

## FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO E INNOVACIÓN FINANCIERA

Notas sobre el financiamiento del desarrollo en los años noventa

CLEMENTE RUIZ DURÁN

### PRESENTACIÓN

El presente reporte busca avanzar en la definición de una nueva estrategia de financiamiento para el desarrollo de América Latina, por ello es un documento de prognosis en el cual no se intenta mostrar el estado actual de la situación, ya analizada en diversos estudios en forma amplia. Para avanzar en esta dirección se realizó una revisión de algunas propuestas y se tuvo la oportunidad de entrevistar a funcionarios gubernamentales norteamericanos, a miembros de organismos financieros internacionales, y a personajes de la banca comercial y de inversión de Estados Unidos. La primera ronda de entrevistas se realizó en el otoño de 1986 y las entrevistas a los banqueros en la ciudad de Nueva York la primavera de 1987. Este esfuerzo fue posible gracias al apoyo de la Fundación Ford y de la Agencia Interamericana para el Desarrollo. En este mismo sentido también fue fundamental el apoyo de Nina Ramondelli y de Arturo Porzeckanski quienes con su apoyo nos permitieron el intercambio de ideas con personajes del mundo financiero norteamericano. De igual forma agradezco a Peter Koenig, la invitación que me hiciera al seminario de *Euromoney* sobre "Estrategias Globales de la Deuda", en la ciudad de Nueva York en junio de 1987, ya que en él fue posible confrontar algunas ideas sobre el particular.

El documento ha sido elaborado en cuatro partes. La primera de ella trata de ubicar el contexto en el que se da la discusión sobre el

financiamiento futuro del desarrollo latinoamericano; en la segunda se evalúa el contexto de financiamiento del desarrollo desde la perspectiva latinoamericana; en la tercera se presentan las opiniones que sobre el particular tuvieron los entrevistados; y, finalmente, en la cuarta se mencionan las posibles interrelaciones que podrían darse entre los intereses latinoamericanos y los de la banca internacional.

### I. EL FIN DE LA ETAPA DE FINANCIAMIENTO SOBERANO

La crisis reciente de la deuda latinoamericana pone fin a la etapa de crecimiento sostenido que caracterizó a algunas de las economías de la región, y con ello rompe con un estilo que adoptó el financiamiento del desarrollo durante varias décadas, en particular a lo largo de los años sesenta y setenta y que se le denominó de “endeudamiento soberano”. Conotación que derivó de la naturaleza de las operaciones financieras realizadas entre la banca comercial internacional en apoyo a los gobiernos en desarrollo, evaluando la situación de cada país de acuerdo a criterios macroeconómicos, sin demandar más garantías en los convenios contractuales. Para unos y otros el proceso resultó no sólo funcional sino altamente redituable, a pesar de lo diametralmente opuesto que puedan resultar los objetivos que impulsan la acción particular de cada uno de estos agentes. Para la banca internacional significó la posibilidad de colocar y reciclar los recursos excedentes que existían, sin posibilidades efectivas de colocación redituable, en los países desarrollados. Para los gobiernos latinoamericanos, financiar de esta forma el desarrollo, representó la posibilidad de actuar con más libertad para diseñar sus estrategias e instrumentar sus políticas de desarrollo, a diferencia de lo que ocurría en los tratos con los organismos internacionales, o con los préstamos de gobierno a gobierno.

El éxito del endeudamiento soberano estuvo basado, a su vez, en tres elementos: un exceso de liquidez internacional, bajas tasas de interés, y un proceso eficiente de transferencia de excedentes a través de la banca comercial internacional.

La creación de liquidez estuvo alentada al inicio de los años setenta, por la introducción de los tipos de cambios flexibles, hecho que facilitó la apertura de nuevos centros de poder económico internacional y se tradujo en el fortalecimiento del marco alemán y el yen japonés y en el debilitamiento del dólar norteamericano. Al reordenamiento cambiario que entonces tuvo lugar, se sumaron los efectos del “shock

petrolero" de mediados de la década pasada, que al ser financiado con una emisión extraordinaria de dólares contribuyó en buena medida a la generación de liquidez internacional, misma que, por la tendencia al estancamiento en las economías altamente desarrolladas sólo podía ser absorbida rentable y rápidamente, por los países en desarrollo. Desde este punto de vista, la banca comercial internacional funcionó como un eficiente intermediario financiero, y en su actividad no encontró cortapisa alguna.

Un exceso de liquidez de esas proporciones, y en forma súbita, abatió las tasas reales de interés, lo que alentó el endeudamiento por parte de los países en desarrollo. Para dar una proporción del significado que esta transformación tuvo sobre nuestras economías, baste recordar que, en promedio, las tasas de interés nominales en la década de los setenta fue inferior al 10%, lo que comparado con el rendimiento de cualquier proyecto de los países en desarrollo, hacía viable el mecanismo de financiamiento por deuda externa. No es de extrañar entonces que el desarrollo de la región se haya financiado cada vez más, vía deuda externa. Al no tomarse en cuenta el precio sombra de las divisas en la evaluación de los proyectos de los países en desarrollo, muchos de ellos con bajo rendimiento social y financiero, fueron aprobados equivocadamente, sin tomar en cuenta el costo real de los recursos.

La banca comercial internacional en la premura por colocar sus recursos y con el fin de evitar tenerlos ociosos, no evaluó en forma adecuada los proyectos que presentaban los gobiernos. Optó por el camino del endeudamiento soberano, que daba discrecionalidad a los gobiernos para utilizar dichos recursos y que no siempre su utilización garantizaba el repago, y por lo mismo elevaba el riesgo de la banca comercial. En ese momento el hecho no se percibió de esa forma y la idea fue el promover el crédito externo en forma acelerada entre los países en desarrollo. El Citibank se convirtió en el promotor de este tipo de financiamiento e incluso sus tesis quedaron plasmadas en el libro "The emerging role of private banks in the developing world", en el cual se realiza una defensa del por qué la banca internacional debía financiar al mundo en desarrollo.

Esta etapa del financiamiento del desarrollo permitió que América Latina hiciera frente a sus crecientes déficit de la balanza de pagos. El déficit de la cuenta comercial fue de 17 mil millones de dólares en el periodo 1970-1981. En esta perspectiva hubo una relación funcional

entre el financiamiento bancario y las necesidades de los países en desarrollo.

### *La era de Volcker*

El fin de esta etapa de financiamiento estuvo ligado a un nuevo reordenamiento internacional que se inició a finales de los setenta y que hoy se puede denominar como la era de Volcker, expresidente de la Reserva Federal norteamericana. La era de Volcker se caracterizó en sus primeros años por el fortalecimiento del dólar. Para ello se instrumentó una política de restricción monetaria, incluyendo controles cuantitativos a la expansión del crédito, que provocó un alza en la tasa de interés. Dicha política, llevada a cabo dentro del contexto de libertad cambiaria, estimuló la entrada de capital extranjero y la revaluación del dólar. Dicha revaluación y un diferencial de tasas de crecimiento entre Estados Unidos y el resto del mundo surgió luego de un periodo de recesión, causando con rezago, un déficit en la cuenta corriente que fue financiado por la entrada de capital.

