



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA

rej.
7

MÉXICO COMO PRESTATARIO INTERNACIONAL EN EL PERÍODO 1976-1982

INSTRUMENTOS DE CAPTACIÓN DE CRÉDITO EXTERNO

TESIS PROFESIONAL
que para obtener
el Título de
Licenciado en Economía

presentan
ALEJANDRO ASCENCIO AYALA
Y
MARTÍN CASTAÑEDA INFANTE

Ciudad Universitaria 1986



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

MEXICO COMO PRESTATARIO INTERNACIONAL EN EL

PERIODO 1976 - 1982

INSTRUMENTOS DE CAPTACION DE CREDITO EXTERNO

	<u>Página</u>
<u>INTRODUCCION.</u>	6
I. Los Mercados Financieros Internacionales como fuentes de Financiamientos:	19
A. Mercado de Dinero.	
A.O. Características.	37
A.1. Principales Instrumentos de Mercado.	37
A.1.1. Bonos del Tesoro.	43
A.1.2. Certificados de Depósito.	50
A.1.3. Papel Comercial.	57
A.1.4. Aceptaciones Bancarias.	70
A.1.5. Sindicaciones Abiertas.	76
A.1.6. Sindicaciones Cerradas.	92
B. Mercado de Capitales.	
B.O.O. Características.	96
B.1.0. Principales Instrumentos del Mercado.	107
B.1.1. Emisión de Bonos Externos a Tasa Fija.	109
B.1.2. Emisión Pública y Privada.	120
B.1.3. Emisión de Bonos a Tasa Flotante.	127
B.1.4. Créditos en Eurodivisas.	131

II. Créditos No Financieros:

C.O.O. Características.	134
C.1.1. Créditos Proveedores.	137
C.1.2. Créditos Bilaterales.	142
C.1.3. Créditos de Organismos Multilaterales.	170

III. Participación de México en los Mercados Financieros Internacionales:

1. Antecedentes.	185
2. Evolución del Endeudamiento.	190
3. Principales Instrumentos de Financiamiento Externo utilizados.	195
4. Participación de México en los distintos Segmentos de los Mercados.	200
5. Comparación de Términos y Condiciones con otros países de similar evolución económica.	208

IV. Impacto de la Deuda Pública Externa en la Economía Mexicana:

1. Comportamiento en relación a los grandes agregados.	216
2. Principales Entidades Deudoras.	224
3. Costo del Servicio de la Deuda.	226
4. Impacto Económico de la Crisis 1979-1982 sobre la Deuda y Economía Mexicana.	231
5. El Proceso de Reestructuración de la Deuda Externa, Medidas integrales de Política Económica.	237

V. Conclusiones.	246
Recomendaciones.	253
Bibliografía Básica.	256
Cuadros.	258

MEXICO COMO PRESTATARIO INTERNACIONAL EN EL PERIODO
1976 - 1982

INSTRUMENTOS DE CAPTACION DE CREDITO EXTERNO

Este trabajo está enfocado hacia el análisis de los Mercados Financieros de Capital y de Dinero que existen en el mundo y la participación que México ha tenido como prestatario en ellos en el período de 1976-1982; su objetivo es familiarizar al lector con los conceptos técnico-financieros más utilizados en este campo.

Nuestra investigación busca también analizar el riesgo que representan para los países acreedores los países con problemas estructurales y financieros que acuden a los mercados financieros en busca de recursos externos.

La importancia que asume el endeudamiento externo en la actualidad es grande, y hasta ahora las economías en desarrollo lo han venido utilizando como factor complementario para fomentar su crecimiento en la búsqueda de mayores niveles de acumulación y de patrones de desarrollo que les permita un desenvolvimiento sostenido y que conlleve a un mejoramiento del bienestar social.

La falta de información y más aún, el desconocimiento de la estructura de los mercados financieros internacionales con México nos-

ha obligado a llevar adelante la tarea de esquematizar su integración.

Por esa razón, en el capítulo primero se hace la descripción detallada de los dos grandes mercados financieros: el mercado de dinero y el mercado de capitales. En cada mercado se analizan sus características tales como el plazo, las principales características de sus instrumentos de financiamiento y la definición de los conceptos utilizados en el mismo.

En el Segundo Capítulo, se analizan los créditos NO-FINANCIEROS. Este tipo de créditos corresponden a una tipología especial, ya que son concedidos principalmente por organismos multilaterales y oficiales en condiciones distintas a las del mercado bancario.

