

Entre 1990 y 1997 la deuda a corto plazo de los países en desarrollo frente a los bancos extranjeros aumentó de US\$176.000 millones a US\$454.000 millones. Este acelerado aumento de la deuda a corto plazo fue uno de los factores cruciales de las crisis financieras que sacudieron a México en 1994–95, Asia oriental en 1997–98, y Rusia y Brasil en 1998–99.

El papel de la deuda a corto plazo en las crisis

Uri Dadush, Dipak Dasgupta y Dilip Ratha

EN LA década de los noventa se observó un auge del financiamiento a corto plazo de los bancos internacionales destinado a los países en desarrollo, que se prolongó hasta el estallido de la crisis financiera de Asia en 1997 (cuadro 1). En 1997, casi el 60% de la deuda de los países en desarrollo frente a los bancos internacionales tenía plazos de vencimiento inferiores a un año, y un 50% de los nuevos préstamos otorgados por bancos internacionales tenían plazos de vencimiento de un año o menos, proporción muy superior a la del comienzo de la década (gráfico 1). El volumen de deuda a corto plazo creció con mayor rapidez en Asia oriental, seguida de América Latina. Brasil, Corea, México, Rusia y Tailandia figuraron entre los 10 principales países receptores de préstamos a corto plazo en 1990–96. En todos ellos la deuda a corto plazo superó las reservas internacionales durante el período que precedió el cambio de sentido de los flujos de capital privado y las crisis financieras (gráficos 2 y 3).

El financiamiento a corto plazo de los bancos internacionales aumentó rápidamente si bien se redujo la proporción de préstamos bancarios con respecto al total de flujos de deuda privada hacia los países en desarrollo, y se estabilizó o se redujo el endeudamiento de estos países en relación con sus ingresos de exportación y el PIB. En consecuencia, el

aumento de la deuda a corto plazo de los países en desarrollo durante los años noventa reflejó un creciente número de préstamos a corto plazo de los bancos internacionales pese a que éstos habían reducido su volumen global de préstamos a los países en desarrollo y limitado el volumen de su capital en riesgo.

Otra tendencia financiera importante de la década fue el aumento considerable de la participación del sector privado —especialmente bancos— en la obtención de préstamos. El análisis de las transacciones de préstamos de consorcios bancarios indica que en los últimos años más del 42% de los préstamos a corto plazo de consorcios bancarios a los mercados emergentes se han otorgado a instituciones financieras. Los bancos comerciales han contraído casi la tercera parte de la deuda a corto plazo frente a consorcios bancarios. En comparación con la década anterior, la proporción de deuda a corto plazo contraída por las empresas de petróleo y gas y los organismos estatales disminuyó considerablemente, mientras que aumentó la deuda contraída por las instituciones financieras.

Reducción de los plazos de vencimiento

El aumento de la deuda a corto plazo en la década de los noventa parece haber sido acompañado por un aumento del ingreso, un crecimiento más firme del PIB, y una mayor

Cuadro 1

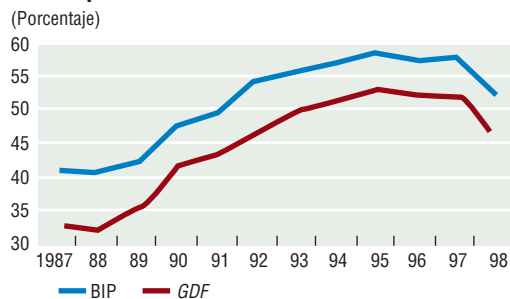
Rápido crecimiento de la deuda a corto plazo en los años noventa

	1990	1997	1998
Deuda a corto plazo según la norma de plazo de vencimiento original de GDF (miles de millones de dólares de EE.UU.)	244,6	469,3	411,9
Crédito a corto plazo de bancos vinculados al BPI utilizando la norma de plazo residual (miles de millones de dólares de EE.UU.)	175,6	454,1	369,1
Coefficiente de deuda a corto plazo (según la definición del BPI)/reservas internacionales (porcentaje)	119	91	68
América Latina y el Caribe	143	91	93
Asia oriental y el Pacífico	124	214	92

Fuentes: Banco Mundial, *Global Development Finance 2000 (GDF)*; y Banco de Pagos Internacionales (BPI). En la definición de GDF se utiliza el concepto de plazo de vencimiento original de la deuda a corto plazo, mientras que el BPI utiliza la noción de plazo residual. La estimación de la deuda a corto plazo de GDF incluye también los créditos de proveedores.

