

EL CRECIMIENTO DE LA BANCA TRANSNACIONAL Y EL MERCADO DE EURODÓLARES. SUS EFECTOS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO*

Stephany Griffith-Jones **

(Institute of Development Studies)

I. INTRODUCCIÓN

En este documento trataré de describir el rápido crecimiento de la banca y del crédito transnacional desde los años sesenta, así como sus causas principales. Desde comienzos de los años setenta una proporción rápidamente creciente de las operaciones de préstamo de los bancos multinacionales se fue orientando hacia los países en desarrollo, lo cual condujo a la "privatización" de la estructura de la deuda externa de aquellos países.¹ Después de delinear las principales causas de esta tendencia describiré los cambios que tuvieron lugar en los mecanismos del "mercado de eurodólares" y que facilitaron el acceso de los países de la periferia a dicho mercado. Finalmente se examinarán con más detalle las tendencias que presenta el financiamiento de los países en desarrollo en el "mercado de euromonedas" durante los años setenta.

Se espera que este documento suministre un marco de análisis útil para evaluar la influencia que los cambios recientes en las formas de financiamiento externo (y particularmente la creciente participación de los bancos transnacionales privados en el mismo) están ejerciendo sobre los países de la periferia. Una evaluación de esta naturaleza no sólo poseería interés académico. En la mayor parte de los casos los movimientos políticos progresistas en los países de la periferia, por lo general de corte nacionalista, han evaluado críticamente y han procurado restringir la inversión extranjera directa de origen privado. Sin embargo, por lo general estos movimientos han dado la bienvenida a los flujos de créditos priva-

* Este trabajo forma parte de un estudio más amplio dirigido por Osvaldo Sunkel y Edmundo Fuenzalida sobre transnacionalización. Está financiado por SAREC (Suecia). El artículo fue terminado a principios de 1980.

** Quisiera agradecer a Osvaldo Sunkel, Carlos Fortín, Edward Brett, Jonathon Aronson, Constantine Vaitos, Frank Collings y Susan Strange sus fructíferas discusiones sobre el tema. También deseo agradecer a Dudley Seers, Hans Singer, Robert Devlin y Stephen Mendelsohn sus comentarios.

¹ Esto contrasta agudamente con los años cincuenta y sesenta, cuando los flujos externos recibidos por la periferia provenían básicamente de fuentes oficiales (bilaterales o multilaterales), y con los años treinta y cuarenta, cuando el financiamiento externo (sea público o privado) de que disponía la periferia era sumamente limitado.

dos externos, que con frecuencia llegan en una escala bastante amplia y relativamente indiscriminada. Por lo tanto, parece importante en particular evaluar los efectos de estos flujos sobre las economías de la periferia.

II. EL CRECIMIENTO DE LA BANCA TRANSNACIONAL Y LA EMERGENCIA DE LOS MERCADOS DE EUROMONEDAS

A partir de los sesenta la mayor parte de los bancos más importantes del mundo emularon a las otras grandes corporaciones en sus esfuerzos por transnacionalizarse. Durante ese período establecieron sucursales, subsidiarias y consorcios bancarios fuera de sus fronteras nacionales en una escala sin precedente. Una proporción en continuo aumento de sus activos totales son controlados por esas unidades extranjeras. Así, en 1960 sólo ocho bancos estadounidenses tenían sucursales en otros países; hacia 1975 unos 125 bancos de aquel país tenían 732 sucursales operando en 59 países extranjeros. Los activos totales de las sucursales estadounidenses en el exterior se incrementaron de 3 500 millones de dólares en 1960 a 181 mil millones de dólares en junio de 1976² (lo cual implica que su valor se multiplicó por cincuenta). La banca transnacional de otros países ha crecido también a un ritmo muy rápido.³

Las operaciones externas de dichos bancos están fuertemente concentradas. Trece grandes bancos norteamericanos representaban en 1976 más de las dos terceras partes de las actividades realizadas en el exterior por la totalidad de los bancos de los Estados Unidos; en 1976, 50 % de las utilidades de dicho grupo de bancos provino de sus actividades en el exterior; las ganancias internacionales de esos trece bancos transnacionales de mayor tamaño representaron más de 95 % del aumento experimentado por sus ganancias totales entre 1970 y 1975, y se observó que las ganancias internas se estancaban mientras sus utilidades en el exterior crecían drásticamente.⁴

Resultaba natural que los bancos de todo el mundo se transnacionalizaran a fin de satisfacer las necesidades de las empresas transnacionales

² Datos basados en el directorio del Federal Reserve, citados en *International Debt, the Banks and U. S. Foreign Policy*, un informe preparado para el subcomité sobre Política Económica Externa del Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los Estados Unidos. Introducción por el senador F. Church, Washington, 1977.

³ Entre 1963 y 1969 la participación de los bancos norteamericanos en el mercado londinense (el mayor centro bancario transnacional) fluctuó entre 40 y 50 %; desde 1973 la participación de los bancos norteamericanos ha sido inferior a 40 %.

⁴ Salomon Brothers, *United States Multinational Banking: Current and Prospective Strategies*, Nueva York, Salomon Brothers, 1976.

que constituían una parte considerable de su cartera, empresas que estaban invirtiendo crecientemente sus capitales en el extranjero. La expansión general del comercio mundial después de la segunda Guerra Mundial proporcionó un factor adicional que estimuló el rápido crecimiento de la banca transnacional. El papel del dólar como moneda internacional ofreció la base sobre la cual se desarrolló la banca transnacional.

La mayor parte de los analistas están de acuerdo en que ese rápido crecimiento de la banca transnacional⁵ debe atribuirse en gran medida a la asimetría entre las detalladas y restrictivas regulaciones oficiales que rigen las operaciones de los residentes en sus propias monedas nacionales y la mayor libertad de que disfrutaban los no residentes para operar en moneda extranjera.⁶

A fines de los años cincuenta dos desarrollos parecieron haber suministrado el impulso inicial a los bancos para trasladarse hacia Europa. Al final de 1958 la Europa Occidental restableció plenamente la convertibilidad en cuenta corriente, en particular para los no residentes. Los bancos comerciales establecidos fueron autorizados para recibir depósitos de corto y largo plazos en dólares o, en verdad, en cualquiera otra moneda en que tuvieran intereses comerciales. Por otra parte, el creciente comercio de la Unión Soviética con la Europa Occidental generó dólares que el gobierno soviético prefirió depositar en Europa a fin de evitar una posible confiscación por el gobierno de los Estados Unidos.⁷

Una serie de regulaciones gubernamentales adoptadas por los Estados Unidos a partir de 1960 con objeto de limitar el flujo de inversiones externas, en un intento para mejorar la balanza de pagos norteamericana, imprimió un mayor impulso al crecimiento de la banca transnacional. En 1963 el impuesto sobre igualación de intereses, aplicado sobre las accio-

⁵ Véase por ejemplo fuentes con enfoques analíticos tan diferentes como el informe al Senado de los Estados Unidos, titulado *International Debt...*, antes citado, y el informe al Comité Económico Conjunto del Congreso de los Estados Unidos, *Some Questions and Brief Answers About the Euro-dollar Market*, Washington, 1977; Departamento de Comercio, Oficina de Política Internacional, *Developing Countries in the Euro-currency Market: A Debt Overhang Escalator*, M. J. Seiber, Washington, 1977; H. Wachtel, *The New Gnomes: Multinational Banks in the Third World*, Transnational Institute, Washington, 1977, y R. I. McKinnon, *The Euro-currency Market, Essays in International Finance*, Princeton University, núm. 125, diciembre de 1977.

⁶ Lo anterior podría explicar el hecho de que la transnacionalización de las finanzas haya sobrepasado a la de la producción. Desde comienzos de los años sesenta la proporción de ganancias externas en las ganancias totales de los bancos transnacionales en los Estados Unidos se elevó mucho más rápidamente que las ganancias de las empresas productivas de la misma naturaleza.

⁷ Para mayores detalles véase S. Robinson, *Multinational Banking*, Holanda, Q. W. Sitiboff, 1972.

nes extranjeras o las obligaciones crediticias adquiridas por personas o empresas norteamericanas a fin de desalentar la inversión extranjera, condujo a las empresas estadounidenses que contaban con operaciones y utilidades importantes en el exterior a depositar sus ganancias en el extranjero en lugar de repatriarlas, y a financiar cada vez más sus nuevas inversiones en el exterior endeudándose también en el extranjero, generalmente con subsidiarias de bancos norteamericanos. Esta tendencia fue reforzada en 1968 por la adopción de controles obligatorios sobre las exportaciones de capital efectuadas por empresas transnacionales de los Estados Unidos. El Programa Voluntario de Restricción del Crédito Externo, de 1965, que posteriormente llegó a ser obligatorio, limitaba los préstamos de corto plazo que podían efectuar a no residentes los bancos situados en los Estados Unidos, exceptuando de esas limitaciones, sin embargo, a sus propias sucursales y subsidiarias en el extranjero. Los bancos norteamericanos respondieron transfiriendo esas transacciones desde sus oficinas matrices hacia un número creciente de sucursales y subsidiarias en el exterior.

