

Primer préstamo

Cada vez más países de África subsahariana están obteniendo préstamos de los mercados internacionales de capital

Amadou N.R. Sy

POR largo tiempo, la mayoría de los países subsaharianos tuvieron que recurrir a la asistencia externa o a préstamos de instituciones financieras internacionales para obtener parte de las divisas que necesitaban. Pero ahora, por primera vez, muchos de esos países pueden obtener préstamos en los mercados financieros internacionales, vendiendo los llamados eurobonos, que normalmente están denominados en dólares o euros.

Este brote repentino de financiamiento a países de una región que contiene algunas de las naciones más pobres del mundo se debe a una diversidad de factores, entre ellos, el veloz crecimiento y la aplicación de mejores políticas económicas a nivel regional, las bajas tasas de interés mundiales y la persistente tensión económica en muchas de las principales economías avanzadas, especialmente de Europa. En varios casos, algunos países africanos han podido vender bonos con tasas de interés más bajas que las economías europeas en dificultades, tales como Grecia y Portugal.

Cabe preguntarse, sin embargo, si el brote de préstamos a los gobiernos subsaharianos (así como a un puñado de entidades empresariales de la región) es sostenible a mediano o largo plazo. Es probable que en algún momento cambie la coyuntura de bajas tasas de interés —que elevaría los costos de financiamiento y reduciría el interés del inversionista— y el crecimiento económico vertiginoso podría interrumpirse, con lo cual los países tendrían más dificultades para servir sus empréstitos. Además, la inestabilidad política en algunos países también añadiría dificultades a prestatarios y prestamistas por igual.

Edificios de oficinas en Windhoek, Namibia.

Bienvenidos al club

Sudáfrica ha emitido eurobonos durante varios años. Pero más recientemente, países como Angola, Côte d'Ivoire, Gabón, Ghana, Namibia, Nigeria, Rwanda, Senegal, Seychelles y Zambia han podido captar fondos en los mercados de deuda internacionales (gráfico 1). Se prevé que Kenya, Tanzania y Uganda emitirán eurobonos en el futuro inmediato. En total, más del 25% de los 48 países de África subsahariana ha vendido eurobonos.

Además, algunas entidades empresariales de África subsahariana también han emitido eurobonos en forma satisfactoria (en 2011, el Guarantee Trust Bank de Nigeria recaudó US\$500 millones en una oferta de bonos a cinco años, y en 2007, Ghana Telecom emitió US\$300 millones en bonos a cinco años).

Los factores que favorecen las ventas son, entre otros, los siguientes:

- **Cambios en el marco institucional:** Desde 2009, el FMI ha flexibilizado el límite sobre los préstamos con tasas no subsidiadas (no concesionarias) a los países de bajo ingreso en el marco de los programas del FMI. A diciembre de 2011, solo había siete países de África subsahariana con poco o ningún margen para acceder a préstamos no concesionarios.

- **Menor carga de la deuda:** El FMI reconsideró su política luego de que muchos países donantes e importantes instituciones financieras multilaterales cancelaron las deudas de muchos de los países menos desarrollados. Esa menor carga de deuda permite a los países obtener préstamos en los mercados internacionales sin forzar su capacidad de reembolso. (La mediana de la relación deuda/PIB de los gobiernos de África subsahariana ahora está por debajo del 40%). Además, muchos países han fortalecido su gestión macroeconómica y ha mejorado su capacidad para medir la sostenibilidad de la deuda.

- **Gran necesidad de financiamiento:** Muchos países de África subsahariana tienen necesidades significativas en materia de infraestructura, tales como generación y distribución de energía eléctrica,

carreteras, aeropuertos, puertos y ferrocarriles. Los ingresos provenientes de los eurobonos pueden ser cruciales para financiar proyectos de infraestructura, que a menudo requieren recursos que superan los flujos de ayuda y el ahorro interno.

