

# Endeudamiento de los países en vías de desarrollo en el mercado de eurodivisas: riesgos de insolvencia y propuestas de cobertura (\*)

Por

EMILIO ONTIVEROS BAEZA

Doctor en Ciencias Económicas, Profesor de Financiación Internacional  
Universidad Autónoma de Madrid

## INTRODUCCION

El endeudamiento de los países menos desarrollados no pertenecientes a la OPEP, ha crecido extraordinariamente en los últimos años (1). De 50.000 millones de dólares en 1970 se pasó a una cifra próxima a los 170.000 millones en los primeros meses de 1977. La participación de la banca comercial en esta deuda creció de 18.000 millones de dólares a 74.000 millones, esto es, del 36 por 100 del total en 1970 al 43 por 100 en marzo de 1977; en octubre esta proporción llegaba ya al 50 por 100 (2). Algunos observadores han visto posibilidades auténticamente críticas en este rápido incremento, mientras otros han enjuiciado la situación, en el contexto global del rápido crecimiento del mercado de eurodivisas, considerando tal desarrollo como normal y fácilmente controlable, al menos en lo que respecta a los principales prestatarios.

---

(\*) El presente trabajo ha sido elaborado con material procedente de la Tesis Doctoral leída por el autor el 9 de octubre de 1978 en la Universidad Autónoma de Madrid, bajo el título: "Mercado de Eurodivisas - Análisis de su evolución e implicaciones".

(1) Un análisis histórico del endeudamiento exterior de los países en vías de desarrollo, que cubre los últimos ciento veinte años fue realizado por Anthony B. Greayer en la Conferencia sobre financiación a Países Menos Desarrollados del pasado año, sintetizada en *Euromoney*. Noviembre 1977, p. 79. Véase también anexo estadístico de este capítulo.

(2) Esta última proporción del 50 por 100 suponía en la fecha de estimación (noviembre 1977), 76.000 millones de dólares. *Euromoney*, abril 1977, p. 33 y noviembre 1977, p. 79.

La primera de las opiniones es, sin duda, la más extendida y en este sentido gira el contenido de este artículo. Efectivamente, los bancos comerciales internacionales han desempeñado un papel de primer orden en la oferta de recursos para financiar los desequilibrios generados por la elevación de los precios del petróleo, y cortar de esta forma situaciones difícilmente sostenibles por la balanza de pagos de algunos países. Actualmente, sin embargo, para un buen número de esos bancos, es el momento de reexaminar el sistema seguido, y considerar detenidamente el nivel de riesgo asociado al endeudamiento alcanzado por los países menos desarrollados.

En la terminología al uso, el concepto de riesgos soberanos "sovereign risks"—, hace referencia al riesgo de insolvencia de aquellos prestatarios que por su entidad, carácter o vinculación institucional, merece ser tratado diferencialmente del resto de los demandantes del mercado. El carácter soberano o supremo es así atribuido a las siguientes categorías de prestatarios (3):

- a) Repúblicas, reinos y gobiernos.
- b) Instituciones monetarias centrales.
- c) Empresas pertenecientes al sector público.
- d) Autoridades locales o estatales.

Desde el punto de vista de nuestro trabajo, los aspectos a considerar son extensibles de forma global al conjunto de las cuatro categorías señaladas; aun reconociendo el papel económico específico de cada uno de ellas y sobre todo las diferencias en sus respectivas estructuras de activos, nos permitimos, a los efectos de este trabajo, establecer tal simplificación por otro lado no excesiva, en la medida que nuestro enfoque se polariza básicamente en la primera categoría citada, sin duda la que contabiliza la mayor parte del endeudamiento a este tipo de instituciones (4).

## 1. ACTIVIDAD DE LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO

El mercado de eurodivisas ha estado marcado entre otros factores, por la presencia activa por el lado de la demanda de prestatarios institucionales y más concretamente, por representantes de estados, que han encontrado en el euromercado, fundamentalmente a partir de 1973, la principal fuente de financiación de sus déficit exteriores provocados en gran medida por la elevación de los precios del petróleo (ver cuadros 1, 2 y 3).

Si para algunos estados la financiación captada en el euromercado estaba destinada a la cobertura de déficits transitorios, para otros el deterioro de su balanza comercial era de tal magnitud, que excluía un restablecimiento a corto plazo. Los sucesivos incrementos en términos monetarios de las im-

(3) Amex Bank, "The Four Kinds of Sovereign Risks", Euromoney, junio 1977.

(4) En 1977, los créditos concedidos en el mercado de eurocréditos sindicados a los prestatarios del grupo A) han totalizado el 50 por 100 del mercado.

portaciones de crudos, situaba a un buen número de países en una situación en la que, no sólo no era posible la amortización de los créditos previamente concertados sino que se hacía necesaria la persistencia en el endeudamiento. Tal situación ha tenido un especial reflejo en los países calificados como "en vías de desarrollo". Así, en los tres años que van desde 1973 a 1975 un total de casi 20.000 millones de dólares en préstamos a medio plazo fueron captados en el euromercado por estos países, exceptuados los exportadores de petróleo y los pertenecientes al Comecón.

Hasta 1970, los gobiernos de los países en vías de desarrollo con importantes y crónicos déficit en sus balanzas de pagos tuvieron escasas posibilidades de disponer de fuentes de financiación privadas; los créditos para financiación de exportaciones procedentes de países industrializados fueron la fuente principal de financiación privada, tanto a las entidades públicas como a las empresas privadas de los países no desarrollados; financiación que, en la generalidad de los casos, era proporcionada con el respaldo de las agencias de crédito o seguro a la exportación de los países exportadores. Adicionalmente, existieron casos de carácter poco habitual, de financiación a gran escala, particularmente a países —realmente escasos— latinoamericanos, por parte de bancos norteamericanos en apoyo de los programas de estabilización emprendidos por las autoridades de estos países (5). El acceso de tales países a los mercados exteriores estaba sumamente limitado, y en el caso de entidades privadas era prácticamente inexistente.

Durante los pasados ocho años, el rápido crecimiento del euromercado y una combinación de factores especiales, relativos a los países en vías de desarrollo, proporcionó un fuente de fácil acceso para la financiación de los desequilibrios de las respectivas balanzas de pagos y programas de desarrollo, para un número creciente, pero en modo alguno, a la totalidad de países en desarrollo. Evidentemente, este acceso a la financiación en eurodivisas no tiene forzosamente una equivalencia con la economía en costes y la adecuación a los programas concretos de estas fuentes de recursos financieros. Así, mientras algunos de estos países han tenido acceso tanto a los mercados financieros internacionales, como a los préstamos vía colocaciones privadas, una gran parte de facilidades crediticias han debido captarse a través de créditos sindicados a medio plazo, con tipos de interés flo-tantes (6).

De la totalidad de países en vías de desarrollo, las sumas más importan-

(5) La generalidad de estos créditos eran proporcionados a las autoridades monetarias o directamente a los gobiernos de los países en cuestión.

Vid. Ishan Kapur, "An Analysis of the Supply of Euro-Currency Finance to Developing Countries". IMF. Exchange and Trade Relations Department. DM/76/108. 9-21-1976, pp. 1-28.

(6) Existen suficientes razones para pensar que la totalidad, aproximadamente, de la financiación recibida por países en vías de desarrollo procedentes de bancos privados en el extranjero ha sido directa o indirectamente captada del mercado de eurodivisas.

tes captadas en el euromercado y el más frecuente acceso a éste, han estado considerablemente concentrados en un escaso número de países con un nivel de renta relativamente elevado, tales como Argentina, Brasil, México y Perú. Durante 1973 y 1974, sin embargo, ha habido un cambio sensible en favor de países de nivel medio; prescindiendo de los países en desarrollo con endeudamiento regular en el euromercado, la generalidad de aquéllos, ha mantenido un comportamiento errático en la naturaleza de las fuentes captadas y escasamente importantes en el tamaño de las sumas obtenidas. En cualquier caso, la tendencia dominante ha sido la apuntada: escasos países de un nivel relativo de renta per cápita elevado, con un igualmente elevado nivel de exportaciones y una razonablemente alta tasa de crecimiento global. En 1973, por ejemplo, quince de estos países—de ingresos altos, en términos relativos—debían aproximadamente el 85 por 100 de la deuda registrada a bancos extranjeros de la totalidad de países en desarrollo, excluidos los exportadores de petróleo (7).