Las regulaciones establecidas por el Federal Reserve también estimularon a los bancos estadounidenses a mantener sus depósitos externos en el extranjero, en lugar de hacerlo en los Estados Unidos. Una de las regulaciones pone límite a los intereses sobre los depósitos a plazo y de ahorro en bancos norteamericanos, exceptuando nuevamente a las sucursales en el exterior, y dándoles así otra ventaja para atraer tales depósitos.⁸ Si bien muchas de esas regulaciones fueron derogadas o disminuyeron hacia 1974, indudablemente contribuyeron de manera positiva a la expansión de los bancos norteamericanos en el exterior. Como comentó un observador: "El esfuerzo norteamericano de detener la exportación de capital en los sesenta de hecho llevó a la exportación del sistema bancario norteamericano."

El principal centro de esa actividad bancaria transnacional fue y aún es Londres. La experiencia técnica acumulada por esa plaza y las sólidas relaciones que estableció con sus clientes, frecuentemente con sede en Londres o en algunas ciudades vecinas, explican sólo de manera parcial este hecho. Lo principal es que los bancos en la Gran Bretaña pueden aceptar depósitos y efectuar préstamos en cualquier moneda excepto la libra esterlina, completamente libres de restricciones legales. No se imponen en este punto ni límites a los intereses ni requerimientos de reserva, y el Banco

⁸ Para mayores detalles véase J. D. Aronson, *Money and Power*, Sage Publications, Beverly Hills, 1977, cap. 9.

de Inglaterra sólo ejerce de una manera informal una función informativa en relación con esas transacciones.⁹ Es interesante que ese "oasis de libertad" para la banca transnacional haya tenido en el Reino Unido, como necesaria contrapartida, un control sumamente estricto sobre la conversión de libras esterlinas poseídas por residentes británicos en valores denominados en otras monedas.

De esta manera la City de Londres constituye el mayor centro de operaciones de la banca transnacional en los países desarrollados. Los otros centros mayores son los "paraísos fiscales", en donde no sólo se observa una ausencia casi total de toda forma de regulación o control sobre las actividades de la banca sino que también se ofrece el más estricto secreto bancario y no se aplican impuestos a los bancos extranjeros.¹⁰ La mayoría de esas transacciones bancarias aún son decididas por las oficinas principales de los centros financieros del mundo desarrollado. Sin embargo, muchas de ellas son registradas en las cuentas pertenecientes a las sucursales en el exterior ya mencionadas (con frecuencia en oficinas que poseen poco más de "un letrado en la puerta y una recepcionista para contestar el teléfono"). Tales operaciones son completamente legales, desde el momento en que utilizan un mecanismo llamado "mercado interbancario", que permite a los bancos con una base multinacional minimizar sus pagos por concepto de impuestos. No sería difícil efectuar una comparación entre esos "procedimientos contables" realizados por los bancos, con las diversas operaciones de "precios de transferencia" que efectúan otras categorías de empresas transnacionales. En ambos casos ello permite la transferencia de las utilidades desde una jurisdicción tributaria a otra, minimizando el peso impositivo global para la empresa como un todo. Sin embargo, uno debería subrayar que en el caso de los bancos la operación ha sido más simple. El capital financiero fluye más fácilmente entre un país y otro que el capital físico, bajo condiciones cambiantes. Los bancos transnacionales tienen poco capital físico y relativamente poco personal especializado; por ello pueden trasladar sus operaciones y subsidiarios de un país a otro, para minimizar impuestos, con mayor facilidad y rapidez y menores costos que otras empresas transnacionales.

⁹ Para más detalles véase McKinnon, *The Euro-currency Market*, *op. cit.*

¹⁰ Tanto el volumen de las operaciones como el número de los "paraísos fiscales" ha estado creciendo muy rápidamente. Una lista reciente preparada por el Banco de Pagos Internacionales en julio de 1979 menciona los siguientes: Las Bahamas, Barbados, Bahrain, Bermudas, Islas Caimanes, Hong Kong, el Líbano, Liberia, los territorios holandeses en el exterior, las Nuevas Hébridas, Panamá, Singapur, las Islas Vírgenes y las Indias Occidentales Británicas.

El mercado bancario multinacional especializado en recibir y prestar monedas extranjeras es descrito comúnmente como el “mercado del eurodólar”. De hecho el término eurodólar no resulta preciso para describir este mercado. Dicho mercado monetario no está ya limitado a Europa —el Lejano Oriente y el Caribe poseen una participación importante en tales operaciones— ni trabaja sólo con dólares, aunque éste aún constituya la moneda principal, sino que también con otras monedas, tales como el marco alemán, el franco suizo y el yen. Cuando esas monedas son depositadas en bancos localizados fuera del país emisor se denominan eurodólares, euromarcos, eurofrancos o euroyens. De hecho sería más preciso hablar de un “mercado de monedas transnacionales”.

Los principales prestatarios en este mercado son los bancos comerciales, las autoridades monetarias nacionales, las empresas estatales, las corporaciones transnacionales y las organizaciones públicas internacionales. Sin embargo, la mayor parte de las transacciones en euromonedas se efectúan entre bancos. Debido a la naturaleza de sus clientes el sistema de euromonedas es un mercado mayorista; la mayor parte de las transacciones que se realizan en él sobrepasa el millón de dólares. Este mercado ofrece dos tipos de financiamiento: eurocréditos y eurobonos. La principal diferencia es que los bonos tienen interés fijo y están reservados a “prestatarios” de primera categoría.¹¹

Como puede apreciarse en el cuadro 1, el mercado de euromonedas ha crecido en forma muy rápida y continua desde los años sesenta.¹² Hemos usado aquí series estadísticas publicadas por el Banco de Pagos Internacionales o basadas en su información. Dicha institución es considerada como la que ofrece los datos más precisos del sistema de euromonedas, publicados por una fuente oficial. Estas series estadísticas presentan un problema. Si bien se han excluido los depósitos interbancarios efectuados en moneda extranjera en los países mencionados, muchas transacciones bancarias se encuentran aún incluidas. Es así como esta medición comúnmente aceptada del mercado de euromonedas no es comparable con estimaciones acerca de la masa monetaria interna de esos países, las cuales sólo miden los activos en manos de instituciones no bancarias. Los

¹¹ La participación de los países en desarrollo en el mercado de eurobonos es pequeña y muy concentrada (los acreedores brasileños y mexicanos representaron cerca de 50 % del total colocado por los países en desarrollo). *World Bank Annual Report*, 1978. Aquí sólo estudiaremos los eurocréditos.

¹² Por ello el rápido desarrollo del mercado de eurodólares no puede ser atribuido —como lo hacen algunos analistas— al reciclaje de los petrodólares; naturalmente las tasas de crecimiento más altas del mercado de euromoneda en 1973 y 1974 se debían principalmente al fuerte impulso dado por el reciclaje de los excedentes de la OPEC.

CUADRO 1. *Cálculos del tamaño del mercado de euromonedas en miles de millones de dólares, 1964-1977*

<i>Fin del año</i>	<i>Tamaño neto del mercado, definido en forma restringida^a</i>	<i>Tamaño neto del mercado, definido en forma amplia^b</i>	<i>Tasa anual de crecimiento en el tamaño neto del mercado, definido en forma amplia^c</i>
1964	12	17	—
1965	13	19	12
1966	16	23	21
1967	21	30	30
1968	20	38	27
1969	44	50	32
1970	57	62	24
1971	71	78	26
1972	92	100	28
1973	132	148	48
1974	177	208	40
1975	205	240	15
1976	247	294	22
1977	300	375	28

^a FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, varios *Informes Anuales*, Basilea, Suiza. Incluye todos los bancos comerciales y de inversión que aceptan depósitos en moneda extranjera en ocho países europeos (Benelux, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Suiza y el Reino Unido). Un problema de esta serie estadística es su naturaleza "parroquial" europea.