- **Bajos costos de financiamiento:** En años recientes, los países de África subsahariana han podido obtener préstamos con intereses históricamente bajos —a veces aun más bajos que los países en crisis de la zona del euro— y en condiciones favorables, como períodos de reembolso más largos (gráfico 2). Aunque los costos de financiamiento son históricamente bajos, los rendimientos de los eurobonos de África subsahariana son suficientemente altos como para atraer inversionistas extranjeros.

Los países de África subsahariana no son los únicos que están aprovechando los bajos rendimientos para emitir eurobonos por primera vez; también lo hacen algunos países latinoamericanos. Recientemente, Bolivia obtuvo préstamos de los mercados internacionales por primera vez en 90 años. Paraguay, recientemente llevó a cabo una oferta inicial, y Honduras vendió eurobonos a principios de marzo de 2013.

¿Puede continuar?

Para evaluar si es probable que persista el clima favorable para la emisión de bonos, es conveniente centrarse en los factores que pautan el costo del financiamiento y determinan la dirección de los flujos de capital. Los llamados factores de *rechazo* afectan el clima general para la venta de bonos a los inversionistas internacionales; los factores de *atracción* son específicos del país y dependen en cierto grado de sus políticas económicas. Gueye y Sy (2010 y 2013) estudiaron estos factores en 120 países entre 2000 y 2009.

Entre los factores de rechazo importantes se encontraban la tasa de los fondos federales (tasa de interés día a día que los bancos estadounidenses se aplican entre sí para prestarse los excedentes de reservas); la liquidez medida en función del dinero primario (moneda en circulación y depósitos de los bancos comerciales en los bancos centrales de Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro); el precio del petróleo; medidas del apetito de riesgo de los inversionistas; la relación tasas de interés a corto plazo estadounidenses/tasas a largo plazo (pendiente de la curva de rendimientos), y los diferenciales de los bonos empresariales estadounidenses de alto rendimiento.

Los factores que atraen fondos son, entre otros, el PIB per cápita del país; la sostenibilidad de sus operaciones financieras externas, incluida la cuenta corriente (que mide lo que un país gasta en el extranjero deduciendo lo que los extranjeros gastan en dicho país) y la razón deuda externa/exportaciones, y la estabilidad macroeconómica (medida principalmente en función de la tasa de inflación). Las calificaciones crediticias soberanas, que constituyen una buena medida indirecta de la solvencia de un país, reflejan la mayoría de estos factores de atracción.

Los factores de rechazo indican que la afluencia de capitales que motiva la compra de eurobonos emitidos por los países de África subsahariana solo es sostenible a corto plazo. Una razón es que las tasas de interés históricamente bajas que predominan en Estados Unidos probablemente aumenten a mediano plazo. La otra es el cambio del apetito de riesgo de los inversionistas extranjeros, que ha estado aumentando a medida que buscan rendimientos más altos de los que pueden conseguir en Estados

Unidos y otros refugios. Eso favorece a los eurobonos de África subsahariana. Pero cuando las tasas de interés mundiales aumenten y se aplaquen los temores sobre la crisis financiera internacional, los gobiernos de África subsahariana deberán competir con otros emisores para obtener financiamiento.

Los factores de atracción también indican que la afluencia de capitales es sostenible a corto plazo. La atracción de capital en el largo plazo depende de la capacidad de las autoridades de África subsahariana para afianzarlos. Según las proyecciones del FMI, las perspectivas a corto plazo de la región siguen siendo positivas en líneas generales, y para 2013 se proyecta un crecimiento de 5,4% (FMI, 2013). Pero los riesgos a la baja se han intensificado, debido en gran medida a la incertidumbre del clima económico mundial, que afectaría sobre todo a países de ingreso medio, tales como Sudáfrica, que tienen vínculos comerciales con Europa (FMI, 2012). La firmeza

Gráfico 1

Sumarse a la fiesta

Varios países de África subsahariana por primera vez han vendido bonos en los mercados internacionales de capital.