El éxito de la política Volcker provocó un reordenamiento en los mercados financieros internacionales, atrayéndose en forma masiva recursos hacia Estados Unidos. El proceso revirtió lentamente los elementos que sustentaron el endeudamiento soberano de los años setenta. Por una parte, la liquidez internacional se redujo y esto provocó que las tasas de interés pasaran de negativas a positivas en términos reales. Para los países en desarrollo que habían realizado su cálculo económico bajo la perspectiva de que no habría cambios en los mercados financieros internacionales, el reordenamiento de Volcker resultó dramático.

En principio, el reordenamiento financiero de finales de los setenta provocó lentamente una elevación del servicio de la deuda. A la vez el reordenamiento productivo de los países avanzados provocó una nueva etapa de desvaloración de las materias primas, lo que deterioró rápidamente los términos de intercambio de estos países. Todo esto llevó al quiebre de todos los elementos que habían dado lugar al financiamiento soberano. De esta forma con la política Volcker se terminaba una etapa de financiamiento del desarrollo.

### *La quiebra del modelo de financiamiento soberano*

El funcionamiento del modelo de financiamiento soberano no se podía

preservar bajo un esquema de retracción de la liquidez internacional, una elevación de las tasas de interés y una brusca caída en los precios de las materias primas. En principio el funcionamiento del modelo de crédito soberano se estructuró sobre la base de tasas de interés negativas y una tendencia al alza de los precios de las materias primas internacionales. Si se analiza esto en la perspectiva de la cartera bancaria óptima, se observa que era sumamente atractivo tanto para acreedores, como para deudores el mantener creciendo sus operaciones cotidianas. Si las tendencias no se modificaban, el proceso de financiamiento para el desarrollo a través de este mecanismo era el óptimo, ya que para los acreedores el precio creciente de las materias primas garantizaba sus créditos sin mayor riesgo, en tanto que a los deudores, las bajas de interés por abajo de la inflación internacional les permitían invertir en grandes proyectos de infraestructura que se encontraban rezagados y que una tasa de interés positiva les hubiera impedido realizar.

Ante esta situación el cambio en las tendencias provocó la quiebra en este modelo de financiamiento. Una cuestión que se olvida normalmente al analizar la quiebra de este modelo es la perspectiva de operación de los actores. El funcionamiento y la visión de los banqueros siempre se mueve en el corto plazo, puesto que necesitan presentar anualmente resultados favorables a sus accionistas. Por el contrario, para los países en desarrollo, la perspectiva de acumulación es siempre el mediano y largo plazos. En el mediano plazo (4-8 años), los electores tienen que sancionar la actuación de los gobiernos, por lo que el interés de éstos es poder presentar obras públicas de relieve en esta perspectiva y, los mismos gobiernos piensan en la resolución de sus problemas de desarrollo en el largo plazo. En este sentido los gobiernos y los banqueros difícilmente coinciden en sus apreciaciones sobre el funcionamiento de la economía internacional.

Al sobrevenir la caída de los términos de intercambio de los países en desarrollo y elevarse las tasas de interés, cada uno de los actores intentó resolver su situación de acuerdo a su visión intertemporal. Para los banqueros la posición era garantizar que la mecánica del ajuste funcionara en términos de su rentabilidad de corto plazo, en tanto que para los gobiernos su posición era el poder preservar el funcionamiento de la economía con el mayor crecimiento posible. En principio se presentaba un conflicto de intereses.

La quiebra del modelo tuvo una resolución que permitió a la banca

internacional mantener su rentabilidad a niveles aceptables en los primeros seis años de la década de los ochenta.<sup>1</sup> Para ello los países en desarrollo tuvieron que revertir la tendencia de su balanza de pagos, para generar recursos que permitieran afrontar el pago del servicio de la deuda.<sup>2</sup>

En esta perspectiva podemos decir que la quiebra del modelo, tuvo como consecuencia una etapa de desfinanciamiento del desarrollo. Esta situación cuestiona, al esquema de financiamiento del desarrollo seguido hasta la década de los ochenta.

Queda claro que el proceso de funcionamiento de las economías latinoamericanas basadas en la inyección de recursos externos de diferente naturaleza, tal como aconteció desde la posguerra, se modificará al finalizar el siglo. La pregunta que surge es: ¿cuál será el perfil del nuevo esquema de financiamiento?

## II. EL SURGIMIENTO DE UN NUEVO MODELO DE FINANCIAMIENTO: CONSIDERACIONES SOBRE LOS CAMBIOS EN LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS

El periodo de desfinanciamiento ha empezado a delinear algunas de las características que tendrá el nuevo modelo de financiamiento del desarrollo de América Latina en los años noventa, pero al mismo tiempo ha provocado que surjan innumerables dudas sobre el funcionamiento y la organización misma de las sociedades latinoamericanas y la inserción que tendrán en la economía internacional. A continuación se analizan algunos elementos que habrán de configurar este nuevo esquema.

El ajuste recesivo ha conducido a las economías latinoamericanas al estancamiento, después de varias décadas de crecimiento sostenido. La pérdida del bienestar de la población ha creado un clima de fatiga financiera. "El ajuste recesivo no es un camino de salida para la actual encrucijada. La experiencia histórica demuestra que los países en desarrollo deben pasar por un largo ciclo durante el cual los esfuerzos internos de ahorro deben ser complementados con el ahorro externo, a fin de asegurar tasas más altas de inversión y de crecimiento. Sólo en

<sup>1</sup> Para un análisis detallado sobre el particular revítese. Federal Reserve of New York. *Recent Trends in Commercial Bank Profitability. A Staff Study.*

<sup>2</sup> Sobre el particular existen innumerables estudios, entre otros los elaborados por la Comisión Económica para América Latina.

etapas más maduras del desarrollo y cuando los niveles de ingreso llegan a ser más altos, resulta posible revertir esa tendencia y generar excedentes internos a las necesidades de inversión, los cuales permiten reducir los niveles de deuda externa. A América Latina se le está imponiendo prematuramente un enfoque que corresponde a etapas más maduras. Pero no es porque la región haya alcanzado un nivel aceptable de formación de capital. Ello obedece a que impera una ideología económica que privilegia los aspectos financieros sobre los reales y que confía en que el logro de algunos índices de solvencia garantiza mejor el crecimiento que las bases reales de desarrollo.”<sup>3</sup>

Bajo esta perspectiva es imprescindible replantear los términos del problema, en el sentido de que el subcontinente para poder hacer frente a los problemas financieros, requiere de una nueva fase de acumulación de capital y que para ello requerirá vivir una nueva etapa de financiamiento del desarrollo. Queda claro que esta nueva etapa no será como la vivida en los años treinta en que se presentaron condiciones similares, pues hoy la situación es más compleja, y gran parte de los elementos que en el pasado se pensaba ayudarían a solucionar los problemas han mostrado ser ineficaces. En los siguientes párrafos se exploran algunos elementos que habrán de ser claves en esta nueva etapa y definirán, de cierta forma, las características del financiamiento del desarrollo al finalizar el siglo.