Gráfico 1

La proporción de préstamos a corto plazo aumentó en los años noventa



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y sistema de notificación de la deuda al Banco Mundial.

apertura comercial en los países prestatarios. Pero estos factores sólo explican en parte el notable aumento del financiamiento a corto plazo. Los cambios de política interna, sobre todo, aceleraron la desregulación financiera, y la liberalización de la cuenta de capital sin la aplicación de normas prudenciales más estrictas y, en algunos casos los incentivos tributarios creados para atraer flujos a corto plazo contribuyeron a la reducción de los plazos de vencimiento y a lo que hoy podemos ver como el endeudamiento excesivo de los bancos y las instituciones financieras. La obtención de préstamos a corto plazo en el exterior fue incentivada también por el respaldo de los gobiernos a un tipo de cambio fijo mediante la esterilización de las entradas de capital, con lo cual se mantuvo elevado el costo de los empréstitos internos.

Además, el financiamiento a corto plazo fue estimulado por factores externos. Las tasas de interés —especialmente las tasas a corto plazo— se redujeron en los países industriales, lo cual produjo un aumento de la liquidez mundial; esto fomentó, en cierta medida, el financiamiento a corto plazo en los países en desarrollo. Es posible que el rescate de bancos durante las crisis bancarias haya creado riesgo moral y alentado a los bancos internacionales a conceder préstamos a corto plazo, sobre todo a bancos de los países en desarrollo. Es posible que los plazos de vencimiento también hayan sido afectados por las normas del BPI sobre coeficientes de garantía mínimos para los bancos internacionales que otorgan préstamos a países no pertenecientes a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE): sólo un 20% para préstamos a corto plazo, en comparación con un 100% para los préstamos con vencimientos de más de un año (cuadro 2).

Conmociones económicas

Una posible ventaja de la integración financiera mundial podría ser el mayor acceso de los países a los mercados internacionales de capital, que les permite obtener préstamos para regularizar el consumo frente a conmociones económicas adversas. No obstante, las ventajas de reducir la deuda a corto plazo como medida anticíclica pueden desaparecer si las decisiones de los prestatarios, los cambios en la percepción del riesgo, y otros factores dan carácter procíclico al acceso a estos flujos de capital a corto plazo. Los cambios favorables podrían producir una gran afluencia de capital y llevar el consumo y la inversión a niveles

¿Qué es la deuda a corto plazo?

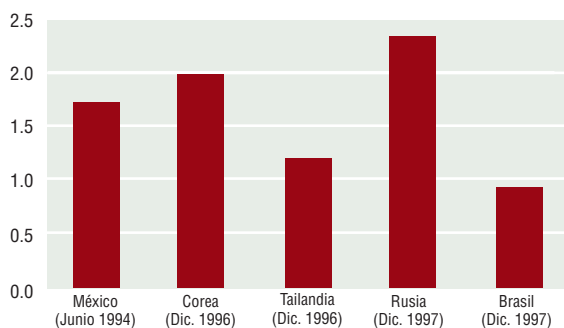
La deuda internacional a corto plazo se define como deuda transnacional con un plazo de vencimiento de un año o menos. Actualmente hay dos convenciones para definir una deuda a corto plazo. El BPI utiliza el concepto de “plazo residual”, es decir, se considera deuda a corto plazo toda deuda transnacional que vence dentro de un período de un año, independientemente del plazo de vencimiento inicial. Sin embargo, según la publicación *Global Development Finance* del Banco Mundial, la deuda a corto plazo sólo comprende pasivos transnacionales con plazos de vencimiento iniciales de un año o menos.

insostenibles a largo plazo; además, los países podrían verse forzados a efectuar excesivos ajustes para afrontar las conmociones adversas al producirse salidas de capital.

