



Global Development Finance

The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries

I: REVIEW, ANALYSIS, AND OUTLOOK

2007



Panorama general

EL CRECIMIENTO MUNDIAL SE ESTÁ MODERANDO y los mercados financieros están emitiendo señales de cambio en las condiciones de financiamiento que deberá afrontar el mundo en desarrollo. Es probable que 2007 sea un año de ajuste en lo que respecta a los flujos de capital destinados a países en desarrollo, pues comenzarán a sentirse las consecuencias de estos acontecimientos.

Tras recuperarse de la marcada contracción de 2001-02, los flujos privados resistieron varios episodios de volatilidad financiera mundial y atravesaron un ciclo completo de distensión y restricción monetaria mundial hasta alcanzar en 2006 el nivel sin precedentes de US\$647.000 millones, que representa un aumento del 17% respecto de la cifra de 2005. El total de los flujos de capital, con inclusión del financiamiento concedido por acreedores oficiales, se estabilizó en el 5% del producto interno bruto (PIB) en 2005-06, situándose en un nivel levemente inferior al 5,25% alcanzado en 1995-97, antes de la crisis de Asia oriental.

Los países en desarrollo han sido responsables de una gran proporción del crecimiento del producto y el comercio mundiales, hecho éste que los inversionistas internacionales reconocen cada vez más. Sus economías crecieron más del 7% en 2006, duplicando con creces la tasa de crecimiento (3%) de los países de ingreso alto. La expansión fue especialmente notable en China, donde el producto aumentó el 10,7%, y la India, que registró un crecimiento del 9,2%, pero el sólido desempeño fue de amplia base y todas las regiones en desarrollo crecieron a un ritmo que como mínimo ascendió al 5%. A pesar de que los precios del petróleo fueron elevados por tercer año consecutivo, los países en desarrollo importadores de petróleo también registraron un crecimiento robusto de casi el 5%.

La mayoría de los países en desarrollo ha aprovechado las condiciones externas

favorables para implementar políticas nacionales orientadas a reducir su vulnerabilidad a las perturbaciones financieras y las reversiones de los flujos de capital. En particular, los países han reducido su carga de deuda externa y prolongado la estructura de vencimientos de su deuda. Varios de ellos han recomprado grandes montos de deuda pendiente de amortización —utilizando sus abundantes reservas de divisas— y han refinanciado la deuda existente en condiciones más favorables. El mercado de deuda soberana ha evolucionado significativamente pues los gobiernos, en lugar de tomar préstamos en el exterior, recurren al mercado interno en busca de financiamiento que, usualmente, está denominado en moneda local. Los acreedores siguen considerando que la solvencia de los países en desarrollo prestatarios es positiva, como lo demuestran los márgenes sobre los bonos de mercados emergentes y los préstamos bancarios, que se han mantenido en torno a niveles bajos sin precedentes.

Teniendo en cuenta estos indicadores, la mayoría de los países en desarrollo ha mejorado claramente su capacidad para afrontar las crisis moderadas que suelen acompañar a los cambios en el entorno crediticio internacional. No obstante, la firmeza de los mercados financieros, junto con la desaceleración del crecimiento y la tendencia a aplicar en forma constante una política monetaria más restrictiva, hacen que sea necesario actuar con cautela. En particular, si bien el resultado más probable es un ajuste gradual hacia un crecimiento más lento y sostenible, como lo indica la proyección de referencia presentada en este informe, estos puntos de inflexión son, por naturaleza, riesgosos. Por otra parte, el grado al que la corrección en el sector inmobiliario de los Estados Unidos se propague a otros sectores de la economía, el nivel de éxito que alcancen los países en desarrollo cuya economía está recalentada para contener la inflación y reducir los desequilibrios en cuenta corriente, y la perdurabilidad de la manera benévola en que los mercados financieros evalúan actualmente los riesgos a largo plazo, son cuestiones inciertas que podrían dar lugar a que el ajuste

hacia un crecimiento más lento sea más abrupto y perturbador.