*1. Los agentes de la acumulación en los años noventa.* Uno de los puntos centrales es, ¿quién habrá de ser el principal agente de la acumulación en América Latina en los años noventa? La respuesta en este entorno no es tan simple como el proponer que sea el Estado, o las empresas privadas, puesto que hoy las economías son cada vez más complejas y por lo mismo, es imposible pensar que un sólo agente pueda responsabilizarse de la acumulación, por ello la perspectiva es que cada día se amplíe en mayor medida el espacio de la economía mixta.

En el periodo de la posguerra hasta principios de los años ochenta, las economías latinoamericanas dieron un papel preponderante a la acumulación del sector público, y en este entorno se ordenó el financiamiento del desarrollo. Desde la perspectiva interna, gran parte del

<sup>3</sup> Véase CEPAL. Integración e Industrialización en América Latina: Más Allá del Ajuste. LC/R. 569, 6 de abril de 1987.

ahorro fue absorbido por la acumulación del sector público, y en la perspectiva externa el sector público fue el responsable de obtener los recursos necesarios para financiar el desarrollo, y la garantía no eran activos sino que el gobierno era el garante de los recursos, de ahí surgió el término de endeudamiento soberano. En este entorno la evaluación de la banca comercial internacional, se basó en indicadores macroeconómicos para conceder los créditos, utilizando como indicador fundamental a las exportaciones.

Al finalizar la presente década, la crisis de la deuda obligó a una retracción de la inversión pública, que se había convertido en el eje de la acumulación latinoamericana, sin que otros sectores hayan asumido el papel líder, lo que ha dejado un vacío de inversiones (en el periodo 1973-1981 el coeficiente de inversión fue de 24.4%, reduciéndose en el periodo 1981-1985 a 18.9%). Esta situación contrasta con lo que aconteció con la crisis del petróleo en que los países industrializados dieron una respuesta al problema mediante un incremento del coeficiente de inversiones (el coeficiente de inversión paso de 21.5% en 1965-1972 a 22% en 1973-1981). El rezago de inversiones en este periodo obligará a que el Estado asuma un papel activo en los noventa, sólo que el proceso parece perfilar una relación de acumulación menos centralizada en el sector público, debido a su crisis fiscal. Esta compleja situación de los procesos de inversión en los noventa, no cambiara sólo los énfasis de los agentes, sino que para poder ser vigorosos requerirán involucrar nuevas contrapartes, en donde obligadamente se tendrá que poner énfasis, en mayor medida, al concepto de inversiones mixtas (inversión pública-privada nacional, inversión pública-privada transnacional, inversión pública-empresas sociales, y la multiplicidad de combinaciones que de éstas puedan generarse). En cualquier caso el esquema de acumulación estará más centrado en el ámbito empresarial (pero en el sentido más amplio), y por lo mismo pareciera delinear un esquema de financiamiento externo diferente al prevaleciente en la etapa del crédito soberano. En este sentido el perfil del financiamiento estaría mas orientado a proyectos específicos, con posibilidad de garantías con activos. Esto revertiría la tendencia del apoyo a políticas por el apoyo a proyectos.

En este mismo sentido, el problema de la tecnología y la acumulación empresarial provocan también nuevas preguntas. El aceleramiento del desarrollo tecnológico ha obligado a los países latinoamericanos a variar los esquemas de transferencia de tecnología, obligándolos a

una mayor apertura en general hacia la inversión extranjera, ya sea mediante la aceptación de empresas con capital ciento por ciento extranjero, o a través de la fórmula de empresas mixtas. *En este sentido es de preverse una inversión cada vez mas transnacionalizada, y con ello los esquemas de financiamiento tendrán el intermedio de las empresas transnacionales.*

2. *Necesidad de fortalecer la intermediación financiera en apoyo a las inversiones mixtas.* Los países latinoamericanos se verán obligados a movilizar en forma más eficiente el ahorro interno, para lo cual tendrán que diversificar sus esquemas de intermediación financiera, tal como ha acontecido en algunos países.<sup>4</sup> De aquí que se requiere de un proceso de fortalecimiento de los mercados de capital y de dinero de los países de la región para poder financiar de una forma eficiente los gastos de inversión en moneda nacional, por lo que la intermediación bancaria que caracterizó el desarrollo financiero de la región hasta principios de los años setenta será a todas luces insuficiente para atender las necesidades de acumulación de la región y para elevar los niveles de bienestar de sus habitantes.

3. *Cambios Institucionales: un cambio cualitativo.* Al reorganizarse los procesos de acumulación, las instituciones y los acuerdos sociales tendrán que adaptarse a las nuevas circunstancias. En un sentido amplio será necesario repensar lo nacional, en términos de las exigencias de la globalización financiera internacional, y por ello el garante de los recursos que se obtengan del exterior requerirá precisarse de tal suerte que exista un mecanismo de evaluación más directo que en el pasado. De este modo, de variables macroeconómicas —tal como las exportaciones— se pasará a garantías más precisas como es el caso de activos. En este sentido, es de esperarse una modificación en la legislación vigente sobre propiedad de extranjeros.

4. *Dificultad para estimar la necesidad de divisas: los cambios en las relaciones básicas.* Si se consideran los aspectos anteriores, se observa que el proceso de endeudamiento estará vinculado más a relaciones de mercado perdiendo peso, en este entorno, la idea de financiamien-

<sup>4</sup> Véase: Ruiz Durán, C. El sector Financiero en la Crisis, que se publicará en el "Reporte sobre la Crisis", Editorial Siglo XXI.

to del desarrollo, tal como se conoció en la posguerra. En principio lo que se cuestionará de manera mas abierta es la idea de concesionalidad, con lo que el crédito externo estará determinado fundamentalmente por el costo de dinero a nivel internacional, esto dará por consecuencia la búsqueda de proyectos rentables y que requieran de recursos externos para su operación. Con este proceso acabará también una época de actividades que no requerían necesariamente de financiamiento externo, pero que dado el bajo costo de éstos recursos se podían contratar créditos externos con el fin de financiarlas. Para los países latinoamericanos esto implicará la revaluación del costo de los recursos externos, que en el pasado fue sumamente reducido.

En esta perspectiva, no parece lógico evaluar la necesidad de requerimientos externos tal como aconteció en el pasado. Es indudable que la crisis financiera ha provocado un redimensionamiento de las necesidades de divisas y por ello es necesario introducir estos elementos en la elaboración de estrategias de desarrollo de América Latina. En este sentido se podría hablar incluso de que el crecimiento no será intensivo en divisas, lo que expresado matemáticamente significa que disminuirá el contenido importado del Producto Interno Bruto. Si a lo anterior se agrega que, bajo la necesidad de generar superávit para atender el servicio de la deuda, América Latina se ha abierto un espacio exportador que no se espera que se colapse, y por lo mismo el esquema de recuperación mantendrá relaciones de financiamiento más bajas.

De esta forma, la estimación de necesidades financieras requiere variar los parámetros históricos, considerando las fluctuaciones en la estructura de gasto. Una primera estimación de los requerimientos de financiamiento, considerando la preservación del pago del servicio de la deuda, conjuntamente con variaciones en los parámetros estructurales, y un crecimiento que garantice el crecimiento sostenido del bienestar, sitúa las necesidades financieras en alrededor de 24 mil millones de dólares anuales para la región en el próximo quinquenio (véase anexo 1).

