



Exposición Sectorial al Riesgo Cambiario usando el Enfoque de Hoja de Balance

Oscar Iván Pascual¹²

Tradicionalmente el análisis macroeconómico ha estado basado en el comportamiento de los flujos en las principales variables de interés. En contraste con este tipo de análisis, recientemente el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2002) ha venido resaltando la importancia de los *stocks* financieros de los participantes en la economía, obtenidos de las hojas de balance correspondientes.

Partiendo de esta premisa, surge a finales de los 90's el denominado Enfoque de Hoja de Balance (*Balance Sheet Approach*, BSA) herramienta que permite identificar debilidades y fortalezas en los diferentes sectores a través del estudio de las posiciones financieras activas y pasivas frente a cada uno de sus contrapartes.

De manera esquemática, el BSA lo constituye una matriz que incorpora a cada uno los sectores de la economía (S_1, \dots, S_n) en filas y columnas, y cuyas celdas contienen los activos y pasivos financieros vis-a-vis para cada sector. En la versión más detallada de esta estructura dichas posiciones se presentan por instrumento (I_1, \dots, I_n), moneda y plazo.

Idealmente, una matriz de este tipo debería comprender todos los sectores y sub-sectores institucionales contemplados en el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN), a saber:

- Sector Financiero
 - Banco Central
 - Otras Sociedades de Depósito
 - Otras Sociedades Financieras
- Sector Público
 - Gobierno Central
 - Gobiernos Estatales y Locales
 - Sociedades Públicas No Financieras
- Sector Privado No Financiero
 - Otras Sociedades No Financieras (Empresas)
 - Otros Sectores Residentes (Hogares)
- Resto del Mundo o No Residentes

De igual forma, las posiciones financieras deberían desagregarse de acuerdo a los 8 instrumentos del mencionado SCN:

¹ Economista visitante. Las opiniones expresadas son las del autor y no necesariamente representan la posición de la SECMCA.

² El autor agradece el apoyo estadístico brindado por los consultores Ricardo Alvarado e Iván Zumbado.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 85, enero 2016

- Oro Monetario y Derechos Especiales de Giro
- Monedas y Depósitos
- Valores Distintos de Acciones
- Acciones y Otras Participaciones de Capital
- Préstamos
- Reservas Técnicas de Seguro
- Derivados Financieros
- Otras Cuentas por Pagar/Cobrar

El FMI (2002) identifica al menos cuatro vulnerabilidades que pueden analizarse usando este esquema: (1) *Descalce de madurez*: en caso de existir una gran cantidad de pasivos de corto plazo, mientras las posiciones activas son principalmente de largo plazo; (2) *Problemas de estructura de capital*: si el financiamiento de las actividades del sector depende más de deuda que de reinversión de utilidades, lo cual dificultaría el hacer frente a una disminución en los ingresos; (3) *Problemas de solvencia*: cuando el valor presente de los activos no alcanza para cubrir los pasivos y (4) *Descalce/riesgo cambiario*: una diferencia marcada entre los activos y pasivos en moneda extranjera (ME), que podría representar pérdidas importantes ante depreciaciones o apreciaciones abruptas y no anticipadas o no cubiertas adecuadamente por los deudores y acreedores en esa moneda.

Este análisis estará enfocado únicamente en el último de estos aspectos, dada la importancia del tema cambiario en las economías de la región y debido a la limitada disponibilidad de datos en los balances compilados. Se pretende identificar y caracterizar comportamientos sectoriales respecto a la estructura de activos y pasivos en ME para cada uno de los países y resaltar cualquier hallazgo atípico en sectores y países específicos.

Los datos disponibles permiten dividir las economías en 6 grandes sectores: Banco Central, Otras Sociedades de Depósito, Otras Sociedades Financieras, Sector Público (que incluye, en algunos casos, a los Gobiernos Locales y las Empresas Públicas No Financieras), Sector Privado No Financiero

| | | Sector Financiero | | | Sector Público | Sector Privado | No Residentes |
|-------------------|---------------|-------------------|-----|-----|----------------|----------------|---------------|
| | | Banco Central | OSD | OSF | | | |
| Sector Financiero | Banco Central | | 2SR | 4SR | 1SR | 1SR | PII |
| | OSD | 1SR | | 4SR | 2SR | 2SR | PII |
| | OSF | 1SR | 2SR | | 4SR | 4SR | PII |
| Sector Público | | 1SR | 2SR | 4SR | | ??? | PII |
| Sector Privado | | 1SR | 2SR | 4SR | ??? | | PII |
| No Residentes | | 1SR | 2SR | 4SR | PII | PII | |

Figura 1: Matriz de hoja de balance simplificada.



