



Los balances de las empresas y la política macroeconómica

La relación entre los balances de las empresas y la política macroeconómica de un país es objeto de creciente atención entre los responsables de la política económica de muchos países en desarrollo, sobre todo los países más afectados por la crisis asiática. ¿Cómo pueden las autoridades evaluar los problemas del sector empresarial y prevenir o aliviar las crisis?

Dale F. Gray y Mark R. Stone

Tradicionalmente, los bancos centrales y ministerios de Hacienda habían centrado su atención en los indicadores macroeconómicos y, en menor medida, en el sector financiero. Hoy, en muchos países, se plantean nuevos problemas macroeconómicos y estructurales causados por el excesivo endeudamiento de las empresas y la inestabilidad de los flujos de capital, y por la reestructuración de las empresas. ¿De qué instrumentos analíticos y operativos pueden servirse los responsables de la política económica para estimar la escala de los problemas del sector empresarial de sus respectivos países y adoptar en cada caso una política que permita evitar la crisis o resolver los problemas que ésta ocasione?

Los vínculos

Los vínculos entre el sector empresarial y la macroeconomía operan en ambos sentidos. En primer lugar, la evolución macroeconómica puede afectar el buen funcionamiento del sector empresarial, sobre todo si se trata de empresas con un alto grado de "apalancamiento" (esto es, con un gran volumen de deuda en relación con su capital) que además operan en un entorno que no favorece la buena gestión empresarial.

- Las variaciones de las tasas de interés mundiales y las primas por riesgo país pueden hacer variar notablemente el costo del endeudamiento de las empresas que soportan una pesada carga de la deuda externa.

- Una acelerada depreciación del tipo de cambio puede elevar el costo del servicio de la deuda de las empresas con una gran deuda externa, desestabilizar el sector empresarial e incluso amenazar la viabilidad de muchas empresas.

- Un alto nivel de deuda a corto plazo de las empresas denominada en moneda extranjera aumenta la vulnerabilidad de la macroeconomía ante la depreciación del tipo de cambio y las salidas de capital repentinas.

- Los efectos adversos sobre la demanda interna y el crédito bancario que puede tener una política monetaria restrictiva con altas tasas de interés, aplicada para contener la rápida depreciación del tipo de cambio, se ven intensificados por la cuantiosa deuda de las empresas y pueden, por ende, empeorar la situación financiera del sector empresarial.

En segundo lugar, el sector empresarial puede afectar la macroeconomía a través de los siguientes vínculos:

- La reestructuración de las empresas con un nivel de apalancamiento excesivo, que lu-

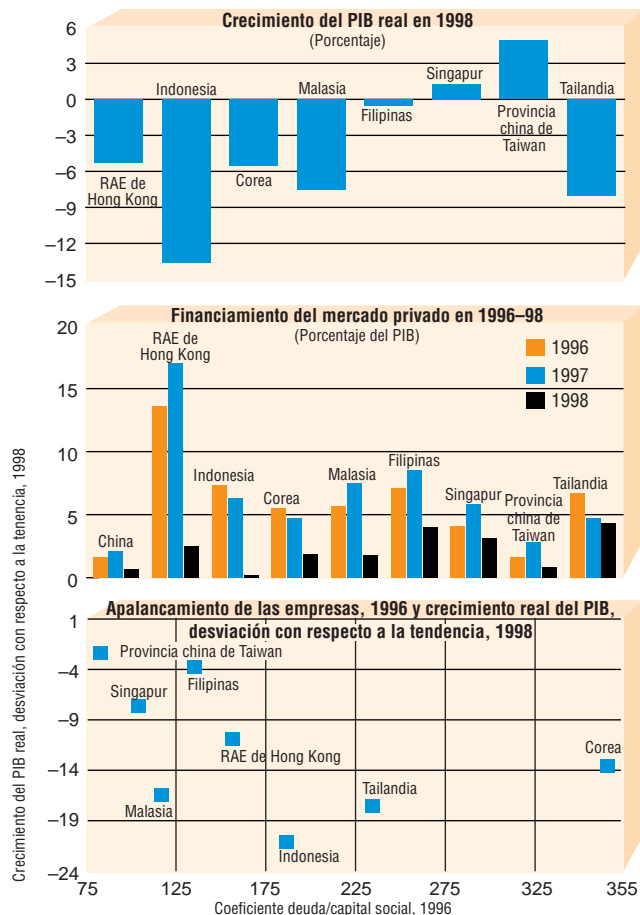
Asia oriental: Inversión y crecimiento del PIB real