La expansión de la actividad crediticia, sobre todo en el segmento a medio plazo del mercado, había de originar una especial consideración por parte de los eurobancos, del riesgo derivado del acceso de prestatarios con un "nivel de tolerancia" cuestionable. Durante la década de los sesenta, en ausencia de un amplio mercado de sindicación, los bancos individuales se veían comprometidos con sumas importantes en préstamos concedidos a países en vías de desarrollo. En el período 1970-73, los indicadores de cumplimiento empezaron a dejar de ser contemplados con mucho menos rigor que lo fueron durante los primeros años de existencia del euromercado. Las razones de tal situación son obvias, por un lado, la rápida expansión del mercado de eurocréditos sindicados en los primeros años de los setenta que, a su vez, coincidió con tasas de aumento extremadamente altas de los precios de las materias primas y, en consecuencia, de las exportaciones de algunos de los países en desarrollo. La presencia activa de estos países hizo posible que en años posteriores, el mercado aceptara operaciones con prestatarios con altos coeficientes de servicio de la deuda (8) y niveles de crecimiento del producto nacional bruto inferiores. Por tanto, gran parte del rápido crecimiento en la financiación a países en desarrollo, se debió, no tanto a una mejora en la situación económica de estos países, aún siendo un factor importante, como a los cambios operados específicamente en el mercado de eurodivisas. El considerable incremento de la liquidez en los eurobancos durante los últimos años de los sesenta y primeros del setenta, posibilitó el endeudamiento de países que hasta entonces habían sido evaluados como prestatarios marginales. En consecuencia, y según el

(7) Tales datos excluyen préstamos con prestatarios privados en los casos en que tales préstamos no están garantizados por una entidad pública del país prestatario.

— Ishan Kapur. *Op. cit.*, p. 6.

(8) Servicio de la Deuda expresado como porcentaje de los ingresos por exportaciones de bienes y servicios.

Banco de Pagos Internacionales, el volumen de recursos captados en el euromercado, tanto a medio como a largo plazo, por esta categoría de países pasó, de cerca de 2.000 millones de dólares en 1971, a casi 10.000 millones en 1973, estimándose para 1975 un total de 17.000 millones de dólares. Los anuncios de nuevos créditos bancarios a países en desarrollo, aumentaron en casi el 60 por 100 en 1971 y el 75 por 100 en 1973 (9). En la medida que la proporción de créditos bancarios privados sobre la deuda global se elevaba, la tasa de desembolso total ascendió sustancialmente y los flujos netos de capital mostraron un acusado incremento entre 1970 y 1973, del 36 por 100 anual; esta tasa retrocedió al 28 por 100 en 1974, cuando los prestamistas se mostraron más cautos y selectivos consecuentemente con la expansión de 1972-73. En la primera mitad de 1974, los sustanciales depósitos de fondos a corto plazo por parte de los países exportadores de petróleo, combinados con las demandas crecientes de créditos a medio y largo plazo por un buen número de países industrializados, con el fin de financiar sus déficit crecientes en la balanza de pagos, contribuyeron a inquietar a la comunidad eurobancaria, sosteniendo el nivel de actividad crediticia hacia estos países. En lo que respecta a los países en vías de desarrollo, esta inquietud por parte de los bancos internacionales—que inicialmente había surgido por causa de desajustes de cartera, junto con los movimientos especulativos generalizados—, se exacerbó por la incapacidad hecha pública de ciertos países, para dar cumplimiento a sus obligaciones a corto plazo. En tales circunstancias, era inevitable que, aún en el caso de que los bancos estuvieran interesados en mantener o aumentar el nivel de crédito a algunos países, aunque sólo fuera al objeto de evitar dificultades inmediatas de amortización, existiera en general una considerable selectividad en el estudio de créditos a la mayoría de los países en vías de desarrollo.

El retraimiento y la restructuración de la actividad crediticia y de los mecanismos internos de control, caracterizaron la actitud de los eurobancos desde mediados de 1974 hasta el primer semestre de 1975 (10). La fuerte

---

(9) En la medida que en los primeros años de los setenta, la competencia interbancaria se agudizaba, la lista de países que accedían al euromercado también lo hacía al igual que la sumas disponibles para las que podían sindicarse créditos para un solo país; los plazos se dilataron rápidamente abandonando los primitivos cinco años para llegar en algunos casos a los doce años; en el campo de las especificaciones, los préstamos concedidos para objetivos generales o apoyo de balanza de pagos sustituyeron en gran medida a los ligados a proyectos concretos generadores de cash-flows en divisas.

(10) Durante la segunda mitad de este año y primer trimestre de 1975, sólo 4.300 millones de dólares fueron sindicados para países en vías de desarrollo, frente a los 8.500 millones para los mismos nueve meses de 1973/1974. Como señala A. Van Agtmael, existía una sensación generalizada de que la balanza de pagos y la estabilidad interna de los países en desarrollo era particularmente vulnerable al impacto combinado de la caída en actividad económica mundial, de la inflación de la cuadruplicación de los precios del petróleo.

A. Van Agtmael, *Op. cit.*, p. 17.

CUADRO 1

Endeudamiento en los mercados internacionales de capitales por categoría de países 1973-1975

(Equivalente en millones de dólares USA)

| Bonos emitidos en el extranjero                            |          |          |          |                    |
|--|----------|----------|----------|--------------------|
|  | 1973     | 1974     | 1975     | Total<br>1973-1975 |
| Países industrializados ... ..                             | 5.476,3  | 5.828,1  | 15.373,6 | 26.678,0           |
| Países en vías de desarrollo ...                           | 1.321,4  | 931,3    | 1.021,2  | 3.273,9            |
| — Exportadores de petróleo.                                | 123,9    | 61,6     | 67,5     | 253,0              |
| — Otros ... ..   | 1.197,5  | 869,7    | 953,7    | 3.020,9            |
| — Nivel de renta elevado.                                  | 986,5    | 816,8    | 891,8    | 2.695,1            |
| — Nivel de renta medio.                                    | 141,8    | 52,9     | 53,3     | 248,0              |
| — Nivel de renta bajo ...                                  | 69,2     | —        | 8,6      | 77,8               |
| Países de economía centralizada<br>y organizaciones ... .. | —        | 40,0     | 98,8     | 138,8              |
| Agencias internacionales ... ..                            | 3.021,3  | 5.479,7  | 5.467,1  | 13.968,1           |
| — Instituciones en desarrollo.                             | 2.056,1  | 3.673,2  | 3.648,3  | 9.377,6            |
| — Otras ... ..   | 965,2    | 1.806,5  | 1.818,8  | 4.590,5            |
| No localizados por países ... ..                           | 94,8     | 22,0     | 122,6    | 239,4              |
| TOTAL ... ..   | 9.913,8  | 12.301,1 | 22.083,3 | 44.298,2           |
| Eurocréditos publicados                                    |          |          |          |                    |
|  | 1973     | 1974     | 1975     | Total<br>1973-1975 |
| Países industrializados ... ..                             | 11.671,7 | 17.243,2 | 5.090,2  | 34.005,1           |
| Países en vías de desarrollo ...                           | 8.296,9  | 9.741,5  | 12.429,1 | 30.467,5           |
| — Exportadores de petróleo.                                | 2.797,6  | 789,0    | 3.207,9  | 6.794,5            |
| — Otros ... ..   | 5.499,3  | 8.952,5  | 9.221,2  | 23.673,0           |
| — Nivel de renta elevado.                                  | 4.550,4  | 7.041,0  | 7.860,5  | 19.451,9           |
| — Nivel de renta medio.                                    | 702,7    | 1.620,2  | 1.289,4  | 3.612,3            |
| — Nivel de renta bajo ...                                  | 246,2    | 291,3    | 71,3     | 608,8              |
| Países de economía centralizada<br>y organizaciones ... .. | 735,5    | 1.116,9  | 2.692,4  | 4.544,8            |
| Agencias internacionales ... ..                            | —        | 14,0     | 65,0     | 79,0               |
| — Instituciones en desarrollo.                             | —        | 14,0     | 65,0     | 79,0               |
| — Otras ... ..   | —        | —        | —        | —                  |
| No localizados por países ... ..                           | 159,5    | 416,8    | 298,5    | 874,8              |
| TOTAL ... ..   | 20.863,6 | 28.532,4 | 20.575,2 | 69.971,2           |
| Total bonos y créditos                                     |          |          |          |                    |
|  | 1973     | 1974     | 1975     | Total<br>1973-1975 |
| Países industrializados ... ..                             | 17.148,0 | 23.071,3 | 20.463,8 | 60.683,1           |
| Países en vías de desarrollo ...                           | 9.618,3  | 10.672,8 | 13.450,3 | 33.741,4           |
| — Exportadores de petróleo.                                | 2.921,5  | 850,6    | 3.275,4  | 7.047,5            |
| — Otros ... ..   | 6.696,8  | 9.822,2  | 10.174,9 | 26.693,9           |
| — Nivel de renta elevado.                                  | 5.536,9  | 7.857,8  | 8.572,3  | 22.147,0           |
| — Nivel de renta medio.                                    | 844,5    | 1.673,1  | 1.342,7  | 3.860,3            |
| — Nivel de renta bajo ...                                  | 315,4    | 291,3    | 79,9     | 686,6              |
| Países de economía centralizada<br>y organizaciones ... .. | 735,5    | 1.156,9  | 2.791,2  | 4.683,6            |
| Agencias internacionales ... ..                            | 3.021,3  | 5.493,7  | 5.532,1  | 14.047,1           |
| — Instituciones en desarrollo.                             | 2.056,1  | 3.687,3  | 3.713,3  | 9.456,7            |
| — Otras ... ..   | 965,2    | 1.806,5  | 1.818,8  | 4.590,5            |
| No localizados por países ... ..                           | 254,3    | 438,8    | 421,1    | 1.114,2            |
| TOTAL ... ..   | 30.777,4 | 40.833,5 | 42.658,5 | 114.269,4          |

