



ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y LOS HOGARES EN LA REGION DEL CMCA

*Angel Alberto Arita Orellana**

El Sistema de Cuentas Nacionales (SCN93) que han adoptado los países de la región para compilar sus estadísticas macroeconómicas incluye en su secuencia de cuentas, además de los flujos de fondos meso-sectoriales, la construcción de los acervos o saldos de activos y pasivos (balances) de cada sector institucional al cierre de cada ejercicio contable. Hasta la fecha muy poco se ha avanzado en la estimación de esos balances para los sectores institucionales, sin embargo, la implantación del SNC93 y los manuales estadísticos recomendados para los demás sectores analíticos permite realizar algunas aproximaciones sobre variables económicas y financieras relevantes en el proceso de toma de decisiones de política económica. Un ejemplo de tales acercamientos es un análisis de los balances de las otras sociedades de depósito (OSD)¹, dentro de las cuales hay una separación confiable de las posiciones que tiene este sector frente a los demás sectores analíticos, vale decir, el

* Subsecretario Ejecutivo del Consejo Monetario Centroamericano. Aunque este documento recoge recomendaciones y sugerencias de colegas de la SECMCA, las opiniones y comentarios son de mi exclusiva responsabilidad y no necesariamente reflejan ni comprometen la posición de la Secretaría Ejecutiva, ni de los Bancos Centrales Miembros del Consejo Monetario Centroamericano o sus autoridades.

¹ Las OSD son parte del sector de las sociedades financieras, el que a su vez incluye: bancos, sociedades financieras, mutuales, cooperativas de ahorro y crédito y compañías de seguro, entre otros.

Gobierno, las Sociedades No Financieras, los Hogares y las Instituciones sin Fines de Lucro que Sirven a los Hogares, así como con los No Residentes.

Partiendo de las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas (EMFA)² que compilan los bancos centrales de la región es posible desarrollar algunas consideraciones básicas con relación a la posición financiera que tienen los hogares y empresas³ en la región. A pesar de tratarse de análisis meramente descriptivo de lo acontecido entre enero de 2008 y junio de 2010 para tres países de la región (CA3, en adelante)⁴, los hallazgos respaldan un comportamiento racional de los hogares y las empresas, a la luz de lo que predice la teoría económica frente ciertos incentivos y hechos económicos.

Además la información disponible permite plantear a manera de hipótesis respuestas a interrogantes tales como ¿Cómo han modificado su posición financiera las empresas y hogares ante los efectos de la crisis financiera mundial? ¿Han ahorrado o se han endeudado? ¿Lo han hecho en moneda nacional o extranjera? ¿Si las monedas nacionales se devaluaran persistentemente a partir de hoy, cual de estos

² <http://www.secmca.org/EMFA.html>

³ En estricto rigor los sectores institucionales referidos son "Hogares e Instituciones sin Fines de Lucro que Sirven a los Hogares" y "Otras Sociedades No Financieras", a los que genéricamente se les denominarán hogares y empresas (SNF), en su orden.

⁴ República Dominicana y Honduras han compilado cifras monetarias para los distintos sectores institucionales desde diciembre de 2001 y Guatemala desde enero de 2008. En el resto de casos no existe plena separación de activos financieros y pasivos de los sectores institucionales frente a las OSD.



sectores ganaría en el agregado? ¿El comportamiento de los hogares o las empresas origina al menos parte de la holgada liquidez que presenta el sistema financiero en estos países?