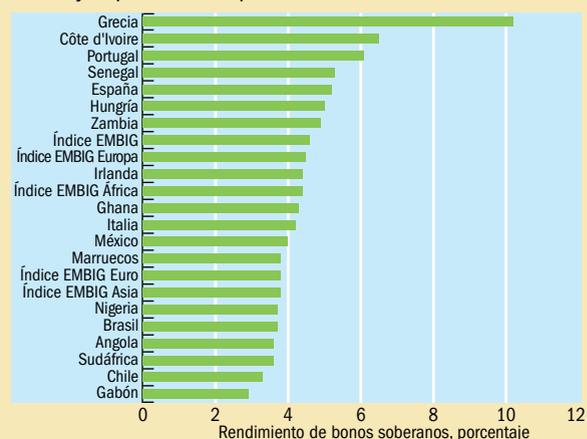
Fuente: Cálculos del autor.

Nota: Los datos abarcan hasta fines de enero de 2013. El año entre paréntesis corresponde a la fecha de la primera venta.

Gráfico 2

Tasas baratas

Los rendimientos sobre los eurobonos emitidos por los países de África subsahariana son históricamente bajos, a veces incluso más bajos que los de los países en crisis de la zona del euro.



Fuente: Bloomberg L.P.

Nota: Rendimiento de los bonos al 30 de enero de 2013 en el mercado secundario. Los eurobonos son bonos emitidos en una moneda extranjera, normalmente dólares o euros. EMBIG es el índice global de bonos de mercados emergentes de JPMorgan.

del crecimiento proyectado de la región está favorecida por factores de la oferta, entre ellos, la expansión de los sectores de recursos naturales. Pero los países de bajo ingreso de la región también se han visto favorecidos por la aplicación de marcos de política económica más sólidos, una mejor gestión de gobierno, la evolución favorable de los precios de las materias primas y la drástica reducción de la carga de sus deudas externas (al menos por ahora). La riqueza en recursos naturales presenta desafíos que deben afrontarse, entre ellos, la forma de garantizar la eficacia del gasto público proveniente de dicha riqueza (véase Arezki, Gylfason y Sy, 2011).

Políticas convencionales

La reciente cesación de pagos soberanos de África subsahariana ilustra la importancia de fortalecer los factores de atracción. En octubre de 2008, Seycheless incumplió el pago de US\$230 millones en eurobonos, luego de una brusca caída de sus ingresos por concepto de turismo durante la crisis financiera mundial, además de años de excesivo gasto gubernamental. Esa cesación de pagos dio lugar a una reestructuración de la deuda y a recortes del gasto público. Luego de las disputas electorales, Côte d'Ivoire omitió un pago de US\$29 millones por concepto de intereses, que desembocó en una cesación de pagos en 2011, sobre un bono emitido en 2010.

Cuando la deuda externa es más barata que la deuda interna surgen otras interrogantes sobre las políticas económicas de un país. Un buen ejemplo es el caso de Ghana. En enero de 2013, su gobierno pudo pagar alrededor del 4,3% sobre un préstamo a 10 años en dólares (que se refleja en los rendimientos sobre la oferta en los mercados secundarios). Sin embargo, cuando el gobierno se endeuda internamente en moneda nacional, la tasa de interés es de al menos un 23% sobre letras del Tesoro a tres meses. Luego de tomarse en cuenta los diferenciales de inflación, la diferencia entre los costos de financiamiento en dólares de EE.UU. y en moneda nacional asciende a 10,6 puntos porcentuales (5,4 puntos porcentuales, teniendo en cuenta la depreciación de la moneda). En parte, esta diferencia se debe a cambios en el ámbito de la política económica: la política monetaria se endureció en 2012 y el déficit fiscal aumentó a alrededor del 10% al 11% del PIB. Pero la diferencia también se debe a un bajo costo externo que refleja la búsqueda de rendimiento por parte de los inversionistas extranjeros, su confianza en la voluntad de Ghana para reembolsar sus obligaciones de deuda y la capacidad de este país para llevarlo a cabo debido a sus perspectivas de crecimiento positivo (es una economía productora de petróleo). La diferencia también refleja mercados de deuda en moneda nacional subdesarrollados con una base de inversión dominada por los bancos, que aumentan los costos de financiamiento internos, y probablemente los efectos de restringir a los inversionistas externos la compra de valores públicos en moneda nacional con vencimiento menor a tres años.