Fuente: Banco Mundial. Borrowing International Capital Markets. EC-181-Suplement.

recuperación de la actividad interbancaria a partir del verano, venía a indicar un alivio en la tensión cuyo origen inicial estaba en los temores generalizados de insolvencia bancaria. El elevado nivel de liquidez en el mercado, junto con la aparición de nuevos prestatarios (en particular algunos países de la OPEP) y la debilidad en la demanda por parte de los países industrializados (11), fueron factores impulsores del importante incremento de los eurocréditos concedidos a los países en vías de desarrollo (12).

Aún considerando el incremento señalado—motivado por el, todavía en este año, elevado grado de concentración en unos pocos países—los vencimientos de los eurocréditos concedidos a la mayoría de ellos, realizados sobre una base "roll-over", se acortaron considerablemente (ver cuadro 2). Los créditos a más de dos años de vencimiento que en 1973 y 1974 constituían el 15 por 100 de los créditos concedidos a esta categoría de países, apenas tuvieron importancia relativa en 1975 y 1976, sufriendo una baja significativa en la proporción de préstamos a seis años (13). Como era de esperar, este acortamiento sustancial en los vencimientos ha tenido graves repercusiones en la evolución de la deuda de varios de estos países en desarrollo, cuyo reflejo tendrá lugar en los pagos por servicio de la deuda durante el período 1977-80.

Durante 1976 parte de los países en desarrollo —no pertenecientes a la OPEP— introdujeron un conjunto de políticas económicas de ajuste sobre

(11) La rápida recuperación del mercado coincidió con un importante descenso en la demanda del sector público de los países industrializados. De 8.600 millones de dólares que las instituciones públicas de estos países habían captado en 1974 (43 por 100 del total de eurocréditos del año) se pasó a sólo 500.000 dólares. Así de los 6.200 millones de dólares prestados a los países industrializados, 5.700 pasaron al sector privado. La participación de los países europeos como deudores descendió igualmente a algo más del 27 por 100 del total de créditos en ese año. La razón de la tendencia decreciente en el endeudamiento de los países industrializados vendría reflejada en la mejora significativa de las posiciones de las balanzas de pagos de estos países: Los países de la OCDE, registraron un déficit global por cuenta corriente de 6.000 millones de dólares, frente a los 33.000 M/\$ de 1974.

Vid. M. Van del Adel. "The Features of the Euromarkets in 1975 and 1976. Euromoney, marzo 1976, pp. 41-50.

(12) Brasil, Indonesia y México fueron, de estos países, los más importantes prestatarios, con la mitad del total de créditos a medio plazo a mediados de 1975, concedidos a este tipo de países. Sin embargo, los países de nivel medio y bajo—también pertenecientes a esta categoría—, sólo consiguieron durante 1975 una financiación equivalente a la mitad de la correspondiente a 1974. En términos globales los países en desarrollo obtuvieron en el conjunto de este año aproximadamente, el 20 por 100 de sus necesidades totales de financiación exterior.

Vid. "Borrowing in International markets". EC-181 Supplement. Banco Mundial, agosto 1976.

(13) Los préstamos concedidos a estos países con vencimientos de uno a seis años pasaron de menos del 18 por 100 del total en 1974 a casi el 75 por 100 de los préstamos totales a estos países en 1975.

"Borrowing in International Capital Markets". Banco Mundial, varios números.

## CUADRO 2

*Créditos en eurodivisas publicados*  
(Equivalencia en millones de dólares USA)

|   | 1973          | 1974          | 1975          | 1976          | 1977 (2)      | Primer trimestre | Segundo trimestre | Tercer trimestre (2) | Cuarto trimestre (2) |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| Industrializados ... ..                       | 11.638        | 17.270        | 5.069         | 7.716         | 12.300        | 3.738            | 2.465             | 2.700                | 3.400                |
| En vías de desarrollo:                        |               |               |               |               |               |                  |                   |                      |                      |
| — Exportadores de petróleo                    | 2.828         | 809           | 3.213         | 4.170         | 7.000         | 1.681            | 588               | —                    | —                    |
| — Nivel de renta elevado...                   | 2.526         | 7.022         | 7.866         | 10.354        | —             | 1.500            | 2.064             | —                    | —                    |
| — Nivel de renta medio ...                    | 674           | 1.591         | 1.260         | 2.995         | 12.700        | 841              | 729               | —                    | —                    |
| — Nivel de renta bajo... ..                   | 247           | 292           | 127           | 19            | —             | 13               | 51                | —                    | —                    |
| <b>SUBTOTAL ... ..</b>                        | <b>8.273</b>  | <b>9.711</b>  | <b>12.464</b> | <b>17.536</b> | <b>19.700</b> | <b>4.035</b>     | <b>3.431</b>      | <b>5.200</b>         | <b>7.000</b>         |
| Países de economía centrali-<br>zada ... ..   | 731           | 1.115         | 2.657         | 2.466         | 2.800         | 150              | 699               | 1.000                | 1.000                |
| Otros ... ..                                  | 160           | 412           | 364           | 957           | 200           | —                | —                 | —                    | —                    |
| <b>TOTAL ... ..</b>                           | <b>20.801</b> | <b>28.508</b> | <b>20.554</b> | <b>28.675</b> | <b>35.000</b> | <b>7.923</b>     | <b>6.595</b>      | <b>9.000</b>         | <b>11.500</b>        |
| Importe medio (millones de<br>dólares) ... .. | 52            | 60            | 50            | 69            | 80            | 89               | 80                | 80                   | 80                   |
| Vencimiento medio (años) ...                  | 9             | 8             | 5 1/2         | 6             | 6 7/8         | 6 1/2            | 6 1/2             | 6 1/2                | 7                    |
| Spread ... ..                                 | 3/4           | 3/4 (1)       | 1 1/4         | 1 1/8         | 3/4           | 7/8              | 7/8               | 7/8                  | 5/8                  |

(1) 3/8 por 100 en la primera mitad del año.

(2) Estimado parcialmente.

Fuente: BIRD, Borrowing in International Capital Markets.

sus balanzas de pagos, comprendiente la imposición de restricciones sobre importaciones que, junto a la recuperación económica de los principales países industrializados y a los incrementos en los precios de algunas materias primas —café, cacao, estaño— y el mantenimiento relativo de los precios de los productos importados, produjo un 27 por 100 de incremento en los ingresos por exportaciones de estos países, mientras los gastos por importaciones lo hicieron tan sólo en un 4 por 100. En consecuencia, los países en desarrollo fueron capaces de reducir su déficit por cuenta corriente a 25.000 millones de dólares (14).

A pesar de esta mejora sustancial en el comportamiento económico del año, estos países mantuvieron un alto nivel de endeudamiento en el euromercado, con el fin de incrementar sus reservas exteriores, las cuales crecieron de 12.000 millones de dólares a un nivel record de 42.000 millones al final del año. A 31 de diciembre de este año la deuda total a medio y largo plazo (pública y privada), totalizaba cerca de 142.000 millones de dólares, lo que suponía un incremento del 20 por 100 respecto al año anterior; la deuda al sistema bancario y otras instituciones financieras privadas, totalizaba en esta fecha 60.000 millones de dólares. Hay que matizar, sin embargo, que en esta tasa de crecimiento del endeudamiento de países en desarrollo, se refleja ampliamente la inflación mundial de los últimos años, que como a la generalidad de los deudores, también ha beneficiado parcialmente, a los países no desarrollados.

