

El resultado neto

Christian Keller, Christoph Rosenberg, Nouriel Roubini y Brad Setser

Las deficiencias en los balances de los sectores público y privado podrían indicar que se está fraguando una crisis.

LA PROFUNDIDAD de las crisis de las cuentas de capital de los años noventa y la devastación que dejaron a su paso echaron por tierra cualquier asomo de satisfacción que los expertos económicos y financieros pudieran haber sentido sobre su capacidad para valorar con precisión la salud financiera de un país basándose únicamente en el análisis tradicional de las variables de flujos, como el PIB anual, la balanza en cuenta corriente y los saldos fiscales. Muchos observadores se dieron cuenta de que podían haberse detectado señales de problemas inminentes si se hubieran examinado con más cuidado los balances de los países y, concretamente, se hubiera prestado más atención a las discordancias entre los activos y el saldo de los pasivos, es decir, *desequilibrios de saldos*. Naturalmente, el análisis de los flujos sigue siendo vital, pero, para anticiparse a las crisis o reaccionar de forma más efectiva cuando se producen hay que plantearse algunos interrogantes sobre el balance. Por ejemplo, ¿es la deuda a corto plazo en moneda extranjera mayor que las reservas de divisas? Un abultado saldo de deuda pendiente en moneda extranjera ¿dificultaría la corrección de un desequilibrio de flujos (como un déficit en cuenta corriente) sin provocar una crisis profunda?

El enfoque del balance para la prevención y solución de crisis comienza con un examen del balance externo consolidado de un país, es decir las deudas externas que el gobierno de un país, sus bancos y sus empresas tienen en relación con sus activos externos (principalmente las reservas internacionales líquidas). Pero debe prestarse también especial atención a los balances de sectores individuales, porque las discordancias a nivel sectorial podrían no figurar en el balance consolidado y, sin embargo, podrían desencadenar una crisis financiera. Entre los sectores clave se incluyen el sector gobierno (a efectos de simplificar incluimos al banco central en este sector), el sector financiero privado (principalmente bancos) y el sector no financiero (empresas y hogares). Los balances sectoriales a menudo están relacionados entre sí: la deuda de un sector puede constituir el activo de otro, en cuyo caso, si el primero tiene problemas para atender el servicio de su deuda, el activo del segundo se deteriora y éste puede, a su vez, tener dificultades para pagar a sus acreedores.

El análisis de los factores de vulnerabilidad de un balance es más útil si se realiza con tiempo suficiente para que las



Recuadro 1

Información insuficiente

Los países no han recopilado de forma rutinaria información sobre el balance, principalmente porque carecen de los recursos para hacerlo; por esta razón, el FMI está dando gran prioridad a ayudar a los países a elaborar estos datos. Entre tanto, se puede obtener información parcial de varias fuentes:

- Información recopilada por las autoridades nacionales (disponible en los sitios de muchos ministerios de Hacienda y bancos centrales en Internet); para los suscriptores a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) del FMI, aquí se incluyen datos detallados sobre reservas y liquidez en divisas.

- Diversas bases de datos y publicaciones, incluidos *International Financial Statistics (IFS)* del FMI y el *Balance of Payments Yearbook* (con datos sobre la posición de inversión internacional).

- Estadísticas trimestrales, desde la perspectiva de los acreedores, sobre los activos y pasivos de los bancos de los 28 países y territorios que declaran datos al Banco de Pagos Internacionales (BPI), disponibles como parte de las estadísticas conjuntas sobre deuda del BPI-FMI-OCDE-Banco Mundial.

- Cuadros anuales sobre la deuda publicados por el Banco Mundial (*Global Development Finance*).

Todos estos datos proporcionan una cobertura razonable de los pasivos y los activos líquidos del sector público, así como de los pasivos externos agregados del país. Sin embargo, puede ser difícil encontrar información detallada de los pasivos externos a corto plazo, especialmente de los sectores no oficiales y los créditos internos del sector oficial. La información sobre los activos y pasivos totales, sobre todo, la desagregación por monedas de los saldos y flujos, del sector privado no financiero suele ser escasa.

autoridades puedan identificar y corregir las deficiencias antes de que creen dificultades financieras, lo que realza el valor de la información puntual sobre las variables de saldos, que a menudo es difícil de obtener (véase recuadro 1).

