

# Parte V

## Perspectivas

# 12

## Descalces de monedas y dolarización de pasivos locales

*Philip Turner<sup>1</sup>*

### 12.1 Introducción

Mis puntos de vista sobre las implicancias de la dolarización en la política económica se pueden resumir brevemente. Aunque algunos han argumentado que es endémica, yo sostengo que la dolarización en los países de tamaño intermedio es un reflejo de malas políticas. De hecho, en la década pasada el diseño de mejores políticas económicas ha disminuido la dependencia de la moneda extranjera e incrementado los préstamos en moneda local. El rápido desarrollo de los mercados de bonos en moneda local y el creciente interés de los inversionistas extranjeros en estos mercados representan un enorme progreso, pero suscitan nuevas preguntas que requieren atención.

Todos los economistas que trabajan en América Latina han oído hablar del ‘pecado original’. El problema es que la incapacidad de los países en desarrollo para solicitar préstamos en sus propias monedas en el extranjero hace que los descálces de monedas sean casi endémicos. Los principales exponentes de esta idea han sido Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, quienes han presentado diversas versiones de esta tesis.<sup>2</sup>

La idea central de la metáfora del ‘pecado original’ es que son las debilidades innatas, y no el comportamiento pasado, lo que determina la forma en la que los países en desarrollo pueden solicitar préstamos. En una publicación reciente, Morris Goldstein y yo sostenemos que las medidas estadísticas utilizadas por Eichengreen y Hausmann están erradas y que su hipótesis del ‘pecado original’ es demasiado pesimista.

Es necesario considerar la lógica de un descálce de monedas. La noción de descálce de monedas se refiere al impacto de una modificación del tipo de cambio en el valor presente descontado de los flujos futuros de ingresos y egresos. Por tanto, *todos* los activos y pasivos deben ingresar en el cálculo, no sólo los activos y pasivos con el exterior.

Los contratos denominados en moneda extranjera entre residentes pueden generar problemas porque un cambio drástico en el tipo de cambio puede perturbar dichos contratos y tener efectos económicos reales. Las deudas en moneda extranjera entre residentes se pueden ‘cancelar mutuamente’ en tiempos normales, pero no en una crisis. Es ésta precisamente la razón por la cual el enfoque de este capítulo sobre la dolarización de pasivos locales es tan importante.

La denominación monetaria de otros flujos de ingresos también es importante: es muy diferente un crédito en moneda extranjera usado para financiar la producción de bienes transables, que aquel utilizado para financiar la producción de bienes no transables.

De lo anterior se desprende que un elemento clave de análisis es el coeficiente entre la denominación de la deuda por monedas y la participación de los bienes transables en el PBI. Dicho en términos más medibles: los países con altos coeficientes de exportaciones/PBI pueden sostener una mayor participación de la moneda extranjera en la deuda total. Si dicho coeficiente es mayor a uno –es decir, si hay más deuda en moneda extranjera que ingresos en dicha moneda para financiarla–, entonces el país enfrenta un problema. La magnitud de este problema depende de la posición neta en moneda extranjera del país: una fuerte posición deudora neta hace aún más complejo el panorama.

El índice de descalce ‘agregado efectivo’ de monedas (DAEM) –*aggregate ‘effective’ currency mismatch*– que Morris Goldstein y yo construimos es el producto de estas dos variables. En símbolos, el coeficiente de descalce se expresa:

$$\text{MISM} = \frac{\text{ME\%DT}}{\text{X/Y}}$$

En donde:

ME%DT = participación de la moneda extranjera en la deuda total

X = exportaciones de bienes y servicios

Y = PBI

Entonces el descalce agregado efectivo de monedas –DAEM– es el producto de MISM y los activos netos en moneda extranjera –ANME– como porcentaje del PBI, es decir:

$$\begin{aligned}\text{DAEM} &= \frac{\text{ANME}}{\text{Y}} \cdot \frac{\text{ME\%DT}}{\text{X/Y}} \\ &= \frac{(\text{ANME})(\text{ME\%DT})}{\text{X}}\end{aligned}$$

Cuando los activos en moneda extranjera son exactamente iguales a los pasivos en moneda extranjera, entonces el DAEM es cero; es decir, no hay descalce agregado efectivo de monedas. Ello sería cierto incluso en una economía dolarizada donde las deudas están denominadas en gran medida en dólares. Si un país tiene una posición de pasivos netos en moneda extranjera –vale decir, ANME es negativo–, el DAEM también será negativo.