Aparentemente, en los países en desarrollo los flujos de capital a corto plazo son procíclicos, es decir, aumentan al acelerarse el crecimiento económico y disminuyen al disminuir las tasas de crecimiento. Según un análisis de 33 países en desarrollo durante el período 1986–98, la elasticidad de la deuda a corto plazo con respecto al PIB es aproximadamente 0,9 al producirse una evolución positiva del crecimiento del PIB (es decir, una tasa de crecimiento con una desviación estándar de medio punto o más sobre el crecimiento medio), pero es 1,8 al producirse una conmoción adversa (es decir, cuando el crecimiento del PIB tiene una desviación estándar de medio punto o más bajo el promedio). En otras palabras, el índice de disminución de la deuda a corto plazo al producirse una conmoción adversa es igual al doble de la tasa de aumento al producirse una conmoción positiva. En cambio, el análisis indica que la deuda a mediano y largo plazo podría tener un efecto ligeramente anticíclico con respecto a una conmoción del PIB.

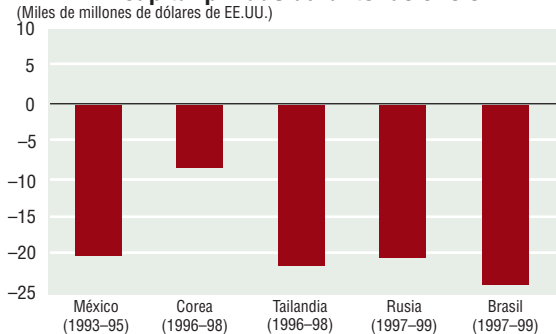
Sin embargo, este carácter procíclico, por sí solo, no es necesariamente motivo de preocupación pues podría reflejar la evolución de la demanda en los propios países en desarrollo. No obstante, cuando se produce debido a factores externos vinculados a la oferta, como cambios repentinos de la relación de intercambio, puede acentuar considerablemente las conse-

Gráfico 2
Coeficiente deuda a corto plazo/reservas



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, varios números.

Gráfico 3
Cambio de sentido de los flujos de capital privado durante las crisis¹



Fuente: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, varios números.
¹ Excluida la inversión extranjera directa.

Cuadro 2

Por qué los plazos de vencimiento de los préstamos bancarios a los países en desarrollo fueron más cortos en los años noventa

Distorsiones creadas por la política económica y efectos cíclicos en comparación con factores estructurales

	Factores estructurales	Factores cíclicos	Factores institucionales y de política económica
Factores internos	<p>La mayor apertura comercial incrementó el volumen de comercio y el crédito al comercio exterior.</p> <p>La desreglamentación de los sectores internos, que permitió la inversión extranjera, creó mayores necesidades de financiamiento a más corto plazo en forma de capital de trabajo.</p> <p>El creciente ingreso per cápita y el endeudamiento decreciente mejoraron el acceso al mercado.</p> <p>El desarrollo financiero se tradujo en un mayor desarrollo del mercado interno de deuda.</p>	<p>Las altas tasas de interés y el rápido crecimiento de los mercados emergentes, frecuentemente acompañados por un alto rendimiento motivado por el auge de los activos, atrajo entradas de capital a corto plazo.</p> <p>Las empresas y las instituciones financieras obtuvieron préstamos del exterior aprovechando las tasas de interés más bajas, sustituyendo préstamos internos por préstamos externos.</p>	<p>Los incentivos tributarios y de otro tipo favorecieron el endeudamiento a corto plazo.</p> <p>Los bancos nacionales fueron desreglamentados sin normas prudenciales adecuadas.</p> <p>La rápida liberalización de la cuenta de capital permitió a los prestatarios nacionales tener acceso a los mercados internacionales de capital.</p> <p>La esterilización de las entradas de capital mantuvo un elevado diferencial de tasas de interés y evitó la apreciación nominal de la moneda nacional.</p> <p>El rescate de bancos por parte del banco central creó riesgo moral.</p>
Factores externos	<p>Las nuevas tecnologías y las telecomunicaciones mejoraron el intercambio de información, redujeron los costos de transacción, y facilitaron el comercio y la inversión a corto plazo.</p> <p>La innovación técnica y los nuevos instrumentos financieros hicieron posible el control del riesgo y la gestión de carteras complejas y facilitaron el comercio frecuente.</p>	<p>Las bajas tasas de interés y los bajos índices de crecimiento en los países industriales alentaron la inversión en los países en desarrollo.</p>	<p>Las normas del BPI sobre suficiente de capital alientan la participación en operaciones de préstamos a corto plazo.</p> <p>Los programas internacionales de rescate se orientaron en primer lugar a los préstamos a corto plazo, lo cual produjo un problema de riesgo moral.</p>