Anatomía de los riesgos de balance

Existen cuatro tipos diferentes de riesgos de balance que podrían afectar a la capacidad de un mercado emergente para atender el servicio de su deuda.

Las *discordancias entre los vencimientos* de los pasivos a corto plazo y los activos líquidos a más largo plazo exponen a los prestatarios al riesgo de refinanciamiento (imposibilidad de refinanciar las deudas a su vencimiento) y al riesgo de interés (que aumenten las tasas de interés sobre la deuda pendiente, sobre todo si los pasivos con vencimiento a más largo plazo son a tasa de interés variable). Las entidades financieras que se endeudan a corto plazo para invertir en deuda a largo plazo con tasas de interés fijas están expuestas al riesgo de aumento de las tasas, que puede reducir el valor de mercado de sus activos a largo plazo en la medida en que tienen que pagar más por sus pasivos a corto plazo. Las discordancias entre vencimientos en moneda extranjera pueden aparecer

incluso cuando el pasivo total en moneda extranjera sea igual al activo total en moneda extranjera, si los prestatarios no cuentan con suficientes activos líquidos en moneda extranjera para cubrir la deuda a corto plazo en dicha moneda.

Las *discordancias entre la moneda de denominación de los activos y pasivos* surgen cuando los pasivos de los prestatarios están denominados en una moneda extranjera pero sus activos están en moneda nacional. En caso de devaluación, estos prestatarios tendrán dificultades para pagar a sus acreedores. Muchos de los países que han sufrido crisis tenían vinculado, de alguna manera, el tipo de cambio con otra moneda, lo que con frecuencia alentaba tanto a los prestatarios como a los prestamistas a hacer caso omiso del riesgo cambiario, por otra parte muy real.

Las *discordancias en la estructura de capital* pueden producirse cuando una empresa o un país emite títulos de deuda en lugar de acciones para financiar sus inversiones. El capital social sirve de amortiguador en tiempos difíciles, porque los dividendos caen junto con los beneficios, mientras que los pagos de la deuda permanecen constantes. Antes de la crisis de Asia de 1997–98, el gobierno coreano restringió severamente la inversión extranjera directa, de forma que la mayoría de las entradas de capital fueron en forma de deuda, mientras que el régimen tributario de Tailandia favoreció la emisión de deuda por parte de las empresas. Como consecuencia de haber financiado los déficits en cuenta corriente mediante deuda, sobre todo a corto plazo, en vez de hacerlo mediante inversiones directas, estos países acumularon un gran volumen de deuda externa que los hizo más vulnerables a las crisis.

El *riesgo de insolvencia* surge cuando el pasivo de una entidad es mayor que su activo. Este activo incluye los ingresos netos futuros y también activos financieros como las reservas. Las discordancias entre vencimientos, monedas de denominación y estructura de capital pueden, todas ellas, aumentar el riesgo de que una perturbación que afecte a un país (por ejemplo, un deterioro repentino de la relación de intercambio, malas noticias políticas o económicas, o una crisis en países vecinos) arrastre a la insolvencia a gran parte de uno o más sectores. También puede producirse la situación de insolvencia si una entidad se endeuda excesivamente e invierte en activos de mala calidad. Para evaluar la solvencia de un gobierno, suele medirse la deuda soberana en relación con el PIB o los ingresos, mientras que la solvencia global de un país se mide en relación con el coeficiente deuda total/PIB o de deuda total/exportaciones. Dichas medidas son más útiles cuando se emplean conjuntamente con otras medidas de exposición al riesgo: un país que se endeuda exclusivamente en moneda extranjera probablemente estará más en riesgo que un país que se endeuda solo en moneda nacional.