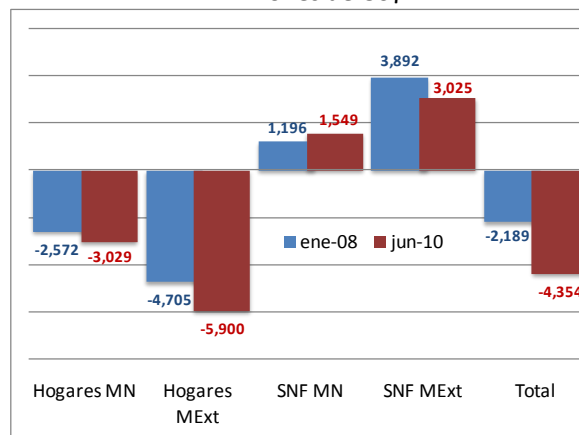
Con esta herramienta de análisis, a pesar de estar todavía incompleta por la falta de información económica y financiera sobre la posición de los hogares y las empresas con el Gobierno o entre ellos mismos, es posible identificar hechos relevantes que sin duda pueden matizar de forma notoria el análisis sobre la aplicación de determinadas decisiones de política que competen a los Bancos Centrales.

1. Los hallazgos más relevantes en el agregado.

Al definir el crédito neto (préstamos menos depósitos) de un sector frente a las Otras Sociedades de Depósito (OSD) como una *proxy* de la posición financiera total, se observa que en general, el sector privado no financiero de CA3⁵ duplicó su posición acreedora neta frente a las OSD entre enero de 2008 y junio de 2010, al pasar de US\$2,189 millones a US\$4,354 millones (Gráfico No.1). En el proceso, las OSD de estos tres países captaron recursos netos adicionales (redujeron el crédito neto) en moneda nacional equivalentes a US\$103 millones de los hogares y las empresas residentes; y en unos US\$2,060 millones en instrumentos ligados a monedas extranjeras. Notablemente, solo las empresas expandieron su posición deudora en moneda nacional, mientras que la redujeron en moneda extranjera.

⁵ Guatemala, Honduras y República Dominicana.

Gráfico No.1
CA3: Estructura del Crédito Neto a Privados
En millones de US\$



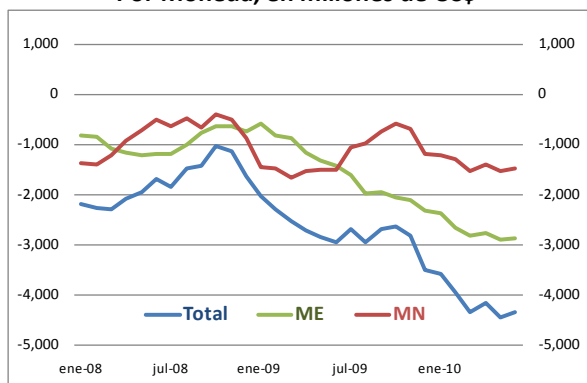
Esto significa que en el agregado, un cambio hoy en la política monetaria de los bancos centrales de CA3 que induzca una modificación en las tasas de interés domésticas en teoría no movilizará mayores recursos a favor o en contra del sector privado no financiero, en relación con lo que acontecía hace 3 años, toda vez que el sector privado no financiero ha mantenido casi inalterable su posición acreedora neta en moneda nacional ante las OSD. Por supuesto, esto no significa que el sector financiero registrará mayores o menores ganancias hoy si las tasas de interés domésticas suben, pues en realidad los márgenes de intermediación financiera juegan un papel preponderante en la estimación de los impactos netos de los movimientos en la tasa de interés en la riqueza total de un sector.

En todo caso, sí es posible suponer que un incremento hoy de la tasa de interés de los instrumentos en moneda extranjera en CA3 reducirá más el consumo y la inversión del sector



privado no financiero que en enero de 2008. La razón de tal conclusión es que si la tasa de interés activa y pasiva en moneda extranjera se incrementa, en el agregado los hogares y las empresas tendrán un mayor incentivo para destinar un mayor porcentaje de su ingreso al ahorro en moneda extranjera, dejando menos recursos disponibles para el consumo y la inversión.