Es probable que el fuerte crecimiento en 2006 constituya un punto cíclico máximo

El PIB mundial registró un aumento del 4% en 2006, pese a los indicios de que la actual expansión se estaba moderando. La política monetaria más restrictiva, las nuevas limitaciones de la capacidad en muchos países y la maduración generalizada del ciclo de inversiones contribuyeron a que, en los últimos meses del año, se produjera una desaceleración de la producción industrial en los principales países de ingreso alto y en China. En los Estados Unidos, la desaceleración fue más pronunciada y contribuyó a reducir levemente las principales tensiones: en algunas partes del país, los precios del sector inmobiliario se han moderado o han bajado sin generar (todavía) una ola de ventas perturbadoras y, al mismo tiempo, su déficit en cuenta corriente declinó al 5,9% del PIB en el último trimestre de 2006, lo que generó un aumento del ahorro.

Las tasas de interés internacionales tanto a corto como a largo plazo han aumentado en respuesta a las medidas de política y la revaluación, inducida por el mercado, de los riesgos a largo plazo, mientras que las primas de riesgo, especialmente sobre los activos de alto riesgo, han aumentado en los últimos meses. También se observan señales de que los precios de los productos básicos han llegado a un punto cíclico máximo, entre ellas: la disminución de los precios del petróleo respecto del nivel elevado de mediados de 2006 y la declinación en los precios del cobre y el zinc, dos de los metales cuyos precios habían aumentado con mayor rapidez. Con todo, las condiciones financieras son favorables si se tienen en cuenta los indicadores históricos y la liquidez es aún abundante. Consiguientemente, se prevé que la transición a un crecimiento más lento será relativamente ordenada. Según las proyecciones, la expansión de las economías en desarrollo se moderará gradualmente, del 7,3% en 2006 a alrededor del 6% en 2009, y aunque en todas las regiones se registrará una desaceleración, los resultados seguirán siendo

sólidos. Al mismo tiempo, se prevé que los países de ingreso alto tendrán un menor crecimiento en 2007 (como resultado, principalmente, del crecimiento más lento de los Estados Unidos) y luego repuntarán en 2008 y 2009 a medida que los Estados Unidos se recuperen y las economías de Japón y Europa se sigan expandiendo a un ritmo cercano a sus tasas potenciales.

La expansión de los flujos de capital fue impulsada por las acciones, a medida que las fuentes privadas eclipsaban a las oficiales

El cambio —de la financiación mediante endeudamiento a participaciones en el capital social y de fuentes de deuda oficiales a privadas— en la composición de los flujos de capital se sigue profundizando. En 2006, los flujos de capital accionario ascendieron a US\$419.000 millones y representaron casi las tres cuartas partes de los flujos de capital —mientras que en 2004 representaban las dos terceras partes—, registrándose fuertes aumentos en las inversiones de cartera y en la inversión extranjera directa (IED). Los precios de las acciones en los mercados emergentes siguieron superando por un amplio margen a los de los mercados bien establecidos pero también fueron más volátiles. A nivel mundial, los flujos de IED ascendieron a US\$1,2 billones en 2006 y, del total, alrededor de la cuarta parte (US\$325.000 millones) se destinó a países en desarrollo.

El financiamiento neto de las instituciones financieras internacionales y de otras fuentes oficiales que integran el Club de París de acreedores disminuyó marcadamente durante los últimos dos años, mientras que el financiamiento privado registró un fuerte aumento. Varios países utilizaron sus abundantes reservas de divisas para reembolsar la deuda contraída con acreedores oficiales y así tener acceso a financiamiento de fuentes privadas en condiciones favorables. En el período 2005-06, los reembolsos de principal al Club de París y las instituciones multilaterales (específicamente el Fondo Monetario Internacional) superaron a los desembolsos por unos US\$146.000 millones,

mientras que los flujos de deuda privada alcanzaron los US\$432.000 millones.