(donde se incorporan los Hogares y las Otras Sociedades No Financieras o Empresas Privadas) y el Sector No Residente o Resto del Mundo.

Esta desagregación responde a las dificultades encontradas a la hora de compilar los balances sectoriales para algunos sectores, por lo cual se recurrió a considerarlos como consolidados y se utilizaron datos espejo (es decir, los reportados en los balances de las contrapartes) en los casos no disponibles.

Las informaciones provienen de los Formularios Estandarizados de Declaración de Datos (FEDD) 1SR, 2SR y 4SR, y de la Posición de Inversión Internacional divulgada por el FMI. Con esta información es posible construir una matriz de hojas de balances simplificada que guarda la estructura presentada en la figura 1.

Como puede verse, todas las celdas de la matriz contienen información, excepto las correspondientes a la relación entre el Sector Público y el Sector Privado No Financiero, ya que no se dispone de los balances de ninguno de estos sectores. Esta omisión podría o no ser de importancia, dependiendo de la magnitud de las posiciones financieras entre estos sectores.

Se dispone de los FEDD y la Posición de Inversión Internacional (PII) anuales para cada uno de los países para el período 2005-2014, así como información para el segundo semestre de 2015, lo que arroja un total de 11 matrices para cada uno de los 6 países (66 matrices en total). Como ya se mencionó, *el análisis se basa en la posición activa/pasiva (y neta) en Moneda Extranjera de cada sector con el resto de la economía y, en caso necesario, con algún sector en específico.* Dado que la economía de El Salvador está dolarizada, el análisis excluye este país, por lo que quedaríamos con un total de 55 matrices.

Los resultados se tomaron como proporciones al PIB nominal en dólares, para controlar por el tamaño de las economías. Posiciones netas negativas, y en especial si estas han ido aumentando respecto al PIB, indicarían posibles riesgos importantes ante una depreciación (o devaluación) nominal de la moneda local. De igual forma, una posición neta positiva estaría indicando un potencial riesgo ante la apreciación de la moneda nacional. En ambos casos, dicho riesgo se exagera si no está siendo acotado o controlado por los sectores involucrados.

Comportamiento regional agregado: Pasivos en ME

El primer aspecto a resaltar es que, para el período bajo análisis, los **pasivos agregados** en moneda extranjera de los países de la región han promediado un 120% del PIB, con una fuerte incidencia de Nicaragua, que promedia 215.2% entre 2005 y 2015. El detalle por país se encuentra en la tabla I.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 85, enero 2016

Tanto la evolución temporal como la composición sectorial de estos pasivos se recogen en el gráfico 1, donde puede observarse que previo a la crisis financiera internacional el *stock* de deuda en ME venía reduciéndose desde un 118.4% en 2005 a un 107.0% en 2008. Al segundo trimestre de 2015 el acumulado alcanza casi un 140%, para un aumento de 33 puntos porcentuales respecto a 2008, impulsado principalmente por el Sector Privado (+21.8 pp), el Sector Público (+7 pp) y las Otras Sociedades de Depósito (+4.6 pp).

| | |
|--------------------------|--------|
| NI | 215.2% |
| CR | 117.4% |
| HN | 113.7% |
| DO | 81.2% |
| GU | 73.1% |
| Promedio Regional | 120.1% |

Como puede verse, la mayor parte de la deuda en ME corresponde al Sector Privado (54.9% del total en promedio), compuesto por Hogares y Empresas, y más de la mitad de esta deuda privada (53.3%) corresponde a Inversión Directa en empresas locales por parte de No Residentes. El otro gran componente son los préstamos en ME tomados en los sistemas financieros nacionales.

Llama asimismo la atención el alto nivel de endeudamiento en ME por parte del sector público a principios de la última década (2005), alcanzando en promedio un 31% del PIB, pero con una distribución bastante desigual: tres países donde estos niveles de deuda eran relativamente bajos (CR: 11.7%; DO: 16.5% y GT: 16.6%) y los dos restantes con ratios más elevados (HN: 41.5% y NI: 68.8%).