Evitar las crisis

Detectar estos tipos de riesgos de balance quizá no sirva para predecir el momento exacto de una crisis —las deficiencias en los balances pueden arrastrarse durante años—, pero puede ayudar a entender la dinámica de las crisis y así facilitar la adopción de medidas para evitar otras crisis similares (véase recuadro 2). Después de todo, las discordancias en los

balances que fueron la causa principal de las crisis de las cuentas de capital en los años noventa no se produjeron por accidente. Los persistentes déficit terminaron por convertirse en problemas de saldos. Además, los gobiernos y otros prestatarios que estaban teniendo dificultades para financiar los desequilibrios de flujos a menudo asumían más riesgo cambiario y de vencimientos para obtener el crédito necesario, lo que debilitaba aún más los balances.

Un gobierno que gestiona su propio balance con prudencia contribuye a que el país tenga un balance agregado saneado. El crédito al gobierno es, generalmente, el activo financiero más importante de una economía. La deuda a largo plazo en moneda nacional es la mejor contrapartida del principal activo del gobierno (su capacidad para registrar superávit primarios futuros) que es ilíquido, a largo plazo y, por lo general, constituye un flujo de ingresos en moneda nacional. Los países que no pueden endeudarse a largo plazo en moneda nacional no pueden, por lo tanto, mantener un coeficiente de deuda/PIB tan alto como los que sí pueden.

Existe un consenso creciente sobre las políticas que pueden incentivar una conducta financiera prudente por parte del sector privado:

- Los regímenes cambiarios flexibles pueden disuadir a los prestatarios de asumir demasiados riesgos cambiarios y facilitar el ajuste ante las perturbaciones, aunque es improbable que el riesgo de cambio desaparezca del todo, dada la renuencia de los inversionistas extranjeros y nacionales a asumir riesgos en moneda nacional.

- Los mercados internos de capital, deuda a largo plazo en moneda nacional y productos financieros que permiten a las empresas cubrir sus riesgos pueden hacer que al sector privado le resulte más fácil obtener el tipo adecuado de financiamiento. Las distorsiones fiscales o regulatorias que favorecen el endeudamiento (sobre todo en moneda extranjera) sobre la emisión de acciones deberían eliminarse.

- En la regulación prudencial de los bancos se debe tener en cuenta la exposición tanto directa como indirecta al riesgo cambiario. Quizá valga la pena considerar la adopción de medidas que desalienten la constitución de depósitos y la asunción de préstamos interbancarios en moneda extranjera (por ejemplo, un coeficiente de reservas obligatorias más alto). También debe contemplarse la posibilidad de adoptar políticas que desincentiven el endeudamiento externo a corto plazo de empresas y bancos (como el *encaje* de Chile).

Qué hacer cuando sobreviene la crisis

Ahora bien, las crisis se producirán aunque mejoren las técnicas de prevención. Cuando ello ocurra, las autoridades tendrán que actuar con rapidez para evitar que se hagan más profundas. El enfoque del balance puede ayudarles a evaluar algunas opciones intrínsecamente difíciles.

- Un gobierno puede vender reservas de divisas para ayudar a los bancos y las empresas a cubrir su riesgo cambiario en un intento por evitar una crisis en el sector privado. Pero de esta forma, corre el riesgo de quedarse sin reservas suficientes para cubrir sus propios pasivos a corto plazo en moneda extranjera, especialmente si trata de defender un tipo

de cambio nominal sobrevalorado. Incluso cuando el balance del gobierno es lo suficientemente sólido, hay que limitar la creación de expectativas que podrían animar a las empresas privadas a endeudarse más en moneda extranjera.

