



Nuevas opciones de financiamiento

Cuando el financiamiento escasea, los países en desarrollo deben utilizar enfoques innovadores para obtener capital

Cocina de un restaurante en Vermont, Estados Unidos: Los grupos de emigrantes son potenciales compradores de bonos de la diáspora.

Suhas Ketkar y Dilip Ratha

LOS PAÍSES en desarrollo tienen una deuda pendiente a corto plazo de casi un billón de dólares. Según el Banco Mundial, se enfrentan a un déficit de financiamiento de entre US\$370.000 millones y US\$700.000 millones. Ante la grave crisis de confianza en los mercados de deuda, les resultará sumamente difícil obtener financiamiento privado a través de los instrumentos financieros tradicionales. Se necesitan enfoques innovadores, especialmente para los prestatarios del sector privado de países en desarrollo, que podrían sufrir un racionamiento del crédito incluso mayor que los del sector público.

La escasez de capital frena el crecimiento y la generación de empleo a largo plazo en muchos países en desarrollo con acceso limitado al capital aun en coyunturas favorables. La ayuda oficial por sí sola no bastará para cerrar la brecha de financiamiento a corto o a largo plazo. En última instancia, será necesario el financiamiento oficial para estimular el flujo de fondos privados hacia países en desarrollo, mediante mecanismos financieros innovadores como la búsqueda de nuevos inversionistas, o la creación de estructuras reforzadas de crédito para continuar atrayendo a los inversionistas actuales.

Ello no es tan fácil, sobre todo en medio de una crisis financiera que se profundiza. Con todo, la crisis de la deuda de los años ochenta finalmente se resolvió con la creación, en 1989, de los bonos Brady, en alusión al entonces Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, que titulizaron la deuda bancaria de países principalmente latinoamericanos, a fin de que la adquiriera una amplia base de inversionistas en forma de bonos negociables.

Entre los mecanismos innovadores de financiamiento de mercado que podrían utilizar los países en desarrollo figuran los préstamos provenientes de sus comunidades expatriadas

(la diáspora), la titulización de ingresos futuros y la emisión de bonos indexados en función del crecimiento. En principio se estima que los países de África subsahariana podrían recaudar entre US\$5.000 millones y US\$10.000 millones mediante la emisión de bonos de la diáspora y US\$17.000 millones titulizando las remesas y otros ingresos futuros.

Bonos de la diáspora

Los gobiernos de India e Israel han recaudado unos US\$40.000 millones entre sus nacionales expatriados, a menudo durante crisis de liquidez, para financiar la balanza de pagos y proyectos de infraestructura, vivienda, salud y educación. Los bonos de la diáspora emitidos por la Corporación para el Desarrollo de Israel (CDI) han figurado repetidamente en el programa anual de financiamiento externo de ese país y le han permitido recaudar más de US\$25.000 millones desde 1951. El Banco del Estado de India (SBI, por sus siglas en inglés) ha emitido estos bonos de la diáspora en solo tres ocasiones: 1991, tras la crisis de la balanza de pagos; en 1998, después de los ensayos nucleares del país, y en 2000. El SBI ha recaudado US\$11.300 millones. Los inversionistas de la diáspora judía pagaron una fuerte prima (que se puede considerar un gran descuento patriótico) al comprar los bonos CDI. Los de India adquirieron bonos SBI cuando prácticamente se habían agotado las fuentes ordinarias de financiamiento de su país.

Los bonos de la diáspora tienen una doble justificación. Para los países, representan una fuente estable y económica de financiamiento externo, especialmente en épocas de tensión financiera. Para los inversionistas, ofrecen la oportunidad de demostrar patriotismo ayudando a su país. Además, en el peor de los casos, el servicio de la deuda se pagará en moneda local y no en divisas; pero como los inversionistas de la diáspora suelen tener deudas

en su país de origen, quizá tengan mucho menos temor que otros inversionistas de recibir los pagos en moneda local.