La pausa en la recuperación económica de los países industrializados durante la segunda mitad de 1976 y los comienzos de 1977, redujo el ritmo de crecimiento en las exportaciones de los países en desarrollo, aún teniendo presente la relativa firmeza de algunos precios de materias primas. Como resultado, y en la medida que los pagos por intereses crecieron de 9.000 millones de dólares en 1976 a 11.000 millones en 1977, el déficit en la balanza de pagos de estos países se estimaba creciera en unos 27.000 millones de dólares. Para la financiación de este déficit, los países en desarrollo captarían en 1977, tanto a medio como a largo plazo, algo más de 18.000 millones de dólares.

A finales de 1977, el total de eurocréditos acumulados por estos mismos países superaba los 42.000 millones de dólares, es decir, algo más del 32 por 100 del total de créditos a medio plazo concedidos en esos cinco años, siendo especialmente importante la participación relativa correspondiente a los tres últimos años, muy próxima al 40 por 100 en 1975 y 1976, frente a un 24 por 100 en el conjunto de 1973 y 1974.

El comportamiento económico de los países en desarrollo a partir de este último año (1977), dependerá de la forma y ritmo en que la recuperación económica tenga lugar en los países industrializados, el comportamiento de los precios de las materias primas y, fundamentalmente, las decisiones económicas tomadas por estos países referentes a la financiación de sus persistentes déficit, así como las condiciones en que dicha financiación sea realizada.

(14) Stephen H. Goodman. "Debt Service ratios look healthy but there may be a bumpy rollover". *Euromoney*, junio 1977, p. 93.

## CUADRO 3

*Créditos en eurodivisas a países en vías de desarrollo publicados 1973-75*

(Equivalencia en millones de dólares USA)

| País del prestatario              | 1973    | 1974    | 1975    |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|
| EXPORTADORES DE PETROLEO ... ..   | 2.797,6 | 789,0   | 3.207,9 |
| ALTO NIVEL DE RENTA PER CAPITA:   |         |         |         |
| Argentina ... ..                  | 87,3    | 476,1   | 34,4    |
| Bahamas ... ..                    | 17,2    | 40,0    | —       |
| Bermuda ... ..                    | 6,0     | —       | —       |
| Brasil ... ..                     | 822,1   | 1.605,0 | 2.119,8 |
| República Popular de China ... .. | 10,0    | 205,0   | 142,7   |
| Costa Rica ... ..                 | 11,0    | 10,0    | 46,0    |
| República Dominicana ... ..       | —       | 20,0    | —       |
| Grecia ... ..                     | 509,6   | 437,9   | 239,0   |
| Guatemala ... ..                  | —       | —       | —       |
| Hong Kong ... ..                  | 124,1   | 81,1    | 533,4   |
| Jamaica ... ..                    | 35,6    | 95,0    | 103,0   |
| Líbano ... ..                     | 20,0    | 99,1    | 22,5    |
| Malasia ... ..                    | —       | 140,0   | 425,0   |
| México ... ..                     | 1.177,5 | 1.478,4 | 2.158,2 |
| Nicaragua ... ..                  | 92,0    | 91,4    | 55,0    |
| Panamá ... ..                     | 191,0   | 58,0    | 115,0   |
| Perú ... ..                       | 628,0   | 362,0   | 433,3   |
| Portugal ... ..                   | 10,0    | 165,0   | 34,0    |
| Rumania ... ..                    | —       | —       | 6,1     |
| España ... ..                     | 485,7   | 1.109,1 | 1.015,4 |
| Trinidad y Tobago ... ..          | 30,0    | 18,5    | 5,1     |
| Turkía ... ..                     | 20,3    | —       | 170,0   |
| Uruguay ... ..                    | —       | —       | 130,0   |
| Yugoslavia ... ..                 | 273,0   | 549,3   | 72,6    |
| SUBTOTAL ... ..                   | 4.550,4 | 7.040,9 | 7.860,5 |

CUADRO 3 (Continuación)

| País del prestatario                    | 1973           | 1974           | 1975            |
|---|----------------|----------------|-----------------|
| <b>NIVEL MEDIO DE RENTA PER CAPITA:</b> |                |                |                 |
| Bolivia .....                           | 4,5            | 52,0           | 90,1            |
| Camerún .....                           | —              | 10,0           | —               |
| Colombia .....                          | 170,0          | 8,0            | 116,5           |
| Egipto .....                            | —              | 230,0          | —               |
| El Salvador .....                       | —              | 50,0           | 45,0            |
| Guayana .....                           | 12,5           | 15,0           | 24,0            |
| Costa de Marfil .....                   | 74,0           | 63,0           | 50,0            |
| República de Corea .....                | 48,2           | 299,5          | 325,7           |
| Marruecos .....                         | —              | —              | 200,0           |
| Filipinas .....                         | 178,5          | 883,0          | 253,1           |
| Senegal .....                           | 65,0           | —              | 20,0            |
| Thailandia .....                        | —              | 9,7            | 5,0             |
| Zambia .....                            | 150,0          | —              | 160,0           |
| <b>SUBTOTAL .....</b>                   | <b>702,7</b>   | <b>1.620,2</b> | <b>1.289,4</b>  |
| <b>NIVEL BAJO DE R. P. CAPITA:</b>      |                |                |                 |
| India .....                             | 10,0           | —              | —               |
| Kenia .....                             | 4,5            | —              | —               |
| Malawi .....                            | 5,3            | —              | —               |
| Pakistán .....                          | 5,3            | —              | 7,5             |
| Sudán .....                             | 3,4            | 220,0          | 36,8            |
| Zaire .....                             | 223,0          | 71,3           | 27,0            |
| <b>SUBTOTAL .....</b>                   | <b>246,2</b>   | <b>291,3</b>   | <b>71,3</b>     |
| <b>TOTAL .....</b>                      | <b>8.296,9</b> | <b>9.741,4</b> | <b>12.429,1</b> |

Fuente: Banco Mundial, Borrowing in International Capital Markets. EC-181. Supplement.

## 2. ANALISIS DE RIESGOS Y PROPUESTAS DE COBERTURA

### 2.1. *Diferenciación de préstamos.*

A lo largo de la exposición anterior ha quedado puesto de manifiesto que el aspecto central respecto al acceso de los países en vías de desarrollo al mercado de eurodivisas, es el concerniente al riesgo de insolvencia. Esquemáticamente, se trata de determinar la capacidad de estos países para hacer frente al endeudamiento contraído en el euromercado, y en este sentido, creemos importante diferenciar con Goodman (15) los dos aspectos que consideramos fundamentales en el problema; tales son:

1.º Atender los servicios de la deuda viva.

2.º "Transformar" el principal sobre la deuda existente y conseguir financiación adicional.

La respuesta a la cuestión que plantea el primer punto, puede enunciarse afirmativamente o, cuando menos, no constituye el punto central relativo al riesgo de insolvencia de estos países. En el segundo de los puntos señalados radica, como es obvio, el problema básico en el análisis de la capacidad de respuesta al endeudamiento contraído.

Los prestatarios gubernamentales están protegidos por la inmunidad derivada de su soberanía y raramente los prestamistas disponen de adecuada información referente a sus provisiones financieras. Adicionalmente, las insolvencias por parte de estos prestatarios son infrecuentemente dadas a la publicidad en el euromercado, de tal forma que los sucesivos prestamistas no alcanzan en la generalidad de los casos, suficiente información sobre el comportamiento de préstamos precedentes (16). En opinión de los analistas de coyuntura del euromercado, el tratamiento diferenciado que los prestamistas han otorgado a los prestatarios de carácter estatal o gubernamental, respecto a los concedidos a corporaciones privadas en lo referente a garantías, no sólo no está justificado, sino que sitúa a los eurobancos ante una perspectiva que puede ser peligrosa.

Es importante, por tanto, examinar en primer lugar la naturaleza del riesgo afecto a este tipo de préstamos y, adicionalmente, analizar las distintas soluciones o alternativas ofrecidas, en orden a paliar tal situación y preservar el elemento máspreciado del mercado: la confianza. Con esta definición del problema a estudiar, se comprenderá la importancia que, en este contexto, reviste el análisis de las posiciones de los principales bancos implantados en el euromercado, aspecto que es abordado en la parte final del presente epígrafe.

