

Las finanzas son el núcleo

Leslie Lipschitz

Ante vínculos más estrechos entre las economías nacionales y los mercados financieros mundiales, la gestión macroeconómica exige mejores análisis financieros

PESE a la internacionalización de los mercados financieros y al estrechamiento de los vínculos entre los sistemas financieros de los distintos países, la política económica sigue dirigiéndose mayormente a nivel nacional; por eso, la formación de mercados de capital mundiales complica la evaluación, diagnóstico y elaboración de la política macroeconómica. Y aunque muchos proclaman que los mercados castigan sin demora y sin piedad a los países que se apartan de una política prudente, la realidad es que vistos desde dentro los mercados parecen más bien veleidosos: a veces toleran un comportamiento imprudente durante una eternidad y a veces reaccionan por anticipado; por lo general, responden a una amplia variedad de factores nacionales e internacionales.

Se impone entonces modernizar las dimensiones financieras de los análisis de las economías nacionales —y del control de la salud económica de los países miembros que el FMI denomina “supervisión”— desde tres ángulos diferentes pero vinculados.

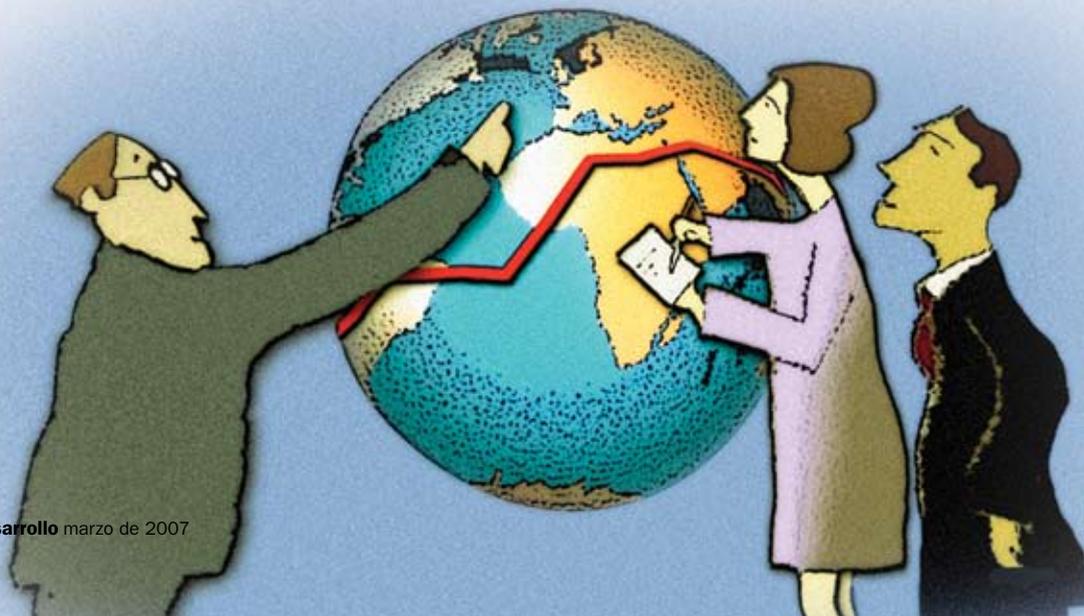
- La observación de la interacción entre los mercados financieros y las condiciones macroeconómicas. El análisis sutil de datos

muy frecuentes extraídos de los mercados financieros —reveladores de expectativas, volatilidad, riesgo, probabilidad de incumplimiento, posibilidad de arbitraje, etc.— es una herramienta de diagnóstico importante para brindar asesoramiento sobre política macroeconómica.

- El análisis del sector financiero mismo; es decir, si es sólido o frágil, si amortiguará o amplificará los shocks, y cómo está regulado y supervisado.

- La evaluación de las vulnerabilidades fundamentales de la economía y de las eventualidades que podrían hacerlas reaccionar, desencadenando una crisis financiera.

Los criterios analíticos que aplicamos son muy variados, pero a nivel conceptual cabe esta caracterización general: estamos hablando de la *perspectiva del balance* y la prevención de *crisis en la cuenta de capital*. Ambos términos reconocen la necesidad de mirar las economías abiertas como conjuntos de balances vinculados entre sí a escala mundial, vulnerables a la exposición y al riesgo de contraparte. Eso significa que los gobiernos deben estar atentos a la posibilidad de que un problema se desborde hacia otros sectores, la economía en general y la economía regional o mundial.