^b y ^c FUENTE: FMI: *The Euro-currency Market and World Economic Stability*, junio de 1978. Estas cifras son comparables a las de ^a, pero con una cobertura mucho mayor. Incluyen cifras del Banco de Pagos Internacionales para los bancos que aceptan depósitos en moneda extranjera en los ocho países europeos, más los bancos en el Canadá y el Japón, y de bancos estadounidenses en algunos "paraísos fiscales" (Bahamas, Islas Caimanes, Panamá, Singapur y Hong Kong). Los cálculos de esta fuente son comparables con cálculos similares que el Banco de Pagos Internacionales presentó sólo para algunos años en sus *Informes Anuales* de 1973-1974 y 1974-1975.

intentos para eliminar completamente las transacciones interbancarias del mercado de eurodólares (haciéndolo comparable con variables macroeconómicas nacionales) necesariamente han fracasado, ya que la esencia de este mercado está ligada a dichas transacciones interbancarias.

III. INGRESO DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO EN EL MERCADO DE EUROMONEDAS

Al mismo tiempo que el mercado de euromonedas se expandía a un ritmo muy rápido la proporción de sus préstamos destinados a países de la periferia creció considerablemente. De acuerdo con el *Informe Anual* de

1978 del Banco Mundial, en 1977 los países en desarrollo no exportadores de petróleo representan 54 % de los préstamos totales en eurocréditos.¹³ Estos importantes flujos han conducido a una creciente "privatización" de la estructura de la deuda de los países en desarrollo. Mientras en diciembre de 1970 30 % del total de la deuda pública externa de los países en desarrollo correspondía a fuentes privadas de financiamiento (y sólo 8 % a bancos comerciales privados), en diciembre de 1976 41 % de la deuda pública externa provenía de fuentes privadas (y 26 % de bancos privados).¹⁴

Examinaremos ahora los factores que determinaron ese rápido crecimiento de los préstamos en euromonedas para países en desarrollo, así como también los cambios que tuvieron lugar en los mecanismos internos de dichos mercados y que facilitaron el acceso de esos países a ellos. A continuación estudiaremos la evolución del financiamiento externo de los países en desarrollo en los mercados de euromonedas a lo largo de los años setenta.

Las grandes corporaciones transnacionales y las empresas públicas de los países industriales constituían los mayores usuarios de los mercados de euromonedas en los sesenta. En ese periodo las fuentes externas de financiamiento para los países en desarrollo consistían fundamentalmente en créditos de proveedores y flujos de ayuda oficial (tanto bilateral como multilateral).¹⁵ A fines de los sesenta algunos países, como el Brasil y

¹³ Las comparaciones son difíciles. Se estima que la proporción de los eurocréditos otorgada a los países en desarrollo no exportadores de petróleo era 6.3 % en 1970. J. D. Arista "Private Overseas Lending: To far, too fast?", *Debt and the Less Developed Countries*, J. D. Aronson (comp.), Westview Press.

¹⁴ Estas son las últimas informaciones estadísticas disponibles en el Banco Mundial. *World Bank Annual Report*, 1978. Aunque las estadísticas del Banco Mundial son ampliamente consideradas como las series estadísticas más completas actualmente disponibles acerca de la deuda de los países en desarrollo, ellas presentan varias limitaciones, que de hecho tienden a subestimar el crecimiento de la proporción de la deuda originada en fuentes privadas (y particularmente en los bancos). En primer lugar, sólo se requiere que los países informen acerca de la deuda que cuenta con garantía pública y cuyo plazo de amortización es de un año o más; esto excluye los créditos de corto plazo y los préstamos sin garantía de mediano y largo plazos efectuados por el sector privado, los cuales constituyen parte importante de las operaciones efectuadas en los mercados internacionales privados por los mayores países en desarrollo, tales como el Brasil o México. En segundo lugar, sólo los países que reciben préstamos del Banco Mundial tienen que informar acerca de su deuda. Finalmente, incluso las cifras entregadas al Banco Mundial, con estas limitaciones, pueden ser incorrectas en la medida en que los gobiernos no conozcan o no deseen revelar exactamente la extensión en que sus empresas públicas se han endeudado frente a la banca internacional.

¹⁵ Algunos autores que han escrito sobre el mercado de euromonedas parecen creer que nunca antes de 1970 los países de la periferia habían contraído deudas tan masivas frente a la banca privada. Lo anterior es claramente equivocado, ya que antes de 1930 los préstamos bancarios privados desempeñaron un papel importante en el financiamiento externo de la periferia.

México, comenzaron a obtener grandes préstamos provenientes de bancos transnacionales privados. Esta tendencia se tornó más importante entre 1970 y 1973, y alcanzó dimensiones particularmente grandes después de 1974.

La mayor parte de los analistas concuerdan en que el rápido crecimiento de los préstamos en euromonedas para los países en desarrollo no se debe tanto a las nuevas condiciones prevalecientes en la periferia como a los desarrollos y cambios que tuvieron lugar en los propios mercados de euromonedas.

Por una parte, un número creciente de bancos transnacionales comenzó a mostrar una disposición cada vez mayor a prestar sumas importantes a los países del Tercer Mundo. Lo anterior fue determinado básicamente por el rápido aumento de los depósitos en euromonedas a fines de los años sesenta y comienzos de los setenta, lo que determinó que esos bancos se tornaran deseosos de prestar a acreedores que anteriormente habían sido considerados como marginales. La competencia entre dichos bancos y la búsqueda de nuevos acreedores parece haberse intensificado debido al rápido incremento que experimentó el número de bancos que desarrollan actividades en los euromercados. El deseo de los eurobancos de diversificar geográficamente sus portafolios (y de esta manera distribuir mejor sus riesgos) se agregó al crecimiento más o menos lento de los requerimientos de crédito por parte de las empresas pertenecientes a los países desarrollados. Las altas tasas de aumento de los precios de los productos básicos y el consiguiente mejoramiento de las balanzas de pago de los países de la periferia durante los primeros años del decenio de 1970 hicieron de esos países clientes cada vez más atractivos para los banqueros transnacionales. Lo que es más, los banqueros transnacionales se llegaron a familiarizar con algunos de los países periféricos durante el decenio de 1960 y los primeros años de los setenta, durante los cuales suministraron abundante financiamiento las subsidiarias de las empresas transnacionales con sede en aquellos países.

Al mismo tiempo hubo factores que introdujeron una mayor inclinación a endeudarse en los sectores tanto públicos como privados de los países en desarrollo. Los gobiernos se embarcaron en programas que implicaban una rápida expansión de la inversión pública, los cuales frecuentemente contenían una alta proporción de bienes de capital importado, y en general no estaban íntegramente financiados con recursos económicos del propio país.

Ello fue acompañado de un relativo estancamiento en el flujo neto

de asistencia oficial para el desarrollo.¹⁶ Finalmente, los países periféricos desarrollaron actitudes gubernamentales que tendieron a favorecer una expansión del financiamiento externo proveniente de fuentes bancarias privadas. Por una parte, los gobiernos comenzaron a preferir los préstamos privados en la medida en que los bancos privados apenas parecían aplicar cualquier tipo de condicionalidad a los desembolsos de sus préstamos. Así, los préstamos podían hacerse efectivos en forma muy rápida y formalmente no venían acompañados de ataduras o condiciones de ninguna especie en cuanto a la forma en que los fondos respectivos debían ser empleados¹⁷ y en que la economía del país receptor debía ser manejada.¹⁸ Por otra parte, en algunos países periféricos la confianza en la inversión extranjera directa se redujo en la medida en que los gobiernos comenzaron a manifestar su preferencia política por convenios en que las compañías extranjeras desempeñaban el papel de contratistas, agencias ejecutivas o empresas asociadas, arreglos que generalmente implicaban un crecimiento en la demanda de créditos externos privados. Por lo tanto, los gobiernos comenzaron a expresar preferencias por los préstamos externos de origen privado en comparación con los créditos oficiales o con la inversión extranjera directa, parcialmente a causa de que los primeros eran percibidos como una fuente que generaba un menor grado de dependencia y permitía una mayor autonomía a los gobiernos nacionales.

Las fuerzas descritas líneas arriba determinaron una actitud más favorable a prestar a los países periféricos por parte de los bancos transnacionales, así como también un mayor deseo por parte de los países en desarrollo de endeudarse con la banca privada. El desarrollo de nuevas técnicas operativas en los mercados de euromonedas, particularmente des-

¹⁶ Expresado en términos reales el volumen total de la ayuda oficial para el desarrollo proveniente de los miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE (los países industrializados con economía de mercado), destinada a los países en desarrollo, apenas ha aumentado desde el comienzo de los años sesenta; la ayuda se elevó de 11 mil millones de dólares en 1961 a 13 600 millones en 1975 (ambas cifras en dólares estadounidenses de 1975). La ayuda proveniente de los países socialistas parece haber declinado en términos reales durante el decenio de 1970. J. J. C. Voorhoeve, "Trends in Official Development Aid", *Finance and Development*, junio de 1977.