- Un gobierno también puede verse forzado a elegir entre elevar las tasas de interés para frenar las salidas de capital y detener la depreciación de la moneda y mantener las tasas de interés constantes para no atenuar la actividad económica. Si el saldo de deuda a corto plazo en moneda nacional es grande, elevar las tasas de interés puede ser más perjudicial que beneficioso para las empresas y los hogares. Si el saldo de deuda en moneda extranjera es grande, quizá sería mejor que el país elevara las tasas de interés para reducir el riesgo de una mayor depreciación. Las autoridades generalmente

Recuadro 2

Entender la crisis de Asia oriental

El enfoque del balance aclara lo que ocurrió en Asia oriental en los años 1997–98. Los flujos de capital a los países de la región se interrumpieron y, como consecuencia, a dichos países les resultó imposible mantener sus regímenes cambiarios, lo que provocó una fuerte depreciación de sus monedas. En países como Tailandia, el deterioro de la situación financiera del sector empresarial y la evolución de las exportaciones dificultó aun más el financiamiento del déficit en cuenta corriente e hizo que los especuladores apostaran contra un tipo de cambio fijo. En Tailandia y en otros países, las dudas sobre la capacidad de los bancos y las empresas para refinanciar la deuda externa a corto plazo coadyuvó al cambio de sentido de los flujos de capital, y la necesidad de comprar divisas para amortizar las deudas existentes fue uno de los factores clave de presión sobre la moneda.

A su vez, la consiguiente depreciación de la moneda minó la salud financiera del sector empresarial. Cuando las empresas no pudieron hacer frente a sus deudas en moneda extranjera, los bancos que se habían endeudado en el extranjero en moneda extranjera para financiar estos préstamos resultaron perjudicados. Las caídas de la producción en varios países asiáticos en crisis fueron mucho peores de lo previsto. Aunque algunas empresas tuvieron más oportunidades de exportar tras el derrumbamiento de la moneda, estas ganancias quedaron inicialmente contrarrestadas con creces por un aumento de la carga de la deuda real del sector empresarial y las deficiencias del sector bancario, factores ambos que afectaron gravemente a la inversión de las empresas.

Así pues, la crisis se fue autoalimentando a medida que los problemas de un sector generaban dificultades en otros. La caída de la demanda de los activos nacionales provocó salidas masivas de capital, el agotamiento de las reservas, y una fuerte depreciación de la moneda. En última instancia, con el notable ajuste de la cuenta corriente y la aplicación de políticas más eficaces se logró restablecer la confianza, estabilizar la moneda y reconstituir las reservas en la mayoría de los países.

tienen que buscar el equilibrio entre una política monetaria más restrictiva y un ajuste de los tipos de cambio.

Cuándo se justifica el financiamiento externo

¿Cuándo es el financiamiento externo necesario para ayudar a un país a frenar una crisis inminente o impedir que una que ya se ha producido se desborde y quede fuera de control? ¿Y cuánto financiamiento externo es necesario para que el país tenga una oportunidad razonable de éxito? El enfoque del balance puede ayudar a responder a estos interrogantes, aunque no permite determinar, de forma mecánica, el monto de la asistencia oficial que se necesita.

Obtener financiamiento en las primeras etapas de una crisis, antes de que los problemas de un sector se hayan propagado a otros, puede evitar una pérdida generalizada de confianza impidiendo un aumento de la demanda de activos externos y una necesidad de financiamiento externo demasiado grande para que el sector oficial pueda satisfacerla. Por ejemplo, la intervención de la comunidad internacional en México durante la crisis de 1994–95 impidió que la crisis fuera más profunda y permitió un repunte relativamente rápido de la producción, con una mejora de la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, no todas las crisis financieras de los mercados emergentes requieren una intervención oficial. Algunos gobiernos cuentan con recursos propios suficientes para evitar una crisis en cascada. En determinados casos, la obtención de préstamos externos adicionales puede socavar la viabilidad de la deuda y quizá sea mejor que el país reestructure la deuda existente en vez de contraer nuevas deudas.

La capacidad del FMI para desembolsar rápidamente grandes cantidades de divisas puede ser fundamental para resolver las crisis de forma efectiva. Facilitando las reservas necesarias para sacar a un país de una crisis derivada de una discordancia entre vencimientos, el FMI puede ayudarlo a evitar la necesidad de crear dinero, una suspensión de pagos y una reestructuración de la deuda posiblemente desestabilizadoras o el draconiano ajuste externo necesario para generar reservas inmediatamente a partir de los ingresos de exportación corrientes. Esa asistencia debería complementarse con los esfuerzos que el país debe desplegar para ayudarse a sí mismo, como permitir la flotación del tipo de cambio para reducir los desequilibrios en cuenta corriente o apretar el cinturón fiscal para reducir las necesidades de financiamiento.

