comportamiento es la otra cara de la moneda de los beneficios que tiene la concentración de la propiedad (mejor control sobre las decisiones de su plana gerencial). Este se manifiesta en que el control concentrado crea espacios para la obtención de rentas oportunistas de los grandes accionistas a costa de herir los intereses de inversionistas pequeños y de los institucionales, tal como lo ejemplifica el intento de aumento de capital de Endesa-España en Enersis vía activos de dudoso valor real y esperando con ello un aumento proporcional de los demás accionistas en activos más líquidos.

El riesgo de expropiación de rentas desde los accionistas mejor informados en contra de sus socios no solo significa un traspaso de rentas desde pequeños inversionistas (y desde los trabajadores del país hacia la transnacional controladora de Enersis), sino que además, daña la confianza en el funcionamiento del mercado de capitales y genera incentivos perversos en el emprendimiento y a la hora de invertir en el país. Es por este segundo motivo que la regulación de los gobiernos corporativos se hace relevante y pertinente en una economía moderna; no solo por el adecuado manejo de los problemas de incentivos entre un empresario o administrador y los financistas externos de la empresa, sino primordialmente por el control y adecuado cuidado de la fe pública en el proceso de financiamiento de las inversiones con inversionistas que comparten los mismos riesgos que los controladores de esas empresas.

La pregunta es si estas situaciones son "pan de cada día" o más bien corresponde a una situación puntual adecuadamente controlada por la regulación vigente y el rol asignado a los directores de las sociedades anónimas. Pareciera que, esta vez, son un hecho puntual, pero no controlado por el gobierno corporativo de esa sociedad sino que bloqueado por la decisión del regulador (Superintendencia de Valores y Seguros) de apuntar que se trataba de una transferencia entre partes relacionadas que requeriría de procedimientos más estrictos para su aprobación definitiva. Es más, la SVS recientemente ha planteado la necesidad de normar con más celo el funcionamiento de los gobiernos corporativos de estas sociedades, precisamente haciéndose eco de los reclamos ante la molestia pública por el *affair* Enersis. Llama la atención que la SVS plantee normas que van mucho más allá de su rol de garante de la fe pública implicada en el proceso de oferta de acciones, pues ha planteado incluso normar la autoevaluación de los directores

de estas compañías.

En mi parecer, cambios a la normativa vigente deberían apuntar en tres direcciones. Primero, endurecer las penas en casos de claro perjuicio a los demás inversionistas, amparado por los controladores y eventualmente la plana ejecutiva de las empresas en contra de sus socios minoritarios y también de otros inversionistas de las sociedades anónimas, como, por ejemplo acreedores de deuda. Segundo, endurecer las penas y aumentar los recursos para el mejor control sobre los casos de uso de información privilegiada, en que además de los accionistas controladores incurren directores no controladores pero con intereses en el negocio de corretaje accionario. Tercero, normar de forma preclara el proceder de las transferencias entre partes relacionadas imponiendo umbrales críticos respecto del tamaño de estas transferencias para así dar certeza jurídica a todos los inversionistas en el mercado de capitales.

Por ello, apuntar a normar procedimientos estandarizados como el de la autoevaluación de los directores significaría moverse hacia una cogestión de los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas, tarea que parece condenada al fracaso por la falta de consenso hacia ese modelo y por la imposibilidad práctica de que procedimientos estandarizados puedan ser adecuadamente controlados (ex post) por la propia autoridad. Es más, cuando este tipo de normas dejan espacio al comportamiento oportunista, imponen todo el costo a los directores e inversionistas honestos que ven cómo la acción regulatoria significa un mayor peso en términos de tiempo dedicados a cumplir la norma, mientras otros podrían saltarla sin riesgo de ser detectados. Peor aún, una norma así traspasaría la responsabilidad del adecuado funcionamiento de los gobiernos corporativos de las empresas desde los directorios al regulador, consecuencia ciertamente indeseada por quie-

nes han propuesto la norma.

¿Qué podemos esperar, entonces, del funcionamiento de los gobiernos corporativos de nuestras sociedades anónimas? Es claro que los directores minoritarios -sean representantes de inversionistas institucionales o privados no controladores- tienen poco margen de acción para bloquear estrategias como la planteada por Endesa-España con Enersis. No obstante, ello no les exime de la responsabilidad de su decisión, pues podrían oponerse a esas estrategias cuando haya indicios claros que se podría estar actuando en contra de los intereses que ellos representan. Así, por ejemplo, los inversionistas institucionales deberían exigir peritajes independientes y contrastarlos con los del accionista mayoritario, independientemente de los procedimientos que exija el regulador respecto de las transferencias con empresas relacionadas.

El caso Enersis deja en claro que no es suficiente el rol de los directores que representan a inversionistas institucionales, pues estos siguen teniendo menos información que los controladores respecto al valor de los activos. Precisamente por esta asimetría de información que puede facilitar prácticas lesivas a los intereses de los accionistas minoritarios es que el regulador debería establecer como obligatorio el peritaje independiente en la valoración de activos para los aumentos de capital en sociedades anónimas abiertas.

Esto es muy importante tratándose de controladores extranjeros cuyas matrices podrían usar estas estrategias para hacer frente a crisis económicas en sus propios países. ■

Observatorio Económico >

Decano: Jorge Rodríguez Grossi.
Fono Facultad: 889 7366
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl
economaiynegocios.uahurtado.cl/observatorio
Producción OE: Comunicar, Escuela de Periodismo UAH.