Gráfico No.2
CA3: Saldos Crédito Neto a Privados
Por Moneda, en millones de US\$



No obstante, considerando que el mecanismo de transmisión de la política monetaria tiene como uno de sus canales el efecto en el consumo y la inversión a través del crédito bancario, es posible intuir que la política monetaria en CA3 tendría en principio más efectividad hoy que en enero de 2008⁶. Este punto se refuerza por el hecho que la dolarización de las economías de CA3 se ha reducido en el crédito, aunque la tendencia reciente es que la captación en moneda extranjera se incrementa más rápidamente que la de moneda nacional, con lo que la exposición

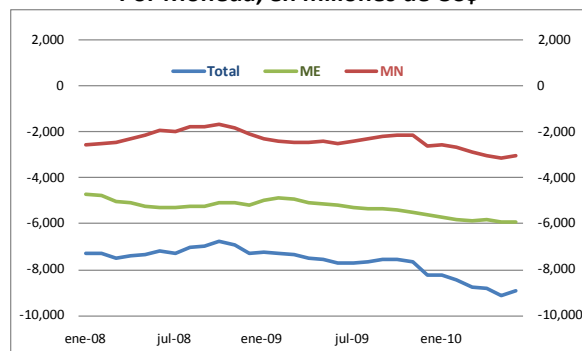
⁶ Lo que no necesariamente lleva a concluir que debe modificarse la política monetaria vigente.

cambiaría de las OSD en CA3 se ha incrementado (Gráfico No. 2).

2. Análisis sectorial: Los hogares han profundizado su posición de financiadores netos.

La información para CA3 destaca que los hogares siguen siendo acreedores netos de las OSD, incrementando más su posición acreedora en moneda extranjera (US\$1,200 millones) en el período analizado. En efecto, los hogares aumentaron sus ahorros en moneda extranjera de US\$12,967 millones en enero 2008 a US\$15,179 millones en junio 2010 (variación de US\$2,212 millones), mientras que su saldo de crédito en moneda extranjera pasó de US\$1,361 millones a US\$1,399 en el mismo lapso de tiempo (aumento de US\$38 millones). Esto equivale a decir que el crédito en esa moneda creció 2.8% en el período frente un 20.3% de aumento en los depósitos la moneda extranjera.

Gráfico No.3
CA3: Saldos Crédito Neto a los Hogares
Por Moneda, en millones de US\$

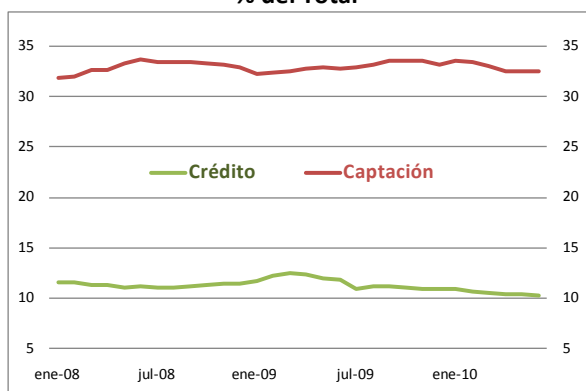


Entre tanto, la posición acreedora neta de los hogares en moneda nacional se presentó como más estable y se incrementó en solo US\$456



millones en los meses observados. Lo anterior es el reflejo del hecho que en el periodo los hogares recibieron créditos adicionales por US\$1,756 millones en moneda nacional, pero a su vez, este sector incrementó en US\$2,212 millones los activos que posee frente a las OSD. Visto de otra forma, durante el período de crisis financiera internacional los hogares han enfrentado la misma incrementando sus ahorros, previendo posiblemente que el efecto de la crisis sería más duradero que temporal, a la vez que por motivos precautorios las OSD han implantado restricciones para el acceso al crédito. Simultáneamente, los hogares incrementaron su posición en activos netos en moneda extranjera, anticipando posiblemente que las crisis traería como efecto un debilitamiento de las monedas nacionales.