¹⁷ Se creyó que este fenómeno contrastaba con el comportamiento de las instituciones internacionales de crédito o de la ayuda bilateral, que tradicionalmente aplicaron un alto grado de condicionalidad en la conducción de sus operaciones. Para un análisis de la ayuda oficial a Chile en los años sesenta véase S. Griffith-Jones, "The Alliance for Progress: An Attempt at Interpretation", *Development and Change*.

¹⁸ Se ha informado que Colombia, por ejemplo, planeaba basar la independencia de su proceso de planeación y de sus políticas económicas, frente a la influencia de las instituciones bilaterales y multilaterales de asistencia para el desarrollo, obteniendo importantes créditos comerciales. P. A. Wellons, *Borrowing by Developing Countries on the Euro-Currency Markets*, Development Centre de la OCDE, París, 1977.

de fines de los años sesenta, hizo disminuir de manera considerable el riesgo que representaban para los eurobancos los préstamos efectuados a países periféricos.

En efecto, se introdujeron varias innovaciones que disminuían los riesgos derivados de los grandes préstamos sujetos a largos periodos de amortización esto es, el tipo de créditos requeridos por los países en desarrollo. En primer lugar se estableció el crédito rotatorio, basado en una tasa de interés que varía aproximadamente según el costo de la moneda para el prestamista, el cual obtiene sus fondos en el mercado interbancario de corto plazo.¹⁹ Así, aunque el préstamo efectuado a un país en desarrollo pueda tener un largo periodo de amortización (como por ejemplo 10 años), la tasa de interés es modificada cada vez que el préstamo es extendido (usualmente cada tres o seis meses).²⁰ Esta tasa de interés flotante, como es denominada, es decisiva porque permite pasar al prestatario uno de los riesgos más importantes del mercado (es precisamente el prestatario el que debe absorber tanto los cambios cíclicos como de largo plazo que experimentan las tasas de interés).

En segundo lugar, una proporción abrumadora de las transacciones realizadas por los países en desarrollo en los mercados de euromonedas ha sido efectuada a través de préstamos sindicados. Estos préstamos sindicados, que se originaron a fines de los años sesenta, son créditos compartidos por un gran número de eurobancos. Esto ha permitido que el riesgo por incumplimiento que se presenta en los grandes préstamos se distribuya entre un gran número de bancos; también ha permitido que los bancos pequeños participen en el mercado de euromonedas.²¹

¹⁹ La base para fijar las tasas de interés en estos préstamos a los países en desarrollo es usualmente el LIBOR (London Inter-Bank Offer Rate), que constituye una medida del costo de los recursos que obtienen las instituciones bancarias. En adición a esta base se carga un margen sobre LIBOR; éste refleja tanto la liquidez del mercado como la capacidad de crédito (*credit-worthiness*) del prestatario, en un momento determinado. El costo del crédito también incluye una "comisión de servicios" (crecientemente importante conforme el margen sobre el LIBOR tiende a disminuir) y una "comisión de compromiso", que se aplica sobre la porción no utilizada de los préstamos.

²⁰ Dichas extensiones se producen de hecho automáticamente. Sin embargo, dentro de los contratos de préstamos respectivos con frecuencia figuran cláusulas muy desfavorables para el prestatario, tales como las que disponen que si un banco no puede levantar fondos el préstamo se torna inmediatamente exigible. Esa clase de cláusulas, si se aplican, pueden tener consecuencias extremadamente negativas para los países de la periferia. Con frecuencia los que negocian tales préstamos no están conscientes de todas las implicaciones de dichas cláusulas.

²¹ Los bancos mayores obtienen buena parte de sus utilidades con esos préstamos, administrando las operaciones del grupo y cobrando por ello una elevada comisión de servicio, hecho lo cual colocan una buena parte del préstamo entre bancos más pequeños, deseados de participar en ese mercado pero carentes de recursos para administrar tan importantes transacciones, o de competencia para evaluar la capacidad de créditos de un prestatario extranjero. Para una

En tercer lugar se han creado "consorcios bancarios" en que diversos bancos transnacionales se han puesto de acuerdo para establecer una nueva institución conjunta, lo cual reduce aún más la responsabilidad de cada uno de los bancos que la configuran frente a los préstamos efectuados por la nueva institución. Algunos de esos "consorcios bancarios" tienen la ventaja adicional de haberse especializado en prestar a una región en particular y, por consiguiente, de haber acumulado un mayor conocimiento acerca de ella. Esto resultó particularmente útil en las primeras etapas de las operaciones efectuadas en euromonedas con la periferia.²²

IV. TENDENCIAS DEL FINANCIAMIENTO EN EUROMONEDAS A LOS PAÍSES DE LA PERIFERIA. CRITERIOS DE CAPACIDAD DE CRÉDITO APLICADOS POR LOS BANCOS TRANSNACIONALES A LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Las agudas fluctuaciones que tuvieron lugar en el mercado, y que describiremos más adelante, demuestran que hasta cierto punto las condiciones (de costo y plazos de amortización) bajo las cuales estos países pueden endeudarse son relativamente independientes del comportamiento de la economía de esos países o de su capacidad de crédito (*creditworthiness*), y dependen más del estado general del mercado en un momento determinado. Lo anterior es mucho más válido en situaciones, como la actual, en que el mercado presenta una extrema liquidez. Como veremos más abajo, el comportamiento económico del país y su capacidad crediticia son más influyentes en la determinación del nivel de préstamos que puede obtener en el mercado. Sin embargo, cuando el mercado posee una liquidez similar a la de ahora el comportamiento del país resulta menos importante, incluso para determinar su nivel de endeudamiento.

Primero describiremos las tendencias del financiamiento en euromonedas a los países de la periferia, destacando los desarrollos más recientes. Cuando los países en desarrollo entraron por primera vez en los euromercados, a comienzos de los setenta, las condiciones eran sumamente favorables para los que obtenían préstamos. Los periodos de amortización eran muy largos; 82.5 % de los créditos en euromonedas dados a conocer en 1973-1974 tenían un periodo de amortización de siete años o

descripción precisa de las ventajas que obtienen los grandes bancos con estas operaciones, así como también para una evaluación cuantitativa de varios casos, véase el artículo aparecido en *Euromoney*, mayo de 1978, "Buddy Can you Borrow a Buck?"

²² En la medida en que actualmente todos los bancos transnacionales han llegado a familiarizarse con los préstamos en euromonedas, el papel de los consorcios bancarios parece haber declinado. Véase *Financial Times*, 19 de septiembre de 1978, "Review of UK Banking".

más.²³ Al mismo tiempo los márgenes sobre el LIBOR eran extremadamente bajos.²⁴ Sin embargo, por aquella época el crédito se encontraba altamente concentrado. En 1973 quince de los países en desarrollo que poseían ingresos relativamente más altos debían alrededor de 85 % de su deuda externa a bancos extranjeros provenientes de países no exportadores de petróleo.²⁵

Después que los precios del petróleo aumentaron drásticamente, a fines de 1973, comenzó una nueva fase para los mercados de euromonedas. La demanda de créditos en euromonedas por parte de los países en desarrollo aumentó abruptamente, conforme estos países tuvieron necesidad de financiar crecientes déficit en sus cuentas corrientes. La oferta de fondos en los mercados de euromonedas aumentó, al mismo tiempo, en forma muy aguda, según los países excedentarios de la OPEP, en su búsqueda de oportunidades seguras de inversión, se volvían primordialmente hacia el sistema bancario de los Estados Unidos y en el Reino Unido. Una de las principales razones por las cuales Nueva York y Londres pasaron a ser los principales beneficiarios del "reciclaje de petromonedas" radicó en que ellos eran los únicos mercados financieros internacionales ya suficientemente importantes y poseían los vínculos necesarios con el exterior como para absorber las vastas sumas que deseaban colocar los productores de petróleo.²⁶ La otra razón principal fue que los países exportadores de petróleo, al mismo tiempo que pueden haber estado deseosos de prestar directamente a clientes tan seguros como los Estados Unidos y Alemania, deseaban interponer los bancos comerciales como un colchón de seguridad entre ellos mismos y los prestatarios más rigurosos, los países de la periferia. Así, los países excedentarios transfirieron los riesgos implicados en las operaciones de préstamos con la periferia a los bancos privados.

Inicialmente los bancos privados no se mostraron muy deseosos de asumir plenamente este papel. Los bancos estaban en particular preocupados con el hecho de que los depósitos que hacían los países exporta-

²³ *The Banker*, enero de 1977.