En la adaptación de los instrumentos crediticios del mercado de eurodi-

(15) Stephen H. Goodman, Op. cit., pp. 93-99.

(16) Euromarkets: International Currency Review. Vol. 8, núm. 1, 1976, p. 13.

visas a las necesidades de financiación de estos países, es donde evidentemente radica el centro del problema. Desde la perspectiva eurobancaria (17) existe una incompatibilidad básica entre el tipo genérico de fondos requeridos por estos países y las perspectivas crediticias del euromercado. Los países en vías de desarrollo necesitan, al menos en una consideración a corto plazo, sumas importantes de fondos a bajo precio, con tipos de interés preferenciales y amplios vencimientos, con el fin de apoyar el tránsito hasta el día en que los precios de las materias primas crezcan nuevamente y los ingresos por exportaciones sean suficientemente elevados para financiar tanto las importaciones como los necesarios programas de desarrollo: "Desgraciadamente ese momento puede no estar tan próximo como algunos querrían, y el euromercado básicamente proporciona préstamos por pequeñas sumas para cortos períodos a tipos de interés altos", adicionalmente, "los bancos con su tradicional orientación, exigen medios visibles de pago cuando conceden préstamos" (18).

En ese dilema que el director ejecutivo del Chase Manhattan Limited enfrenta al euromercado, es en el que se sintetiza la evaluación del riesgo implícito en el acceso al mercado a medio plazo de los países en desarrollo. Por un lado, existen numerosas oportunidades crediticias a corto plazo para la financiación de déficit corrientes, pero sin medios visibles de amortización; por otro, las oportunidades para la financiación de proyectos respaldados por medios "visibles" y "racionales" de pago, normalmente requieren períodos de financiación que exceden a los vencimientos máximos ofrecidos por el mercado.

Tomando como base el razonamiento anterior, la alternativa por parte de los eurobancos, de categorizar la financiación a los países en desarrollo en función del destino a que va a ser afectada, cobra sentido como intento de formar una estructura delimitativa de la aceptabilidad del riesgo. Así, habría que distinguir inicialmente, los créditos destinados a la financiación de proyectos concretos —"Loans for purposes"— o préstamos finalistas, caracterizados por una concreta y claramente definida a priori corriente de cash-flows en divisas —directa o indirectamente—, y en segundo lugar aquellos préstamos que comportarían precisamente, un riesgo como el que nos ocupa —"soveringn or country risk loan"—, cuyo elemento característico radicaría en tomar como origen del "pay-back", los flujos de la balanza de pagos del país.

Las condiciones que deberían reunir la primera categoría de préstamos, serían (19):

1.º La porción de financiación exterior habría de ser utilizada exclusivamente en la adquisición de activos cuyo pago sea requerido en alguna moneda

(17) "Financing the LDC: the role of the Euromarkets". Euromoney, noviembre 1977. Extractos de las intervenciones en la "Conference on LDC" celebrada en octubre 1977, pp. 76-83.

(18) David Levine. Intervención en la conferencia citada.

(19) David Levine. Op. cit., p. 77.

“fuerte” (esto es, maquinaria, equipos y tecnología, adquiridos en el extranjero).

2.º El vencimiento de la eurofinanciación, habría de estar referido a la capacidad actual del activo para generar suficientes cash-flows para amortizar su coste.

3.º Los inputs locales adquiridos tales como tierra, trabajo y materias primas han de ser financiados por medio de recursos propios o préstamos de los accionistas, cuyo principal e interés estarán claramente subordinados a los del eurocrédito.

4.º El producto terminado habría de ser nuevo o suponer una importante adición a industrias exportadoras.

El nivel de exigencia de las condiciones anteriores podría atenuarse en algunos casos, cuando los préstamos sean concedidos para infraestructura del país o para industrias de apoyo, donde pueda demostrarse que existe una clara conexión entre el respaldo proporcionado a una industria exportadora y el incremento en la capacidad de la industria para generar flujos en moneda extranjera. En este último caso, la línea diferenciadora entre riesgo de un proyecto y riesgo del país se confunde parcialmente, pero la protección general de la financiación de proyectos puede siempre demostrar estar preservada, cuando la porción exterior del préstamo no excede de la parte del proyecto comprada en el exterior; o cuando el vencimiento del préstamo no ejerce una carga adicional sobre los costes de la deuda; y cuando el pago en divisas es susceptible de ser comprobado, incluso a través de la remisión al país en cuestión.

La defensa de la cobertura del riesgo como objetivo prioritario de los eurobancos, queda definitivamente refrendada cuando David Levine señala que “aún en el caso particular de los países en desarrollo más pobres, la financiación de proyectos permite al prestamista aislar una parte productiva de la economía y financiarla sin incurrir en el riesgo global afecto a la economías en su conjunto” (20).

A pesar del detallado panel de condiciones garantes del buen final de la operación, el dilema básico apuntado páginas atrás, queda sin resolver. Lo que se ha hecho, es definir un tipo aceptable de préstamo finalista, pero la adecuación entre el horizonte temporal del proyecto y los plazos requeridos en la eurofinanciación queda como problemas esenciales; las opiniones que ofrece el Chase Manhattan, son taxativas (21):

1.º No conceder el préstamo:

2.º Extender el vencimiento del préstamo a un período de tiempo consistente con el proyecto.

3.º Aceptar algún elemento de “riesgo del país” en la amortización,

---

(20) *Ibid.* p. 81.

(21) Conferencia citada, p. 77.

si es evidente que el proyecto por sí mismo, no puede cubrir el préstamo en su horizonte temporal.

4.º Desviar todo o parte del riesgo, a prestatarios más aceptables sobre el nivel de vencimientos permisibles en el mercado de eurocréditos a medio plazo (por ejemplo, programas de crédito a la exportación de países oferentes que garanticen la operación, garantías de accionistas, etc.).

En el terreno de las propuestas concretas, que obvian los riesgos derivados del plazo usual de financiación de estos países, Anthony Greayer (22), sugiere la captación de recursos a largo plazo a través de un mercado de inversiones privado no bancario, con el concurso del Fondo Monetario Internacional. Las ventajas de tal sistema serían—según su proponente—universales. Desde el punto de vista de los países en desarrollo, la disponibilidad de fondos a largo plazo satisfaría sus necesidades de forma más adecuada que los créditos a medio plazo de los bancos comerciales. Para los bancos comerciales internacionales, el recurso a este mercado no sería un sustitutivo de su actuación como tales, sino un medio complementario de movilizar fondos adicionales disponibles en fuentes privadas. Las tensiones presentes en el sistema bancario comercial y sobre la economía de los países menos desarrollados, serían mitigadas en este último caso, no sólo ofreciendo una fuente alternativa de financiación, sino recursos financieros con una más amplia estructura de vencimientos. Decrecerían materialmente las necesidades futuras de los prestatarios de financiación simple, para amortización de la deuda. Así, por ejemplo, en 1980 se estima que el 50 por 100 de todas las necesidades de financiación lo sean para pagos de amortización de préstamos, y alcanzaría el 65 por 100, aproximadamente, en 1985, a no ser que el vencimiento medio de los préstamos se extienda. La prolongación de vencimientos realizada en la forma propuesta, fortalecería las defensas de los países en momentos de tensiones económicas.

Hasta la fecha, sólo un reducido número de países en vías de desarrollo han tenido éxito en la colocación de emisiones de bonos en el extranjero, tanto en el euromercado como en los mercados nacionales de capitales de países desarrollados. A pesar de que el total de emisiones de los países en desarrollo ha pasado en términos promedios, de 150 millones de dólares anuales en la década de los sesenta a 750 millones de dólares en los últimos tres años, estos valores no representan un avance significativo en la participación relativa de estos países en la oferta total de bonos.

Las condiciones básicas, según Greayer, para reactivar el mercado privado de capital, radican en un esfuerzo concertado para convencer a los inversores privados e instituciones inversoras no bancarias, de dos cuestiones fundamentales. En primer lugar, que los riesgos no son significativamente más elevados que los asociados a formas de inversión alternativas y, en segundo lugar, que los rendimientos son, al menos inicialmente, significati-

---

(22) Conferencia citada, p. 81.

vamente superiores. El tratado fiscal entre Alemania Occidental y Brasil, está enfocado en esta dirección, al incentivar a los inversores privados alemanes en la colocación de recursos en bonos brasileños de cualquier tipo, a los que se les concede la exención fiscal total de los rendimientos generados.

## 2.2. *Creación de un fondo internacional de seguros.*

La elevación en el precio de los crudos en 1973, tuvo como consecuencia, entre otras, provocar un cambio institucional de primer orden en la oferta primaria de recursos a nivel internacional. Los países exportadores de petróleo sustituyeron a los países industrializados en esta función, pero se vieron obligados a canalizarlos a través de los mecanismos institucionales de aquéllos. De esta forma, el sistema bancario de los países industrializados actuó y actúa, como el principal depositario de los excedentes de los países de la OPEP. El proceso de reciclaje venía a compensar las necesidades de cobertura financiera emergentes de los desequilibrios en las posiciones exteriores de los países importadores, y esencialmente, contribuía de forma apreciable a satisfacer la demanda creciente de los países en vías de desarrollo, cuyas necesidades, en cualquier caso, exceden al horizonte temporal que el segmento a medio plazo del euromercado tiene marcado. La inestabilidad potencial derivada de tal desajuste ha quedado en páginas anteriores suficientemente explicitada y, en el contexto del endeudamiento a países no industrializados, amenaza con lo que es el fundamento mismo del mercado a medio plazo, es decir, la confianza de los agentes presentes en el mismo.

La propuesta de Zolotas (23), con fundamento en consideraciones similares a las anteriores y sugerida en las reuniones del Banco Mundial y del F.M.I. de 1977, consiste básicamente en la creación de una agencia de seguros, que proporcione garantías para los préstamos internacionales privados. Tal organismo serviría a un objetivo dual: en primer lugar, actuaría oportunamente para tratar con dificultades financieras potenciales de un pretatario; en segundo lugar, podría asegurar e incrementar el flujo de fondos, para la financiación del desarrollo, desde los mercados privados de capital a los países en desarrollo (24). Adicionalmente al incremento de flujos privados de capital hacia estos países, el plan propuesto "abriría una ventana al crédito comercial para algunos países en vías de desarrollo de baja renta, que hoy se mantienen excluidos de los mercados privados de capital debido a la falta de criterio, por parte de las instituciones financieras privadas, en la evaluación de la solvencia" (25). Indirectamente, los países industrializados se verían beneficiados por el consecuente incremento en la demanda para

(23) Xenophon Zolotas, "A Proposal for a new fund to insure against Euromarkets defaults". *Euromoney*, abril 1977, pp. 77-83.

(24) Independientemente de la ayuda normal que se gira sobre esos países, la cual no se vería afectada por esta propuesta.

(25) X. Zolotas. *Op. cit.*, p. 77.

sus exportaciones y de esta forma, apoyar la expansión regular de sus economías.

La solución propuesta se articula básicamente en dos estructuras alternativas, dentro de las cuales el esquema de organismo o fondo asegurador podría funcionar:

*Alternativa "A"*: Al objeto de evitar la proliferación de organizaciones internacionales, el fondo propuesto operaría bajo la égida de una entidad financiera internacional ya existente, tal como el Banco Mundial. De esta forma se utilizaría el personal y experiencia ya disponible en ese organismo. Esta sería, en opinión de Zolotas, la alternativa ideal, pero en el terreno de la realidad, la resistencia por parte de los países industrializados a participar como garantes, sería de hecho un obstáculo prácticamente insalvable. Para obviar este tipo de problemas, se propone la alternativa siguiente.

*Alternativa "B"*: En este caso, los garantes serían entidades financieras privadas de carácter internacional. Cada una de las entidades, asumiría voluntariamente una participación en el riesgo total asumido por el fondo asegurador. De esta forma, el acuerdo beneficiaría tanto a las instituciones financieras activas en los mercados financieros internacionales como a las que no lo son tanto. Para los primeros, en lugar de asumir una exposición concentrada sobre países específicos, asumiría únicamente un porcentaje de los riesgos colectivos.

Ambas alternativas estarían presididas por los siguientes principios de carácter general:

1.º Perfeccionamiento de la información disponible para los prestamistas internacionales.

2.º El esquema operaría exclusivamente sobre la base de los principios bancarios de solvencia y giraría sobre la experiencia de las organizaciones nacionales de crédito a la exportación.

3.º El esquema no debería ser excesivamente gravoso para las instituciones garantes. Las garantías otorgadas habrían de ser parciales y estar respaldadas por exigencias iniciales.

4.º Los países experimentados deberían colaborar en la calificación de los países con acceso inicial al mercado.

5.º La pertenencia al fondo estaría abierta a todos los países miembros del Banco Mundial. De igual forma, los receptores de garantías podrían ser todos los países socios, conforme a reglas y regulaciones específicas, presididas por una política monetaria, fiscal y de cambio prudentes.

Los miembros garantes podrían ser los principales países industrializados o aquellos con una posición exterior excedentaria. Alternativamente, todos los países socios del fondo podrían ser garantes, limitando la participación de los países en vías de desarrollo a una participación de carácter sim-

bólico. Adicionalmente, ya que legalmente es posible, podría autorizarse la participación del Banco Mundial como un fiador parcial, o actuar como único garante. En el esquema de la propuesta "B", la actuación del B.M. podría ser coordinadora de los instrumentos de garantía o directamente como garante parcial.

El fondo tendría acceso a la información ofrecida usualmente a la organización internacional bajo cuya protección opera, y adicionalmente, esta última procuraría la captación de información específica necesaria para las instituciones financieras privadas.

La cuota que debería asignarse, también bajo la propuesta "B", a cada garante, vendría denominada en Derechos Especiales de Giro; la responsabilidad global estará limitada a un múltiplo de las cuotas totales y las garantías estarían restringidas a préstamos para fines de desarrollo o saneamiento de la balanza de pagos.

Sobre ambas alternativas contempladas en la propuesta de Zolotas, los países prestatarios vendrían obligados a pagar sobre la suma total del préstamo, la carga total que habría debido soportar en ausencia de garantías. Por su parte, la institución prestataria entregaría al fondo de seguro, en concepto de prima, la diferencia entre (a) el coste por interés pagado sobre la porción garantizada del préstamo y (b), el coste comparativo de prestatarios de primer orden, que vendría determinado por el mercado. En el caso de cobertura de la totalidad del préstamo, la prima supondría un pequeño coste suplementario sobre el coste para prestatarios de primera categoría; los gastos sobre la parte garantizada del préstamo serían sufragados entre los prestamistas y el fondo; este último, una vez deducidos sus gastos de estructura, habrá de retener el ingreso neto derivado de las primas, en orden a fortalecer sus reservas y de esta forma, incrementar el potencial autónomo de garantía. La participación en la propiedad de estos recursos será, lógicamente, proporcional a la cuota de los distintos miembros.

Una insolvencia será declarada sólo después de un mandato consultivo entre el fondo, los prestamistas privados y el prestatario. El fondo, en caso positivo, realizaría la indemnización correspondiente al prestamista e iniciaría con el prestatario las gestiones correspondientes acerca de la fórmula de recuperación. Bajo la alternativa "A", la indemnización sería pagada con los ingresos de primas y otros ingresos específicos del fondo; en caso de insuficiencia de recursos, los garantes deberían contribuir en proporción a sus respectivas cuotas, con posterior abono a las mismas conforme se produzca la recuperación. En el esquema de la alternativa "B", la participación en el riesgo determinaría la contribución de cada una de las instituciones privadas.

En fin, cabe señalar que el éxito de la propuesta comentada no radicaría en la suma de préstamos garantizados, sino por la forma en que la función del fondo contribuiría al mantenimiento de un orden financiero internacional estable.

### 2.3. *La agencia central de información sobre eurodólares.*

Como señalamos en las páginas iniciales de este epígrafe, la ausencia de exigencias de información a los prestatarios soberanos es una nota dominante—según los eurobancos—, en la actividad crediticia hacia los mismos. De igual forma que las corporaciones privadas prestatarias se encuentran obligadas contractualmente a satisfacer el requisito de proporcionar información económica y financiera actualizada y auditada, los gobiernos y las entidades públicas prestatarias, en tanto que presentes en el euromercado como receptores de recursos, deberían de forma similar estar obligados al suministro de los estados informativos pertinentes. Esta inquietud, como ya hemos dicho, generalizada en la comunidad eurobancaria, es recogida y articulada en una propuesta concreta por uno de los medios de difusión más acreditados en las finanzas internacionales, la *International Currency Review* (26), cuya solución, sobre todo en lo que a su enunciado se refiere, reviste características que pensamos no son excesivamente propicias a una buena acogida por los países del denominado “Tercer Mundo”. La creación de la “Central Eurodollar Information Agency” propuesta por la ICR, pensamos habría de tropezar en principio—permítasenos esta superficial observación—, con un problema de homologación más o menos voluntaria respecto de entidades semanticamente muy próximas (27).