Gráfico No.4
CA3: Dolarización Financiera de los Hogares
% del Total



En línea con lo descrito en términos de las posiciones de balance, la tasa de dolarización del crédito a los hogares refleja una reducción en todo el período, aunque había presentado un incremento hacia inicios de 2009; algo que llama

la atención de forma especial ya que el primer semestre de 2009 se caracterizó por una enorme incertidumbre cambiaria derivada del poco conocimiento que se tenía sobre la intensidad y duración de la crisis. Sin poder realizar mejores deducciones con la información disponible, cabe levantar la hipótesis de que los hogares –en parte por la escasa especialización financiera que poseen- están enfrentando altos costos de transacción para protegerse del riesgo cambiario que ellos percibirían hacia la depreciación al menos en CA3.

Con todo, en un ambiente de mayor desempleo, menores tasas de interés, pérdidas de ingresos y menores remesas familiares, es necesario preguntarse cómo los hogares han ampliado su posición financiera con las OSD. Teóricamente, la respuesta estaría ligada a motivos meramente precautorios, tanto de los hogares, como de las propias OSD que han desarrollado una estrategia de mayor cautela en el otorgamiento de créditos nuevos. Esto por supuesto tiene una implicancia macroeconómica relevante en razón de su impacto en la evolución de la demanda agregada doméstica. En suma, los hogares de CA3 han profundizado su postura de financiadores netos de esas economías mediante el sistema financiero, y parecen estar más dispuestos a reducir deudas y/o gastar menos que lo esperado en una época de recuperación económica.

A la luz de estos hechos es factible además señalar otros puntos relevantes para medir el impacto de las decisiones de política de los bancos centrales en el sector de hogares.



En primer lugar, el aumento no esperado de la inflación produce una reducción no esperada en las tasas de interés real, así, ya que el sector de hogares es un acreedor neto en moneda nacional, la inflación no esperada termina deteriorando la riqueza financiera del sector.

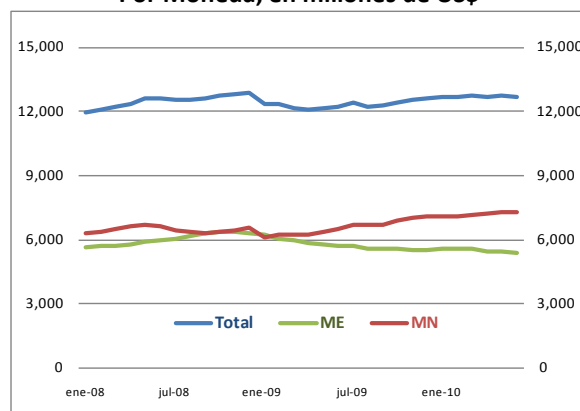
En segundo término, un movimiento al alza del tipo de cambio provocaría –al menos parcial y financieramente hablando- un incremento en la riqueza medida en moneda nacional de los hogares, pues en el agregado tienen más ahorros que crédito en moneda extranjera, sumando unos US\$5,850 en promedio los primeros seis meses de 2010. Por ejemplo, un 1% de depreciación de las monedas nacionales en CA3 aumentaría en términos netos US\$58 millones la riqueza financiera nominal de los hogares medida en las monedas nacionales, sin considerar el impacto de la depreciación en la capacidad de compra de las remesas familiares ni en la inflación doméstica, ya que el *pass through* en estos países es relativamente alto.

3. Las empresas reaccionan más fuertemente ante los incentivos y la incertidumbre cambiaria y se mantienen como deudores netos de las OSD.

Hasta antes de la crisis la evolución de las condiciones económicas y financieras en la región generaron importantes expansiones en el crédito bancario, lo que dejó de registrarse desde finales de 2008 cuando se comenzaron a percibir los impactos de la crisis mediante los distintos canales de transmisión, tanto financieros como reales.