Asimismo, se establece la diferencia entre un crédito financiero y uno no financiero, en el contexto del endeudamiento externo mexicano y se evalúan las ventajas y desventajas entre la utilización de una fuente y otra.

El tercer Capítulo y central de nuestro estudio, se enfoca hacia el análisis de la actividad que como prestatario ha desarrollado México en los mercados financieros internacionales, su participación, el tipo de instrumentos utilizados en cada segmento del mercado. Ello permite comparar los términos y condiciones de créditos negociados por los

países con grado similar de desarrollo a México. La hipótesis central es que "un vasto conocimiento de los instrumentos de captación, y de las variables que inciden sobre el riesgo financiero de los países permiten un nivel de negociación mayor en la contratación y captación". En el caso de México, éste conocimiento ha permitido que las negociaciones han hecho menos oneroso la carga del servicio de la Deuda Externa en comparación con la que han tenido que cubrir otros países con similar evolución económica.

En Capitulo IV se describe el proceso seguido por la economía mexicana, en tres fases de comportamiento:

La primera fase es aquella en que se obtuvieron los mejores términos y condiciones de endeudamiento, comprende los años que van de 1978 a 1981; en la segunda fase se da el endurecimiento en las condiciones para obtener créditos externos, y va desde fines de 1981-1982. La tercera fase se enfoca al análisis del proceso de agudización financiera internacional y sus incidencia sobre la política económica de México.

También se analiza los acontecimientos inmediatos a 1982 en función de la reestructuración de la deuda externa y finalmente se plantean algunas medidas integrales de política económica en torno al crecimiento de nuestro país.

INTRODUCCION

Hoy en día la problemática financiera y de endeudamiento re-nueva el interés por la investigación del sistema de crédito internacional y del flujo de capitales desde y hacia los centros hegemónicos de préstamo. Desde la última década la economía mundial asiste a una expansión sin precedentes de los sistemas financieros que se corresponde con un proceso de crisis económica internacional y con diversas formas de hegemonía del capital financiero a nivel nacional.

La incidencia en los países con problemas de desequilibrio en balanza de pagos, y que buscaban rápido progreso, los llevó a endeudarse cada vez más; esto ha llamado la atención para analizar acuciosa y detenidamente las estructuras del crédito internacional y los mecanismos e instrumentos con los cuales se inserta dentro de la circulación global mundial de capital.

Como es sabido, el sistema capitalista se rige mediante los mecanismos y sistemas de precios de las mercancías. En este sentido los metales preciosos, en la circulación global del capital, jugaron un papel determinante en la evolución del capitalismo, del crédito y de la conformación de núcleos dedicados única y exclusivamente al intercambio de dinero.

La interconexión que guarda el capital dinerario con las demás fases de la circulación es la única manera mediante la cual podemos esclarecer la aparente incoherencia que existe, si queremos verla - aisladamente y en su carácter fetichizando de creador de valor y como fuente de riqueza. El dinero tiene diferentes funciones específicas que lo caracterizan y determinan y que conforman en su origen - las bases mediante las cuales se desarrolla el sistema crediticio y - financiero.

EL DINERO COMO

EQUIVALENTE GENERAL

funciona como instrumento mediante el - cual las mercancías pueden expresar su - valor cuantitativamente.

COMO UNIDAD DE ME- DIDA DE VALOR

sirve para el intercambio de bienes y ser - vicios producidos; se utiliza el dinero co - mo instrumento para medir intrínsecamen - te el valor contenido en ellas.

COMO MEDIO DE CAMBIO

esto significa que los objetos útiles que - constituyen el elemento fundamental de la riqueza enajenable son formas o manifes - taciones del valor de cambio en su forma que se adhiere fortuitamente en el dinero.

COMO MEDIO DE
CIRCULACION

en la medida en que el dinero es un medio de cambio y a su vez una unidad de medida de valores, se desplaza asumiendo libremente las diferentes manifestaciones del valor, tanto en su forma dineraria como en su forma productiva y en su forma mercantil, ya que no es el dinero el que hace que las mercancías sean conmensurables, sino a la inversa, por ser todas las mercancías consideradas como valores.