La ola de financiamiento internacional que los países de África subsahariana están obteniendo a tasas a veces más bajas que las que están pagando muchos países de la zona del euro probablemente sea insostenible a largo plazo a menos que los primeros logren generar un crecimiento económico alto y sostenible y continúen reduciendo la volatilidad macroeconómica.

Por lo tanto, las medidas de política económica son importantes. Las medidas a corto plazo deben seguir centrándose en lograr la estabilidad macroeconómica, mantener la sostenibilidad de la deuda, garantizar el uso adecuado de los ingresos provenientes del

financiamiento e invertir en proyectos con altos “multiplicadores” económicos, evitar la acumulación de vulnerabilidades en el balance por descalces de monedas y vencimientos, y gestionar el riesgo de una significativa desaceleración o un cambio de signo del crecimiento. Las medidas a largo plazo deben centrarse en desarrollar mercados de capital en moneda nacional e instituciones, y secuenciar en forma adecuada la liberalización de la cuenta de capital.

Políticas no convencionales

Pero los países también deben considerar los beneficios netos de las políticas económicas no convencionales porque la elaboración y aplicación de las políticas económicas convencionales tomará tiempo.

Por ejemplo, no es fácil establecer un mercado nacional de bonos eficaz que atraiga ahorros internos y externos, especialmente en el largo plazo. A ese fin, el consejo convencional es que los países deben mejorar las políticas macroeconómicas; la gestión de la deuda, y la infraestructura regulatoria, jurídica y de mercado, y desarrollar asimismo una base de inversionistas. Los mercados monetarios son la piedra angular de los mercados de capital y un lugar natural para iniciar las reformas. Normalmente, los bancos comerciales son los mayores inversionistas, y es clave contar con un mercado interbancario eficaz. También es prioritario garantizar la liquidez de los mercados internos.

Pero la aplicación de estas políticas convencionales lleva tiempo. Basándose en ejemplos de diversos países, las autoridades africanas podrían apuntar a políticas exitosas, sin ser las ideales, y luego avanzar hacia las óptimas. Por ejemplo, Malasia ha logrado establecer el tercer mercado de bonos más grande de Asia (luego de Japón y Corea) desarrollando sus mercados de capital islámicos. Mediante el fortalecimiento de instituciones comunes, los gobiernos de la Unión Económica y Monetaria del África Occidental están movilizando cada vez más ahorros internos de bancos y otros inversionistas de los ocho países de la unión, y emiten separadamente letras y bonos del Tesoro. Etiopía, Ghana e India han obtenido ahorros de ciudadanos no residentes mediante la emisión de bonos de la diáspora. Por último, la provincia canadiense Quebec y Marruecos han tomado como modelo las instituciones financieras públicas francesas denominadas *Caisse de Dépôts* para desarrollar sus mercados de capital internos. Aprender de las experiencias de otros países podría resultar provechoso para África subsahariana. ■

Amadou N.R. Sy es Subjefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Referencias:

- Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason y Amadou N.R. Sy, 2011, *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2012, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: Fondo Monetario Internacional, octubre).
- , 2013, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: Fondo Monetario Internacional, abril).
- Gueye, Cheikh A., y Amadou N.R. Sy, 2010, “Beyond Aid: How Much Should African Countries Pay to Borrow?”, IMF Working Paper 10/140, (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2013, “U.S. Interest Rates and Emerging Market Bond Yield Spreads: A Changing Relationship?”, *Journal of Fixed Income*, vol. 22, No. 4, págs. 48–52.