Esta medida puede usarse como una prueba de vulnerabilidad para la economía, pues combina un coeficiente de descalce con la medida de posición neta en moneda extranjera de un país. ¿Cuál es la interpretación de este coeficiente en el caso de una economía dolarizada?. En este tipo de economía, el coeficiente puro del descalce –básicamente la participación de la moneda extranjera en el total de deuda– es muy alto. Cuán riesgoso es esto para el país, depende del balance entre sus activos y sus pasivos en moneda extranjera, es decir, de la posición neta en moneda extranjera.

## 12.2 Una agenda de políticas internas

Varios autores en este volumen respaldan el punto de vista de Morris Goldstein y el mío: los formuladores de política en economías de mercados emergentes de tamaño intermedio *pueden* hacer mucho para incentivar la denominación de las deudas en moneda local y no en moneda extranjera. Ciertamente, hay una dimensión macroeconómica. Los países que emprenden políticas macroeconómicas inflacionarias o erráticas obviamente encontrarán que es difícil pedir préstamos en sus propias monedas.

El déficit fiscal debe limitarse. La política monetaria debe tener como objetivo una inflación baja. Por lo general deben evitarse los tipos de cambio fijos, porque alientan una excesiva confianza hacia préstamos en dólares ‘baratos’.

La dimensión de la política microeconómica también es importante y, en consecuencia, las siguientes cinco medidas merecen atención. Los gobiernos deberían:

- Asegurar que las normas contables exijan la plena divulgación de las pérdidas por préstamos denominados en moneda extranjera que han sido inducidas por problemas cambiarios. Sin esto, los gobiernos y empresas pueden informar sobre pagos de intereses menores si piden préstamos en dólares o euros a fin de que su posición financiera parezca más saludable de lo que es en realidad. Un deudor más prudente –que pide prestado en moneda local y paga una tasa de interés elevada– parecerá entonces estar en peor situación. El monitoreo de la exposición a la moneda extranjera por bancos y reguladores debe ser continuo y suficientemente flexible como para captar las nuevas formas de exposición, particularmente a través de los derivados.<sup>3</sup>
- Evitar que se debilite su posición crediticia al elevar demasiado sus acreencias en moneda extranjera. Una simple visión de la hoja de balance sugeriría que los préstamos para financiar activos en moneda doméstica deberían solicitarse en la misma moneda. Además, el endeudamiento en los mercados locales contribuye a fortalecer la disciplina fiscal porque ejerce una presión inmediata al alza en las tasas de interés locales. La impopularidad de mayores tasas de interés puede, con suerte, crear un respaldo político para déficits presupuestales menores. La emisión de deuda en moneda extranjera en el exterior intenta evadir este elemento clave de la disciplina del mercado.
- Alentar el ingreso de bancos extranjeros. Muchas crisis han puesto claramente de manifiesto los peligros de apoyarse en préstamos en dólares de bancos del exterior. Por esta razón, el incremento de los préstamos en moneda local a través de filiales extranjeras ha sido uno de los desarrollos notables de los últimos cinco o seis años.<sup>4</sup> A menudo no se aprecia cuánto ha avanzado este proceso. Según algunos estimados preliminares del Banco de Pagos Internacionales (BPI), por ejemplo, más del 60 por ciento de las exposiciones de los bancos de los principales centros financieros en los mercados emergentes están ahora en moneda local.
- Desarrollar un mercado líquido de bonos en moneda local.

- Hacer que la supervisión prudencial de las instituciones financieras sea más consciente de los descalces de monedas. Por supuesto, esto no significa que la política pública fuerce la desdolarización, sino sólo que debería garantizar que todos los riesgos hayan sido evaluados correctamente. La supervisión prudencial tiene una dimensión micro –la supervisión de instituciones individuales– y una dimensión macro –la supervisión del sistema en su conjunto–. Hay poco que añadir al excelente capítulo sobre la dimensión micro cuya autoría pertenece a Jorge Cayazzo, Socorro Heysen, Antonio García Pascual y Eva Gutiérrez.