Cuadro 3

Las entradas de capital a corto plazo se transformaron en salidas de capital en 1998

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	1997	1998
Todos los países en desarrollo	43,5	-85,0
Asia oriental y el Pacífico	0,8	-68,0
Corea	-8,0	-29,9
Tailandia	-6,9	-15,1
Indonesia	1,1	-11,8
Malasia	3,4	-5,3
América Latina y el Caribe	24,1	-5,7

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

cuencias de una conmoción. Se ha observado que, al producirse una conmoción adversa de la relación de intercambio de un país en desarrollo, el efecto procíclico es dos veces mayor que al producirse una conmoción favorable.

Finalmente, parece haber una relación no lineal entre la percepción del riesgo que tienen los acreedores y las crisis económicas en los países en desarrollo. Esta relación constituye un elemento fundamental del efecto general de las conmociones adversas sobre la deuda a corto plazo. La percepción del riesgo al producirse fuertes conmociones adversas podría aumentar más de lo que se reduce al ocurrir conmociones adversas menores o incluso favorables.

El comportamiento procíclico de los flujos de capital a corto plazo podría explicarse por dos razones. Primero, en general, las perturbaciones económicas son mayores y más frecuentes en los países en desarrollo porque éstos tienen una base económica más limitada y dependen más de la exportación de productos primarios. Estas conmociones producen una reclasificación de la capacidad crediticia del país, que pasa a una categoría más baja. Los cambios en la percepción del riesgo y la reclasificación pueden traducirse en un racionamiento del crédito a los acreedores con escasa capacidad crediticia. Esto, en lugar de facilitar el ajuste, puede dificultarlo. Segundo, estos efectos negativos son exacerbados por las asimetrías de la información entre prestatarios y prestamistas, lo que puede desencadenar un comportamiento de rebaño cuando los inversionistas retiran apresuradamente su capital al producirse una conmoción adversa.

Vulnerabilidad frente a las crisis

Entre los diferentes tipos de flujos de capital privado, lo más probable es que, en tiempos difíciles, se eliminen los préstamos a corto plazo. Para los prestamistas a corto plazo, el costo de retirarse es mínimo, en tanto que para liquidar inversiones extranjeras podría ser necesario vender fábricas y maquinaria, y generalmente la venta de acciones o bonos durante una crisis conlleva una pérdida para el vendedor. En muchos países se registraron importantes salidas de capital a corto plazo durante las recientes crisis financieras, lo cual produjo graves crisis de liquidez externa. En algunos países en desarrollo, donde en 1997 se

habían observado entradas de capital a corto plazo por un monto de US\$43.500 millones provenientes de bancos que declaran datos al BPI, se registraron salidas de capital por un monto de US\$85.000 millones en 1998 (cuadro 3). Los datos trimestrales indican que se han producido fluctuaciones aun más grandes.

El vínculo entre un aumento excesivo del endeudamiento bancario a corto plazo y la posterior crisis financiera no constituye un fenómeno nuevo: también se observó a fines de la década de 1970. En las décadas de 1970 y 1990 las crisis fueron precedidas por una acelerada reducción de los plazos de vencimiento de los préstamos otorgados por los bancos internacionales a los países en desarrollo (cuadro 4).

El carácter reversible de las corrientes de financiamiento a corto plazo predispone a los prestatarios a la “fiebre de la liquidez”. Mientras mayor sea el nivel de deuda a corto plazo en relación con las reservas internacionales del país prestatario, mayor será el riesgo de que haya una fiebre de la liquidez, lo que hace más probable que se materialice el peor temor de los prestamistas: la probabilidad de obtener el reembolso disminuye al producirse dicha fiebre de la liquidez. Un elevado nivel de pasivos a corto plazo en el sistema financiero conlleva también riesgos de que se produzca pánico bancario y crisis sistémicas. Por consiguiente, el riesgo de crisis financiera es mayor cuando la relación entre la deuda a corto plazo y las reservas es excesiva y el sistema bancario participa activamente en la intermediación de los flujos de deuda. Dado que los residentes podrían optar por liquidar sus activos a corto plazo en el sistema bancario y trasladarlos al extranjero en caso de riesgos, el nivel de dinero en sentido amplio en relación con las reservas es otro indicador de vulnerabilidad.