Estados Unidos tiene grandes comunidades de las diásporas de Asia (Filipinas, India, China, Vietnam y Corea), América Latina y el Caribe (El Salvador, República Dominicana, Jamaica, Colombia, Guatemala y Haití) y Europa oriental (Polonia); Japón tiene grupos de Corea y China; el Reino Unido de India y Pakistán; Alemania de Turquía, Croacia y Serbia; Francia de Argelia y Marruecos, y Sudáfrica tiene inmigrantes de países vecinos del África meridional. Una gran cantidad de emigrantes de India, Pakistán, Filipinas, Bangladesh, Indonesia y África en los países del Golfo ricos en petróleo también podrían comprar bonos de la diáspora.

Los bancos o emisores que deseen ingresar al mercado al por menor de Estados Unidos probablemente tendrán que inscribir sus bonos de la diáspora ante la Comisión de Bolsa y Valores de ese país, cuyas normas de información podrían resultar desalentadoras para los países con instituciones financieras poco sólidas; pero quizá los países con una considerable diáspora en Europa, donde las normas son relativamente menos rigurosas, puedan recaudar fondos allá. También se podrían emitir bonos diáspora en Malasia, la RAE de Hong Kong, Rusia, Singapur y Sudáfrica.

Titulización de flujos futuros

La palabra titulización cayó en desgracia porque la deuda titulizada en Estados Unidos originó la actual crisis mundial. Pero la causa principal no fue la titulización, sino la valoración excesivamente optimista de los activos subyacentes. En tanto que no se repita ese error y se ofrezca una holgada cobertura que contemple descensos del valor de las garantías subyacentes, la titulización de ingresos en divisas seguirá siendo una opción viable para los países en desarrollo que necesitan recaudar fondos en el entorno actual de baja aceptación del riesgo.

Desde que la empresa mexicana Telmex titulizó por primera vez sus ingresos futuros en dólares de EE.UU., las principales centrales de riesgo han calificado más de 400 transacciones de ese tipo, por un valor de US\$80.000 millones. Se han titulizado una gran variedad de ingresos futuros, como exportaciones de petróleo, minerales y metales; pasajes aéreos, comprobantes de tarjetas de crédito, remesas electrónicas y en papel, y llamadas telefónicas internacionales; regalías petroleras y gasíferas, e ingresos tributarios. Una innovación más reciente es la titulización de los derechos de pago diversificados (DPR, por sus siglas en inglés), que incluyen todos los efectos por cobrar en divisas que pasan por el sistema de pagos internacionales. Los DPR se consideran una garantía aceptable porque la diversidad de las fuentes imprime estabilidad a los flujos. En el período 2002–04, en que Brasil tuvo dificultades de acceso a los mercados internacionales de capital, muchos bancos brasileños titulizaron futuros DPR en divisas y recaudaron US\$4.900 millones.

Al estar garantizados por ingresos futuros en divisas, las transacciones titulizadas priman sobre los intereses de los acreedores actuales y futuros. En un mercado de capital perfecto, ello podría elevar el costo del crédito futuro y eliminar la principal justificación para la titulización (Chalk, 2002); pero los mercados de capital de muchos países en desarrollo

distan de ser perfectos, y a los acreedores les podría resultar difícil distinguir entre los riesgos buenos y malos, facilitando así la titulización.

En las transacciones respaldadas mediante corrientes futuras de ingresos, los pagos no ingresan al país del emisor hasta que este haya satisfecho sus obligaciones frente a los tenedores de bonos. Si bien esta estructura reduce los riesgos soberanos de transferencia y convertibilidad, existen otros riesgos, entre ellos:

- Riesgo de *desempeño*, relacionado con la capacidad del emisor de generar los ingresos.
- Riesgo del *producto*, relacionado con la estabilidad de los flujos de ingresos ante las fluctuaciones de precios y volúmenes.
- Riesgo de *desviación*, si el gobierno del emisor traslada las ventas a clientes que no canalizan sus pagos a través del fideicomiso.

Muchos de estos riesgos pueden reducirse seleccionando bien los ingresos futuros y cubriéndolos holgadamente. Esto último ha resultado crucial ante los desastrosos resultados recientes de los valores respaldados por hipotecas.