Eso fue precisamente a lo que apuntaba Michel Camdessus, Director Gerente del FMI entre 1987 y 2000, cuando declaró con extraordinario discernimiento que la crisis mexicana era la primera crisis del siglo XXI. Esa y las que la siguieron, en Asia, América Latina y Europa central y oriental, nos obligaron a replantearnos la relación entre las finanzas y la macroeconomía. Aquí examinaremos el lugar central que ocupan las finanzas dentro del análisis macroeconómico mediante tres ejemplos: el primero tiene que ver con las vulnerabilidades de los balances; el segundo, con la interacción entre la política monetaria interna y los mercados financieros mundiales, y el tercero, con un programa de estabilización nacional en un mercado de capital sumamente integrado.

Vulnerabilidades y desencadenantes

Muchos de los análisis sobre la exposición de los balances distinguen conceptualmente las *vulnerabilidades fundamentales* de los *hechos desencadenantes*, que, combinados, pueden desatar una crisis.

Tomemos el país hipotético de Xanadú, que puede captar crédito en el exterior únicamente en moneda extranjera (véase el cuadro). Las cifras oficiales muestran activos externos líquidos (40) que cubren el 80% del total de pasivos a corto plazo (50), situación que dista de ser ideal pero no es desesperante. (Obviamente, sería útil tener información sobre los flujos en cuenta corriente y la estructura de vencimientos de las posiciones a mediano y largo plazo.) El sistema bancario parece tener una posición cambiaria equilibrada, y el sector empresarial no bancario tiene una exposición cambiaria considerable.

¿Cómo medir la vulnerabilidad fundamental de Xanadú? Las cifras muestran a las claras que los bancos tienen cubierta la exposición cambiaria al sector empresarial no bancario y que este tiene, además, una exposición cambiaria considerable al extranjero. Por lo tanto, mucho depende de las características de las empresas no bancarias con pasivos en moneda extranjera. Si se trata de exportadores con ingresos en moneda extranjera, pueden gozar de una cobertura natural. También podrían tener una cobertura derivada sólida (suponiendo que haya contrapartes extranjeras dispuestas a adquirir cierta exposición a la moneda nacional) e inversiones con un rendimiento tal que les convenga captar fondos en el extranjero pese a los costos de cobertura. Estas interpretaciones optimistas concuerdan con los datos. Si por culpa de un contagio se produjera repentinamente una revaloración del riesgo con un efecto cambiario fuerte e inmediato, la peor eventualidad sería un problema de liquidez en el sector bancario que el país podría solucionar mediante sus reservas o un programa del FMI.

Pero los datos también concuerdan con una situación más problemática: los bancos comerciales están endeudándose a corto plazo en el extranjero para prestar a más largo plazo a empresas nacionales en moneda extranjera sin una cobertura natural o derivada. En ese caso, cualquier sacudida del tipo de cambio podría derribar el sector empresarial no bancario y —al eliminar en la práctica su cobertura cambiaria— también el sistema bancario. Es decir, el shock cambiario transforma el riesgo cambiario de los bancos en riesgo crediticio.

Las vulnerabilidades ocultas de Xanadú

Aunque parezcan relativamente saludables, los balances sectoriales pueden ocultar riesgos.

(Miles de millones de dólares)

	Denominados en moneda extranjera		
	Activos	Pasivos	Activos netos
Gobierno general (a extranjeros)	40	10	30
A corto plazo	40	2	38
A mediano y largo plazo	0	8	-8
Bancos comerciales	37	37	0
A corto plazo (a extranjeros)	3	28	-25
A mediano y largo plazo	34	9	25
Posición interna en moneda extranjera	30	0	30
Empresas no bancarias	1	75	-74
A corto plazo (a extranjeros)	1	20	-19
A mediano y largo plazo	0	55	-55
Posición interna en moneda extranjera	0	30	-30
Total	78	122	-44
A corto plazo (a extranjeros)	44	50	-6
A mediano y largo plazo (a extranjeros)	4	42	-38
A mediano y largo plazo (interno)	30	30	0

En este tipo de situación es imposible evaluar la vulnerabilidad sin conocer las características de las empresas con exposición cambiaria. Los datos sobre las empresas no bancarias pueden ser difíciles de conseguir y la importancia de obtenerlos dependerá en parte de la estructura institucional del país. Sin duda, si tiene un tipo de cambio poco flexible (y, por tanto, un gobierno que básicamente parece ser el asegurador del riesgo cambiario), habrá problemas de riesgo moral y grandes probabilidades de endeudamiento en moneda extranjera sin cobertura. Quizá corresponda presumir entonces la existencia de una vulnerabilidad que hay que sacar a la luz y analizar. Pero si el país tiene una historia de amplias fluctuaciones cambiarias y mecanismos de quiebra eficientes, y si lo peor recae en las empresas, la exposición cambiaria poco segura se vuelve mucho menos probable.