El desarrollo de los mercados de bonos locales y regionales en los países de ingreso bajo —como lo señalaron los ministros de hacienda del Grupo de los Siete en su reunión de febrero de 2007— ofrece la posibilidad de mejorar la infraestructura financiera y proporciona una fuente adicional de financiamiento. Los mercados de bonos locales en Kenya, Nigeria, Zambia y otros países ya han despertado el interés de los inversionistas extranjeros y si bien su participación en estos mercados ofrece grandes beneficios potenciales, principalmente la diversificación de la base de inversionistas y el aumento de la liquidez, también plantea nuevos riesgos, especialmente en los casos en que algunos segmentos de estos mercados están dominados por inversionistas extranjeros, lo que los hace más vulnerables a los cambios repentinos en sus sentimientos. El nivel de eficacia para gestionar los mencionados riesgos que alcancen los países en desarrollo dependerá, en última instancia, de sus progresos en materia de mejoramiento de la calidad de las instituciones, la gobernabilidad y las políticas económicas. Dado que esos países son muy vulnerables a las crisis internas y externas, es aconsejable que los gobiernos mejoren el proceso de recopilación de datos y los procedimientos para el mejor seguimiento de los flujos de inversión extranjera.

La globalización de la gestión financiera de las empresas proporciona grandes beneficios a los países en desarrollo

Tras un proceso de gestación que duró varios años, la globalización de la gestión financiera de las empresas en el mundo en desarrollo se ha ido acelerando a partir del año 2002 a medida que los gobiernos liberalizaban los controles de capital y los administradores de carteras internacionales lograban mayor rentabilidad mediante la diversificación en títulos de empresas emergentes. Gracias a estos cambios, un mayor número de empresas con sede en países en desarrollo ha ingresado a los mercados mundiales de capital para ampliar sus fuentes de financiamiento y ha tomado préstamos con vencimientos más

largos así como mejorado la gestión de riesgos mediante el uso de instrumentos financieros complejos. Las empresas del sector privado fueron responsables de gran parte del aumento pues, durante el período 2002-06, tomaron el 60% del total de préstamos bancarios y emitieron el 75% de los bonos nuevos. Las sociedades financieras, especialmente los bancos comerciales de la India, Kazajstán, la Federación de Rusia y Turquía, han tomado la iniciativa en lo que bien podría ser una importante etapa de auge del crédito extranjero en el sector bancario de estos países. Los bancos han recurrido a los mercados internacionales de deuda para financiar el aumento de las carteras de préstamos internos y cumplir con los requisitos, cada vez mayores, en materia de suficiencia de capital. En vista de la intensificación de las presiones competitivas y la elevada liquidez de los mercados, los bancos internacionales han estado dispuestos a reducir los márgenes, prolongar los vencimientos y distender las normas crediticias.

Un número cada vez mayor de empresas está optando por realizar emisiones internacionales de sus acciones en las principales bolsas de valores del mundo como un medio para facilitar la negociación por parte de inversionistas extranjeros y para crear canales a través de los cuales satisfacer sus necesidades de capital en el futuro. Las empresas suelen adquirir valor al no recurrir a los mercados locales de capital que están subdesarrollados y al asumir el compromiso de cumplir las normas más elevadas de contabilidad, presentación de informes, divulgación y gobierno corporativo que exigen los principales centros financieros. Al cumplir estas normas, las empresas pueden reducir sus costos de capital. No obstante, depender en exceso de fuentes de capital internacionales también tiene desventajas, a saber:

- Así como las empresas de mercados emergentes han crecido y expandido sus operaciones internacionales, también se ha incrementado su exposición a riesgos cambiarios y de pérdida por concepto de intereses. Pese a que muchas empresas han progresado en materia de gestión de riesgos, hay dos esferas concretas en las que aún

existen motivos de preocupación. En primer término, es posible que en el caso de algunas empresas sus tenencias, cada vez mayores, de obligaciones denominadas en yenes no estén suficientemente cubiertas contra fluctuaciones monetarias. En segundo término, el hecho de que los mercados de productos derivados estén subdesarrollados impone límites a la capacidad de muchas empresas de mercados emergentes para formular un marco de gestión de riesgo que abarque a toda la empresa, pues dificulta la medición, agregación y cobertura de los riesgos. Por otra parte, el riesgo crediticio podría estar considerablemente subvalorado en la fase actual del ciclo crediticio.