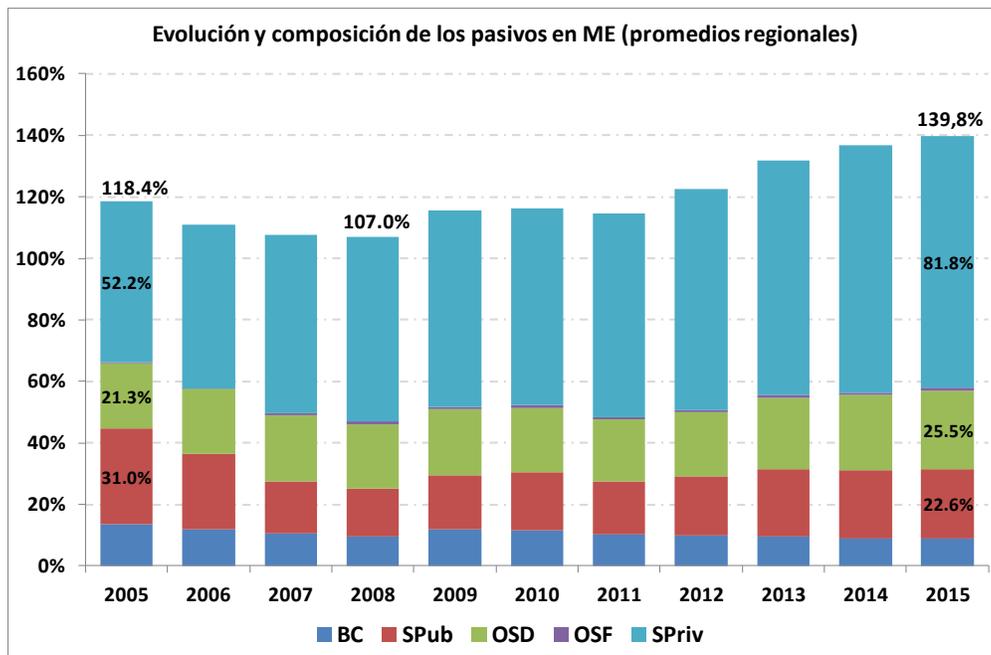


Gráfico 1

Al segundo trimestre de 2015 esta proporción de pasivos en ME del Sector Público en relación al PIB ha disminuido a un 22.6% como promedio regional y se distribuye de forma más homogénea



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 85, enero 2016

entre los diferentes países (GU: 14.1%; CR: 14.4%; DO: 27.4%; NI: 28.2% y HN: 28.9%). Esta disminución implica que, aun en el caso de que los stocks de deuda totales del Sector Público se hayan incrementado, la exposición al riesgo cambiario de la región como un todo es menor que antes de la crisis y la mejor distribución por países diversifica el riesgo al que están expuestos los acreedores de esta deuda.

Como último elemento a resaltar en cuanto a los pasivos en ME, es necesario enfatizar la disminución de los compromisos en ME por parte de los Bancos Centrales, que ha pasado de un 13.7% a un 9.0% del PIB en los últimos 10 años. Esta caída se ha dado en todos los países de la región, salvo en Guatemala, donde ha ocurrido un ligero incremento pero, dado que el Banco de Guatemala es el que cuenta con menos obligaciones en ME de todos (promedio 2005-2015q2: 1.4% del PIB), esta situación no presenta ningún riesgo significativo. Como en todos los casos la totalidad de estos pasivos en ME corresponden a obligaciones con No Residentes, esta tendencia a la baja abrió espacio para la mejora de su posición externa neta, como se verá en la siguiente sección.

De Pasivos a Posición Neta en ME:

Si bien es importante analizar el acervo de pasivos en ME como medida de exposición ante el riesgo cambiario, hay que considerar que, además de estos pasivos, los sectores de la economía disponen también de activos en ME que amortiguan o podrían incluso eliminar por completo esta exposición. Por estas razones estudiamos también las posiciones en ME netas para cada sector dentro de cada economía.

Como el análisis contempla las posiciones frente a cada uno de los demás sectores, esto da lugar a una consolidación a nivel interno de las economías que deja visible únicamente la posición neta en ME frente al Resto del Mundo o, por llamarlo de otra manera, la posición externa neta en moneda extranjera de cada sector frente a No Residentes. Como muestra la figura 3, las economías de la región presentan una posición en ME neta **negativa** y esta se ha incrementado de manera significativa a partir de 2007, año en que inició la crisis del sector inmobiliario en EEUU, cuando alcanzaba un 31.1% del PIB. Para 2014 y al segundo trimestre de 2015 este indicador parece haberse estabilizado en alrededor de 60% del PIB.

Un aspecto a resaltar es que el sistema financiero (compuesto por el Banco Central, las Otras Sociedades de Depósito y las Otras Sociedades Financieras) aparece con posición neta positiva en todas las economías (salvo una excepción discutida más adelante) y que esto contrarresta en parte el elevado endeudamiento neto en ME con No Residentes del Sector Privado y, en menor medida, del Sector Público. Así, el sector financiero parece estar mejor cubierto que las empresas y el gobierno ante el evento cambiario más probable (depreciación o devaluación de la moneda local).

Precisamente sobre este punto es notable la forma en que han evolucionado las obligaciones netas en ME de estos dos actores de la economía (Sector Público y Privado): previo a la crisis, la deuda **net**a en ME del Gobierno (28.1% del PIB) superaba a la de las Empresas y Hogares (22.8%) mientras que para 2015 la deuda neta privada en ME (51.5%) representa más de 2.5 veces la pública (20.1%). Este hecho representa hasta cierto punto un problema, ya que a la deuda privada por lo general se le da menos seguimiento, enfocándose los hacedores de política y tomadores de decisiones en la deuda pública.

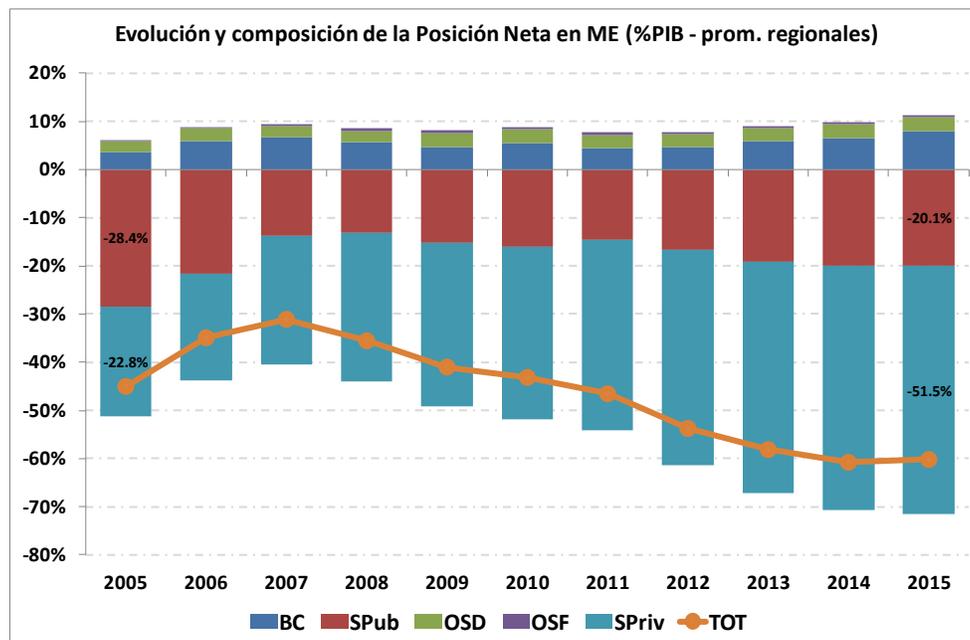


Gráfico 2

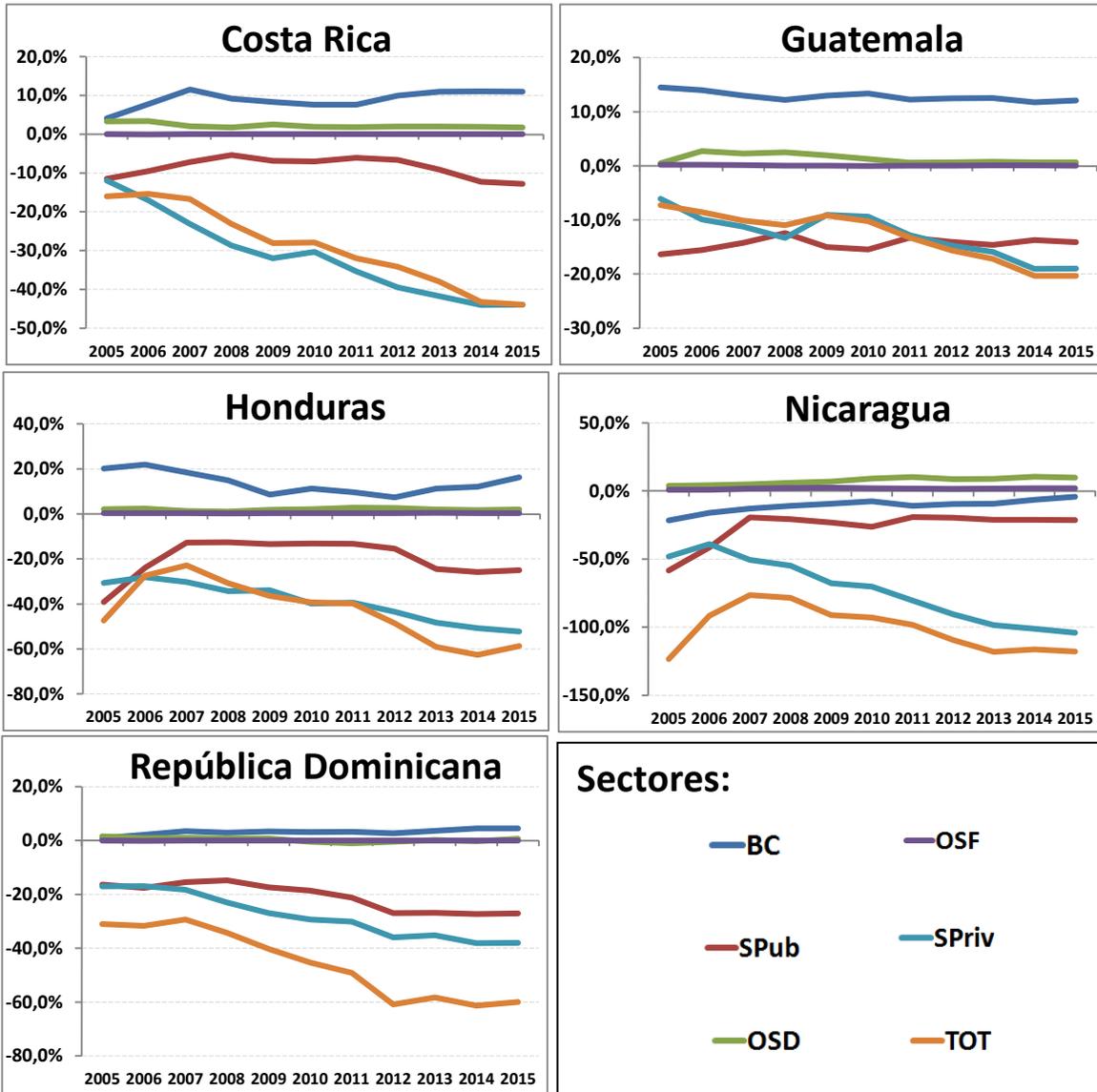
El comportamiento promedio de las economías de la región en lo que respecta a obligaciones netas en ME revela información de importancia sobre la exposición al riesgo cambiario, pero quedan aspectos puntuales que solo pueden ser abordados observando la composición sectorial y evolución temporal de esta variable para cada una de las economías por separado.

Análisis por países:

El conjunto de gráficas en el recuadro siguiente ilustra cómo se ha comportado el indicador bajo estudio para cada uno de los sectores de cada una de las economías de la región CARD sin incluir El Salvador. Es llamativa la dinámica de la deuda neta en ME de Guatemala en contraste con la de Nicaragua. El primero de estos dos países mantiene un Sector Privado con un nivel de endeudamiento neto en ME excepcionalmente bajo (menos de 20% del PIB a 2015), a la vez que su Banco Central dispone de la segunda mayor acumulación neta de activos en ME de la región (12.8% en promedio).



Evolución de la posición neta sectorial en ME – Países miembros CARD (excepto El Salvador). 2005-2015q2





Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 85, enero 2016

En cambio, Nicaragua presenta un panorama diametralmente opuesto, al ser el único país cuyo Banco Central cuenta con más pasivos que activos en ME y cuyo Sector Privado mantiene un balance negativo en dólares que a 2015 supera el valor del PIB (104.1%). Esto provoca que la posición neta de la economía nicaragüense completa sea la más elevada de todas, promediando 101.2% del PIB en los últimos 10 años y alcanzando un 117.9% en 2015.

Es importante resaltar que el comportamiento reciente del indicador para los diferentes sectores de la economía de Nicaragua muestra mejoras que auguran un mejor desempeño en el mediano plazo: tanto el Banco Central como la Banca mantienen una activa política de acumulación de activos externos, lo que ha llevado a que en 2014 (por primera vez en la última década) la posición neta combinada en ME de estos dos sectores en ME alcanzara valores positivos (4.0% del PIB), proceso que continúa consolidándose en la primera mitad de 2015 (5.6%).

Asimismo, la deuda pública neta en ME cayó significativamente entre 2005 y 2007 y se ha estabilizado en alrededor del 21% desde entonces, similar al promedio de la región. De igual forma, el Sector Privado continúa incrementando su *stock* de obligaciones netas en ME como proporción del PIB, pero este crecimiento ha ido desacelerándose: entre 2007 y 2012 aumentó a una tasa de crecimiento promedio de 15.4% anual, mientras que para 2013-2015 esta tasa alcanza un 4.8%.

El caso de Costa Rica es interesante debido a que, si bien el gobierno está pasando por dificultades fiscales importantes, la **deuda pública neta en ME** es la más baja de todas las economías, promediando un 8.6% del PIB para la muestra estudiada y ubicándose en su punto más elevado (12.8%) en 2015. Además, el Banco Central de Costa Rica mantiene una saludable posición neta en ME (9% en promedio; 11% en 2015) y el Sector Privado, si bien en aumento sostenido desde 2005, aún mantiene un balance neto razonable de 44% del PIB.

Por último, para Honduras y República Dominicana encontramos que, en el Sector Público, a pesar de mantenerse estable durante los últimos años, las obligaciones netas en ME alcanzan para 2015 niveles relativamente elevados (HN: 25%; DO: 27%), pero en ambos casos se tienen factores que compensan parcialmente este endeudamiento. En Honduras el Banco Central cuenta con una cantidad notable de activos netos en ME (16.2% del PIB, y un promedio de 13.8% durante 2005-2015), mientras que en Dominicana el Sector Privado mantiene un moderado *stock* de deuda neta en ME de menos del 40% del PIB. Estas características contribuyen a que el total de obligaciones externas de ambas economías por separado no supere el 60% de su producto



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 85, enero 2016

Conclusiones:

En este análisis se utilizó el Enfoque de Hoja de Balance (BSA) como herramienta para estudiar la exposición al riesgo cambiario de los diferentes sectores de las economías de la región CARD. El principal resultado observado es que tanto la deuda bruta no consolidada (total pasivos), así como la deuda externa neta en ME se han incrementado de forma significativa a partir de la crisis financiera 2007-2008. Asimismo, el componente de mayor peso y el que más ha crecido en los últimos 7 años para ambos indicadores es la deuda del Sector Privado No Financiero.

Otro hallazgo importante es que, al hablar de la posición en ME neta, los sistemas financieros tienden a mantener un saldo positivo, en contraposición a la posición neta deudora del Sector Público y el Sector Privado. De igual forma, los niveles y las distribuciones sectoriales de la deuda varían de forma sustancial a lo largo de los países, con Guatemala manteniendo los niveles más bajos de todos y Nicaragua con obligaciones netas en ME casi 6 veces mayores que aquel, pero con una marcada tendencia a mejorar.

El permanente riesgo de una depreciación o devaluación significativa hace necesario que se brinde seguimiento al tema de la deuda (tanto bruta como neta) en ME y que, basándose en este seguimiento, se tomen las medidas necesarias para evitar un desbordamiento importante de la misma, como por ejemplo continuar incentivando el desarrollo de un mercado de coberturas cambiarias. Por último, es importante resaltar que este análisis no considera la estructura de plazos de las obligaciones en ME, un factor de suma importancia en lo que respecta al riesgo de depreciación/devaluación.

Salvo contadas excepciones, de momento los diferentes sectores de las economías de la región no presentan elevados niveles de obligaciones en dólares, aunque se hace pertinente observar de cerca el creciente endeudamiento del Sector Privado en la mayoría de los países.

Bibliografía consultada:

Allen, M.; Rosenberg, C.; Keller, C.; Setser, B.; Roubino, N. *"A Balance Sheet Approach to Financial Crisis"*; IMF Working Paper (WP/02/210), diciembre 2002, Fondo Monetario Internacional.

Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras; Fondo Monetario Internacional; 2001.