²⁴ En relación con los principales deudores latinoamericanos, en 1973-1974, el margen de interés sobre el LIBOR fue inferior a 1 %. Los deudores del COMECON gozaban de un margen menor. "Eurocredit market: between Scylla and Charybdis, *Euromoney*, marzo de 1978.

²⁵ I. Kapur, "An Analysis of the Supply of Euro-currency finance of Developing Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 39, núm. 2, agosto de 1977.

²⁶ El efecto total de los aumentos de los precios del petróleo sobre la economía mundial es naturalmente demasiado complejo para ser estudiado aquí de manera adecuada. Sus vinculaciones con la evolución de los mercados financieros internacionales apenas es bosquejada en este artículo.

dores de petróleo generalmente eran de muy corto plazo, en tanto que los países que enfrentaban la necesidad de financiar los déficit de balanza de pagos resultantes de los mayores precios del petróleo demandaban créditos de mediano y largo plazo. En el caso de los países de la periferia aquellos temores se exacerbaron debido a la supuesta incapacidad de algunos países para cumplir obligaciones de corto plazo. Varias importantes quiebras bancarias (la principal sigue siendo la de Herstatt) restringieron el mercado interbancario en esa época.

Como resultado de dichos temores las condiciones para los países de la periferia se tornaron más rígidas en los mercados de euromonedas. Los plazos de amortización se acortaron drásticamente; en 1974-1975 sólo 31 % de los préstamos a los países en desarrollo se sujetó a plazos superiores a siete años (en contraste con 82.5 % del año anterior).²⁷ Al mismo tiempo aumentaron tanto las tasas de interés como los costos administrativos de esos préstamos. Lo que quizá es más significativo, el otorgamiento de créditos a la mayor parte de los países en desarrollo comenzó a efectuarse sobre bases selectivas; los eurobanco comenzaron por primera vez a examinar en forma rigurosa los propósitos del préstamo, la capacidad de servicio de la deuda y la elegibilidad del país como sujeto de crédito.

Desde mediados de 1975 los eurobanqueros comenzaron a sentirse presionados como consecuencia de la recesión y de la subsiguiente disminución del endeudamiento en los países industrializados, fenómenos que fueron acompañados de una oferta renovada de fondos nacionales e internacionales en grandes cantidades. Aunque por estas razones esos banqueros empezaron a mostrarse más dispuestos a prestar a los países de la periferia, las condiciones continuaron siendo muy rigurosas.

Desde 1976 los mercados financieros internacionales se habían convertido en muchos aspectos en "mercados de deudores". Sin embargo, de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales,²⁸ como gran parte de la demanda provenía de países con una débil situación de balanza de pagos y altos niveles de endeudamiento externo, se produjo una escasez de "deudores de primera clase". Como resultado de ello hubo una aguda competencia para operar con tales deudores y las condiciones que se les otorgaban mejoraron rápidamente a través de 1976. Por otra parte, las condiciones para los países de la periferia mejoraron sólo levemente.²⁹

²⁷ *The Banker*, *op. cit.*

²⁸ Banco de Pagos Internacionales, 47º Informe Anual, Basilea, junio de 1977.

²⁹ Por ejemplo, la proporción de eurocréditos otorgados a países en desarrollo con plazo de

De acuerdo con el *Informe Anual* de 1977 del Banco de Pagos Internacionales, en 1976 los deudores en los países con “un alto nivel de endeudamiento externo y modestas perspectivas de mejorar sus balanzas de pagos encontraron crecientemente difícil obtener atención financiera en los mercados internacionales y fueron obligados a aceptar, en el mejor de los casos, condiciones crediticias más rigurosas que en 1975”.

Según un informe del Departamento de Comercio de los Estados Unidos,³⁰ hacia fines de 1976 los mercados claramente se habían convertido en un “mercado de deudores”. Dicho informe cita a un banquero algo poeta, quien dijo que “los eurobanqueros estaban volviendo, como las golondrinas, a operar con los países en desarrollo”. Es interesante que el mismo Departamento de Comercio de los Estados Unidos manifieste que en esa época (hacia fines de 1976) “nombres que antes habían sido inaceptables estaban volviendo al mercado, entre ellos Chile, Yugoslavia, Fiji y el Camerún”.

Diferentes analistas están de acuerdo acerca de las tendencias prevalentes en 1977. Según el informe del Banco de Pagos Internacionales,³¹ en 1977, “bajo el resultado de los efectos de creación de liquidez del déficit norteamericano de pagos externos, los mercados financieros llegaron a estar crecientemente determinados por la oferta”. De hecho estos informes se refieren al grado en el cual los márgenes con que operan esos bancos para el otorgamiento de créditos habían sido comprimidos, lo cual “difícilmente puede ser considerado como de interés para la estabilidad de esos mercados en su conjunto”. Además, “incluso los márgenes otorgados a algunos países deudores con menor prestigio crediticio declinaron en 1977 hasta niveles que difícilmente hubieran dejado muchas posibilidades para que los bancos construyeran reservas adecuadas contra pérdidas. Lo que es más, la lista de deudores elegibles y de países prestatarios tendió a alargarse considerablemente, así como también los plazos de amortización y el tamaño promedio de los préstamos individuales.³² Este proceso continúa a lo largo de 1978, con las instituciones financieras y las publicaciones especializadas expresando creciente preocupación acerca de las condiciones extremadamente favorables que se están ofreciendo a los deudores.³³ Los plazos promedios de amortización han continuado amortización superiores a cinco años creció de 29 % en 1975 a 35 % en 1976. World Bank, “Borrowing in International Capital Markets”, Second Quarter, 1978.

³⁰ *Developing Countries in the Euro-Currency Market: A Debt Overhang Escalator*, op. cit.

³¹ 48° Informe Anual, junio de 1978.

³² Así, durante 1977 72% de los préstamos efectuados a países en desarrollo tenía un período de amortización de cinco años o más, en comparación con 35 % en 1976.

³³ Véanse por ejemplo varios artículos en *Euromoney*, octubre de 1978.

alargándose; los márgenes sobre el LIBOR han continuado disminuyendo, y se continuaron ofreciendo condiciones favorables a deudores que presentan una limitada capacidad crediticia.³⁴

Lo que resulta particularmente interesante es el hecho de que en 1977 los países en desarrollo no exportadores de petróleo se convirtieron en proveedores netos de fondos en los mercados de euromonedas. No se trata sólo del hecho de que los nuevos préstamos otorgados por el Grupo de los Diez y Suiza, y por las subsidiarias de los bancos norteamericanos en el extranjero, a los países en desarrollo no exportadores de petróleo declinaron de aproximadamente 18 mil millones de dólares en 1976 a 11 300 millones en 1977; hay que registrar también que los nuevos depósitos recibidos en 1977 por aquel grupo de bancos, provenientes de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, alcanzaron la suma de 12 900 millones de dólares. Como resultado de ello los países en desarrollo no exportadores de petróleo, que habían obtenido créditos por un monto cercano a los 30 mil millones de dólares en los tres años transcurridos desde 1974 a 1976, se convirtieron en proveedores netos de nuevos recursos en favor de los bancos que operan en los mercados internacionales, por un volumen de 1 600 millones de dólares en 1977.³⁵

El proceso descrito se explica por el hecho de que en 1977 los préstamos obtenidos de los bancos privados transnacionales —particularmente por los países en desarrollo no exportadores de petróleo— no se basaron sólo en sus necesidades de financiamiento de déficit en sus balanzas en cuentas corrientes. De hecho buena parte de ese endeudamiento tuvo por objeto aumentar sus reservas internacionales, ya sea para compensar las bruscas caídas que ellas experimentaron en años anteriores o para construir un margen más amplio de reservas que los que existían con anterioridad. Resulta interesante observar que prácticamente todos esos considerables aumentos en las reservas internacionales fueron depositados en el mismo grupo de bancos internacionales. Así, los 25 700 millones de dólares de nuevos depósitos recibidos por dicho grupo de bancos, provenientes de países en desarrollo no exportadores de petróleo, durante 1976 y 1977, puede compararse estrechamente con el incremento simultáneo de las reservas en moneda extranjera a disposición de esos países, que fue del orden de los 20 300 millones de dólares. Naturalmente, el mejoramiento en las balanzas de pagos y en la posición de reservas de mu-

³⁴ Ello contrasta con la situación prevaleciente en 1976, cuando mejoraron las condiciones, principalmente para los deudores de primera clase.

³⁵ Banco de Pagos Internacionales, 48º Informe Anual, *op. cit.*

chos de esos países ha sido un factor importante para abrir el apetito de los bancos para ulteriores operaciones.