- Puesto que los bancos cumplen una función crucial en los sistemas monetarios nacionales, las autoridades normativas deben prestar especial atención a su exposición al riesgo relativo a los empréstitos en divisas. El endeudamiento externo de los bancos de países en desarrollo puede ayudar a profundizar y modernizar el sector financiero si los marcos normativos y regulatorios subyacentes promueven prácticas bancarias saludables, la asignación prudente de los créditos y la adecuada gestión de los riesgos. Cuando la supervisión no es rigurosa, los riesgos sistémicos pueden ser muy elevados y rara vez están confinados al país en el que está situado el prestatario riesgoso. En varios países, especialmente en las economías en transición de Europa y Asia central, se está registrando actualmente un auge del crédito, impulsado por bancos cuya solidez y capacidad financieras no han sido comprobadas. La posibilidad de que algunos de estos bancos — especialmente en Estonia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Lituania, Rusia y Ucrania— estén incrementando su riesgo cambiario a niveles que podrían poner en peligro la estabilidad financiera es un motivo de creciente preocupación.

A fin de proteger los beneficios de la globalización para sus países y empresas, los gobiernos del mundo en desarrollo deberán adoptar políticas adecuadas, tanto macroeconómicas como regulatorias. Si bien al tomar la decisión de obtener capital en mercados extranjeros, las empresas deben tener en cuenta principalmente las fuerzas del mercado, las autoridades públicas no deben dudar en actuar con firmeza cuando las dificultades financieras graves del sector empresarial podrían tener efectos secundarios en el sector bancario y generar un riesgo sistémico. Las autoridades normativas deben estar muy atentas a dos cuestiones reales. La primera de ellas es que la globalización de las empresas con sede en países en desarrollo está impulsada por fuerzas y tendencias del mercado que son muy potentes y van unidas a la globalización generalizada de la economía mundial. Se trata de una tendencia a muy largo plazo y no se observan indicios de que se esté debilitando. En general, es positiva y merece el apoyo permanente de las autoridades normativas y reguladoras. La segunda de estas cuestiones es que los gobiernos también deben estar atentos a la gestión de las fluctuaciones y los riesgos a corto plazo. Tanto los tipos de cambio determinados por el mercado como una transparencia mucho mayor en las empresas y la regulación por parte del gobierno de los empréstitos externos de los bancos son medidas necesarias para reducir la probabilidad de que las empresas se endeuden excesivamente en divisas y tengan dificultades financieras graves.

Las instituciones financieras internacionales y las organizaciones supranacionales (principalmente aquellas que se desenvuelven en las esferas relacionadas con la contabilidad y los títulos valores) pueden contribuir a través de la formulación de reglas claras y coherentes de acceso a los mercados financieros del mundo industrial. Los regímenes nacionales y regionales de regulación de títulos valores abarcan normas, reglas y sistemas diferentes. El cumplimiento de múltiples conjuntos de reglas entraña costos muy elevados para las empresas. Las presiones del mercado y las medidas adoptadas por autoridades reguladoras internacionales han generado un cierto grado de convergencia en

algunas esferas —específicamente las normas de contabilidad—, pero aún es necesario lograr un equilibrio entre las reglamentaciones oficiales y los incentivos del mercado en la gestión de las emisiones internacionales y la cotización en las principales bolsas de valores. Para lograrlo será menester profundizar la simplificación y armonización de las reglamentaciones nacionales en materia de prácticas de gobierno corporativo, reglas de divulgación, normas de contabilidad financiera y mecanismos de ejecución.

Se han realizado pocos progresos para intensificar la ayuda

Si bien es posible que la ola de financiamiento privado en el mundo en desarrollo constituya una potente tendencia a muy largo plazo, aún no ha llegado a todos los países. El 60% de todos los países en desarrollo (79 de 135 países) no tuvo acceso al mercado externo de bonos entre 1980 y 2006, y sólo ocho países lo tuvieron en forma frecuente.

En la mayoría de los casos, los países de ingreso bajo carecen de fácil acceso a los mercados de deuda privada y muchos de ellos aún dependen en gran medida de donaciones y préstamos en condiciones concesionarias para atender sus necesidades de financiamiento. En la Conferencia de las Naciones Unidas sobre financiación para el desarrollo que tuvo lugar en Monterrey en 2002, los donantes oficiales se comprometieron a incrementar el monto de la nueva ayuda que proporcionarán, por encima del considerable volumen de alivio de la deuda que se estaba planificando en ese momento. Posteriormente, los donantes asumieron el compromiso de intensificar marcadamente la ayuda durante el resto del decenio, especialmente la destinada a los países de ingreso bajo de África al sur del Sahara.