(Porcentaje)

	1998
Corea	
Inversión, crecimiento real	-26,8
Crecimiento del PIB real	-5,5
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-9,3
Filipinas	
Inversión, crecimiento real	-17,1
Crecimiento del PIB real	-0,5
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-4,5
Hong Kong, RAE de	
Inversión, crecimiento real	-5,1
Crecimiento del PIB real	-5,2
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-13,6
Indonesia	
Inversión, crecimiento real	-46,6
Crecimiento del PIB real	-13,7
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-14,4
Malasia	
Inversión, crecimiento real	-40,5
Crecimiento del PIB real	-6,9
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-19,1
Singapur	
Inversión, crecimiento real	1,5
Crecimiento del PIB real	-4,7
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	3,6
Tailandia	
Inversión, crecimiento real	-37,0
Crecimiento del PIB real	-8,0
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	-13,2
Taiwan, provincia china de	
Inversión, crecimiento real	4,9
Crecimiento del PIB real	5,5
Inversión, contribución al crecimiento del PIB real	20,6

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, mayo de 1999 (Washington).

Gráfico 1 Asia oriental: Crecimiento real, entradas de capital y apalancamiento de las empresas



Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*; Stijn Claessens y otros, 1998, "East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade" (sin publicar, Banco Mundial).

chan por mantenerse financieramente a flote, puede amplificar la desaceleración económica al provocar la rápida enajenación de activos a precios "de liquidación" y una rápida contracción de la inversión. La aportación de la inversión al PIB real en los países asiáticos con un alto grado de apalancamiento, después de la crisis, ha sido negativa y de gran cuantía (véase el cuadro).

- Una reducción del crédito a las empresas provocada por una insuficiencia de capital bancario puede obligar a los gobiernos a desviar los recursos fiscales hacia la recapitalización de los bancos.
- Si el sector empresarial cae en la insolvencia, la disminución de la inversión y el largo período que exige la reestructuración de las empresas pueden obstaculizar notablemente el crecimiento económico.

Enfoque analítico

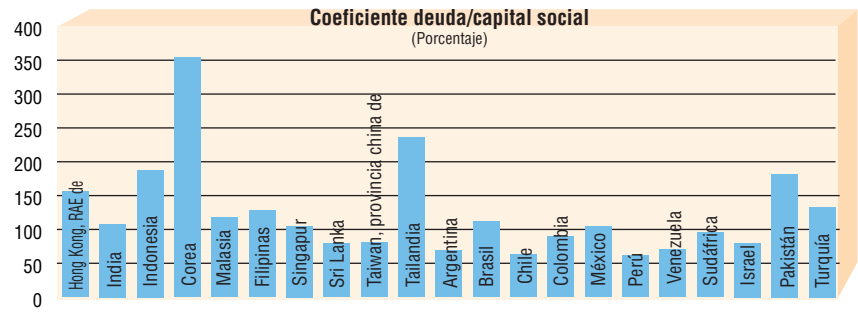
Antes de la crisis de Asia, el análisis de los vínculos entre los balances de las empresas y la macroeconomía recibía escasa atención. La única excepción era la privatización y los balances de las empresas estatales, dadas sus implicaciones para el ingreso fiscal y el crecimiento global, especialmente en los

países en transición (Gray, 1995). Además, se ha visto que en las empresas muy endeudadas se amplían las repercusiones económicas de las variaciones de las tasas de interés determinadas por la política monetaria (Bernanke y Gertler, 1995).