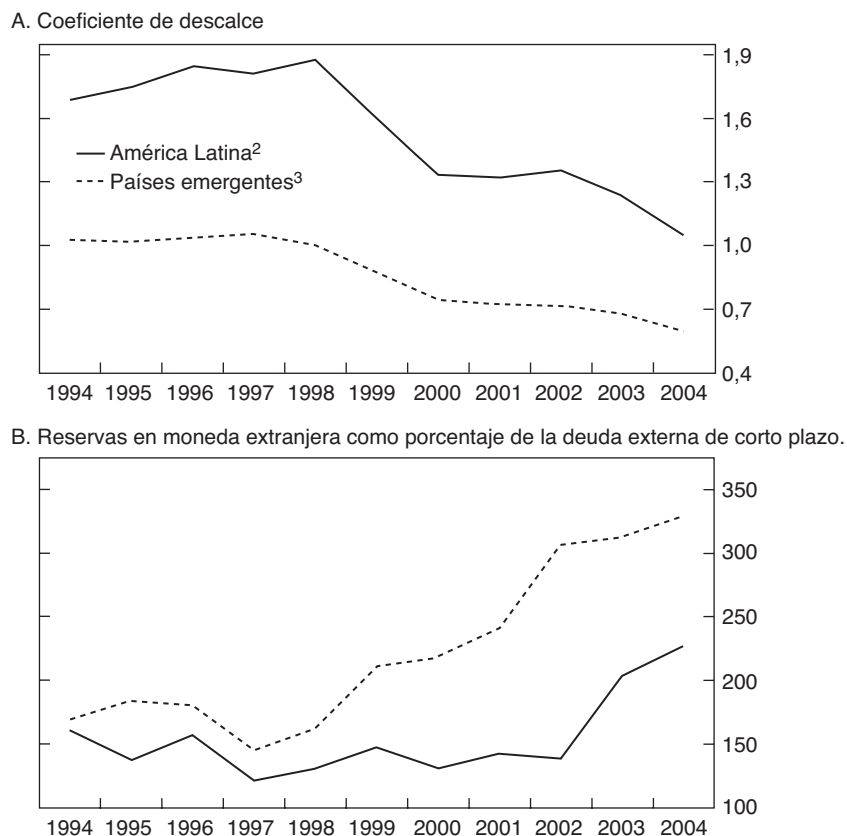
La mejor supervisión de instituciones individuales debe ser apoyada por una vigilancia más eficaz del sistema en su conjunto. El problema en la práctica es que cuantificar dichas exposiciones es bastante complejo. Los indicadores estándar de la hoja de balance, tales como las posiciones abiertas netas y los préstamos brutos en moneda extranjera a empresas nacionales, son sólo parte de la historia. El FMI ha realizado recientemente un trabajo muy interesante en este campo.<sup>5</sup> Una virtud importante de este trabajo es que combina los descalces de monedas y aquellos de plazos de vencimiento.

Las políticas económicas de los países de América Latina han mejorado en la última década. Se cuenta con mejores políticas fiscales y monetarias. En muchos países hay tipos de cambio flexibles, se están desarrollando los mercados de bonos nacionales –México es un caso sobresaliente–, se han retirado progresivamente los créditos asociados a moneda extranjera –como en Brasil en los últimos 18 meses– y se han reformado los regímenes de supervisión.

¿Qué ha ocurrido con los descalces?. A mediados de la década de 1990, el coeficiente puro de descalce mencionado anteriormente –el coeficiente entre la proporción de deuda en moneda extranjera respecto de la participación de las exportaciones en el PBI– estaba bastante por encima de uno en los países más grandes, excepto en Chile. Para el 2004, la proporción se había reducido significativamente, como se muestra en el panel superior del gráfico 12.1, al mismo tiempo que se acumularon reservas internacionales.

Según un estudio preliminar de corte transversal para varios países sobre los determinantes de los *spreads* de los créditos soberanos en el período 1994 a 2004, la reducción de los descalces ha tenido un efecto estadísticamente significativo en la disminución de los *spreads*. La implicancia de este resultado es que los menores descalces mejoran realmente la situación de un país en los mercados internacionales de capital.

Otra variable significativa fue el coeficiente de las reservas internacionales como porcentaje de la deuda externa de corto plazo, que se grafica en el panel inferior del gráfico 12.1. Los incrementos en este coeficiente –que es un indicador de liquidez– también han llevado a reducir los *spreads*. Ello significa que los grandes amortiguadores agregados de liquidez pueden llegar a proteger a las economías dolarizadas, y parece explicar por qué el Perú, una de las economías altamente dolarizadas en América Latina, soportó bastante bien la convulsión financiera regional. En efecto, la abundancia de reservas internacionales y los activos líquidos en moneda extranjera de los bancos fueron la política de seguros del país.<sup>6</sup>

Gráfico 12.1 Descalce de monedas y coeficiente de cobertura de reservas<sup>1</sup>

1. Promedios simples, 2. Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, 3. Países latinoamericanos citados más China, la República Checa, Hungría, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuente: BPI, Goldstein y Turner (2004) actualizado (detalles disponibles de philippe.hainaut@bis.org).

### 12.3 ¿Hay interés internacional en los bonos en moneda local de América Latina?

Una pregunta para el futuro es la siguiente: ¿cuán atraídos podrán sentirse los inversionistas extranjeros por instrumentos de deuda en moneda local de países latinoamericanos? Es importante distinguir entre los bonos internacionales y los bonos locales, los cuales deben considerarse por separado.

#### *Bonos internacionales*

¿Los gobiernos deberían emitir bonos internacionales en moneda local? Quizás no. Es posible que la liquidez en los mercados internacionales de bonos, así como la capacidad de explotar plenamente nuevos instrumentos –por ejemplo, los *swaps* de incumplimiento crediticio– requiera que éstos se concentren en sólo unas cuantas monedas. La gran masa de bonos internacionales se emite, en efecto, sólo en dos monedas: 43 por ciento en

dólares estadounidenses y 41 por ciento en euros.<sup>7</sup> Estos porcentajes revelan una mayor concentración que, digamos, la participación de los dólares o euros en el PBI mundial, presumiblemente debido a que los inversionistas valoran la liquidez de estos mercados. Expandirse en monedas adicionales disminuiría la liquidez con toda seguridad.

Es cierto que ha habido recientemente –o habrá en el futuro– algunas emisiones muy publicitadas por los prestatarios de América Latina. Pero algunas de estas emisiones parecen ser o muy especiales –por ejemplo, relacionadas con la reestructuración de la deuda– o tienen coberturas cambiarias completas o parciales. Este resultado merece un mayor análisis.

### ***Bonos nacionales***

¿Qué ocurre en el caso de los bonos nacionales?. Los inversionistas extranjeros todavía pueden estar interesados en los bonos en moneda local emitidos en los mercados locales por entidades latinoamericanas. Los mercados de bonos vienen desarrollándose con profundidad en varios países, tal como lo ilustran las cifras siguientes: a fines de 1994, los valores de la deuda local de las entidades latinoamericanas alcanzaron unos US\$ 270 mil millones, mientras que a finales de 2004 los saldos se habían elevado a US\$ 650 mil millones.

Vale la pena destacar en forma especial el desarrollo de una larga y bien definida curva de rendimiento en México.<sup>8</sup> Aunque se ha realizado relativamente poca investigación en torno al tema de los bonos de América Latina, un trabajo reciente del BPI sugiere que los bonos en moneda local en Asia han atraído a los inversionistas extranjeros. Primero, el análisis estándar de retornos y varianzas sugiere que la deuda en moneda local en Asia proporciona a los inversionistas extranjeros una alternativa de riesgo más baja que la alternativa de deuda en dólares. El retorno promedio de una cartera de bonos en moneda local era sólo un poco menor que el de una cartera denominado en dólares, pero la varianzas era mucho más baja.<sup>9</sup> Segundo, la covarianza entre una cartera de bonos en moneda local y una cartera global estándar es baja. Por lo tanto, los bonos en moneda doméstica ofrecen valiosos beneficios de diversificación. Además, hay cierta evidencia de que la correlación sigue siendo baja, incluso en períodos de vulnerabilidad, de modo que los beneficios de la diversificación tienden a ser bastante resistentes y a sobrevivir incluso en las ‘malas’ épocas. Una pregunta importante es la siguiente: ¿cómo se distribuirá la propiedad de los bonos en moneda local en América Latina? Es aún demasiado pronto para saberlo. La experiencia de Asia es alentadora, incluso si las carteras extranjeras están todavía dominados por unos cuantos países. No hay información detallada sobre tenencias de bonos locales por parte de inversionistas extranjeros. No obstante, el incremento sostenido de participación de los bonos locales en el volumen total de las transacciones por intermediarios financieros internacionales, según informes de la Asociación de Comercio de los Mercados Emergentes, sugiere que los no residentes vienen participando más en los mercados de bonos locales de las economías emergentes.