No obstante, la emisión de bonos titulizados está muy por debajo de su potencial, debido a la falta de efectos por cobrar de buena calidad y entidades locales sólidas, así como la ausencia de leyes claras, especialmente en materia de quiebras. Aun así, existen menores barreras hoy que hace una década.

Bonos indexados al crecimiento

Los pagos de servicio de la deuda correspondiente a bonos de cupón fijo pueden estar en conflicto con la capacidad de pago de un país. Cuando un shock interno o externo frena el crecimiento, descienden los ingresos y aumentan los gastos en las redes de protección social. El consiguiente aumento de la presión sobre el gasto público puede llevar a un país a tener que elegir entre un incumplimiento de la deuda externa y la adopción de políticas que incrementan los fondos disponibles para el servicio de la deuda pero agravan la caída del producto. Los bonos indexados al ritmo de crecimiento están diseñados para conjurar este problema. Sus cupones varían según las cifras de crecimiento del PIB de un país, que son representativas de su capacidad de pago. Esto le permite seguir una política fiscal anticíclica: pagar menos en las fases recesivas y más en las expansivas. Es posible que los países en desarrollo estén dispuestos a pagar una tasa de interés mayor en los bonos indexados que en los bonos de cupón fijo para evitar una posible cesación de pagos.

La idea circula desde hace algún tiempo, pero pese a su atractivo aparente, los bonos indexados al crecimiento no han cobrado fuerza. Solo unos pocos países en desarrollo —Argentina, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria y Costa Rica— han incorporado cláusulas o que elevan los pagos si el crecimiento del PIB supera cierto umbral. Los *warrants* indexados al PIB de Argentina, por ejemplo, estipulan un pago del 5% del exceso del PIB anual en los años en que su tasa de crecimiento supere la tendencia. El bajo valor inicial en el mercado de estos *warrants* mejoró en 2007 ante los buenos resultados económicos de Argentina.

El uso de bonos indexados al crecimiento no se ha generalizado por las inquietudes con respecto a la exactitud de los datos sobre el PIB, la posibilidad de que se declaren deliberadamente cifras inferiores de crecimiento y la complejidad de los bonos.

Estos obstáculos no son insuperables, pero hasta el momento la liquidez de dichos bonos ha sido baja y al parecer tienen una prima por “novedad” (Costa, Chamon y Ricci, 2008).

A semejanza de los bonos soberanos indexados al crecimiento, los prestatarios subsoberanos podrían emitir bonos

Calificaciones soberanas y acceso al mercado

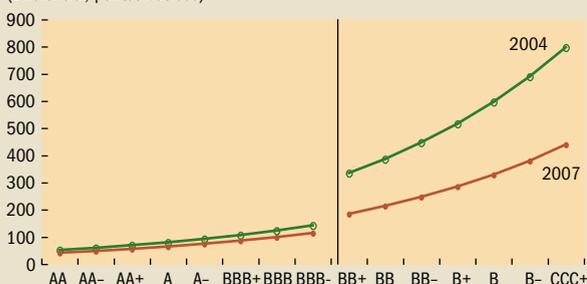
El acceso de los países en desarrollo a los mercados de crédito depende no solo del tipo de deuda ofrecida sino también de la evaluación de las agencias calificadoras que, al aplicarse a un país, se denominan calificaciones de crédito soberano. Estas calificaciones también ofrecen un parámetro de referencia para los prestatarios subsoberanos.