La pregunta que surge en este entorno es: ¿existe una estructura de financiamiento internacional que de viabilidad a esta meta? La reestructuración que en los ochenta han sufrido los mercados financieros parecieran ampliar las posibilidades de financiamiento internacional, y con ello abrirse una posibilidad de atender a las necesidades financieras de América Latina.

### III. EL NUEVO MODELO DE FINANCIAMIENTO: LAS CONSIDERACIONES DE LA NUEVA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL

En tanto América Latina se debatía en medio de una profunda crisis de financiamiento, los países industriales vivían una de las etapas más complejas de restructuración financiera, ampliándose el espacio de los mercados de capitales y reduciéndose el papel de la intermediación bancaria.<sup>5</sup> Todo esto modificó el financiamiento internacional en forma sustancial en los ochenta, dando lugar a una explosión en los mecanismos de financiamiento. "Hoy el volumen de préstamos en los mercados internacionales de capital no está determinado en la misma magnitud por los desbalances de la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que estos mercados son hoy mecanismos de préstamos competitivos a nivel mundial, incluso para los residentes de los países con superávit."<sup>6</sup> En esta perspectiva las orientaciones de los mercados financieros, la creación de liquidez misma, y los costos de los recursos han iniciado una nueva etapa que no se guiará por los parámetros históricos sino que es de esperarse un proceso de sofisticación en beneficio de una expansión mayor de la economía mundial.<sup>7</sup>

Los actores de esta nueva estructura financiera internacional, que es de esperarse ya no esté liderada en forma exclusiva por la banca comercial internacional, sino que hoy, la banca de inversión y las empresas no financieras, a través de sus divisiones financieras, adquieren un nuevo papel desconocido hasta hace una década.<sup>8</sup> Para los años noventa es de esperarse que la multiplicación de intermediarios se incremente y se presente en una forma cada vez más sofisticada.

Estos nuevos agentes de la intermediación financiera internacional configurarán esquemas que permitan una mayor movilidad de sus activos, y por lo mismo se espera que el financiamiento difiera de los mecanismos de financiamiento utilizados hasta los años setenta, puesto que un mundo más inestable ha obligado a diseñar nuevas formas de

<sup>5</sup> Véase el estudio elaborado por el Banco de Pagos Internacionales sobre innovación financiera, y la actualización al mismo que hizo el Banco de la Reserva Federal de Nueva York en abril de 1987.

<sup>6</sup> OECD Financial Market Trends (36) febrero 1987 p. 53.

<sup>7</sup> Algunos autores han mostrado dudas al respecto, como es el caso de Benjamín Stein, que publicó un artículo en el periódico Barron's el 13 de julio de 1987, en donde cuestiona el papel que juegan los bancos de inversión en la expansión de la economía.

<sup>8</sup> Véase el desarrollo de la división financiera de General Electric, que ha incorporado funciones propias de un banco. Así las fronteras entre las actividades empresariales se desdibuja y la intermediación es cuestión de un grupo cada vez más amplio.

cobertura y canalización del financiamiento. Queda claro que los intermediarios financieros internacionales, buscarán por todos los medios reducir el riesgo del financiamiento, para ello tratarán de incrementar su función de colocadores en el mercado y evitarán en la medida de lo posible ser tenedores de los créditos. Todo esto configura una nueva perspectiva para el financiamiento en los años noventa, donde se espera que coexista el financiamiento vía créditos bancarios, sólo que de alguna forma con mayores coberturas y flexibilizados con emisiones de valores, que reduzcan el riesgo bancario.

De hecho, esta situación ha empezado a configurarse al finalizar la década de los ochenta, y gran parte de las innovaciones financieras introducidas en el mundo desarrollado, han empezado a aplicarse a la crisis de la deuda. Ante esta situación de facto, con el fin de poder evaluar en forma más precisa los términos del futuro desarrollo de los mercados financieros, se realizaron una serie de entrevistas a funcionarios gubernamentales norteamericanos, a miembros de organismos financieros internacionales, y a miembros de la banca comercial y de inversión de Estados Unidos. La primera ronda de entrevistas se realizó el otoño de 1986, y las entrevistas a los banqueros en la ciudad de Nueva York en abril de 1987.

En las entrevistas, como prólogo al intercambio de ideas, se mencionó que los países latinoamericanos para poder recuperar el crecimiento, requerirán de financiamiento externo, y que para ello era necesario modificar la situación actual de desfinanciamiento. La pregunta concreta que se hizo fue: ¿de qué forma se puede prever por parte de ustedes un cambio en las tendencias actuales, que permita a los países en desarrollo volver a obtener recursos de los mercados financieros internacionales? La pregunta se dejó abierta con el fin de recoger opiniones, que permitieran configurar una perspectiva más amplia sobre las posibilidades de financiamiento de América Latina para los años noventa.

Las respuestas en general no fueron pesimistas, sino por el contrario en todos los casos se mostró una preocupación real porque las tendencias pudieran modificarse y se recuperara el financiamiento del desarrollo. Sin embargo, en ningún caso hubo un falso optimismo, en el sentido de que eso pudiera ocurrir de inmediato, y que esto pudiera suceder por la simple inercia de los mercados, sino que para ello se requeriría el poner en marcha un nuevo esquema de financiamiento, puesto que bajo el esquema anterior hoy por hoy los países de Amé-

rica Latina difícilmente se les puede considerar sujetos de crédito voluntario. Se estuvo de acuerdo en que las innovaciones financieras contribuirán de manera importante a la puesta en marcha de nuevos mecanismos de financiamiento para los países en desarrollo, pero tampoco serán "la solución" a los problemas financieros del subcontinente.

En la discusión fue posible distinguir diferencias entre deuda vieja y deuda nueva. En el primer caso se mencionó que el problema era como validar la deuda vieja, de suerte tal de garantizar que ésta no se transforme en una pérdida total para los acreedores. Para el caso de la deuda nueva, se señaló que este es un mercado por desarrollar y que para ello se podrían utilizar varios de los mecanismos utilizados hoy para validar la deuda vieja. En ambos casos fue posible observar un cambio de ambiente respecto al problema de la deuda externa de América Latina, sin que se logre aún la coincidencia en las percepciones intertemporales. En el intercambio de ideas se delinearon varios mecanismos concretos para enfrentar el problema de la deuda vieja, pensados más que nada en el ámbito de flexibilizar la cartera de los bancos comerciales, aun cuando algunos de ellos podrían contribuir a la recuperación del crecimiento de los flujos financieros hacia los países en desarrollo. Las medidas discutidas se pueden agrupar en aquellas que utilizan como fórmula al mercado y las que implican cierto grado de concesionalidad, de los cuales incluso ya algunas están en operación. En los siguientes párrafos se describen algunos de ellos.

a) *Emisión de valores ligados a activos.* En este ámbito se señaló que el proceso de emisión de valores (*securization*), bien podría utilizarse como un mecanismo intermedio que permitiera a los países en desarrollo recuperar su credibilidad en los mercados financieros internacionales, y a la banca liberar parte de su cartera. Para ello se mencionaron diversas alternativas.

Entre las más audaces se hallan las mencionadas por Drexel Burnham Lambert, que señaló la posibilidad de emitir bonos de alto rendimiento (*junk bonds*) como una posibilidad de financiamiento. Este tipo de bonos han sido utilizados en el mercado norteamericano para financiar a empresas con baja calificación, y que algunos inversionistas han deseado financiar a cambio de un rendimiento mayor. Este sería el caso de América Latina, ya que actualmente su calificación en los mercados internacionales es sumamente baja.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Para un análisis más detallado de las características de este tipo de bonos revítese: Drexel

En este caso la emisión de bonos por parte de los gobiernos latino-americanos diferiría del pasado, dado que requerirían estar respaldados por activos definidos, que garantizaran los pagos futuros. Por señalar un ejemplo hipotético podría mencionarse la emisión de bonos por parte de Petróleos Mexicanos, que estuvieran respaldados por cierta cantidad de barriles. Es decir, sería el mecanismo de los petrobonos sólo que a nivel internacional, y que en este caso se requeriría elevar el porcentaje de garantía. En un comentario al *Wall Street Journal*, Mahnesh Kotecha, vicepresidente senior de Standard & Poor's Corp. señaló que las garantías requerirían ser tan amplias como de 50% del valor de la emisión, que compara desfavorablemente con el 5 ó 10% de otros tipos de préstamos.<sup>10</sup> Por este mecanismo Petróleos Mexicanos podría liquidar parte de su actual deuda y alargar el periodo de vencimiento de sus adeudos. Con ello se podría entrar en un proceso de restructuración de largo plazo, a la vez que validar el monto de la deuda bancaria que quedara vigente, abriendo la posibilidad de nuevos créditos para esta empresa.

Este mismo tipo de mecanismo podría ser utilizado para otras empresas de la región que produjeran diversos tipos de materias primas y, que requirieran de restructuraciones o de nuevos créditos para aumentar su inversión. Este mecanismo de financiamiento indudablemente sería más caro que el obtenido hasta la fecha, por ello se necesitaría evaluar en forma más precisa el destino de las divisas.

Una pregunta que surgió en esta discusión fue: ¿quién adquiriría este tipo de valores? Los inversionistas que podrían estar atraídos en la compra de estos bonos son los mismos que han ingresado al mercado de bonos de alto rendimiento, que es el caso de los inversionistas institucionales.<sup>11</sup>

b) *Fondos Mútuos*. La división de banca de inversión de los bancos comerciales norteamericanos, y algunos bancos de inversión señalaron la idea de que se estaba trabajando en la conversión de la cartera de

Burnham Lambert. *The Case for High Yield Securities*; o el libro de Altman I. E. y Nammacher A. S. *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market*. Nueva York University 1987.

<sup>10</sup> Véase *Wall Street Journal*, 12 de junio de 1987. p. 13.

<sup>11</sup> El *Wall Street Journal* en su edición del 23 de junio de 1987 publicó una nota sobre la existencia de excedentes de la Ford Motor Co. hasta por 9 mil millones de dólares, lo que parece dar cuenta de las posibilidades de inversión que tienen estos inversionistas institucionales.

préstamos de sus bancos en valores, de suerte tal de disminuir el riesgo de los bancos y liberar parte de la cartera bancaria. Para facilitar este proceso se habló de la idea de crear fondos mutuos, que pudieran constituirse con la banca regional norteamericana, y los pequeños y medianos bancos de Europa. En este caso los bancos emitirían valores respaldados por los préstamos de los países de América Latina y se venderían en los mercados a descuento, garantizando a los compradores el derecho a los primeros pagos. Este mecanismo liberaría parte de la cartera bancaria, permitiendo a los bancos pequeños y medianos obtener liquidez; ésto no significaría la disposición a colocar nuevos fondos de los países en desarrollo, pero sí permitiría que hubiera un proceso de renegociación de la deuda actual a plazos más largos, mencionándose incluso plazos de hasta 30 años. En este caso los países en desarrollo no obtendrían recursos frescos, sino que por la vía de la renegociación de su deuda obtendrían una reducción en los pagos a plazos razonablemente más amplios.

*c) Emisión de valores sin respaldo.* En este caso se habló de varias opciones, entre ellas “bonos cupón cero”, “bonos de salida”, “valores con tasa flotante”; su uso fundamental estaría orientado a procesos de reprogramación de la deuda, y difícilmente podría pensarse en ellos para financiamiento nuevo, aun cuando algunos países han logrado conseguir recursos por esa vía. Este tipo de valores sin respaldo, podrían constituirse en un nuevo tipo de financiamiento soberano, el problema con ellos es que no presentan ningún atractivo adicional para los inversionistas.

*d) Emisión de valores que recojan el descuento del mercado.* Una propuesta más audaz fue planteada públicamente por Henry Kaufman, Director y Miembro del Comité Ejecutivo de Salomon Brothers, en Tokyo, Japón el 24 de febrero de 1987. Su propuesta en esta dirección fue que se emitieran valores anualmente por parte de la deuda de cada país en desarrollo, y que el precio de venta fuera igual al valor del mercado secundario de los préstamos originales. Esto significaría que los países en desarrollo tendrían una mejoría en su situación financiera igual a la diferencia entre el valor original de la deuda y el valor de los nuevos valores. Aún más, esto representaría una pérdida para los bancos que podría ser amortizada en el periodo de vida de los nuevos valores emitidos, siempre que se diera una legislación que lo permi-

tiera. La selección de la deuda que se convertiría en valores provendría del comportamiento del proceso de ajuste en cada país en desarrollo, de acuerdo a la evaluación que hicieran las instituciones financieras internacionales, la intención sería beneficiar a aquellos países que cumplieran con el ajuste. La banca de inversión norteamericana en realidad con esta propuesta muestra audacia, pero esto debe entenderse que es dentro de un marco de divergencia en los puntos de vista que existen entre ellos y la banca comercial, dado la discusión de una nueva legislación bancaria, en que se propone dar mayor libertad a la banca comercial con el fin de que realice las tareas de colocador de valores que hoy cumple la banca de inversión.<sup>12</sup>

e) *Capitalización de pasivos*. Para los acreedores ha resultado sumamente atractivo el transformar parte de sus carteras de deuda en activos de los países deudores, dado que lo han hecho en condiciones sumamente favorables, puesto que las empresas endeudadas pero con viabilidad económica, son adquiridas con un gran descuento. En las entrevistas se hizo notar por parte de los banqueros, que esta sería una de las opciones a la que se intentaría dar un mayor énfasis, puesto que permitiría en el margen recomponer la cetera de créditos, validando la deuda vieja.

La capitalización de pasivos ha sido una práctica que hasta la fecha se estima ha alcanzado unos 6 mil millones de dólares, o sea alrededor de 6% de los créditos concedidos por la banca a América Latina y a Filipinas.<sup>13</sup> Esta relación es baja si se considera el monto global de la deuda, pero adquiere cierta importancia si se compara únicamente con la deuda privada. El proceso se inició en Chile y hoy día Venezuela, Argentina, Filipinas y México han realizado operaciones de este tipo. Los mecanismos son variados y limitados por legislaciones nacionales tanto desde el punto de vista de los acreedores, como de los deudores.

El Vicepresidente del Morgan Guaranty Trust Company de Nueva York, Rimer De Vries ha insistido que la capitalización de pasivos, "es un paso inevitable en la crisis de la deuda",<sup>14</sup> incluso esta tesis fue apoyada en forma amplia en una publicación del mismo banco, en el

<sup>12</sup> El promotor de este proyecto es el Senador Proxmire, demócrata por Wisconsin, y que en febrero de 1987 tomó posesión como presidente del Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado norteamericano.

<sup>13</sup> Véase *Wall Street Journal*, 11 de junio de 1987, p. 6.

<sup>14</sup> Véase *Wall Street Journal*, 11 de 1987.

número de septiembre de 1986 del *World Financial Markets*. Por su parte, John Reed, Presidente del Citicorp en una entrevista concedida al *Wall Street Journal* el 28 de mayo, poco después de haber incrementado sus reservas, insistió que la capitalización de pasivos era una opción para recomponer su cartera de inversiones.

El banco más audaz en este sentido ha sido el Bankers Trust que inició operaciones en este mercado en 1984, y ha logrado por este medio recomponer su cartera de créditos. Esto le ha permitido tener el mayor crecimiento de utilidad por acción de los 10 más grandes bancos comerciales norteamericanos en el periodo 1976-1986 (véase *Fortune International* junio 8 de 1987).

La banca de inversión norteamericana expresó incluso una posición aún más proclive a este tipo de operaciones. De hecho, Shearson Lehman Brothers Inc. inició en el mes de junio un fondo mútuo en donde se intercambiara deuda de los bancos por inversiones en Filipinas.<sup>15</sup>

El proceso de capitalización de pasivos ha observado una sofisticación creciente, incluyendo modalidades diversas que van desde la operación directa (inversionista extranjero-banca internacional-gobierno deudor), hasta la creación de fondos mútuos, fondos de inversión de riesgo, y sindicaciones. En todos los casos la banca comercial involucrada en este proceso ha realizado las operaciones bajo la consideración de que es mejor intercambiar deuda por capital, que vender parte de su deuda en el mercado secundario, o mantenerla en su cartera de créditos.

*f) Creación de nuevos organismos para liberar deuda.* Algunos banqueros fueron más allá de las propuestas de mercado y hablaron incluso de ortogar cierto tipo de financiamiento concesional, proponiendo ampliar y fortalecer el papel de algunas instituciones internacionales. El promotor de esta idea ha sido Henry Kaufman de Salomon Brothers (Director y miembro del Comité Ejecutivo), que ha propuesto la conveniencia, de crear una nueva institución financiera internacional que compraría la deuda de las instituciones privadas y después renegociaría los términos de los préstamos con los deudores. El capital de esta nueva institución financiera internacional tendría que provenir de los gobiernos de los países acreedores.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Véase *The Wall Street Journal*, 12 de junio de 1987.

<sup>16</sup> Esta propuesta fue planteada públicamente por Henry Kaufman, Director y Miembro del Comité Ejecutivo de Salomon Brothers, en Tokyo, Japón el 24 de febrero de 1987.

Algunos banqueros comerciales coincidieron con la idea de fortalecer al Banco Mundial, pero más en la perspectiva de que esta institución se convirtiera en el garante de nuevos créditos. En cualquier caso, pareciera que existe la idea de ampliar el papel que habrá de jugar el Banco Mundial en el financiamiento del desarrollo en los años noventa.

Un paso en el fortalecimiento del Banco Mundial y de otros bancos en desarrollo regional parece perfilarse, con la decisión del gobierno de Japón de incrementar su apoyo a estos organismos, por un total de 8 mil millones de dólares.<sup>17</sup> Obviamente que esto sólo podría considerarse un paso en esta dirección, puesto que la cantidad de recursos que se requerirían para cumplir con el papel sugerido por los banqueros sería mucho mayor y demandaría que otros países industriales superavitarios ampliaran sus aportaciones, como Alemania Federal por ejemplo. En este caso se presentan dos problemas políticos serios, el primero referido a la voluntad de los contribuyentes de los países industriales que aportarían recursos adicionales a estos organismos. El segundo sería la voluntad de Estados Unidos de perder su poder de decisión en estos organismos. Ambos problemas son sumamente agudos y han dificultado de hecho las reposiciones de capital de los bancos de desarrollo.

Paralelamente a la idea de fortalecer al Banco Mundial, han surgido algunas otras en el sentido de crear nuevas instituciones, pero que carecen del concepto de concesionalidad, como es el caso del fondo creado por Japón las Islas Cayman en el mes de marzo de 1987. Su propósito es liberar la cartera de créditos con riesgo de las entidades financieras japonesas, sin que en este caso se beneficien los países en desarrollo de la operación y por lo mismo se puede considerar una transferencia de los contribuyentes japoneses a la banca japonesa.

### *Las propuestas legislativas*

En las pláticas realizadas con miembros del Congreso norteamericano se observó una creciente sensibilización sobre el problema de la deuda de los países en desarrollo. La preocupación de los congresistas ha estado vinculada al problema de la pérdida de mercado que han tenido los exportadores norteamericanos y que en cierta forma ha incrementado el déficit comercial norteamericano. El Comité Económico Con-

<sup>17</sup> Véase *The Wall Street Journal*, 22 de mayo de 1987.

junto del Congreso en un estudio preparado sobre el impacto de la deuda latinoamericana en la economía norteamericana señala que la reducción de las exportaciones norteamericanas entre 1981 y 1985 hacia América Latina fue de 40 mil millones,<sup>18</sup> lo que explica el 41% del incremento del déficit comercial norteamericano en este periodo. A lo anterior se ha sumado la preocupación por el impacto que la deuda de los países latinoamericanos tiene sobre la estabilidad del sistema financiero norteamericano. Ambos elementos han llevado a que varios miembros del Congreso promuevan algunas propuestas legislativas en la búsqueda de una solución de la crisis de la deuda, y que a la vez ayudara a resolver el problema del sector externo norteamericano. En las propuestas, en todos los casos, se habla de cierta concesionalidad, pero se precisa que a cambio de ello se demandarían cambios estructurales en las economías latinoamericanas que permitieran una mayor acción del mercado. Entre estas se encuentran las siguientes.

*Plan Bradley.* La propuesta del Senador Bradley (Demócrata de New Jersey), demanda una reducción de intereses y una cancelación de deuda equivalente a 3% anual en un periodo de tres años y nuevos créditos multilaterales de la banca en desarrollo equivalente a 3 mil millones de dólares sobre la base del compromiso de los países latinoamericanos de realizar reformas en su política económica.

*Plan LaFalce.* La propuesta del representante John LaFalce (Demócrata de Nueva York), fue aprobada como la Ley sobre Política de Deuda Internacional (HR 1123) por el Comité de la Banca de la Cámara de Representantes. En esta se demanda un máximo de flexibilidad en la regulación de la negociación del principal y/o de reducciones de las tasas de interés en los préstamos al Tercer Mundo, y demanda un análisis comparativo de las prácticas regulatorias de la banca norteamericana y los países de la OECD. Asimismo propone establecer una agencia internacional que compre la deuda a precios descontados y otorgue este beneficio a los países endeudados al convertirse en la nueva tenedora de esta deuda, y promoviendo con ella la capitalización de pasivos, o convirtiéndola en valores de largo plazo cuyo rendimiento dependiera del comportamiento de las exportaciones de los

<sup>18</sup> Véase: Joint Economic Committee Congress of the United States. *The Impact of the Latin American Debt Crisis on the us Economy. A Staff Study.*

deudores. La garantía del Fondo Monetario Internacional-Banco Mundial —incluyendo las reservas de oro del Fondo— podrían servir para encontrar el apoyo financiero a esta propuesta.

*Plan Sabarnes.* El senador Paul Sabarnes, demócrata de Maryland, demandó la creación de un intermediario financiero internacional que comprara la deuda a descuento de los países del Tercer Mundo y la transfiriera a los países deudores. El financiamiento de esa institución podría provenir de Japón, como un mecanismo de reciclar su gigante superávit comercial, tal como se financió la Facilidad Petrolera del Fondo Monetario Internacional por Arabia Saudita en los setenta.

*Plan Morrison.* Esta propuesta de los representantes demócratas Bruce Morrison (Connecticut) y Sander M. Levin (Michigan), llamada “Ley de Desconcentración y de Promoción del Crecimiento de 1987”, intenta que se cree una “facilidad de desconcentración de deuda” para comprar a descuento deuda soberana de los bancos, permitiéndoles diferir pérdidas en un periodo de cinco años. La facilidad se instituiría como una facilidad independiente dentro del Banco Mundial, y actuaría como una “corte de quiebras”, trabajando directamente con los países deudores para reestructurar su cartera de deuda y hacer paquetes que vendan nuevos instrumentos a los inversionistas en los mercados de capital mundiales, haciendo uso de respaldos financieros, conversiones de pasivos en capital, colocación de valores y garantía de instrumentos de deuda. Esta reestructuración sería contingente de las reformas económicas que se realicen en los países deudores.

En la propuestas legislativas existe un contenido de concesionalidad que en los primeros años de la crisis fue negado como una solución. Sin embargo, hoy día parece existir un cierto consenso entorno a que: debe existir cierto nivel de concesionalidad a cambio de reformas en la política económica latinoamericana; que el precio de la deuda no es el registrado en libros; y que para ello se debe crear una instancia formal que maneje la concesionalidad. Las propuestas legislativas no han encontrado eco en la Administración Reagan, siendo su principal oponente la Tesorería.

Los bancos en principio se niegan a aceptar cualquier propuesta que implique cancelación de deuda, pero están dispuestos a discutir en el terreno político propuestas mas complejas. De hecho, el aumento en

sus reservas de contingencia <sup>19</sup> dá mayor flexibilidad para una discusión en el terreno político y abre nuevos espacios de discusión para que la solución no sea únicamente de mercado.

Conviene mencionar que estas propuestas provienen de los demócratas y que los republicanos se han opuesto a ellas por lo que las posibilidades de instrumentar alguna de estas medidas estará definido por lo que acontezca en las próximas elecciones.

#### IV. CONSIDERACIONES SOBRE LA INTERRELACIÓN DE LOS INTERESES COMUNES

El proceso de “desfinanciamiento del desarrollo” que le ha tocado vivir a América Latina en los ochenta ha obligado a un replanteamiento del proceso mismo de desarrollo, en este sentido lo financiero ha obligado a cuestionar todos los espacios del quehacer económico de los países en desarrollo. Los países latinoamericanos han tenido que cuestionar la forma como han conducido la gestión económica, obligándolos a replantearse los acuerdos institucionales. A los banqueros internacionales la crisis los ha obligado también a introducir cambios en la gestión de la intermediación financiera, induciéndolos a ser más dinámicos y a la vez cuestionar su forma de hacer negocios con el mundo en desarrollo. De todo este proceso la banca de inversión parece ser la que más se ha fortalecido, y con ello pareciera ser que este será el rumbo de la intermediación financiera en los noventa, desplazando lentamente la importancia de la banca comercial internacional tal como se conoció hasta los años ochenta. Todo este proceso de reordenamiento, como siempre en la historia, no se ha dado en forma ordenada, sino como un momento de tensión entre las diversas fuerzas del poder. Cualquier proceso de definición, es un momento de tensión, puesto que los agentes del poder —en este caso los banqueros internacionales y los gobiernos de los países acreedores y deudores— buscan obligar a que los acontecimientos se den de forma tal que generen un marco favorable a sus intereses, con el menor número de concesiones posibles.

En este sentido es necesario recordar que los intereses de ambos

<sup>19</sup> Al 17 de junio, de los 10 bancos norteamericanos, más grandes 8 habían elevado sus reservas por un equivalente a 10 450 millones de dólares, que en promedio representaban 2.2% de su cartera de créditos; de igual forma habían elevado sus reservas los bancos ingleses el Nat West a 828 millones de libras esterlinas, equivalente a 29.7% de sus créditos, los bancos japoneses decidieron también elevar sus niveles de capitalización para disminuir su exposición a créditos internacionales.

actores tienen una definición intertemporal diferente, los banqueros se verán obligados a seguir pensando en el corto plazo, en tanto los gobiernos mantendrán su visión de mediano y largo plazo. En esta perspectiva sólo el surgimiento de una nueva institucionalidad internacional puede motivar un encuentro entre los intereses del mundo financiero y el de los países en desarrollo, por ello pareciera factible el avance de propuestas que logren conciliar las diferencias intertemporales, tales como las del Senado norteamericano de crear una institución internacional que compre y consolide parcialmente la deuda latinoamericana. En este sentido pareciera ser que el nivel de concesionalidad que se aceptaría por los países acreedores, sería aquel determinado por el mercado secundario de deuda, el cual, es de esperar, pudiera incrementarse en forma sustancial en el próximo quinquenio. Los recursos para este proyecto provendrían de un subsidio fiscal por parte de los gobiernos acreedores (en este caso es necesario aclarar que este se puede dar sin necesidad de cambios fiscales, tan sólo aplicando las leyes ya existentes en los países acreedores), como ha sido el caso de los bancos japoneses, que constituyeron ya un fondo de esa naturaleza.

El establecimiento de mecanismos de esta naturaleza, en forma conjunta con el incremento al monto de las reservas de los bancos, la ampliación de los acuerdos de capitalización de pasivos, lograrían constituirse en mecanismos que validaran la deuda latinoamericana, en la perspectiva de la administración de la cartera de créditos bancarios. De esta forma sería factible pensar que los bancos podrían verse inducidos a otorgar créditos voluntarios a los países latinoamericanos. Sin embargo, difícilmente se puede pensar que la validación de la deuda soberana, sirviera para iniciar una nueva etapa en la misma dirección, más bien se podría pensar que los nuevos créditos más que apoyar políticas globales irían orientados a proyectos específicos. No obstante, la idea de apoyo a políticas globales subsistiría pero fundamentalmente ligada a instituciones financieras internacionales.

Una reflexión que es conveniente establecer es en el sentido de que en esta nueva etapa del financiamiento del desarrollo, los recursos tenderán a tener un costo más elevado. Esto de alguna forma tenderá a reflejarse en la estructura de costos internos y obligará a cambios en los patrones de inversión de los países, en el sentido de obligarlos a establecer esquemas de racionalización en el uso de las divisas.

Es de esperarse también que la región pueda utilizar en forma más amplia algunas de las innovaciones en los mercados financieros inter-

nacionales. Es de preverse que el proceso de emisión de valores por parte de los países latinoamericanos tenderá a incrementarse, utilizando las fórmulas que en estos momentos están sugiriendo intermediarios financieros como Drexel Burnham Lambert. Hasta el momento el mercado de valores ha estado dominado por los países de la OECD, en los últimos tres años el 93.4% del total de la emisión de obligaciones internacionales provino de ese grupo de países.<sup>20</sup> La expectativa es que lentamente los países latinoamericanos puedan ganar participación en la colocación de obligaciones internacionales, pues actualmente es muy baja y está limitada a países como México, Brasil, Panamá y Colombia.

Se abre la posibilidad también de que la innovación financiera dé lugar a nuevas formas de financiamiento que hasta la fecha no han sido utilizadas, como las que están trabajando algunos gobiernos latinoamericanos con algunos bancos internacionales, tal es el caso de Perú que está buscando establecer un mecanismo de promoción de sus exportaciones no tradicionales, que le permita liquidar parte de su deuda externa. Este procedimiento se está explorando en varios países de la región con probabilidades que se concrete. Lo anterior sugiere que tanto los banqueros, como los gobiernos latinoamericanos están dispuestos a explorar nuevas fórmulas de financiamiento.

Los resultados preliminares de esta investigación en torno al perfil del financiamiento del desarrollo en los años noventa, parece mostrar una perspectiva de cambio en el patrón de acumulación y por ende de las fuentes de financiamiento. Estas nuevas fuentes no están precisadas, sino que se están definiendo en medio de la crisis, y pareciera ser que con la posibilidad de encuentro de dos visiones intertemporales; la de la banca y la de los gobiernos.

Julio de 1987

#### ANEXO I. ESTIMACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS FINANCIEROS PARA AMÉRICA LATINA

Para realizar una estimación preliminar de los requerimientos de inversión de América Latina para finales de los años ochenta y principios de los noventa, se revisaron las estimaciones realizadas al respecto por la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) en su docu-

<sup>20</sup> Véase OECD Financial Statistics parte 1, 4 abril 1987, pp. 8-9.

mento “El Problema de la Deuda: Gestación, Desarrollo, Crisis y Perspectivas”; y las del Banco Interamericano de Desarrollo en su documento “El Financiamiento del Desarrollo Latinoamericano en la Segunda Mitad de la Década de los Ochenta”. En ambos casos las proyecciones se construyeron bajo el supuesto de que el crecimiento requerirá de fuertes desembolsos de divisas y que esto sería suficiente para restablecer los niveles de bienestar.

Se consideró que este supuesto era insuficiente y se elaboró una proyección partiendo de la idea de que el deterioro de los niveles de bienestar de la región han sido de tal magnitud, que es necesario partir de un supuesto, específico de las necesidades de consumo básico, y de ahí especificar que nivel de producción se requerirá. La determinación de las necesidades de consumo básico, en principio es un problema de acuerdos sociales, y por lo mismo de la política, por lo que sería necesaria una definición regional a ese nivel. Hasta el momento esta discusión esta pendiente, por lo que para avanzar en esta dirección se realizó un supuesto débil, pero que ayudaba a realizar una primera estimación. El argumento utilizado fue que el nivel de consumo de 1981 era aceptable para América Latina y que por lo mismo este podría ser el parámetro a utilizar.

Se partió de la idea de que este nivel de consumo debería restablecerse en 1987, y que a partir de ahí seguiría creciendo a la tasa promedio de 1960-1981. Bajo estos supuestos, la expansión necesaria del PIB sería de 6%, y de 7.6% para la inversión. Los resultados son muy similares a los obtenidos por el Banco Interamericano de Desarrollo, pero la diferencia estriba en que el consumo estaría creciendo a una tasa mayor, en este sentido es de esperarse que ello induciría un nivel de importaciones mayores para el consumo, esto obligaría a reducir el superávit comercial, y ello obligaría a tener necesidades de financiamiento adicional de aproximadamente 24 mil millones de dólares por año. Los supuestos macroeconómicos realizados se basaron en un cambio de los parámetros estructurales, de forma de garantizar un acomodo a un mayor consumo. Los supuestos macroeconómicos son los siguientes:

Consumo por habitante	4.2 tasa de crecimiento promedio.
Población	2.4 tasa de crecimiento promedio.
Consumo	6.7 tasa de crecimiento promedio.
PIB	6.3 tasa de crecimiento promedio.

## Relación incremental producto

capital	1.2
Inversión	7.6 tasa de crecimiento promedio.
Exportaciones	5.0 tasa de crecimiento promedio.
Importaciones	2.4 tasa de crecimiento promedio.

Requerimientos financieros anuales (millones de dólares) 23 604

## BIBLIOGRAFÍA

- Bank for International Settlements. *Recent Innovations in International Banking*, abril 1986.
- Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Desarrollo Económico y Social. *Necesidades de Financiamiento Externo, Perspectivas de la oferta y el posible papel del Banco. 1987-1990*. Washington, D. C. 12 de mayo de 1986.
- Banco Interamericano de Desarrollo. División de Estudios de Países. *El Financiamiento del Desarrollo Latinoamericano en la Segunda Mitad de la Década de los Ochenta*. Whashington, D. C. 21 de enero de 1986.
- Comisión Económica para América Latina. *El Problema de la Deuda: Gestación, Desarrollo, Crisis y Perspectivas*. LC/G. 1406 (SES. 21/10) 6 de marzo de 1986: *Integración e Industrialización en América Latina: Más Allá del Ajuste*. LC/R. 569 6 de abril de 1987.
- Drexel Burnham Lambert. *The Case for High Yield Securities*.
- Economic Report of the President. Transmitted to the Congress January 1987.
- Elac, C. J. *Latin American Debt: Resource Transfer, Investment and Growth*. *Mimeo*... Prepared for presentation at the meeting on "Economic Prospects for the Third World" sponsored by the Overseas Development Institute (ODI), Londres, Inglaterra, 4 de octubre de 1986.
- Financial Crises and the World Banking System*. Forrest Cappie and Geoffrey Wood. St. Martin's Press. Nueva York 1986.
- Federal Reserve of New York. "Recent Trends in Innovations and International Capital Markets". abril 1987.
- Friedman, S. I. *The Emerging Role of Private Banks in the Developing World*. House of Representatives. *International Debt, Trade and Financial Stabilization Act*. 99th Congress 2d. Session. Rept. 99-577 Part 1, 6 de mayo de 1986.
- International Monetary Fund. *International Capital Markets. Developments and Prospects*. Maxwell Watson, Russell Kincaid, Caroline Atkinson, Eliot Kalter, y David Folkerts-Landau, diciembre 1986.
- Joint Economic Committee Congress of the United States. *The Impact of the Latin American Debt Crisis on the us Economy. A Staff Study*.

- Kaufman, H. *The Risks in the World Economic Order...* Salomon Brothers Inc. Bond Market Research. 24 de febrero de 1987.
- OECD. *Financial Market Trends (36)*, febrero de 1987, p. 53.
- Shearson Lehman Brothers. Background Material. Loan Transaction Services. Developing Country Debt.