Retomando la distinción entre vulnerabilidad y desencadenante, aquí el desencadenante es una revaloración repentina del riesgo, que sería muy improbable si el país tiene políticas excelentes con una buena posición en cuenta corriente y si la economía regional es saludable. Aunque siempre conviene estar atento a las vulnerabilidades fundamentales, la atención que se le dedique al potencial de crisis depende de la probabilidad de que el hecho desencadenante ocurra y de la gravedad probable de la crisis. Por supuesto, este análisis se complica a causa de factores imponderables (como, la duración del shock) y datos insuficientes (por ejemplo, sobre los balances de las empresas). Además, plantear hechos hipotéticos sumamente perniciosos exige siempre gran discreción.

Esto no quiere decir que haya que evitar todas las vulnerabilidades: si un país necesita fondos externos para alcanzar su potencial de crecimiento y puede captar muy poco crédito en su propia moneda, tendrá que aceptar cierta exposición cambiaria. Los bancos que realizan la labor normal de

transformación de vencimientos tendrán cierta exposición al riesgo de las tasas de interés. Estas vulnerabilidades son un aspecto corriente de la actividad comercial y no se pueden eliminar sin encarecer excesivamente los costos de intermediación. En el mejor de los casos, las soportarán las instituciones más resistentes a los riesgos que conllevan.

Decisiones monetarias difíciles

En nuestro segundo caso, la apertura de la cuenta de capital y la integración de los mercados financieros complican aún más la dirección de la política monetaria, sobre todo si el país (como sucede con muchos mercados emergentes) está atravesando profundos cambios estructurales de base.

Convencionalmente, lo ideal es un régimen con metas de inflación explícitas y un tipo de cambio flotante, que obviamente tiene sus ventajas: oficialmente, las autoridades monetarias pueden desentenderse del crecimiento y del desempleo, y no existe una garantía cambiaria implícita que promueva exposiciones cambiarias imprudentes. Así es más probable evitar el temor a la flotación (que ocurre cuando hay tanta exposición cambiaria acumulada bajo un tipo de cambio fijo o cuasifijo que las autoridades se resisten a la depreciación). Una alternativa es un vínculo cambiario fijo acompañado de una estrategia absolutamente verosímil para abandonarlo; por ejemplo, un país podría fijar un vínculo con el euro a un tipo de cambio que genuinamente le permitiera ingresar más adelante a la zona del euro. Pero algunos países han seguido optando por estrategias de intervención ad hoc guiadas por una combinación de factores, como el choque entre los objetivos del comercio mercantilista y el deseo de controlar la oferta monetaria.

Lo malo de estas estrategias es que no abordan la eventualidad de un problema gravísimo: los ajustes de las carteras internacionales son capaces de producir movimientos enormes en la cuenta de capital que pueden desbaratar los objetivos de la política interna. Comencemos por dos generalizaciones:

- Es poco probable que el ajuste de las tasas de interés con fines de estabilización interna haga variar instantáneamente las primas por riesgo o las expectativas cambiarias; por lo tanto, podría originar profundos ajustes en las carteras que eclipsen la política de estabilización interna.
- El comportamiento de las primas por riesgo y de las expectativas cambiarias a menudo parece totalmente arbitrario e imprevisible para las autoridades monetarias.

Estas observaciones tienen implicaciones para la política de muchos países; véase, por ejemplo, “El dilema de Tošovský” en la edición de septiembre de 2002 de *F&D*, que analizó los problemas de la política monetaria de los países en transición más avanzados de Europa central y oriental. Pero el caso de Islandia en 2003–06 ofrece una ilustración inquietante del efecto desestabilizador que puede ejercer la interacción de factores internos cíclicos con la política monetaria y los mercados financieros mundiales (véase el recuadro).