Como primera exigencia—según la propuesta comentada—, los gobiernos y el sector público deberían ser obligados a proporcionar, en un período máximo de seis meses desde final de cada año, un estado de situación de sus obligaciones económicas con el exterior en moneda extranjera. En el caso de préstamos directos a gobiernos, las deudas del gobierno en cuestión deberían clasificarse sectorialmente (28), incluyendo como apéndice el detalle de vencimientos de las obligaciones vigentes. Otros detalles que deberían estar disponibles para los prestamistas, sería un sumario de términos y condiciones en los que han sido concretados los préstamos existentes, a fin de posibilitar, entre otros, el establecimiento de las cargas en concepto de interés adeudadas y, consecuentemente, calcular el peso específico del servicio total de la deuda sobre la economía correspondiente. Cuando menos, y ante la dificultad de determinar detalladamente este concepto, es de fundamental importancia disponer de una estimación del total de pagos a efectuar en concepto de interés sobre la financiación en eurodivisas. La sugerencia del mantenimiento de determinados ratios en la estructura financiera del prestatario, de forma similar a como se estimula en la generalidad de los contratos de préstamo con prestatarios privados, nos parece de todo punto difícil

(26) “Wanted: A Central Eurodollar Information Agency”. *International Currency Review*. Vol. 8, núm. 1, 1976, pp. 13-15.

(27) La C.I.A. del mercado de eurodólares no es evidentemente una buena imagen de marca para la necesaria popularidad del euromercado en los países tercermundistas.

(28) Esto es, deberían pormenorizarse en base a las siguientes categorías: Gobiernos, cuasi-gobiernos y préstamos privados, p. 13.

de aceptar, en la medida que supone un dirigismo, en nuestra opinión excesivo, sobre el conjunto de la política económica de los países receptores de fondos en eurodivisas.

En la línea de recomendaciones de la I.C.R., debería considerarse igualmente, la posibilidad de inclusión de una cláusula de "insolvencia-cruzada" (Cross-Default Clause). En los términos de una estipulación de este tipo, el prestatario soberano debería acordar que, una falta de pago de cualquiera de sus créditos internacionales vigentes, sería clasificada automáticamente como una falta de pago sobre el contrato actual; cláusulas similares han sido estipuladas en préstamos a empresas privadas, proporcionando una gran utilidad para el banco prestamista, reduciendo la posibilidad de que el prestatario enfrente entre sí a los distintos prestatarios (29).

Evidentemente, cuanto más saneada esté la posición financiera de los países, los gobiernos se mostrarán más reacios a permitir cualquier erosión en su soberanía a favor de los bancos, cualquiera que sean, bajo la forma de cesión de información. Considerada esta probabilidad, la solución ofrecida por I.C.R. a los eurobanqueros, es la formación de un "pool de información sobre endeudamiento de gobiernos y sector público cuya utilidad sería general" (30). La justificación, en nuestra opinión cierta, radica en el hecho de que los datos básicos sobre la actividad crediticia a medio plazo en el mercado de eurodivisas son a todas luces incompletos y, en ocasiones poco homogéneos. La acumulación de datos significativos sobre este segmento del mercado sería, en opinión de I.C.R., más fácil de obtener por una agencia central de eurobanqueros, que por entidades privadas asiladas, donde los recelos y desconfianzas de los informantes es más frecuente.

Como es fácil comprender, un proyecto de las características apuntadas, requiere ante todo como condición básica, la necesaria cooperación entre la comunidad bancaria internacional, como medio inicialmente, de comparar la información sobre prestatarios. La introducción de cláusulas de insolvencia cruzada en los contratos de préstamo a entidades públicas, habría de proporcionar una utilidad significativa en este sentido. Un acuerdo de base, especialmente para los principales bancos prestamistas, sería la publicación conjunta, como tal grupo, de los incumplimientos de pago que efectuaran a cada uno.

El contenido funcional de la Agencia propuesta, rebasaría el estricto carácter informativo que inicialmente se le atribuía, en la medida que en la propuesta también se contempla la posibilidad de actuación de los prestatarios como grupo, en orden a decidir positiva o negativamente, la renovación o refinanciación de sus préstamos a este grupo de entidades, y las moda-

---

(29) De forma similar a como el gobierno norteamericano ha actuado—según ICR—respetando algunos de sus contratos internacionales y no otros, evitando de forma efectiva que por parte de los prestatarios se emprendiera una actuación conjunta respecto a los incumplimientos de pago, p. 14.

(30) ICR. Op. cit., p. 14.

lidades concretas de las mismas. Obviamente, esta forma de cooperación debería hacerse más estrecha, en los casos en que exista una posibilidad alta de incumplimiento por parte de los prestatarios gubernamentales o del sector público, posibilitando una respuesta coordinada en el caso de que la insolvencia se produjera. De igual forma que cuando un prestatario privado incumple su obligación de pago, los bancos pueden fácilmente establecer un conjunto de precondiciones antes de considerar la refinanciación, en el caso de prestatarios públicos, la posición de los prestamistas es mucho más débil. La formación de una "agencia unida eurobancaria", que actuara específicamente para el sector de los bancos comerciales privados (es decir, en modo alguno respaldada por los gobiernos), se situaría en una fuerte posición para asegurar que un gobierno o entidad pública "que adopta e insiste en una inadecuada o intrasigente política, encontraría dificultades extremas en la obtención de financiación en el futuro" (31); la no consideración en esta política de coordinación común, de los prestamistas internacionales oficiales, tales como el F.M.I., resta obviamente efectividad a la propuesta (32).

En síntesis, la "Central Eurodollar Information Agency" tendría como objetivo principal, la reunión de datos sobre la actividad crediticia de todos los bancos del mundo participantes en el euromercado, convertidos en una información sistemática a los bancos miembros. Adicionalmente, se establecería una coordinación de las políticas concernientes a la renovación de préstamos a favor de gobiernos y sectores públicos prestatarios. Entre las tareas de carácter urgente que debería acometer la Agencia, estaría la incorporación en los contratos de préstamo, de cláusulas que tradicionalmente han sido consideradas específicamente en los contratos con prestatarios privados.

#### 2.4. *Riesgos políticos.*

Establecer las posibles causas de insolvencia de los países tercermundistas, en términos puramente económicos, es sin duda el elemento dominante en las actuaciones bancarias. En consecuencia, y lo hemos constatado en el examen de las propuestas anteriores, una correcta valoración de la estructura y dinámica del país prestatario sería salvaguardia suficiente de futuras dificultades. La realidad, sin embargo, nos ha de obligar a considerar adicionalmente, otro conjunto de factores que indudablemente pueden determinar el buen fin de una operación crediticia, tales son aquellos que por su naturaleza podríamos denominar políticos.

La cuestión, en este contexto no sería tanto —con palabras de Yassuko

(31) *Op. cit.*, p. 15.

(32) Esta es en esencia la conclusión a la que llegan los iniciadores de la propuesta comentada, cuando afirman que el FMI "ha hecho potencialmente la vida imposible a la sugerida agencia", distribuyendo créditos de forma indiscriminada, prescindiendo de la calidad de las políticas gubernamentales perseguidas por los países prestatarios.

vich (33)—, si los países prestatarios “podrán” pagar, como si “desearan” pagar. Para este autor, la historia de la financiación internacional está ilustrada de insolvencias de prestatarios, que tuvieron a su alcance los medios necesarios para satisfacer sus créditos internacionales, pero no lo hicieron por razones estrictamente políticas. Tal sería el caso de los países de Europa Oriental, que no hicieron frente a la deuda contraída en los momentos anteriores al cambio de régimen. Similar sería el caso de la República Popular de China y de algunas municipalidades y autoridades locales asociadas con estos países.

En los últimos años, un número creciente de países reniegan de las obligaciones internacionales de naturaleza financiera o política, sobre la base de que tales compromisos fueron adquiridos por el régimen anterior, el cual no representaba los deseos de la población. La reciente historia de las negociaciones entre las compañías petrolíferas internacionales y los países en los que están establecidas, muestran ejemplos suficientes al respecto. El concepto de continuidad en las obligaciones soberanas ha sido, en opinión de los bancos, gravemente debilitado en épocas recientes y nunca al respeto las leyes internacionales ha sido tan reducido entre la mayoría de los países. “La actitud de los gobiernos de los países en vías de desarrollo con respecto a los acuerdos internacionales, está progresivamente dominada por posiciones dogmáticas de estos gobiernos” (34).