Este importante desarrollo obliga a las autoridades económicas a prestar atención a la calidad de sus propios mercados de bonos locales: la infraestructura, los acuerdos

tributarios, la base de inversionistas, etc. Para monitorear las vulnerabilidades que surgen de dicha deuda se requieren mejores datos sobre la madurez y formación de las tasas de interés de la deuda, que los que están disponibles en muchos países. La vulnerabilidad de la deuda local respecto de cambios en el ciclo de la tasa de interés requiere mayor atención que la que ha recibido hasta la fecha.

## Notas

1. Este capítulo se basa en Morris Goldstein y Philip Turner (2004). Los puntos de vista expresados aquí son los del autor y no necesariamente los del BPI.
2. Véase Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003).
3. Parte importante de la supervisión que realiza el FMI debe consistir en hacer un cuidadoso seguimiento de las exposiciones en moneda extranjera, tanto en términos *cuantitativos*, –ayudando a mejorar la cobertura estadística y haciendo una verificación cruzada con los datos de los acreedores–, como *cualitativos*, –asegurándose de que los reguladores locales no sólo tengan los medios para monitorear descálces, sino que efectivamente los monitoreen–.
4. El Comité del BPI sobre el Sistema Financiero Global ha publicado recientemente una evaluación integral del impacto del mayor ingreso de los bancos extranjeros en las economías emergentes. (véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, 2004 y 2005).
5. FMI (2004).
6. Christian Keller, quien presenta este argumento de manera muy eficaz en FMI (2004), páginas 42–5, muestra que las reservas internacionales del Perú y los activos líquidos en moneda extranjera han cubierto consistentemente entre dos tercios y tres cuartos de la suma de deuda externa de corto plazo del país y de los depósitos nacionales en dólares.
7. Otro 12 por ciento en libras esterlinas o en yenes. El franco suizo, el dólar canadiense y el dólar australiano representan sólo 1 por ciento cada uno. Estos promedios corresponden al periodo 1999 - 2004.
8. Véase los artículos sobre los mercados de deudas en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú en Banco de Pagos Internacionales (2002).
9. Booth (2003) y McCauley (2004) mencionan resultados similares.

## Referencias bibliográficas

- Banco de Pagos Internacionales (2002) ‘The Development of Bond Markets in Emerging Economies’, *BIS Papers*, No. 11.
- Booth, J. (2003) ‘Emerging Market Debt Comes of Age’, *The Banker* (Setiembre).
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (2004) ‘Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies’, *CGFS Papers*, No. 22.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (2005) ‘Foreign Direct Investment in the Financial Sector – Experiences in Asia, Central and Eastern Europe and Latin America’, *CGFS Papers*, No. 25.



Eichengreen, B., R. Hausmann and U. Panizza (2003) 'The Mystery of Original Sin', Universidad de California, Berkeley, Universidad de Harvard and Banco Interamericano de Desarrollo.

Fondo Monetario Internacional (2004) 'Debt-related Vulnerabilities and Financial Crises: An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries'. (Washington, D.C.: FMI Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, 1 de julio).

Goldstein, M. and P. Turner (2004) *Controlling Currency Mismatches in Emerging Economies* (Washington, DC: Institute for International Economics).

McCauley, R. N. (2004) 'Diversifying with Asian Local Currency Bonds', *BIS Quarterly Review* (Setiembre).