En Islandia, un alza perfectamente razonable de las tasas de interés internas —en medio de la abundante liquidez de los mercados de capital internacionales y la búsqueda desenfrenada de mayor rendimiento— produjo entradas de capi-

tal masivas, una explosión de crédito bancario y, en última instancia, un vuelco de la cuenta de capital. Aun cuando estas relaciones están claras en teoría, es difícil dirigir la política económica si la llegada de grandes caudales de capital es capaz de desatar fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio o las tasas de interés. Afortunadamente para Islandia, el grado de cobertura y la solidez general de los balances mantuvieron a buen resguardo el sistema financiero.

Pero en casos así la disyuntiva monetaria es grave. Supongamos que la autoridad monetaria nacional desea enfriar una economía recalentada subiendo las tasas de interés acorde con

Islandia sobrevive al nerviosismo del mercado

A partir de 2003, la abundancia de energía barata impulsó grandes proyectos de inversión en Islandia que agudizaron el déficit en cuenta corriente, acapararon la mano de obra local y estimularon una demanda global vigorosa, aunque se esperaba que aceleraran el crecimiento y causaran cierta apreciación de la moneda. A medida que la política monetaria se fue endureciendo frente a la fuerza de la demanda, las tasas de interés subieron y la corona islandesa se apreció considerablemente ponderada según el comercio exterior.

Los bancos islandeses aprovecharon el diferencial de las tasas de interés captando préstamos en euros y otorgando crédito en coronas, cuidándose de cubrir su exposición. La combinación de una moneda en alza, tasas de interés elevadas y crédito de buena calidad —los bonos soberanos llevaban la calificación AAA— atrajo también carteras de inversión extranjeras, que financiaban sus posiciones largas de deudas en coronas con crédito tomado en monedas menos redituables. (Esto se vio exacerbado por la innovación financiera, como la emisión *offshore* de eurobonos denominados en coronas por parte de instituciones extranjeras que canjeaban sus pasivos en coronas por los pasivos en euros de los bancos islandeses.) Los diferenciales de rendimiento después del ajuste del tipo de cambio rondaron el 9¼% en 2003, el 7½% en 2004 y el 18% en 2005.

Nadando en dinero y en busca de nuevas modalidades de crédito, los bancos comerciales comenzaron a mediados de 2004 a competir directamente con el Estado en la oferta de primeras hipotecas para la vivienda. Como proponían condiciones más favorables, el crédito a los hogares aumentó el 98% en 2004, alimentando el rápido encarecimiento de la vivienda y la consiguiente extracción de capital a través del refinanciamiento. Eso, a su vez, aceleró el consumo interno, agravando el déficit en cuenta corriente.

Los cambios financieros en Islandia fueron enormes. La deuda externa se disparó. El endeudamiento del sector privado se triplicó entre 2003 y 2006, con aumentos vertiginosos en la deuda de los hogares y de las empresas. Los precios de las propiedades y de las acciones subieron con rapidez; entre mediados de 2003 y fines de 2005, las valoraciones bursátiles prácticamente se cuadruplicaron. Todo esto terminó sembrando mucho nerviosismo en los mercados y generando presiones sobre la moneda y las valoraciones bursátiles en la primavera y el verano de 2006.



las metas explícitas de inflación. Basándose en una multitud de datos empíricos, decide aumentar la tasa de interés un punto porcentual. Pero si el tipo de cambio es flexible, el efecto contractivo de la nueva tasa de interés dependerá más que nada del impacto que produzca en el tipo de cambio: un alza de un punto porcentual que no hace fluctuar el tipo de cambio es sumamente diferente de una que provoca una apreciación del 10%. Además, en la medida en que los efectos en las carteras dependan de decisiones tomadas en Nueva York, Londres o Fráncfort y estén basadas en los diferenciales respecto de otras monedas y la exposición a esas monedas, la autoridad monetaria no tiene manera de prever el desenlace. Lo mejor que puede hacer un país es ir a paso lento, no apartar los ojos de los mercados y ser plenamente consciente de las vulnerabilidades fundamentales.

El curso que sigue la estabilización

Para concluir, observemos los programas de estabilización macroeconómica en países con mercados financieros integrados a escala mundial. En estos casos, el FMI y las autoridades de muchos países suelen usar algún tipo de módulo de programación financiera basado en el balance del banco central o del sistema bancario consolidado. Este es el balance de un banco central:

Activos	Pasivos
Activos externos netos (AEN)	Base monetaria (BM)
Activos internos netos (AIN)	
Crédito al sector privado (CSP)	
Crédito neto al sector público (CNSP)	
Otros activos netos (OAN)	

Esta identidad contable es útil como instrumento organizativo e indicador de coherencia. Los activos internos netos son la suma del crédito al sector privado y al sector público, más otros activos netos; en tanto que la base monetaria es la suma de los activos internos netos y los activos externos netos. El módulo de programación financiera, por lo general, fija un piso para los activos externos netos y un techo para los activos internos netos.