Vale la pena distinguir entre las crisis que surgen por discordancias en el balance del sector privado y las que se originan por desequilibrios en el balance del gobierno. El mejor enfoque para la mayoría de los problemas financieros privados es permitir que los prestatarios y los acreedores negocien una solución o dejar los asuntos en manos de los tribunales de quiebra competentes. La intervención del gobierno nacional solo se justifica cuando existe un riesgo importante de contagio al conjunto de la economía. El gobierno puede financiar la mayor parte de esas intervenciones por sí mismo, pero, en algunos casos, puede necesitar financiamiento externo oficial para aumentar sus reservas de divisas y poder intervenir de forma efectiva. Los gobiernos solo deberían prestar asistencia a las empresas y los bancos estructuralmente sóli-

dos, y cerrar inmediatamente las instituciones que no reúnan esa condición, reforzando al mismo tiempo los incentivos para una gestión financiera prudente en el sector privado.

Si el propio gobierno tiene un problema de balance, el riesgo de que la crisis tenga mayor alcance es más agudo. La deuda del gobierno suele ser uno de los activos financieros más importantes (por no decir el más importante) de los bancos nacionales y otras instituciones financieras, de forma que una crisis de financiamiento del gobierno podría desembocar en una crisis bancaria. A menudo, el sector oficial, incluido el FMI, es la única fuente viable de liquidez en divisas.

Una conclusión clave del análisis del balance es que la demanda de reservas de divisas durante una crisis es proporcional a los créditos que deben atenderse con recursos líquidos a corto plazo en moneda extranjera. Un país, aunque no registre déficit en cuenta corriente, puede tener dificultades para refinanciar su deuda a corto plazo. La demanda de divisas para amortizar la deuda *externa* aumentó en todas las crisis recientes, excediendo con creces las reservas oficiales de divisas. En muchos casos, también puede necesitarse moneda extranjera para hacer frente a las deudas *internas*, sobre todo a los depósitos bancarios en moneda extranjera mantenidos por los propios residentes del país. La información sobre el saldo de los créditos ayuda a determinar solo el importe *máximo* que podría necesitarse para amortizar las deudas existentes, no el importe real, que se determina en función del comportamiento de los acreedores e inversionistas (por ejemplo, si los bancos nacionales y extranjeros están dispuestos a refinanciar sus créditos a corto plazo).

No obstante, es poco realista —y, en la mayoría de los casos, indeseable— esperar que el financiamiento oficial cubra todos los desequilibrios de saldos. El enfoque del balance puede ayudar a determinar la magnitud de la asistencia del FMI, pero no da una fórmula para calcular las sumas exactas o identificar si una crisis se resuelve mejor mediante la reestructuración de la deuda o recurriendo a los préstamos oficiales. También es importante recordar que solo una gama limitada de problemas relacionados con el balance puede solucionarse eficazmente con financiamiento oficial de carácter no concesionario. Los préstamos oficiales aumentan el volumen de divisas disponible a corto plazo y, por lo tanto, pueden ayudar a solucionar una *discordancia entre vencimientos*. Pero no sirven para reducir las *discordancias entre la moneda de denominación de los activos y pasivos* del balance consolidado de un país. Tampoco un préstamo de un acreedor privilegiado como el FMI mejora la estructura de capital de un país o elimina el riesgo de insolvencia, aunque sí le permite al país un respiro para realizar ajustes de política a fin de reconstruir sus finanzas y recobrar la confianza del mercado. **F&D**

Christoph Rosenberg es Subjefe de División, Christian Keller economista y Brad Setser profesor invitado en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI. Nouriel Roubini, profesor asociado de economía de la Universidad de Nueva York, y profesor invitado en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas y Departamento de Estudios del FMI, contribuyó al estudio en el que se basa este artículo.