Ante una situación como la apuntada, suponer que un gobierno atenderá inevitablemente sus deudas exteriores, haciendo abstracción de la naturaleza e identidad del acreedor, o de las circunstancias políticas, es algo que la banca internacional ha empezado a cuestionar. Es más, “la motivación política de un prestatario soberano particular, debe ser objeto de una valoración de igual o de mayor importancia que las valoraciones normales de solvencia económica” (35). ya que el proyectar simplemente las tendencias económicas, carece casi por completo de validez global en la evaluación del riesgo de los países no desarrollados. A este respecto, la siguiente afirmación de Yassukovich, cobra un sentido elocuentemente profético:

“Vendrá el día en que el responsable económico y su departamento en un banco internacional, rivalizará en importancia con un departamento político, posiblemente encabezado por un hombre de estado retirado, cuya tarea será asesorar a los ejecutivos de préstamos sobre la evolución política probable en un determinado país” (36).

En el campo de las soluciones, diversas fórmulas, algunas de ellas ya comentadas, pueden tender a minimizar este tipo de riesgo. Una de ellas,

---

(33) S. M. Yassukovich. “The growing political threat to international lending”. *Euromoney*, abril 1976, p. 10.

(34) *Ibid.*, p. 13.

(35) *Ibid.*, p. 14.

(36) *Ibid.*, p. 15.

quizá la más generalizada en su uso en el segmento a medio plazo del mercado, sea la selectiva sindicación del grupo de bancos prestamistas de la operación. Una cuidadosa selección de los participantes en el sindicato bancario internacional, trataría de incorporar bancos de determinados países con fuerte influencia, por una y otra razón, sobre el país prestatario. De esta forma, el riesgo político podría quedar parcialmente apalancado en la medida que la presencia de ese banco, protegería en mayor o menor medida al resto de los sindicatos. Los sindicatos en los que participan países del Comecon con otros bancos internacionales, podrían responder, en gran medida a este propósito.

En otro orden de ideas, una técnica citada en el epígrafe anterior que gana progresivamente su aceptación, consiste en vincular un préstamo sindicado internacional entre un número de bancos, con préstamos garantizados por el Banco Mundial o una de sus agencias, al mismo país. La utilización de esta técnica, está normalmente reservada a la financiación de un proyecto específico ("project loan"). Ambos préstamos contendrían cláusulas de insolvencia cruzada ("cross default provisions") y de esta forma, el sindicato privado de bancos se beneficiaría de la protección ofrecida por el poder político del Banco Mundial y/o sus agencias. La importancia diferencial, también señalada en el epígrafe anterior, que para la banca privada tiene la financiación de proyectos concretos frente a los préstamos puros de balanza de pagos de los países en desarrollo, es indicativa igualmente del reconocimiento del riesgo político asociado a estas operaciones (37).

Indudablemente, en un futuro próximo nuevos mecanismos de evaluación y cobertura del riesgo que hemos denominado políticos, aparecerán en la escena financiera internacional, concentrándose en el concepto de *leverage político* con el fin de contrarrestar la inestabilidad política y las decisiones adversas de los regímenes futuros. En el siglo XIX, más de una guerra tuvo sus orígenes en las acciones militares emprendidas por una nación acreedora, con el fin de recuperar las deudas hacia sus ciudadanos e instituciones financieras; la diplomacia de los cañoneros se fundamentaba en las actividades de recuperación de deudas internacionales. La invasión de México por Francia bajo el mandato de Luis Napoleón, estuvo incitada por incumplimiento en el pago de préstamos internacionales. Hoy, el sistema bancario privado

---

(37) Hay que suponer, que aún en el caso de cambio de régimen en un país en vías de desarrollo, deseoso de disociarse de las acciones emprendidas por su predecesor, no interferirá en la viabilidad económica de un proyecto bien concebido generador de empleo y beneficios para el país en cuestión. En este sentido, las campañas contra instituciones que han garantizado créditos a determinados gobiernos impopulares mátizan diferencialmente los préstamos destinados a la financiación de proyectos específicos que de forma directa beneficiarán a la población del país. Se trata en definitiva de extender a este campo la diferenciación entre los intereses de la población de un país concreto respecto a los de sus gobernantes en un determinado momento histórico, aspecto que si bien tiene una justificación histórica suficiente, dificulta la libre capacidad de movimientos de la banca internacional.

## CUADRO 4

*Financiación externa de los países en vías de desarrollo  
no productores de petróleo*

(Miles de millones en dólares USA)

|   | 1973   | 1974   | 1975   | 1976 (e) | 1977 (e) |
|---|--------|--------|--------|----------|----------|
| <b>NECESIDADES BRUTAS:</b>  |        |        |        |          |          |
| Cuenta Corriente ... ..   | — 9,0  | — 25,0 | — 35,0 | — 30,0   | — 33,0   |
| Amortización de deuda externa ... ..                                    | — 8,5  | — 9,0  | — 10,0 | — 11,5   | — 13,5   |
| Necesidades totales ... ..  | — 17,5 | — 34,0 | — 46,0 | — 41,5   | — 46,5   |
| <b>RECURSOS:</b>  |        |        |        |          |          |
| Oficiales ... ..  | 15,1   | 21,1   | 24,7   | 25,0     | 27,2     |
| — OECD bilateral ... ..   | 8,5    | 10,3   | 11,0   | 11,0     | 11,5     |
| —   | 2,1    | 2,3    | 2,2    | 2,5      | 2,7      |
| — OPEC bilateral ... ..   | 0,9    | 2,5    | 4,0    | 4,5      | 5,0      |
| — Instituciones multilaterales ... ..                                   | 3,2    | 4,3    | 5,25   | 5,0      | 5,5      |
| — Derechos FMI ... ..   | 0,4    | 1,8    | 2,25   | 2,0      | 2,5      |
| Variaciones en las reservas exteriores.                                 | — 8,3  | — 2,8  | 2,2    | — 1,0    | 0,0      |
| Inversiones directas privadas ... ..                                    | 3,6    | 3,6    | 3,6    | 3,5      | 4,0      |
| Flujos de capital no contabilizados (más<br>errores y omisiones) ... .. | — 3,2  | — 3,5  | — 5,2  | — 5,5    | — 6,0    |
| Créditos comerciales ... ..   | 10,3   | 16,5   | 19,5   | 19,5     | 21,3     |
| — Préstamos eurodivisas ... ..  | 4,6    | 6,3    | 8,8    | 8,3      | 8,9      |
| — Eurobonos ... ..  | 3,6    | 0,2    | 0,3    | 0,3      | 0,4      |
| — Créditos a la exportación ... ..                                      | 4,1    | 5,2    | 6,0    | 6,4      | 6,8      |
| — Créditos bancarios USA (neto) ...                                     | 1,0    | 4,8    | 4,5    | 4,5      | 5,0      |

(e) Estimados.

Fuentes: Morgan Guaranty World Financial Markets. OECD. Euromoney. Octubre 1976, p. 108.

—continúa señalando Yassukovich—, no puede recurrir a medidas de este tipo, y la alternativa es confiar ampliamente, en que la prioridad del desarrollo económico asegure que los gobiernos de estos países realicen todo tipo de esfuerzos para amortizar sus préstamos actuales y, de esta forma, mantener su capacidad para contratar otros nuevos.

Los temores de la banca internacional radican en el mantenimiento de posiciones extremas en la política económica de estos países, en concreto por parte de algunas naciones emergentes, destinadas a aislarse de las ideas occidentales del desarrollo económico, restando importancia al mantenimiento de buenas relaciones con el sistema bancario internacional. En este sentido, no es de extrañar las crecientes dificultades, aparecidas en los primeros meses de 1977, en la formalización jurídica de los contratos de préstamos a estos países, así como la preferencia de la comunidad bancaria internacional en que tales "loan agreements" se formalicen al amparo de la legislación estadounidense, más estricta que la británica respecto al tratamiento otorgado a la "inmunidad soberana".

Pensamos por último, que en un intento de globalizar el contexto político del endeudamiento internacional de los países del Tercer Mundo, hay que tener presentes de igual forma los intereses de los países afectados. Sin entrar en el enjuiciamiento de la dependencia que el constante endeudamiento—tanto con instituciones privadas como públicas—(38) ha generado de los países no desarrollados respecto a los industrializados, si creemos es importante precisar los límites en los que la prudencia financiera vía mecanismos de cobertura del riesgo, rozan la propia autonomía y solvencia de los países prestatarios.

---

(38) Ceryl Mayer. "The Debt Trap. The IMF and the Third World". Penguin. Londres, 1974.