Conclusión

Naturalmente, el aumento del endeudamiento a corto plazo en los años noventa trajo aparejados un mayor ingreso, un crecimiento más acelerado, y mayor apertura comercial en los países en desarrollo. Sin embargo, el rápido aumento del endeudamiento se debió también al auge especulativo de los activos en algunos países. Además, los cambios de política, como la liberalización financiera y de la cuenta de capital en los países en desarrollo, junto con las distorsiones en materia de normas internacionales sobre suficiencia de capital, alentaron el finan-



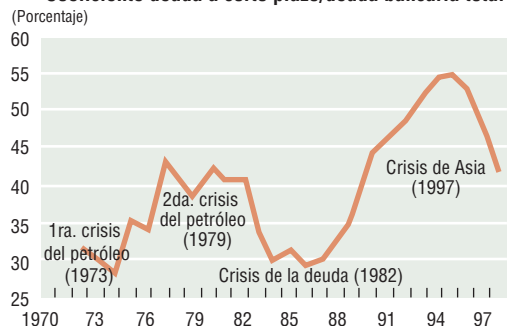
Dilip Ratha (izq.) es economista superior en el Grupo sobre política económica y perspectivas de desarrollo del Banco Mundial y Uri Dadush (der.) es el Director del Grupo. Dipak Dasgupta es Director Sectorial, Política Económica, de la Oficina Regional de Oriente Medio y Norte de África del Banco Mundial.

ciamiento a corto plazo. Esto, a su vez, aumentó la vulnerabilidad de muchos países —como los de Asia oriental— frente a las crisis de liquidez, sobre todo porque el financiamiento a corto plazo tendió a disminuir nuevamente durante períodos de conmociones económicas adversas.

Dados los riesgos que conlleva un excesivo endeudamiento a corto plazo para los países en desarrollo, es esencial que estos países vigilen la evolución de la deuda y la administren eficazmente para evitar crisis cambiarias y de liquidez. Debe evitarse la aplicación de políticas internas que alienten el endeudamiento a corto plazo, ya sea directamente a través de incentivos tributarios o bajos coeficientes de encaje legal, o indirectamente a través de un tipo de cambio vinculado y la esterilización de las entradas de capital. El encaje legal del tipo aplicado en Chile —conforme al cual una determinada parte de las entradas de capital se deposita en el banco central por un período de hasta un año— puede alargar los plazos de vencimiento de las entradas de capital pero también puede elevar el costo de los préstamos. Debe desalentarse un excesivo endeudamiento a corto plazo para financiar inversiones a largo plazo. En suma, los países en desarrollo deben reforzar los controles prudenciales a los préstamos procedentes del exterior.

Lamentablemente, la tarea no es fácil pues los actuales sistemas de notificación no captan una parte significativa de los componentes a corto plazo de los flujos de capital que pueden cambiar de sentido. Entre las omisiones más importantes figuran las inversiones de los fondos mutuos internacionales y los bancos que no declaran datos al BPI en activos de los países en desarrollo, los depósitos de no residentes y los flujos transfronterizos entre empresas. Recientemente se estableció un grupo de estudio interinstitucional sobre estadísticas financieras con la participación del BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial a fin de mejorar la calidad, frecuencia y cobertura de la información sobre la deuda. **F&D**

Gráfico 4
La reducción de los plazos de vencimiento de la deuda y las crisis en los países en desarrollo
Coeficiente deuda a corto plazo/deuda bancaria total



Fuente: Sistema de notificación de la deuda al Banco Mundial.
Nota: La primera y segunda crisis del petróleo son las crisis surgidas

Este artículo se basa en un análisis más extenso publicado en *Global Development Finance*, 2000, del Banco Mundial (Washington).