En los viejos tiempos de tipos de cambio fijos y cuentas de capital más o menos cerradas, este instrumento organizativo era de una sencillez asombrosa. Teníamos cierta idea de qué saldo de AEN concordaba con una política prudente y una proyección razonable de los flujos en cuenta corriente. Así, una vez estimada la demanda de dinero, podíamos calcular con bastante acierto la tasa de expansión del crédito necesaria y cómo distribuirla entre el sector público y el privado para lograr un crecimiento y una inflación razonables. Obviamente nos podíamos equivocar —es decir, calcular una tasa de expansión de la oferta monetaria demasiado alta o demasiado baja para nuestras metas de ingreso e inflación—, pero casi siempre podíamos hacer correcciones al repasar el programa. Por ejemplo, si acertábamos con la inflación y el ingreso, pero la expansión del crédito era mucho más rápida de lo previsto y el saldo de AEN más elevado, saltaba a la vista que la demanda de dinero superaba las previsiones y podíamos ajustar el techo de los AIN.

Cuando se combina un tipo de cambio flotante con metas explícitas de inflación, la interpretación de esta identidad contable se complica, aun si la integración a los mercados de capital es limitada. Por ejemplo, si (por temor a los efectos inflacionarios) las autoridades recurren a la intervención cambiaria para poner freno a una depreciación incipiente (supuestamente pasajera), el piso de los AEN limitará el margen de intervención y el techo de los AIN limitará el margen de esterilización de sus efectos monetarios. Bien puede que tenga sentido intervenir en contra de presiones bajistas pasajeras sobre la moneda y esterilizar esa intervención. Pero si las fuerzas que impulsan la depreciación perduran, llega un momento en que cabe replantearse la estrategia de intervención y esterilización: las limitaciones que impone esta sencilla identidad pueden ayudar a definir ese momento y hacer los cuestionamientos que correspondan.

Pero pensemos en las complicaciones que se crean si existe una plena integración con los mercados mundiales de capital. El saldo de AEN y el tipo de cambio pasan a ser sumamente impredecibles, y sus fluctuaciones están dominadas por las condiciones en los mercados de capital. Si el saldo de AEN está más o menos fijado en función del objetivo prudente de cubrir los pasivos externos en moneda extranjera a corto plazo, un salto de la prima por riesgo cambiario depreciaría la moneda e incrementaría las tasas de interés. Esto podría influir en la liquidez del sistema financiero (si está dedicado a la transformación de vencimientos en moneda extranjera), la solvencia del sistema financiero (si existen préstamos en moneda extranjera a prestatarios nacionales sin cobertura), y la sostenibilidad de la deuda tanto del gobierno como del sector empresarial no bancario y del sector de los hogares. Estos efectos podrían llevar a reclamar del banco central divisas o una nueva expansión del crédito, minando la integridad de la política monetaria.

Para cuando aparecen en los libros de un banco central, el daño puede ser ya irreparable. Así pasamos del sencillo mundo de una cuenta de capital cerrada al complejo mundo de las vulnerabilidades y los desencadenantes, o sea, al mundo del primer caso, que exige datos más precisos y modalidades de análisis imaginativas y predictoras. Es un mundo en el cual hay que determinar las vulnerabilidades y evaluar la posibilidad de crisis analizando hipótesis pobladas de desencadenantes de incierta probabilidad.

En suma . . .

Estos tres casos son complejos y no tienen fácil solución, pero anticipan un análisis macroeconómico más eficaz en medio de la gran imprevisibilidad que origina la integración de los mercados de capital y los sistemas financieros mundiales. Se trata de un mundo en el cual los macroeconomistas deben estar atentos a las vulnerabilidades y a los hechos capaces de desencadenar crisis, al contexto mundial en el cual opera la política monetaria nacional, y al impacto que las fluctuaciones del riesgo, las tasas de interés, los tipos de cambio y el crecimiento tendrán en la situación financiera del gobierno, los bancos y otras partes del sector privado. ■

Leslie Lipschitz es Director del Instituto del FMI.