En 2006 se realizaron pocos progresos para alcanzar estos objetivos. Sin incluir el alivio de la deuda, no se registraron cambios en los desembolsos netos de asistencia oficial para el desarrollo, que durante los tres años anteriores habían aumentado a una tasa anual media del 16%.

En los últimos años han aparecido varios donantes nuevos de ayuda que, en algunos casos —entre ellos Brasil, China, India y Rusia—, han pasado a ser al mismo tiempo donantes y receptores de asistencia para el desarrollo. Con todo, se carece de datos sobre la ayuda proporcionada por la mayoría de los nuevos países donantes en razón de que los informes sobre sus actividades no se presentan de manera integral. Por otra parte, la incorporación de nuevos participantes en el programa de ayuda ha intensificado la necesidad de incrementar la coordinación entre los donantes y realizar un seguimiento más adecuado de los flujos de ayuda pues ello permitirá destinar la ayuda a aquellos sectores donde sea más necesaria y en los que existan más probabilidades de que sea eficaz.

Para gestionar el próximo ajuste será necesario mantener y ampliar las políticas adecuadas

Las condiciones para dar un gran salto hacia el crecimiento sostenible y la reducción de la pobreza nunca han sido tan propicias como en el momento actual. Los países en desarrollo recogerán los frutos del ingreso de sus empresas a los principales centros financieros del mundo, que poseen recursos financieros abundantes y líquidos, amplias bases de inversionistas y modernas plataformas de negociación. Por cuarto año consecutivo, el crecimiento de los países en desarrollo, incluidos los de África al sur del Sahara, ha sido robusto. La capacidad de los países de ingreso bajo para ingresar a los mercados de deuda privada ha mejorado considerablemente gracias a las recientes iniciativas de alivio de la deuda, que han reducido significativamente su carga de deuda y han aumentado su solvencia. Estos avances, que se lograron con mucho esfuerzo, deben ser protegidos.

Con ese fin, es fundamental mantener y ampliar las políticas y los marcos sólidos que han proporcionado un campo fértil para el crecimiento de los países en desarrollo y han logrado que un amplio espectro de inversionistas preste atención a los mercados emergentes. Estas mejoras fundamentales —que en muchos países comenzaron a gestarse a principios de los años noventa— incluyen los

avances en pos de la aplicación de tipos de cambio flexibles; la distensión gradual de los controles de capital, en consonancia con el aumento de la capacidad institucional y normativa, y la privatización de las empresas públicas. También es preciso intensificar los esfuerzos para impulsar el desarrollo de mercados locales de capital líquidos y regulados de manera adecuada, que proporcionen a los países en desarrollo una sólida protección contra las crisis externas, así como garantizar la reglamentación prudencial de los empréstitos externos de los bancos nacionales y otras entidades financieras reguladas. Estas mejoras estructurales reducirían enormemente la probabilidad de que las empresas sean vulnerables y sufran dificultades financieras graves, al tiempo que promueven el crecimiento ordenado de nuevas instituciones de mercado y de la capacidad normativa necesaria para la gestión macroeconómica eficaz de las economías del mundo en desarrollo que cada vez son más abiertas.

Independientemente de estas mejoras, los flujos financieros destinados a países en desarrollo tienen un componente cíclico y, en consecuencia, puede producirse una reversión del mayor acceso al financiamiento mundial logrado recientemente por los gobiernos y empresas de mercados emergentes. Los mercados financieros mundiales son muy sensibles a las malas noticias durante la fase descendente del ciclo económico mundial y no puede descartarse la posibilidad de que el mercado reaccione de manera abrupta ante sucesos inesperados, tanto económicos como políticos. El panorama está empañado, además, por grandes déficits en la cuenta corriente de varios países en desarrollo de ingreso mediano (especialmente los de Europa y Asia central) y la incertidumbre respecto del funcionamiento de productos financieros estructurados de manera compleja y su capacidad para soportar un cambio de gran magnitud en los sentimientos de los inversionistas.

Éstos son los temas y las inquietudes que se plantean en la edición de este año de *Global Development Finance* (Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo).