

El crecimiento de la banca multinacional, los mercados de euro monedas y los países de la periferia

INTRODUCCION

En este documento trataré de describir el rápido crecimiento de la banca transnacional desde los años 1960 así como también sus causas principales. Es interesante observar como este rápido crecimiento de la banca multinacional es en gran medida un resultado de la *asimetría* entre las detalladas y estrictas regulaciones oficiales que rigen las operaciones efectuadas por los *residentes* en un país, en sus propias monedas nacionales, y la libertad considerablemente mayor de que gozan los *no residentes* para operar en monedas extranjeras dentro del mismo sistema bancario.

Este mercado bancario multinacional, especializado en recibir y prestar monedas fuera del país emisor, se denomina comunmente el mercado de "euro dólares". Como veremos más adelante, este término no lo describe en forma suficientemente precisa, puesto que tal mercado de divisas ya no se encuentra confinado a Europa y opera solamente con dólares. De hecho, un término como el de "mercado de monedas transnacionales" sería mucho más preciso¹.

Más adelante veremos que 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 de la periferia, lo cual condujo a la "privatización" de la estructura de la deuda externa de aquellos países². Después de delinear las principales causas de esta tendencia, describiré los cambios que tuvieron lugar en los mecanismos del "mercado de euro dólares", 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 euro monedas", durante los años setenta.

NOTA: Este trabajo forma parte de un estudio más amplio, dirigido por OSVALDO SUNKEL, sobre Integración y Desarrollo Nacional.

¹Debo agradecer a Osvaldo Sunkel la sugerencia de ese término, así como de sus implicaciones metodológicas.

²Esto contrasta agudamente con los años 1950 y 1960 cuando los flujos externos recibidos por la periferia provenían básicamente de fuentes oficiales (bilaterales o multilaterales), y con los años 1930 y 1940, cuando el financiamiento externo (sea público o privado) de que disponía la periferia era sumamente limitado. Para una breve pero muy buena descripción de esta evolución, ver B. Stallings, *Peru and the U.S. Banks: Privatization of Financial Relations*, próximo a aparecer en R. Fagen (ed.), *U.S. Foreign Policy and Latin America*, Stanford University Press, 1979.

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 multinacionales 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, generalmente 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 privados externos, los que con frecuencia llegaron en una escala bastante amplia y relativamente indiscriminada. Por lo tanto, parece particularmente evaluar los efectos de estos flujos sobre las economías nacionales en la periferia.

EL CRECIMIENTO DE LA BANCA MULTINACIONAL Y LA EMERGENCIA DE LOS MERCADOS DE EURO MONEDAS

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 multinacionalizarse. Durante este período, establecieron sucursales, subsidiarias y consorcios bancarios fuera de sus fronteras nacionales, en una escala sin precedentes. 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. Lo que tal vez sea más significativo, los activos totales de las sucursales estadounidenses en el exterior saltaron de 3.500 millones de dólares en 1960 a 181 mil millones de dólares en junio de 1976³ (lo cual implica que su valor se multiplicó por cincuenta). La banca multinacional en el mundo ha crecido a un ritmo aún mayor que la de los bancos estadounidenses⁴.

Las operaciones externas de dichos bancos están fuertemente concentrados. 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, el cincuenta por ciento de las utilidades de dicho grupo de bancos provenía de sus actividades en el exterior; las ganancias internacionales de esos trece bancos multinacionales de mayor tamaño representaban más del no-

³Datos basados en el Directorio del *Federal Reserve*, citadas en *International Debt, the Banks and U.S. Foreign Policy*, un informe preparado para el sub-comité sobre Política Económica Externa, del Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los Estados Unidos. Introducción por el senador F. Church, Washington, 1977.

⁴Entre 1963 y 1969 la participación de los bancos norteamericanos en el mercado londinense (el mayor centro bancario transnacional) fluctuó entre el 40 y el 50%; desde 1973, la participación de los bancos norteamericanos ha sido inferior al 40%.

venta y cinco por ciento del aumento experimentado por sus ganancias totales entre 1970 y 1975, observándose que las ganancias internas se estancaban mientras sus utilidades en el exterior crecían drásticamente⁵.

Resultaba natural que los bancos de todo el mundo se multinacionalizaran a fin de satisfacer las necesidades de las empresas multinacionales que constituían una parte sustancial de su cartera, empresas que estaban invirtiendo o reinvertiendo 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 multinacional. Sin embargo, la mayor parte de los analistas están de acuerdo en que ese rápido crecimiento de la banca multinacional⁶ 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 extranjera⁷.

A fines de los años 1950 dos desarrollos parecieron haber suministrado el impulso inicial a los bancos y al dólar para trasladarse hacia Europa. Al final de 1958, Europa Occidental restableció plenamente la convertibilidad en cuenta corriente, particularmente para los no residentes. Los bancos comerciales establecidos fueron autorizados para recibir depósitos de corto y largo plazo en dólares o, en verdad, en cualquier otra moneda en que tuvieran intereses comerciales. Por otra parte, el creciente comercio de la Unión Soviética con Europa Occidental generó dólares que el gobierno soviético prefirió depositar en Europa a fin de evitar posible confiscación por el gobierno de los Estados Unidos.

Una serie de regulaciones gubernamentales adoptadas por los Estados Unidos a partir de 1960 con el objeto de curvar 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 Igualización de Intereses aplicado sobre las

⁵ Fuente: Salomon Brothers, *United States Multinational Banking: Current and Prospective Strategies*, Nueva York, 1976.

⁶ Ver, 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*, por M.J. Seiber, Washington, 1977; H. Wachtel, *The New Gnomes: Multinational Banks in the Third World*, Transnational Institute, Washington, 1977; R.I. McKinnon, *The Euro-currency market, Essays in International Finance*, Princeton University, N° 125, diciembre de 1977.

⁷ Lo anterior podría explicar el hecho de que la transnacionalización de las finanzas hayan sobrepasado a la de la producción. Desde comienzos de los años sesenta, la proporción de beneficios externos en los beneficios totales de los bancos transnacionales en los Estados Unidos se elevó mucho más rápidamente que los beneficios de las firmas productivas de la misma naturaleza.

acciones 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 en subsidiarias de bancos norteamericanos. Esta tendencia fue reforzada en 1968 por la adopción de controles obligatorios sobre las exportaciones de capital efectuadas por firmas multinacionales 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 ellas es la Regulación D, que determina las obligaciones en materia de reservas, pero no se aplica a las sucursales extranjeras de los bancos norteamericanos (la mayor parte de los centros financieros internacionales, incluyendo los de Londres, no aplican requerimientos en materia de reservas tratándose de sus compromisos con extranjeros). Otras regulaciones ponen límites 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 una ventaja para atraer tales depósitos.

Si bien muchas de esas regulaciones fueron derogadas o disminuyeron hacia 1974, indudablemente tales controles contribuyeron positivamente a la expansión de los bancos norteamericanos en el exterior.

El principal centro de esa actividad bancaria transnacional fue y aún sigue siendo, aunque en menor medida, Londres. La experiencia técnica acumulada por esa plaza y las sólidas relaciones que estableció con sus clientes, frecuentemente basados en Londres o en ciudades vecinas, explican sólo parcialmente este hecho. Lo principal es que los bancos en 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 de Inglaterra sólo ejerce de una manera informal una función informativa en relación con esas transacciones⁸. Es interesante que ese "oasis de libertad" para la banca

⁸ Estas regulaciones se aplicaron inicialmente sólo a los bancos de inversión, muchos de ellos británicos, pero controlados por intereses norteamericanos. Eventualmente, los *clearing banks* británicos (como por ejemplo el Lloyds y el Barclays) fueron autorizados para

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 monedas⁹.

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 "santuarios extranjeros", en donde no solo 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 extranjeros¹⁰.

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 anteriormente mencionadas (frecuentemente 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 ellas utilizan un mecanismo llamado "mercado interbancario", que permiten 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 multinacionales¹¹. 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 enfatizar 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, con el objeto de minimizar los impuestos, bajo condiciones cambiantes. Por lo demás, hasta ahora se han hecho pocos intentos, por parte de las autoridades gubernamentales, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo, para controlar esos flujos. Naturalmente, resulta más fácil evadir que observar los controles gubernamentales en este campo, precisamente a causa de la fluidez del capital financiero.

operar al margen de los requerimientos acerca de reservas e intereses en el sistema de la banca transnacional.

⁹ Para más detalles, ver McKinnon, *The Euro-currency market*, op. cit.

¹⁰ Tanto el volumen de las operaciones como el número de aquellos "santuarios externos" ha estado creciendo muy rápidamente. Una lista reciente preparada por el banco de pagos internacionales, de julio de 1978, menciona lo siguiente: Las Bahamas, Barbados, Bahrain, Bermuda, Cayman Islands, Hong-Kong, el Líbano, Liberia, los territorios holandeses en el exterior, las Nuevas Hébridas, Panamá, Singapur, las Islas Vírgenes, y las Indias Occidentales Británicas. La importancia de estos centros se ve ilustrada por el hecho de que en 1976 un número mayor de préstamos provenientes de subsidiarias de bancos norteamericanos fue efectuado desde las Bahamas y desde las Cayman Islands que desde Londres.

¹¹ Lo anterior se sugiere en el informe al senado de los Estados Unidos, *International Debt...*, op. cit.

Las favorables condiciones bajo las cuales las operaciones transnacionales de las subsidiarias norteamericanas se han desarrollado, les han hecho posible pagar tasas de interés más altas por los depósitos y cobrar tasas de interés más bajas por los préstamos, que sus competidores domésticos en Europa y también en los Estados Unidos. Esta ventaja competitiva simplemente ha estimulado su crecimiento.

El mercado bancario multinacional especializado en recibir y prestar monedas extranjeras es descrito comunmente como el “mercado del euro-dólares”. De hecho, el término euro-dólar no resulta acuoso para describir este mercado. Como hemos visto, dicho mercado monetario no está ya limitado a Europa —el lejano Oriente y el Caribe poseen una participación sustancial en tales operaciones— ni trabaja solamente con dólares, aunque ésta aún constituya la moneda principal, sino que también con otras monedas, tales como el marco alemán, el franco suizo y el yen¹². Cuando esas monedas son depositadas en bancos localizados fuera del país emisor, se denominan euro-dólares, euro-marcos, euro-francos o euro-yens. Como sugeríamos en la introducción, sería más preciso hablar de un “mercado de monedas transnacionales”.

Los principales depositantes de euro-monedas son los bancos centrales, las corporaciones multinacionales y las instituciones de inversión. Los principales prestatarios son los bancos comerciales, las autoridades monetarias nacionales, las empresas estatales, las corporaciones multinacionales y las organizaciones públicas internacionales. Sin embargo, la mayor parte de las transacciones en euro-monedas se efectúan entre bancos; a mediados de 1965, los depósitos entre bancos representaban el setenta por ciento del mercado de euro monedas.

Debido a la naturaleza de sus clientes, el sistema de euro monedas es un mercado mayorista; la mayor parte de las transacciones que se realizan en él sobrepasan el millón de dólares. Este mercado ofrece créditos de corto plazo así como también operaciones de mediano y largo plazo, escalándose entre de uno a quince años, ya sea bajo la forma de euro-créditos o euro-bonos¹³.

Como puede apreciarse en la Tabla 1 el mercado de euro-monedas ha crecido drásticamente desde fines de los años 1960. El nivel de dicho mercado en 1977 fue más de seis veces mayor que el de 1969.

Hemos usado aquí series estadísticas consideradas como los indicadores más acuciosos del sistema de euro monedas publicados por una fuente oficial (el Banco de Pagos Internacionales, situado en Basilea, ha sido denominado el “banco central de los bancos centrales”). Esta

¹²La proporción de dólares en los depósitos totales en el mercado de euro monedas declinó desde el 81% en diciembre de 1968 al 70% en diciembre de 1977. Fuente: *Investors Chronicle y Euro-markets Survey*, Londres, septiembre de 1978.

¹³No estudiaremos aquí en detalle los mercados de euro bonos, debido a su importancia limitada para los países de la periferia.

Tabla 1

*Tamaño neto estimado del mercado de euro
monedas en miles de millones de dólares*

<i>Año</i>	<i>Total</i>
1969	44.0
1970	57.0
1971	71.0
1972	92.0
1973	132.0
1974	177.0
1975	205.0
1976	247.0
1977	300.0

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, 45° y 48° Informe Anual. Basilea, Suiza.

información incluye a todos los bancos comerciales y de inversión que aceptan depósitos en moneda extranjera en ocho países europeos (Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Suiza y el Reino Unido). Las fuentes de financiamiento de dicho mercado son todas las colocaciones netas en moneda extranjera efectuada por entidades no bancarias (por ejemplo, depósitos en libras efectuados en un banco alemán), en algunos de los bancos pertenecientes a este conjunto, más los pagos efectuados por otros bancos. Los usos de los fondos en euro monedas consisten en todos los préstamos netos en moneda extranjera efectuados a entidades no bancarias más los depósitos hechos en bancos no pertenecientes a este círculo.

Estas series estadísticas presentan dos problemas que merecen ser señalados. Si bien se han excluido los depósitos interbancarios efectuados en moneda extranjera en los ocho países mencionados, muchas transacciones bancarias se encuentran aun incluidas¹⁴. Es así como esta medición comunmente aceptada del mercado de euro monedas, efectuado por el Banco de Pagos Internacionales, no es comparable con estimaciones acerca de la masa monetaria interna de esos países, las cuales solamente miden los activos en manos de instituciones no bancarias. Una segunda dificultad que presentan estas estadísticas radica en su naturaleza "parroquialmente" europea, en la medida en que ellas ignoran el crecimiento de otros centros, tales como Singapur¹⁵.

¹⁴ Como se dijo más arriba, se estima que esas transacciones interbancaria representaban el 70% del total.

¹⁵ Existen series estadísticas alternativas, un tanto más complejas, publicadas por un banco privado, Morgan Guaranty Trust, en su revista *World Financial Markets*. Ellas proporcionan las siguientes cifras en relación con el volumen neto de los mercados de euro monedas, basadas en el monto de las obligaciones en moneda extranjera de los bancos pertenecien-

INGRESO DE LA PERIFERIA EN EL MERCADO DE EURO MONEDAS

Al mismo tiempo que el mercado de euro monedas expandía un ritmo sumamente rápido, la proporción de sus préstamos destinados a países de la periferia creció sustancialmente. De acuerdo con el Informe sobre el Desarrollo Mundial, 1978 publicado recientemente por el Banco Mundial, en 1977 los países en desarrollo representan el cincuenta y nueve por ciento del endeudamiento total en monedas europeas¹⁶⁻¹⁷⁻¹⁸. Lo anterior significa que el volumen total de los créditos obtenidos por los países en desarrollo durante 1977 fue de 20 mil millones de dólares. 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, del total de la deuda pública externa de los países en desarrollo, el treinta por ciento correspondía a fuentes privadas de financiamiento (y sólo el ocho por ciento a bancos comerciales privados), en diciembre de 1976, el cuarenta y un por ciento de la deuda pública externa provenía de fuentes privadas (y el veinte y seis por ciento, de bancos privados)¹⁹.

tes a los mayores países europeos, las Bahamas, Bahrain, Cayman Islands, Panamá, Canadá, Japón, Hong-Kong y Singapur.

Volumen neto del mercado de euro monedas

Diciembre	1970/1971/1972/1973/1974/1975/1976/1977
Tamaño neto (en mil millones de dólares)	65 85 110 160 215 250 310 380

Fuente: World Financial Markets, junio de 1978.

¹⁶ Los países en desarrollo no exportadores de petróleo representaban el 54% de ese total.

¹⁷ Las comparaciones son difíciles debido a la falta de datos anteriores a 1971, pero en ese año el 24% de los préstamos en euro monedas conocidos se destinaron a países en desarrollo. Fuente: B. Stallings, *Peru and the U.S. Banks...* op. cit.

¹⁸ Como se mencionara más arriba, la participación de los países en desarrollo en los mercados internacionales de bonos, aunque está creciendo rápidamente, es aún relativamente pequeña, representando solamente el 13% en 1977. Además, los préstamos levantados en esos mercados se encuentran altamente concentrados, con acreedores como Brasil y México representando alrededor del 50% de las colocaciones efectuadas por todos los países en desarrollo. Fuente: *World Bank Annual Report*, 1978.

¹⁹ Estas son las últimas informaciones estadísticas disponibles en el Banco Mundial. Fuente: *World Bank Annual Report*, 1978. Aunque las estadísticas del Banco Mundial son ampliamente consideradas como las series estadísticas más comprensivas 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, solo 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 plazo 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 Brasil o México. En segundo lugar, sólo los países

Examinaremos ahora los factores que determinaron ese rápido crecimiento de los préstamos en euro monedas 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 aquellos países a ellos. A continuación estudiaremos la evolución del financiamiento externo de los países en desarrollo, en los mercados de euro-monedas, a lo largo de los años 1970.

Las grandes corporaciones multinacionales, y las empresas y servicios públicos de los países industriales, constituían los mayores usuarios de los mercados de euro-monedas en los años 1960. Con anterioridad al final de ese decenio, 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)²⁰ A fines de los años 1960 algunos países, como Brasil y México, comenzaron a obtener grandes préstamos provenientes de bancos multinacionales privados. Esta tendencia, se tornó más importante entre 1970 y 1973, alcanzó dimensiones particularmente grandes después de 1974.

La mayor parte de los analistas concuerdan en que el rápido crecimiento de los préstamos en euro monedas 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 euro monedas.

Por una parte, un número creciente de bancos multinacionales comenzaron 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 euro monedas, a fines de los años 1960 y comienzos del actual decenio; lo que determinó que esos bancos se tornarán 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 euro mercados. El deseo de los euro-bancos de diversificar geográficamente sus portafolios (y de esta manera distribuir mejor sus riesgos), se agregó al crecimiento relativamente lento de los requerimientos de crédito por parte de las empresas pertenecientes a los países desarrollados. Las altas tasas de aumento de

que reciben préstamos del Banco Mundial tienen que informar acerca de su deuda; esto excluye a países tales como Sudáfrica o Europa Oriental. 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.

²⁰ Algunos autores que han escrito sobre el mercado de euro monedas 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.

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 multinacionales. Lo que es más, los banqueros multinacionales se llegaron a familiarizar con algunos de los países periféricos durante los años 1960 y los primeros años del presente decenio, durante los cuales suministraron abundante financiamiento a las subsidiarias de las empresas multinacionales basadas en aquellos países que constituían el grueso de su clientela.

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 que generalmente no estaban íntegramente financiados con recursos del propio país. Ello fue acompañado de una relativa estancación en el flujo neto de asistencia oficial para el desarrollo²¹. 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 ellos 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 decían ser empleados y a como la economía del país receptor debía ser manejada²²⁻²³. 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

²¹ 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 OECB (los países industrializados con economía de mercado), destinada a los países en desarrollo, apenas ha aumentado desde el comienzo de los años sesenta; esta 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. Fuente: J.J.C. Voorhoeve, *Trends in official development aid*, en *Finance and Development*, junio de 1977.

²² 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, ver S. Griffith-Jones, *The Alliance for Progress: An Attempt at Interpretation*, mimeo, Institute of Development Studies, 1978.

²³ Se ha informado que Colombia, por ejemplo planeaba fundar la independencia de su proceso de planificación y sus políticas económicas, frente a la influencia de las instituciones bilaterales y multilaterales de asistencia para el desarrollo, obteniendo importantes créditos comerciales que le permitieran construir un colchón de reservas internacionales. Fuente: P.A. Wellons, *Borrowing by developing countries on the euro-currency markets*, Development Center de la OECB, París 1977.

que las compañías extranjeras desempeñaban el papel de contratista, agencia ejecutiva o empresa asociada, arreglos que generalmente implicaban un crecimiento en la demanda por créditos externos privados. Alternativamente, 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 más arriba determinaron una actitud más favorable a prestar a los países periféricos, por parte de los bancos multinacionales, así como también un mayor deseo de parte de los países en desarrollo para endeudarse con la banca privada. El desarrollo de nuevas técnicas operativas en los mercados de euro monedas, particularmente desde fines de los años 1960, hizo disminuir considerablemente el riesgo que representaban para los euro-bancos los préstamos efectuados a países periféricos.

En efecto, se introdujeron varias innovaciones que disminuían los riesgos derivados de grandes préstamos sujetos a largos períodos de amortización, esto es, el tipo de créditos requeridos por los países en desarrollo. Primeramente, 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 plazo²⁴. Así, aunque el préstamo efectuado a un país en desarrollo pueda tener un largo período de amortización (como, por ejemplo, 10 años), la tasa de interés es modificada cada vez que el préstamo es extendido (usualmente cada 3 ó 6 meses)²⁵. Esta tasa de interés flotante, como es denominada, es crucial porque permite traspasar 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

²⁴La base para fijar la tasa de interés en estos préstamos a los países en desarrollo es usualmente el LIBOR (*London Inter-bank Offer Rate*), que constituye una media del costo de los recursos que obtienen las instituciones bancarias. En adición a esta base, se carga un margen sobre el LIBOR; este refleja tanto la liquidez del mercado como de la capacidad de crédito 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.

²⁵Dichas 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, cuando se aplican, pueden tener consecuencias extremadamente negativas para los países de la periferia. Con frecuencia aquellos que negocian tales préstamos no están conscientes de todas las implicaciones de dichas cláusulas.

realizadas por los países en desarrollo en los mercados de euro monedas, han sido canalizadas a través de préstamos sindicalizados. Estos préstamos sindicalizados, que se originaron a fines de los años 1960, son créditos compartidos por un gran número de euro-bancos, cuyo número a veces sobrepasa los 50. Esto ha permitido que el riesgo por incumplimiento que se presentan en los grandes préstamos se distribuya entre un gran número de bancos; también ha permitido que los bancos pequeños participen en el mercado de euro-monedas²⁶.

En tercer lugar, se han creado "consorcios bancarios", en el caso en que diversos bancos multinacionales se pongan 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" tiene la ventaja adicional de haberse especializado en prestar a una región en particular y, por consiguiente, de haber acumulado un mayor conocimiento acerca de ella²⁷. Esto resultó particularmente útil en las primeras etapas de las operaciones efectuadas en euro-monedas con la periferia²⁸.

TENDENCIAS DEL FINANCIAMIENTO EN EURO MONEDAS A LOS PAISES DE LA PERIFERIA

En esta sección describiremos las tendencias del financiamiento en euro monedas a los países de la periferia, enfatizando los desarrollos más recientes.

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 independientes del comportamiento de la economía de esos países o de su capacidad de crédito. Lo anterior resulta mucho más efectivo en situaciones, como la actual, en que el mercado presenta una extrema liquidez²⁹.

²⁶ 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 de préstamo entre bancos más pequeños, descosos de participar en ese mercado, pero que carecen de recursos para administrar tan importantes transacciones o de la competencia para evaluar la capacidad de créditos de un prestatario extranjero. Para una descripción precisa de las ventajas que obtienen los grandes bancos de estas operaciones, así como también para una evaluación cuantitativa de varios casos, ver el artículo aparecido en *Euromoney*, en mayo de 1978. *Buddy, can you borrow a buck?*

²⁷ Entre los más exitosos "consorcios bancarios" regionales se cuenta el Libra Bank, que se especializa en préstamos a América Latina (ver *Financial Times*, 19 de septiembre de 1978, *Review of U.K. Banking*).

²⁸ En la medida en que actualmente todos los bancos multinacionales han llegado a familiarizarse con los préstamos en euro monedas, el papel de los consorcios bancarios parece haber declinado.

²⁹ 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

Cuando los países en desarrollo entraron por primera vez en los euro mercados, a comienzos de los años 1970, las condiciones eran sumamente favorables para aquellos que obtenían préstamos. Los períodos de amortización era muy largos; el 82.5 por ciento de los créditos en euro monedas dados a conocer en 1973-1974 tenían un período de amortización de siete años o más³⁰. Al mismo tiempo, las tasas de interés eran extremadamente bajas³¹.

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 del 85 por ciento de su deuda externa a bancos extranjeros provenientes de países no exportadores de petróleo³².

Después que los precios del petróleo aumentaron drásticamente, a fines de 1973, comenzó una nueva fase para los mercados de euro-monedas. La demanda por créditos en euro-monedas, por parte de los países en desarrollo (particularmente de aquellos que disponían de mayores ingresos), aumentó drásticamente, conforme estos países se vieron en la necesidad de financiar crecientes déficits en cuentas corrientes.

La oferta de fondos en los mercados de euro-monedas aumentó, al mismo tiempo, en forma muy aguda, según los países excedentarios de la OPEP, en su búsqueda de nuevas oportunidades seguras de inversión, se volvían primordialmente hacia el sistema bancario en 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 petro-monedas" radicó en que ellos eran los únicos mercados financieros internacionales que ya eran suficientemente importantes, y poseían suficientes vínculos con el exterior, como para absorber las vastas sumas que deseaban colocar los productores de petróleo³³. La otra razón principal fue que mientras los países importadores de petróleo pudieron haber estado deseosos de prestar directamente a clientes tan seguros como los Estados Unidos y Alemania, ellos deseaban sin embargo, interponer los bancos comerciales como un colchón de seguridad entre ellos mismos

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.

³⁰ Fuente: *The Banker*, enero de 1977.

³¹ En relación con los principales deudores latinoamericanos, en 1973-1974, el margen de interés sobre el LIBOR fue inferior a 1%. Los deducidos del COMECON gozaban de un margen menor. Fuente: *Euromoney*, marzo de 1978, de *Eurocredit market: between Scylla and Charibdis*.

³² Fuente: I. Kapur, *An Analysis of the Supply of Euro-currency finance to Developing Countries*, aparecido en *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 39, N° 3, agosto de 1977.

³³ El impacto total de los aumentos de los precios del petróleo sobre la economía mundial es naturalmente demasiado complejo para ser estudiado adecuadamente aquí. Sus vinculaciones con la evolución de los mercados financieros internacionales apenas es bosquejada en este artículo.

y los prestatarios más riesgosos, los cuales ostentaban los mayores déficits en cuentas corrientes, y consiguientemente constituían importantes clientes potenciales, como ocurría con los países de la periferia. Así, los países excedentarios transfirieron los riesgos involucrados en las operaciones de préstamos con la periferia, a los bancos privados.

Inicialmente, los bancos privados no se demostraron muy descosos de asumir plenamente este rol. Los bancos estaban particularmente preocupados con el hecho de que los depósitos efectuados en los países exportadores de petróleo generalmente eran de muy corto plazo, en tanto en que los países que enfrentaban la necesidad de financiar los déficits de balanzas 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 plazo³⁴.

Como resultado de dichos temores, las condiciones para los países de la periferia se tornaron más rígidas en los mercados de euro-monedas. Los plazos de amortización se acortaron drásticamente; en 1974-75 sólo el 31 por ciento de los préstamos a los países en desarrollo se sujetó a plazos superiores a siete años (en contraste con el 82.5 por ciento del año anterior)³⁵. Al mismo tiempo, aumentaron tanto las tasas de interés como los costos administrativos de esos préstamos. Lo que quizás es más significativo, el otorgamiento de créditos a la mayor parte de los países en desarrollo comenzó a efectuarse sobre bases selectivas; los euro-bancos 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 crédito³⁶. Aunque el valor total de los euro créditos otorgados a la periferia continuó creciendo durante 1974 y 1975, si bien a un ritmo ligeramente menor que en los años anteriores, aumentó la concentración de dichos créditos en un menor número de países. Así, los países en desarrollo de ingresos medianos y bajos sólo fueron capaces de obtener en 1975 la mitad de los créditos obtenidos en 1974³⁷.

Desde mediados de 1975, los euro-banqueros 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 domésticos internacionales, en grandes cantidades. Aunque por estas razones esos bancos empezaron a mostrarse más dispuestos a prestar a los países de la periferia, las condiciones de dichos préstamos continuaron siendo muy rigurosas.

³⁴ Varias importantes quiebras bancarias que restringieron el mercado interbancario en aquella época.

³⁵ Fuente: *The Banker*, op. cit.

³⁶ Los criterios sobre la "capacidad de crédito" de los países deudores, aplicados por los bancos privados, serán analizados más adelante.

³⁷ Fuente: Artículo por I. Kapur, op. cit.

Hacia 1976, los mercados financieros internacionales se habían convertido en muchos aspectos en mercados de deudores. Sin embargo, de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales³⁸, 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, se produjo 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 demás países de la periferia mejoraron sólo levemente³⁹.

De acuerdo con el informe anual 1977, del Banco de Pagos Internacionales, en 1976 los deudores en aquellos 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 Unidos⁴⁰, hacia fines de 1976 los mercados claramente se habían convertido en unos "mercados de prestatarios". Dicho informe cita el caso patético de un ejecutivo refiriéndose a que "los euro-banqueros están 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 a los mercados, entre ellos, Chile, Yugoslavia, Fiji y el Camerún".

Diferentes analistas se encuentran de acuerdo acerca de las tendencias prevaletentes en 1977. De acuerdo con los informes más recientes del Banco de Pagos Internacionales⁴¹, en 1977, "bajo el impacto de los efectos de creación de liquidez producidos por el 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 estrujados, 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 riesgos

³⁸ Banco de pagos internacionales, 47° Informe anual, Basilea, junio de 1977.

³⁹ Por ejemplo, la proporción de euro créditos otorgados a países en desarrollo con plazo de amortización superiores a 5 años, creció de 38% en 1975 a 45% en 1976. Fuente: *Euromoney*, mayo de 1978, *Market commentary: Lending for Longer*.

⁴⁰ *Developing countries in the euro-currency market: A debt overhang escalator*, op. cit.

⁴¹ 48° Informe anual, junio de 1978.

de incumplimiento. 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 individuales⁴². 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 deudores⁴³. Los plazos promedio de amortización han continuado alargándose; los márgenes sobre el LIBOR han continuado disminuyendo, y se continuaron ofreciendo condiciones favorables a deudores que presentan una limitada capacidad crediticia⁴⁴⁻⁴⁵.

Lo que resulta particularmente interesante es el hecho de que 1977, los países en desarrollo no exportadores de petróleo se convirtieron en proveedores netos de fondos en los mercados de euro monedas. 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 el de 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 1977⁴⁶.

El proceso descrito más arriba se explica por el hecho de que en 1977 los préstamos obtenidos de los bancos privados multinacionales —particularmente por los países en desarrollo no exportadores de petróleo— no se basaron solamente en sus necesidades de financiamiento de déficit en sus balances 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 anteriormente existían. Resulta interesante observar que prácticamente todos esos considerables aumentos en las reservas internacionales fueron depositados en el mismo grupo de bancos internacionales. Así, los

⁴² Así como durante 1977, el 75% de los préstamos efectuados a países en desarrollo tenían un período de amortización de 5 años o más, en comparación con un 45% en 1976.

⁴³ Ver, por ejemplo, varios artículos en *Euro money*, octubre de 1978.

⁴⁴ Ello contrasta con la situación prevaleciente en 1976, cuando mejoraron las condiciones, principalmente para los principales deudores.

⁴⁵ Para información muy reciente, ver por ejemplo *World Financial Markets*, junio de 1978, op. cit.

⁴⁶ Fuente: Banco de Pagos Internacionales, 48° Informe anual, op. cit.

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 muchos de esos países han 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 —no del tal todo desagradable para él— de que los desarrollos 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 mostró mejoramientos más notorios en sus balances en cuentas corrientes, en 1976 y 1977”.

Aunque esta correlación puede ser muy valiosa, desde el punto de vista del Banco de Pagos Internacionales, ella plantea varias preguntas importantes. ¿Cómo pueden esos países ajustar sus balanzas de pagos con tanta rapidez? ¿Quién paga los “costos”? ¿En qué extensión 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 “auto disciplina financiera” con el objeto de tener fácil acceso a los bancos privados multinacionales?