La reciente crisis de Asia ha planteado nuevos desafíos en materia de política económica, que a su vez han impulsado el desarrollo de nuevos enfoques analíticos. La mayoría de éstos se centran en la contracción económica que puede producirse cuando se interrumpe abruptamente una importante entrada de capital en un sector empresarial muy endeudado. En Asia oriental las contracciones del PIB real fueron de gran envergadura en 1998, al interrumpirse la entrada de importantes flujos de capital del mercado privado (véanse las dos secciones superiores del gráfico 1). Además, parece haber una relación inversa entre el apalancamiento de las empresas y el crecimiento económico, lo cual indicaría que la acusada tendencia a la baja del financiamiento externo se transmitió rápidamente a la economía interna (sección inferior del gráfico 1).

El hecho de que las empresas excesivamente apalancadas, que luchan por mantenerse financieramente a flote al disminuir la afluencia de capital, vendan sus activos e inviertan menos tal vez explique en parte las grandes diferencias de

Gráfico 2
Algunos países: Apalancamiento de las empresas, 1996



Fuente: Stijn Claessens y otros, 1998, "East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade" (sin publicar, Banco Mundial).

Gráfico 3
Influencia de los factores externos, los factores vinculados a las empresas y las medidas de política y de reforma en el valor del capital social de una empresa

Capital social de la empresa	Estimación del valor económico		Deuda total	
	Valor actual de las operaciones corrientes	+ Valor actual de las nuevas inversiones	(- Deuda interna)	(- Deuda externa)
Alza de las tasas de interés mundiales y de la prima por riesgo país	↓	↓		
Depreciación del tipo de cambio ¹				↓
Alza de las tasas de interés internas o contracción del crédito	↓	↓	↓	
Reestructuración de las empresas	↑	↑	↑	↑

Fuente: Gray (1999).

Nota: La flecha hacia arriba (↑) indica un incremento, y la flecha hacia abajo (↓) una reducción.

¹ La depreciación del tipo de cambio puede tener efectos indirectos sobre la estimación del valor económico.

tasa de crecimiento económico observadas en los países asiáticos tras la crisis (Kim y Stone, 1999). Dado que las empresas en dificultades pueden decidir deshacerse de activos vendiéndolos a bajo precio y reducir su inversión, los países con sectores empresariales muy apalancados tenderán a registrar una desaceleración económica más pronunciada. Otro nuevo enfoque se centra en el vínculo entre el ajuste de la cuenta corriente y los balances de las empresas. En efecto, una interrupción de las entradas de capital puede hacer necesaria una fluctuación ascendente de la balanza de cuenta corriente, lo cual exige a su vez una depreciación y la contracción del producto. Estos ajustes pueden causar un mayor deterioro de los balances de las empresas, lo que a su vez puede exacerbar aún más la desaceleración económica, creándose así un círculo vicioso. (Krugman, 1999).

Instrumentos operativos

Los responsables de la política económica necesitan instrumentos operativos prácticos, por un lado para responder ante los problemas originados por las empresas muy endeudadas, los flujos de capital inestables y la reestructuración de empresas, y por otro lado para ayudar a los inversionistas y a los mercados a comprender mejor los riesgos. Generalmente se utilizan tres tipos de instrumento para determinar los vínculos entre los balances de las empresas y la macroeconomía. Constituyen el primer tipo los indicadores financieros simples, tales como el coeficiente deuda/capital y el coeficiente deuda/activos, que dan una estimación aproximada de la vulnerabilidad de las empresas ante las perturbaciones macroeconómicas. Por ejemplo, antes de la reciente crisis, los coeficientes deuda/capital propio en los países asiáticos eran relativamente altos en relación con los niveles internacionales, de lo cual se puede deducir que las empresas de esos países eran, efectivamente, vulnerables frente a las perturbaciones macroeconómicas (gráficos 1 y 2).

Un segundo tipo de instrumento operativo en la evaluación de los efectos de los cambios de las variables financieras fundamentales en la rentabilidad es la simulación de beneficios de las empresas. Los beneficios corrientes de las empresas son simplemente los ingresos de operaciones menos los costos de operaciones y los costos del servicio de la deuda interna y externa. Las repercusiones que tienen sobre los beneficios corrientes las variaciones de las tasas de interés internas y externas o del tipo de cambio, así como la reducción del valor contable de la deuda, pueden medirse fácilmente utilizando la relación de beneficios. En los países asiáticos con un alto grado de apalancamiento, las simulaciones de beneficios efectuadas por el Banco Mundial indican que el aumento de las tasas de interés internas y la depreciación del tipo de cambio, desencadenados por la crisis, generaron pérdidas superiores al capital social en muchas em-

presas. Si bien es un instrumento práctico que se ha utilizado ampliamente, la simulación de beneficios tiene en cuenta el impacto de los cambios del entorno macroeconómico únicamente durante el período *corriente* y no en períodos *futuros*.

Un tercer tipo de instrumento analítico es la estimación del valor económico del sector empresarial. Éste es un enfoque similar al que utilizan los bancos de inversiones y los inversionistas para analizar el valor accionario de una empresa pero también puede ser aplicado al sector empresarial en su conjunto (Gray, 1999). Este enfoque vincula los balances de las empresas y la política macroeconómica teniendo en cuenta no sólo el período corriente sino también los períodos futuros. Se basa en el concepto de que el valor económico del sector empresarial es equivalente al valor actual de los beneficios ganados y de la inversión efectuada hoy y en el futuro, descontados a la tasa de descuento apropiada, ajustada en función del riesgo. Los factores de la tasa de descuento apropiada son las variaciones de las primas por riesgo país, las tasas de interés internas y las primas por riesgo vinculado al capital, todos ellos afectados por las condiciones macroeconómicas. La solidez del sector empresarial se mide por el nivel de capital social agregado, medido en flujos de caja, que no es sino el valor económico estimado menos el saldo pendiente de las deudas externa e interna.

Las repercusiones que tienen en el capital social del sector de las empresas la evolución y la política macroeconómica, así como las reformas y reestructuraciones de empresas, pueden apreciarse en el gráfico 3. Un aumento de las tasas de interés mundiales, la prima por riesgo país o las tasas de interés internas elevará el costo del capital para las empresas y, por lo

tanto, reducirá el valor del capital social. A la inversa, la reestructuración del sector empresarial eleva el valor del capital social reduciendo el costo del capital y elevando la tasa de rentabilidad y, en la mayoría de los casos, reduciendo el nivel de deuda. El valor del capital social puede verse reducido por una depreciación del tipo de cambio, que eleva el valor en moneda nacional de la deuda externa sin cobertura.

En una aplicación de este marco de estimación del valor económico, utilizando datos sobre Indonesia y Corea se observa que el impacto de una depreciación del tipo de cambio es mayor para Indonesia que para Corea pues la deuda externa del primer país es mayor. El aumento de la prima por riesgo país en un año incrementa el costo medio ponderado del capital y reduce el valor actual estimado del capital social. La disminución estimada del valor del capital social es ligeramente más pronunciada en Corea que en Indonesia, porque éste es mayor en el sector empresarial de Corea. El impacto de una reducción del valor contable de la deuda sobre el valor estimado del capital social es mayor en Corea porque su sector empresarial está más endeudado.

Estos tres instrumentos operativos pueden arrojar luz sobre la cuestión de la vulnerabilidad inicial del sector empresarial y la dinámica de una crisis. Tienen importancia en el actual debate sobre las causas de la crisis de Asia: ¿fue ésta el resultado de un contagio financiero que podía evitarse o fue la consecuencia inevitable de un excesivo apalancamiento? Según el primer punto de vista, las empresas asiáticas tenían una situación sólida en un principio, y la crisis de cada país fue básicamente una crisis de liquidez provocada por la mala administración de las instituciones financieras, junto con el pánico y la reacción en rebaño de los inversionistas. Según el segundo punto de vista, una parte significativa del sector empresarial tenía un alto grado de apalancamiento y se encontraba en mala situación financiera; los inversionistas se dieron cuenta de esta situación y se retiraron, causando con ello la crisis. Según otro punto de vista, antes de la crisis gran parte del sector empresarial, junto con muchas instituciones financieras, se encontraban en muy mala situación financiera, y había indicios de gran vulnerabilidad ante diversas perturbaciones, entre ellas la depreciación del tipo de cambio y el alza de las tasas de interés. Los responsables de la política económica pueden hacer uso de éstos y otros instrumentos para comprender mejor la dinámica de las crisis.

El análisis microeconómico de las empresas asiáticas ha indicado que muchas de ellas se encontraban en muy mala situación financiera antes de la crisis. Sin embargo, esta información no se integró en el análisis macroeconómico de manera que pudieran determinarse las posibles consecuencias macroeconómicas graves y los riesgos vinculados a dicha situación. La reciente experiencia de Asia demuestra que los instrumentos operativos son útiles para comprender mejor los vínculos entre



Dale F. Gray, ex funcionario de los Departamentos de Europa II y Finanzas Públicas del FMI, es economista principal en el Departamento de Desarrollo del Sector Privado del Banco Mundial.



Mark R. Stone, economista principal en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

los balances de las empresas y la evolución macroeconómica. Los indicadores financieros han revelado que los países asiáticos eran más vulnerables que otros ante las conmociones macroeconómicas. La simulación de beneficios ha demostrado las graves consecuencias que tuvieron sobre los balances las conmociones macroeconómicas provocadas por la crisis. La aplicación del modelo de estimación del valor económico muestra cómo las perturbaciones —reales o potenciales— pueden desestabilizar un sector empresarial vulnerable. El uso de estos instrumentos prácticos puede facilitar la supervisión de los países más expuestos a la inestabilidad de la afluencia de capital.

Conclusión

Los vínculos entre los balances de las empresas y la macroeconomía, puestos de manifiesto por la creciente inestabilidad de los flujos de capital en los años noventa, plantean nuevas tareas a los responsables de la política económica, y para abordarlas se están desarrollando enfoques analíticos e instrumentos operativos. El afinamiento de estos instrumentos sin duda ayudará a los responsables de la política económica a diseñar y poner en práctica políticas —a corto y largo plazo— que permitan reducir los riesgos de crisis y desestabilización. Dichas políticas deben incluir mejores normas sobre insolvencia, mejor gestión empresarial, mejor gestión de la relación activos/pasivos y del riesgo, normas sobre flujos de capital a corto plazo y otras medidas preventivas a nivel micro y macroeconómico. La aplicación de estos instrumentos a datos precisos y oportunos puede ayudar a los responsables de la política económica a evaluar la vulnerabilidad de las empresas antes de que surja una crisis y a formular políticas encaminadas a reducir el riesgo de una crisis grave, además de resolver los problemas causados por un apalancamiento excesivo de las empresas. **F&D**

Sugerencias bibliográficas:

Bernake, Ben y Mark Gertler, 1995, "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (cuarto trimestre), págs. 27-48.

Gray, Dale, 1995, "Reforming the Energy Sector in Transition Economies", documento para discusión 296 del Banco Mundial (Washington).

—, 1999, "Assessment of Corporate Sector Value and Vulnerability: Links to Exchange Rate Crises, and Financial Crises" de próxima publicación en la serie de documentos técnicos del Banco Mundial.

Kim, Se-Jik y Mark R. Stone, 1999, "Corporate Leverage, Wasteful Capital Sales, and Output Adjustment in East Asia" inédito (*Fondo Monetario Internacional*).

Krugman, Paul, 1999, "Balance Sheets, Financial Crises and the Transfer Problem", <http://web.mit.edu/krugman/www/whatsnew.html>, enero.