En efecto, entre enero de 2008 y junio de 2010 el crédito otorgado a las empresas de CA3 se incrementó en tan solo 6% medido en dólares (US\$722 millones) frente a un crecimiento de 15.3% en la cartera de los hogares (US\$1,795 millones). A diferencia de lo acontecido con la cartera crediticia de los hogares que se amplió en ambas monedas, las empresas efectuaron una “nacionalización” del crédito, al reducir la cartera en moneda extranjera en un 4.2% (US\$236 millones) y simultáneamente incrementar la expresada en monedas nacionales en 15.2% (US\$958 millones) durante el periodo analizado.

Gráfico No.5
CA3: Saldos Crédito a las Empresas
Por Moneda, en millones de US\$

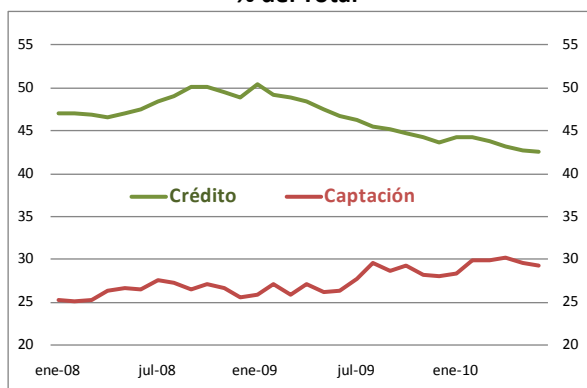


Así, similar a lo observado para los hogares pero con mayor intensidad, las empresas de CA3 parecen estar esperando una depreciación de las monedas nacionales y/o aprovechando la coyuntura de una política monetaria relajada con tasas de interés domésticas relativamente bajas, pero en definitiva mayores que las de moneda extranjera.



En el caso de las empresas, el comportamiento de la captación denota una tendencia sostenida de mayor dolarización. En efecto, la tasa de dolarización, pasó de 25% a casi 30% en el periodo bajo análisis, reflejo de una expansión de 36% en la captación de moneda extranjera, frente un 12% en la de moneda nacional, aunque en términos absolutos cada tipo de captación se incrementó en poco más de US\$600 millones cada una.

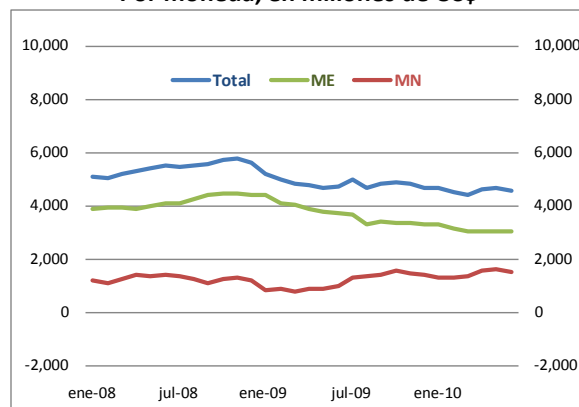
Gráfico No.6
CA3: Dolarización Financiera de las Empresas
% del Total



Al incorporar en el análisis el comportamiento de la captación de las empresas se refleja que en CA3 la posición neta de las empresas con las OSD continúa siendo deudora en el período, pero denota una tendencia de reducción desde finales de 2008 cuando alcanzó un nivel de US\$5,800 millones, para ubicarse en US\$4,575 millones en junio 2010, es decir una reducción de casi US\$1,225 millones en solo 7 meses. Destaca además que dicha reducción se focaliza en la posición en moneda extranjera, ya que la posición en moneda nacional se mantenido

prácticamente estable aunque con algunas oscilaciones.

Gráfico No.7
CA3: Crédito Neto a las Empresas
Por moneda, en millones de US\$



Estos hallazgos refuerzan la hipótesis de que el sector privado (tanto hogares como empresas) no financiero parece estar pagando en CA3 un alto costo por la incertidumbre cambiaria, ya que sus ahorros se han trasladado a moneda extranjera con tasas de interés históricamente bajas y sus créditos a moneda nacional, con tasas altas en comparación con las de moneda extranjera.

4. Los hechos en la región CARD

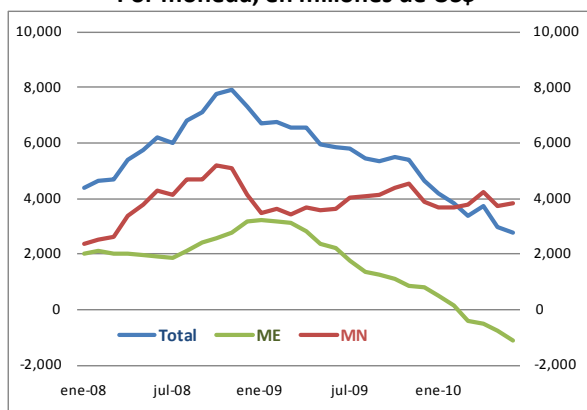
A pesar de no contar con el detalle necesario en relación con la clasificación por sectores institucionales, al observar el comportamiento del crédito neto al sector privado no financiero (empresas + hogares) en la región CARD resalta que el comportamiento es muy similar a lo descrito para CA3 en este documento. Los hallazgos se repiten: el crédito neto se ha reducido desde finales de 2008, liderado por el



comportamiento del crédito neto en moneda extranjera, acompañado de un nivel relativamente estable del crédito neto en moneda nacional.

Entre noviembre de 2008 y junio de 2010, la contracción del crédito neto total de las OSD al sector privado alcanza casi US\$5,150 millones en la región CARD, equivalente a un 3.3% del PIB regional de 2009, y al ser liderado por la reducción en moneda extranjera, la posición del sector privado total en esta moneda es ahora acreedora con las OSD en casi US\$1,100 millones, cuando a inicios de 2008 era deudora neta en casi US\$2,000 millones.

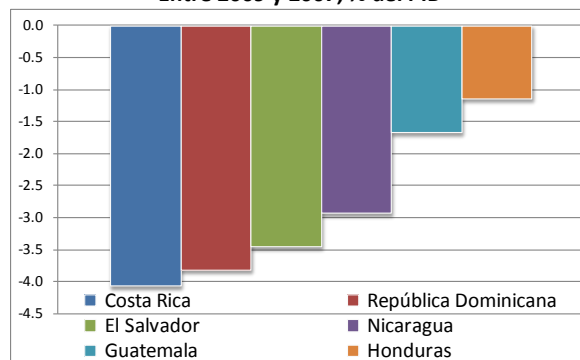
Gráfico No.8
CARD: Crédito Neto al Sector Privado
Por moneda, en millones de US\$



Aunque la información de los balances de las OSD resulta parcial, es interesante hacer notar que el crédito neto de éstas a los gobiernos centrales de CARD se ha expandido en US\$3,240 millones en el periodo bajo análisis, lo que implica que alrededor de un 70% de la expansión del déficit fiscal entre 2007 y 2009 se financió del balance de las OSD. Dicho de otra forma, del

deterioro de US\$4,710 millones en el resultado de los gobiernos centrales de CARD (2.8% del PIB en promedio) entre 2007 y 2009, un 70% fue financiado mediante créditos directos de -o uso de depósitos en- las OSD, las que a su vez recibieron US\$5,150 millones de los Hogares y las Empresas. Si bien, es una primera aproximación, todo indica que indirectamente son estos últimos sectores lo que están aportando una buena parte de los recursos requeridos para la expansión fiscal abordada por los países de la región, con el fin de enfrentar el impacto negativo de la crisis financiera internacional.