El análisis precedente condujo al Banco de Pagos Internacionales a la conclusión de que los hechos recientes parecen sugerir que “a pesar de ciertas dudas, los préstamos efectuados por los bancos internacionales no han desalentado a los deudores en sus esfuerzos para ajustar sus deficitarias balanzas de pagos. De hecho parece que los países en desarrollo que han obtenido mayores préstamos de la banca internacional mostraron mejoramientos más notables en sus balanzas en cuentas corrientes en 1976 y 1977”.

Aunque esta correlación puede ser muy valiosa, desde el punto de vista del Banco de Pagos Internacionales, plantea varias preguntas importantes. ¿Cómo pueden esos países ajustar sus balanzas de pagos con tanta rapidez? ¿Quién paga los “costos”? ¿En qué medida esos bancos exigieron rápidos mejoramientos en las balanzas de pagos de sus respectivos deudores antes de otorgar los préstamos? O, tal vez, ¿en qué medida los propios países se impusieron una “autodisciplina financiera” con objeto de tener fácil acceso a los bancos privados transnacionales?

Examinaremos ahora brevemente el criterio de “capacidad de crédito” (*credit-worthiness*) aplicado por los bancos transnacionales a los países en desarrollo. Estos criterios son importantes porque en parte determinan diferencias en las condiciones (de costos y plazos de amortización) otorgados a los deudores en un momento dado. Principalmente estos criterios son importantes porque permiten a los bancos individuales fijar los límites cuantitativos de préstamos máximos para países individuales.

La tarea de cuantificar los elementos que determinan la evaluación de “capacidad de crédito” por parte de los bancos parece casi imposible. Es todavía relativamente difícil conseguir información confiable y completa acerca de la magnitud del flujo de euromonedas que va desde un determinado banco a un país específico.³⁶ Más aún, dada la naturaleza confidencial de las transacciones comprendidas, los banqueros internacionales tienen reservas para revelar con exactitud los factores que determinan el financiamiento destinado a cada país individualmente considerado —aunque existe un creciente volumen de bibliografía publicada por bancos y banqueros relacionada con la materia. Aun cuando los banque-

³⁶ Un buen estudio sobre la información estadística disponible y sus limitaciones puede encontrarse en M. S. Wionczek, “The LDC External Debt and the Euro-markets: The Impressive Record and the Uncertain Future”, *World Development*. Véase también el artículo “International Bank Lending: A Guided Tour through the Data”, Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, otoño de 1978, vol. 3, núm. 3.

ros quieren cuantificar con precisión los elementos que determinan la “capacidad de crédito” de un país, la subjetividad —o intuición, como la llaman los banqueros— inevitablemente desempeña un papel importante.³⁷ Por último, la actitud de cada banco individualmente considerado varía mucho conforme a su tamaño, país de origen y otros factores. Por esto, estudios econométricos³⁸ sobre el tema, aunque interesantes, parecen tener una utilidad limitada, ofreciendo sólo indicadores generales de las variables que determinan la evaluación que hacen los bancos de la “capacidad de crédito”. Algunas conclusiones generales pueden deducirse de estos análisis empíricos, así como de los trabajos escritos por los banqueros.

“La capacidad de crédito” es definida por lo común como la percepción que el banco tiene sobre la voluntad y la capacidad de un país para enfrentar los pagos futuros de intereses y de amortización del préstamo. El tipo de evaluación se deriva naturalmente de las funciones tradicionales de los bancos comerciales. Cuando prestan a países, igual que en sus préstamos a empresas, los bancos subrayan los criterios financieros o de corto plazo. Como están interesados básicamente en la capacidad del país para pagar sus compromisos en moneda extranjera, destacan en particular el análisis de la balanza de pagos y la disponibilidad de reservas en moneda extranjera.

El marcado acento en la disponibilidad y el flujo de divisas está reflejado muy claramente en la bibliografía sobre análisis de la “capacidad de crédito”;³⁹ y se confirma también en las entrevistas a los banqueros mismos. Quizá donde se expresa en forma más clara y lógica es en el discurso de H. D. Schuler, director de la División de Operaciones Internacionales del Comptroller of the Currency estadounidense;⁴⁰ su opinión

³⁷ Esta subjetividad fue expresada por Walter Wriston, presidente del First National City Bank, cuando dijo que “en el último análisis el crédito no son números, son personas. En la administración de un país, como en la de una compañía, la fuerza determinante es la habilidad del gobierno para reaccionar frente a las circunstancias”. “Walter Wriston — Interview”, *The Banker*, julio, 1974.

³⁸ Véase, por ejemplo, artículo de I. Kapur, *op cit.*, e I. H. Giddy y R. Ray, *Michigan Business Review*, XXVIII, marzo de 1976.

³⁹ Además del estudio empírico citado véase, por ejemplo, *Euromoney*, diciembre de 1977, artículo de R. Puz (primer vicepresidente del Bank of America), “How to find out when a sovereign borrower slips from A-1 to C-3”, y discurso de B. Brackenridge, primer vicepresidente del Morgan Guaranty Trust Co., pronunciado en enero de 1977, “Country Exposure, Country Limits and Lending to LDCs”. Las opiniones de altos ejecutivos de estos bancos son importantes, toda vez que ambos bancos están entre los 20 más importantes del mundo en administrar préstamos sindicados durante los primeros diez meses de 1978, teniendo el tercer y cuarto lugar según el número de compromisos como administradores líderes. *International Herald Tribune*, París, noviembre de 1978; *The Euro-market — 1978, A Special Report*.

⁴⁰ “Evaluation of Risk in International Lending — A Bank Examiner’s Perspectives”, dis-

tiene una influencia amplia y creciente a medida que aumenta la importancia del papel del Comptroller of the Currency en la evaluación de los préstamos externos por parte de la banca estadounidense.⁴¹ “El Comité (formado por funcionarios de su departamento) primero estudia la información económica externa; por ejemplo, la tendencia de la balanza de pagos durante los últimos años, los resultados previstos para los próximos doce meses (el corto plazo) y la estructura de la deuda externa, así como los requerimientos de servicio de la deuda para el mismo periodo. En seguida la evaluación del Comité sobre los préstamos de mediano y largo plazo hace un mayor hincapié en los efectos sociales y políticos de las tendencias económicas vigentes, y su posible repercusión en los flujos de fondos para los servicios de la deuda externa.”

Las tendencias generales económicas y políticas de un país son también evaluadas por los banqueros desde la perspectiva de su efecto sobre las variables financieras, con un gran hincapié en la balanza de pagos. La calidad de la administración económica de un país se asocia con factores tales como “el poder relativo de su banco central y/o su ministerio de finanzas”.⁴² “La rapidez de los ajustes en la cuenta corriente en respuesta a los mayores precios del petróleo y a la recesión mundial ha sido un buen examen del nivel de los equipos económicos a través del mundo. Políticas competentes y apropiadas también aseguran buenas relaciones con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.”⁴³

De hecho los bancos transnacionales privados han vinculado en forma creciente su evaluación de la “capacidad de crédito” de los países con las “buenas relaciones de éstos con el FMI”. Como el Fondo Monetario Internacional también otorga prioridad al equilibrio financiero (particularmente al de balanza de pagos) y cuenta tanto con experiencia como con influencia para imponer tales prioridades en países individuales, los bancos transnacionales han vinculado en forma creciente e incluso condicionado sus préstamos a la firma previa por parte del país de un acuerdo *stand-by* con el FMI. Aunque estas operaciones paralelas se han efectuado desde mucho tiempo, su frecuencia ha aumentado. De hecho ahora muchos países buscan establecer acuerdos *stand-by* con el FMI exclusiva o principalmente para, una vez obtenido el “certificado de buena conducta”, poder obtener créditos de la banca transnacional privada o renegociar

curso en el Banco de Reserva Federal en la conferencia de Boston sobre “Asuntos clave de la banca internacional”, octubre de 1977.

⁴¹ Véase *Financial Times*, noviembre 9 de 1978.

⁴² Artículo de R. Puz en *Euromoney*, diciembre de 1977, *op. cit.*

⁴³ B. Brackenridge, *op. cit.*

con ella los préstamos existentes.⁴⁴ Durante los años recientes ha habido una presión constante —sobre todo por parte de los bancos mismos— para incrementar más y formalizar los vínculos entre ellos y el FMI.

Otro elemento que condiciona fuertemente la evaluación de la “capacidad de crédito” es la magnitud del producto interno bruto *per capita* y su evolución reciente.⁴⁵ Aunque el gran exceso de liquidez que ha caracterizado al mercado en los últimos años ha permitido que incluso países muy pobres y con bajas tasas de crecimiento ingresen a él, la participación de éstos es todavía muy pequeña. Más aún, la deuda neta total pendiente de países en desarrollo no exportadores de petróleo con los bancos transnacionales está todavía muy concentrada en unos pocos países, los cuales, o bien tienen un relativamente alto PIB *per capita*, o cuyo PIB *per capita* está creciendo rápidamente, o que cumplen ambas condiciones. Así, en diciembre de 1977, siete países (el Brasil, México, Corea del Sur, la Argentina, el Perú, Filipinas y Formosa) concentran 70 % del total de la deuda neta de los países en desarrollo no productores de petróleo con los bancos transnacionales.⁴⁶

V. OBSERVACIONES FINALES SOBRE LOS EFECTOS DEL RÁPIDO CRECIMIENTO DEL MERCADO DE EUROMONEDAS EN LOS PAÍSES DE LA PERIFERIA

Sin duda, el gran volumen de eurocréditos que está fluyendo hacia los países de la periferia en la presente década ha implicado una transferencia considerable de recursos reales hacia ellos en el corto y el mediano plazo.⁴⁷ Esta transferencia de recursos puede ser usada en cualquier tipo

⁴⁴ Información basada en entrevistas. La confianza de los banqueros internacionales en el FMI está muy bien ilustrada por esta frase del editorial del *Financial Times* publicado el 20 de marzo de 1978: “La aceptación por parte de Zaire de un programa de estabilización del FMI contribuye en gran medida a dar garantías a los inversionistas y acreedores occidentales del futuro de ese país.” Dada la magnitud de los problemas que enfrenta Zaire, esta fe en los acuerdos con el FMI es particularmente significativa.

⁴⁵ Véanse los trabajos mencionados anteriormente; análisis también basado en material de entrevistas.

⁴⁶ Estimaciones propias, basadas en cifras recién publicadas por el Banco de Pagos Internacionales. *International Banking. External Positions of Commercial Banks in Group of Ten Countries, Switzerland, Austria, Denmark and Ireland and of Certain of their Foreign Affiliates*, Basilea, julio de 1978. Estas cifras representan un mejoramiento considerable sobre cifras anteriores publicadas por el Banco de Pagos Internacionales; ofrecen una más completa y reciente cobertura que los datos del Banco Mundial. Desgraciadamente no hay cifras comparables para años previos.

⁴⁷ La medida en que estos flujos implicarán una transferencia neta de recursos en el largo plazo depende de elementos tales como las tasas de interés, la tasa de inflación de la moneda en que se efectúa el préstamo y la proporción de la deuda, que será indefinidamente renovada.

de gasto; ha sido particularmente útil tanto en ayudar a atenuar los problemas de corto plazo de muchos países en desarrollo (por ejemplo, manteniendo niveles de actividad económica a pesar de los grandes déficit de balanza de pagos derivados del alza del precio del petróleo y de la recesión de los países desarrollados después de 1973) como en proveer financiamiento para el desarrollo de largo plazo (por ejemplo financiando inversiones). Si un país deliberadamente decide no ingresar al mercado internacional de capitales privados está rechazando de plano la posibilidad de estas importantes transferencias de recursos financieros y reales. Además, el vasto flujo financiero privado de la presente década tuvo un importante efecto en ayudar a sostener la actividad económica de los países desarrollados, al mantener la demanda del Tercer Mundo de sus exportaciones.

Como señalamos arriba, el acceso a los recursos del mercado de euromonedas no presenta la misma facilidad para los diferentes tipos de países en desarrollo. Algunos son demasiado pobres (en niveles de ingreso y/o recursos naturales) como para contar con la suficiente capacidad de crédito para atraer flujos importantes de este mercado. Claramente son los países semindustrializados y aquellos con veloz desarrollo los que han concentrado una gran cantidad de los recursos provenientes del mercado de euromonedas. Como consecuencia, los flujos de este mercado pueden contribuir a incrementar la heterogeneidad y la desigualdad entre los países en desarrollo.

Los efectos causados en la periferia por los grandes flujos de eurocréditos variará significativamente de país a país y puede ser evaluado en forma más precisa a través del estudio de casos. Sin embargo, trataremos aquí de delinear brevemente algunos de los principales problemas y peligros que plantea el uso extendido de este mercado para los países de la periferia.

1. *Costo variable de los préstamos*

Los intereses que se cargan sobre los préstamos de euromonedas son en promedio más altos que los que los países en desarrollo pagan a otras fuentes de financiamiento (por ejemplo créditos oficiales bilaterales o multilaterales). Sin embargo, la rápida caída del valor del dólar —moneda en que se efectúa la mayoría de estos préstamos— ha implicado que las tasas de interés real hayan sido —recientemente— más o menos bajas. Quizá lo más problemático sea la variabilidad de las tasas de interés,

que cambian cada tres o seis meses, siguiendo las fluctuaciones del London Inter-Bank Offer Rate (LIBOR). Esta variación agrega un elemento más de incertidumbre a los esfuerzos de predecir y planear la balanza de pagos en los países en desarrollo. Debido a las incertidumbres que prevalecen en el sistema monetario internacional resulta prácticamente imposible a dichos países predecir tasas de interés real.

Las tremendas magnitudes comprometidas en las fluctuaciones de la tasa de interés pueden ser muy bien ilustradas por su reciente evolución. La tasa de interés del eurodólar (LIBOR) ha crecido más de 4.5 puntos durante 1978; este incremento ha significado una carga adicional no planeada de pago de intereses para los países en desarrollo no productores de petróleo de más de 4 mil millones de dólares.⁴⁸ La carga anual no planeada para el Brasil como producto de este incremento es de más de mil millones.

2. *La nueva naturaleza del condicionamiento*

El condicionamiento de las políticas económicas de los países en desarrollo por parte de los bancos transnacionales es menos explícito y formalizado que el ejercido por las agencias multilaterales (tales como el FMI o el Banco Mundial) o por las agencias bilaterales (AID, Estados Unidos). Esto no significa, sin embargo, como muchos gobiernos de países en desarrollo inicialmente creyeron, una necesaria reducción de la dependencia sino más bien un cambio en su naturaleza.

Como hemos, visto los bancos transnacionales operan básicamente con un criterio comercial. Cuando evalúan la "capacidad de crédito" de un país destacan su capacidad de amortizar el crédito (lo que explica el acento en los indicadores financieros y de balanza de pagos). Un país fuertemente dependiente de —o deseoso de atraer— grandes sumas de créditos de la banca transnacional puede ser tentado a seguir un estilo de desarrollo en el cual sus indicadores de solvencia externa tengan tan exagerada prioridad que se logren incluso a expensas de otros objetivos de desarrollo.

Estas actitudes de gobiernos de países en desarrollo pueden llevar a muchas distorsiones específicas. Recientemente muchos de estos países han acumulado reservas brutas de divisas en exceso a las requeridas para objetivos comerciales, con el solo propósito de aparecer más "solventes", y

⁴⁸ Hemos usado aquí las cifras un tanto subestimadas de la deuda de los países en desarrollo no productores de petróleo, dadas por BIS, *International Banking*, op. cit.

así atraer mayores préstamos.⁴⁹ Por tanto, los países en desarrollo pueden estar endeudándose principalmente para mejorar su posición de reservas de divisas, lo que les permitirá a su vez endeudarse aún más.⁵⁰

Pueden surgir situaciones, sin embargo, en que un gran colchón de reservas de activos extranjeros garantice a los países un mayor grado de autonomía, principalmente cuando intentan realizar significativos cambios en sus estructuras económicas o políticas, o cuando enfrentan condiciones desfavorables en el contexto internacional. Si tales reservas se usan prudentemente, su existencia permitiría al país tomar importantes decisiones económicas y políticas sin tener que satisfacer los criterios de los bancos privados o los del FMI, sobre todo mientras no se necesite financiamiento adicional considerable y el país sea capaz de servir sus deudas.

En un nivel más amplio, el deseo de atraer grandes préstamos privados extranjeros puede estimular un modelo de política que ponga excesiva prioridad en las variables financieras (particularmente en la balanza de pagos), condicionando excesivamente e incluso determinando otros aspectos de la política económica. La necesidad de mantener la capacidad de crédito es a menudo usada por ciertos grupos sociales o por ciertos gobiernos para aumentar su poder y para ayudar a imponer ese tipo de política. Un muy buen ejemplo puede encontrarse en las opiniones expresadas en un editorial del principal periódico de Chile, *El Mercurio*:⁵¹ "Chile recientemente obtuvo de la comunidad bancaria internacional un trato similar al de países serios e importantes. Este activo de incalculable valor debe ser mantenido a todo costo, y por ello es fundamental mantener una política económica de estabilización que reduzca el gasto público y modere los aumentos excesivos de salarios reales."

Por supuesto, el uso de grandes montos de eurocréditos no necesariamente determina que los países sigan este modelo de política. La variedad de países (y de modelos de políticas aplicados) que obtienen elevados niveles de estos préstamos así lo demuestran. Además, los vínculos con los mercados internacionales de capital pueden en algunos casos inhibir más bien que estimular los mercados locales de capital de largo plazo,

⁴⁹ Los banqueros generalmente se fijan en las cifras de reservas brutas de divisas, que son normalmente las únicas públicamente disponibles, en lugar de las reservas netas. Información basada en material de entrevistas.

⁵⁰ Una revista chilena bien informada en el análisis económico, *Geminis*, tercer trimestre, 1978, expresaba recientemente esta opinión: "El Banco Central está dispuesto a aumentar sus reservas de moneda extranjera *aún más*, porque la alta concentración de la deuda con bancos e instituciones financieras privadas de cierta manera lo obliga a mantener disponible un nivel relativamente alto de reservas."

⁵¹ *El Mercurio*, Santiago, Chile, 8 de octubre de 1978.

lo que disminuye los esfuerzos de ahorro interno. Ello no es resultado inevitable; estos vínculos con el mercado mundial de capitales pueden ser usados por los países en desarrollo ya sea como un sustituto o como un complemento de sus propios mercados internos de capital, según su filosofía socioeconómica, sus políticas y sus condiciones económicas.

Otro efecto negativo del fácil acceso al crédito internacional puede ser el debilitamiento de los esfuerzos del gobierno central para regular la economía. Esto se refiere tanto a las autoridades responsables de la planeación de largo plazo como a las autoridades financieras que tratan de planear las políticas de corto plazo. El gobierno central puede ser incapaz de ejercer control sobre las grandes empresas estatales semiautónomas, que pueden endeudarse en el exterior sin necesidad del apoyo del gobierno central e incluso a menudo sin su conocimiento ni aprobación. De esta manera las decisiones de inversión son tomadas por empresas con acceso directo al crédito externo, escapando así al control del gobierno central.

Como se ha descrito, la gran liquidez de los bancos transnacionales los lleva a ofrecer grandes empréstitos a los países en desarrollo, a menudo sin una evaluación previa muy completa. Los gobiernos de estos países contratan dichos créditos sin hacer una clara evaluación de sus efectos futuros en sus economías. Ello ha acentuado las dificultades de estos países para afrontar el pago de sus crecientes deudas e intereses. La causa puede encontrarse ya sea en los inesperados cambios en el ambiente internacional o en la insuficiente planeación de los países en desarrollo, que no les permite generar con la velocidad adecuada las divisas necesarias. Un ambiente internacional desfavorable o la irresponsabilidad financiera pueden llevar a los países a crisis en la capacidad de pagos. En tales casos el país se ve forzado a renegociar su deuda con los bancos privados y/o a pedir un *stand-by* al FMI, cuando se encuentra en una grave situación de desequilibrio externo. Esto hace que las condiciones exigidas por el FMI sean más duras, tanto por lo grave del desequilibrio como por la debilidad de negociación del gobierno, que le impiden resistir las condiciones impuestas. Así pues, un acceso desproporcionado al crédito bancario internacional puede, en el mediano plazo, reforzar la dependencia de las condiciones del FMI en vez de disminuirla.

Recientemente el Fondo Monetario Internacional ha subrayado la necesidad de que los países adopten, en consulta con el Fondo, "medidas correctivas" a los primeros síntomas de dificultades en la balanza de pagos.⁵² Sin embargo, el problema subyacente es que muchos países a me-

⁵² Véase FMI, *Survey*, 29 de marzo de 1979, "Fund Conditionality: New Guidelines".

nudo prefieren retrasar sus solicitudes de asistencia al Fondo hasta el último momento, en la certeza de que las condiciones del Fondo para negociar en los círculos superiores del crédito siempre son severas.

De hecho algunos países en desarrollo, particularmente el Brasil, han tomado de manera explícita la decisión de evitar utilizar los estratos superiores de crédito del Fondo, por el temor de que las condiciones que se le apliquen les resulten inaceptables.⁵³ Naturalmente los países más pobres, con menor capacidad de crédito, probablemente no podrían seguir el ejemplo del Brasil y a la vez mantener acceso al mercado privado internacional de capitales. Como hemos visto, los créditos del Fondo Monetario desempeñan un papel decisivo en el sistema de crédito internacional, principalmente por su elemento distintivo: el condicionamiento asociado a él.

Los problemas planteados por las condiciones que el FMI impone, en particular a los países en desarrollo, son cada vez más discutidos.⁵⁴ Destacaremos brevemente los principales. Una crítica generalizada es que la influencia del Fondo en las políticas económicas de los países miembros se concentra mayormente en los países deficitarios. Esto tiende a imponer un sesgo deflacionario en la economía mundial en su conjunto, y en particular sobre los países que necesitan asistencia del Fondo y/o su "certificado de buena conducta" para el financiamiento privado. Estudios de casos muestran que el hincapié del Fondo en el equilibrio a corto plazo de la balanza de pagos, a menudo ha conducido a una caída de la inversión, comprometiendo el crecimiento a largo plazo.⁵⁵

A pesar de que el Fondo alega que sus recomendaciones son neutrales en cuanto a la carga de los ajustes, el acento que pone en medidas tales como la reducción de los subsidios estatales y el control de los salarios reales a menudo tiene efectos negativos en la distribución del ingreso. Finalmente, el FMI admite tener una marcada preferencia por "los mecanismos de mercado", "los flujos irrestrictos de inversión extranjera" y "el libre comercio", y aversión por los instrumentos de políticas directas tales como el control de precios y las restricciones en los cambios y el comercio internacional. El Fondo trata de imponer su marco de políticas

⁵³ *The Balance of Payments Adjustment Process in Developing Countries: Report to the Group of 24*, UNDP — UNCTAD, Proyecto INT-75-015, enero de 1979.

⁵⁴ Para un análisis crítico reciente del FMI véase el informe UNDP — UNCTAD citado anteriormente, y E. A. Brett, *The International Monetary Fund, the International Monetary System and the Periphery*. IFDA, Dossier, marzo de 1979. Para una lúcida defensa del condicionamiento del Fondo véase IMF *Survey*, 22 de mayo de 1978, "Managing Director's Speech on Fund's conditionality".

⁵⁵ Capítulo II de UNDP — UNCTAD Report.

preferidas a los gobiernos que buscan acuerdos *stand-by*, restringiendo así su autonomía.⁵⁶

3. Regulación de la disponibilidad de fondos en el mercado de euromonedas

La oferta de fondos para los países en desarrollo individualmente considerados tiende a ser mucho mayor cuando menos la necesitan, es decir, cuando su balanza de pagos y sus reservas se encuentran en una situación favorable.⁵⁷ Es en estas circunstancias cuando los países podrían con mayor facilidad usar sus propios recursos para el desarrollo. La disponibilidad de abundante crédito externo en esos periodos puede inducirlos a alcanzar niveles ficticios de consumo e inversión, que difícilmente pueden comprimirse después. Si la situación de la balanza de pagos se deteriora el país cesa de tener capacidad de crédito y la disponibilidad de financiamiento externo puede ser drásticamente reducida cuando el país más la necesita. A menos que éste pueda renegociar su deuda deberá continuar amortizando sus préstamos anteriores, provocando probablemente una salida neta de divisas por ese concepto.⁵⁸

Como hemos visto, a un nivel agregado el flujo de créditos privados internacionales hacia los países en desarrollo depende de factores impredecibles que en gran medida escapan de su control. Para los países de la periferia la disponibilidad de créditos en un cierto periodo de ninguna manera garantiza que continúen en un nivel similar en el mediano plazo. Esta es una importante —aunque no la única— razón para animar a los gobiernos de los países en desarrollo a confiar lo más posible en sus propios recursos.

⁵⁶ Recientemente (marzo de 1979) el FMI ha revisado de alguna manera sus criterios de condicionamiento. Es demasiado temprano para decidir si ello implicará algún cambio cualitativo en las condiciones del Fondo.

⁵⁷ Material de entrevistas.

⁵⁸ En este sentido se ha dicho que la inversión extranjera sería preferible a los préstamos externos para financiar inversiones en el sector exportador. Cuando las ganancias por exportaciones cayeran, también lo harían los dividendos repatriados al exterior. Sin embargo, los problemas y los costos asociados con la inversión extranjera directa en el sector exportador parecen contrapesar cualquier posible ventaja. Para una temprana discusión sobre la materia véase "International Economic Association", J. Adler y P. Kuznets (comps.), *Capital Movements and Economic Development*, Macmillan, 1967.