En general, los diferenciales de la deuda soberana bajan al mejorar la calificación del crédito soberano, sobre todo cuando esta llega al grado de inversión (véase el gráfico). Aún así, la falta de calificación podría ser peor que una baja calificación. En 2005, la inversión extranjera directa (IED) representaba el 85% de los flujos de capital privado a los 70 países en desarrollo que no tienen calificación. Los préstamos bancarios constituían la mayor parte del resto. En cambio, los flujos de capital hacia los países calificados eran mucho más diversificados: aproximadamente 55% por IED, 15% por préstamos bancarios, hasta 25% por bonos y casi 5% por inversión en acciones. Incluso los países con calificación B salen mejor librados. Un examen de 55 países no calificados revela que eran más solventes de lo que se creía: ocho de ellos probablemente estarían por encima del grado de inversión; otros 18 entre la categoría B y BB. Esto indica que algunos países en desarrollo sin calificación tendrían posibilidades de obtener financiamiento en los mercados mundiales de capital. No obstante, el acceso a la deuda debe venir acompañado de prácticas de gestión prudente. Además, los países que se benefician de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral del FMI y el Banco Mundial deben procurar no endeudarse frente a inversionistas oportunistas.

La venta de las calificaciones

Cuanto mayor sea la calificación de crédito de un país de mercado emergente, más barata le resultará la recaudación de fondos. Los costos aumentan drásticamente cuando la calificación es inferior al grado de inversión.

(Diferencial, puntos básicos)



Fuentes: Cálculos del autor; Dealogic Analytics.

Nota: Calificaciones de Standard & Poor's. El grado de inversión se sitúa entre AA y BBB-. Los diferenciales representan la diferencia entre la tasa de interés que paga el gobierno de un mercado emergente por la deuda soberana emitida y la tasa de valores semejantes del Tesoro de Estados Unidos. Un punto básico es una centésima de punto porcentual.

indexados, cuyos cupones podrían estar vinculados a un indicador bien definido de los resultados de prestatario. Este podría ser, por ejemplo, una meta de ingreso fiscal en el caso de un gobierno provincial o municipal, o el tiempo de despacho o de tránsito en el caso de una autoridad portuaria; en el caso de una sociedad privada, podría ser el nivel de utilidades (Ramachandran, Gelb y Shah, 2009). Estos instrumentos aún no se han ensayado, pero podrían resultar útiles para grandes prestatarios subsoberanos de mercados emergentes.

Cuestiones de política pública

Al igual que en casos anteriores de innovación financiera, los bonos de la diáspora, los valores garantizados por flujos futuros y los bonos indexados al crecimiento facilitan el acceso de los países en desarrollo al financiamiento. La titulización de flujos futuros transfiere el riesgo de crédito de los prestatarios, mejorando así la calificación crediticia y la liquidez. Los bonos de la diáspora ayudan a reforzar la liquidez. Los bonos indexados al crecimiento permiten reducir el riesgo de crédito ya que los cupones están vinculados con la capacidad de pago y refuerzan la liquidez al brindar a los acreedores una opción sobre los resultados de prestatarios soberanos y subsoberanos.

Las instituciones multilaterales y los donantes oficiales pueden contribuir a promover innovaciones basadas en el mercado. Para ello proporcionan mejoras crediticias a países en desarrollo con agudos déficits de financiamiento, asistencia técnica sobre los marcos jurídicos, la estructuración, la fijación de precios o la gestión del riesgo. También pueden ayudar a determinar las calificaciones soberanas, lo cual abre el acceso a los mercados internacionales de capital para los países pobres de África, muchos de los cuales no tienen calificación (véase el recuadro) y suministrar capital para pagar las comisiones de los bancos de inversión y los costos de calificación que supone la estructuración de instrumentos respaldados mediante ingresos futuros. También podrían ofrecer garantías parciales para los flujos futuros a fin de mitigar el riesgo y catalizar flujos privados. ■

Suhas Ketkar es Profesor de Economía en la Universidad de Vanderbilt y Dilip Ratha es Economista Principal del Grupo de Análisis de las Perspectivas de Desarrollo del Banco Mundial.

Artículo basado en *Innovative Financing for Development*, por Suhas Ketkar y Dilip Ratha, publicado en 2008 por el Banco Mundial.

Referencias:

Chalk, Nigel A., 2002, “The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines”, *IMF Working Paper 02/106* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Costa, Alejo, Marcos Chamon y Luca Antonio Ricci, 2008, “Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants”, *IMF Working Paper 08/109* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb y Manju Kedia Shah, 2009, *Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It?* (Washington: Center for Global Development).