Gráfico No.9
CARD: Incremento del Déficit del Gobierno Central
Entre 2009 y 2007, % del PIB

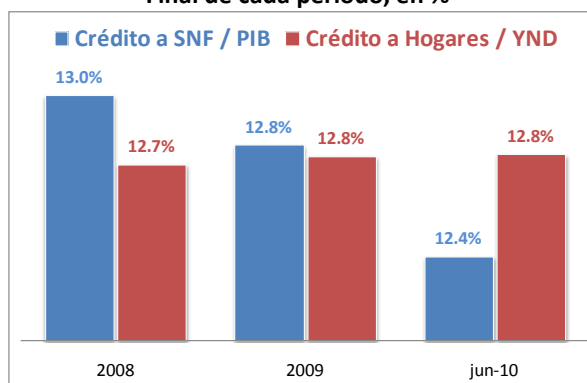


A pesar de lo anterior, al menos para CA3, un indicador básico del apalancamiento de los hogares parece no haber sufrido mayores modificaciones en el transcurso de la crisis, lo que haría sospechar que este sector estaría ajustando su predisposición hacia el crédito como si el choque sobre su ingreso disponible es de carácter permanente, más que uno transitorio. Y al observar el indicador para el



apalancamiento de las empresas éste denota una rápida reducción, posiblemente recogiendo un comportamiento prudencial tanto del sector mismo como el de las OSD con relación a los riesgos de seguir expandiendo el crédito con la misma rapidez que lo hizo antes del inicio de la crisis. Por supuesto, el clima de negocios, así como las perspectivas económicas poco promisorias y la reducción en la confianza del consumidor pueden ser factores que también están limitando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión, a pesar de la reducción que se observa en las tasas de interés.

Gráfico No.10
Apalancamiento del sector privado
Final de cada periodo, en %



Con lo descrito y el comportamiento del crédito bancario en la región queda espacio para preguntarse si el impulso fiscal podrá en el largo plazo compensar el impacto del *crowding out* a la inversión privada.

5. A manera de conclusión

- El sector privado no financiero (empresas y hogares) de CA3 duplicó su posición acreedora neta frente a las OSD entre enero

de 2008 y junio de 2010, al pasar de US\$2,189 millones a US\$4,354 millones, suministrando un considerable impulso a la liquidez imperante en el sector financiero de la región.

- A pesar de ello, un cambio hoy en la política monetaria de los bancos centrales de CA3 que induzca una modificación en las tasas de interés domésticas en teoría no movilizará mayores recursos a favor o en contra del sector privado no financiero, en relación con lo que acontecía hace 3 años, toda vez que el sector privado no financiero a mantenido casi inalterable su posición acreedora neta en moneda nacional ante las OSD.
- No obstante, considerando que el mecanismo de transmisión de la política monetaria tiene como uno de sus canales el efecto en el consumo y la inversión a través del crédito bancario, es posible intuir que la política monetaria en CA3 tendría en principio más efectividad hoy que en enero de 2008, ya que la dolarización en el crédito de las economías de CA3 se ha reducido.
- Los hogares de CA3 han profundizado su postura de financiadores netos de esas economías mediante el sistema financiero, y parecen estar más dispuestos a reducir deudas y/o gastar menos que lo esperado en una época de recuperación económica. Sin embargo, su conducta frente a la incertidumbre cambiaria parece estar imponiendo altos costos en términos financieros, y esto también aplica para el sector de empresas, que han incrementado sus activos en moneda extranjera.



- Ya que en CA3 el sector de hogares es un acreedor neto en moneda nacional, un aumento no esperado en la inflación deteriorará la riqueza financiera del sector, mientras que resultará provechoso para las empresas, toda vez que en el agregado son deudores netos de las OSD en el agregado.

La información disponible para la región CARD denotan que los hallazgos para CA3 se repiten: el crédito neto se ha reducido desde finales de 2008, liderado por el comportamiento del crédito neto en moneda extranjera, acompañado de un nivel relativamente estable del crédito neto en moneda nacional. Adicionalmente, todo indica que indirectamente son los hogares y las empresas las que están aportando una buena parte de los recursos requeridos para la expansión fiscal abordada por los países de la región, con el fin de enfrentar el impacto negativo de la crisis financiera internacional.