COMO PORTADOR DE
VALOR

en la medida en que el dinero es patrón generalizado de valores, como medio de cambio y medio de circulación, adquiere un carácter aparental e independiente en el mundo de las mercancías, ya que asume el valor de éstas. No hay que confundir que el dinero no se mide directamente por el tiempo de trabajo individual sino in directamente, o sea por el tiempo de trabajo social que el dinero tiene materializa

do o representa en sí y que esta relación puede establecerse de manera ideal quimérica o imaginaria. Además, no debe confundirse la función medida de valores con la función patrón de precios del dinero, ya que si el conjunto de mercancías existentes reflejan sus valores en una mercancía específica, en cantidades precisas de ésta; al compararlas entre sí se necesitaría una unidad de medida o sea una cantidad fija de dinero -usando el oro y la plata corrientemente en el mundo capitalista- que con sus múltiplos y submúltiplos se convertiría en la actualidad en el patrón de precios. En la medida en que es la unidad de todas estas funciones, el dinero representa en sí mismo el portador del valor de la riqueza social acumulada.

COMO MEDIO DE ATESORAMIENTO

A partir de que el dinero representa el valor de la riqueza social acumulada y a su vez es el portador de valor, ha permitido

a través del tiempo, ser un medio de acu
mulación de riqueza y que por sus qualida
des, anteriormente mencionadas, puede -
ser fácilmente destinada al intercambio -
de satisfactores materiales de una socie-
dad. Esto es, que el dinero puede ser -
unidad de compra y venta, o proceso per-
petuo de escisión en el tiempo. De inte-
rumpirse el ciclo de la circulación de di
nero, aunque sea momentáneamente, la -
moneda sale de la circulación, de ser me
dio de pago se convierte en moneda ateso
rada, el dinero es pues moneda de receso,
cuya circulación ha sido interrumpida y a
su vez ha interrumpido el proceso de va-
loración del capital ya que se ha transfor
mado sustancialmente en el atesoramiento.
En ésta fase, el dinero adquiere no solo -
el carácter de medio de atesoramiento. -
En su representación "fenoménica y feti--
chizada" en el mundo material, adquiere

un carácter aparentemente independiente -
generando la confianza y el respaldo fidu-
ciario dado por la libre convertibilidad en
mercancías y en su carácter de portador
de valor de la riqueza social acumulada.-
La intermediación y concentración de capi-
tal dinero en agentes de la producción, ca
pitalista es el resultado de ésta última -
función del dinero; y en la medida en que
se desarrolla la producción mercantil y -
se extiende el intercambio a nivel mundial
se generan las bases para individualizar
se y separarse de sus primeras formas -
para individualizarse en un objeto especial,
el dinero, que en su carácter de dinero -
fiduciario mundial "funciona como moneda
ó dinero propiamente dicho, en oposición
a sus funciones de medida de valores y de
instrumento de circulación" 1/

Las funciones enumeradas surgen del pro-

ceso de circulación de las mercancías, - aunque algunas de ellas, la de atesoramiento por ejemplo, lo detenga más o menos momentáneamente para posteriormente impulsarlo.

"El oro, la moneda se convierte en tesoro, alcanza un estado de quietud, paraliza, podría decirse, una de sus anteriores tareas, la de facilitar la circulación de las mercancías". (1/)

COMO MEDIO DE PAGO

al desarrollarse la circulación de mercancías, una serie de factores impide la realización inmediata del precio de las mismas, circunstancias especiales, producto del régimen de desarrollo capitalista y - tiende a separar, por un tiempo determinado, la enajenación de la mercancía y - la realización de su precio o pago.

La fecha de adquisición de una mercancía (su compra), y la fecha del pago de su -

precio (su venta), son distintas. Las - - principales razones que vienen a justificar la realización en el presente, a expensas de las ventas en el futuro, constituyen en una economía mercantil las bases objetivas del crédito. Esto a su vez, permite acelerar el proceso de valoración del capital, concentrándose cada vez más rápidamente y acelerando el proceso de acumulación del capital mercantil, productivo y financiero.

En esencia, el vendedor pues, adquiere - - la categoría de acreedor y el comprador la de deudor y el dinero actúa "como medio de pago", o sea que la necesidad de - - vender y comprar mercancías a crédito - - motiva que algunos productores actúen como vendedores con anterioridad a que - - otros grupos lo hagan igualmente como vendedores. Por tanto "la forma de valor de las mercancías, el dinero, por una neces

dad social que brota automáticamente de las condiciones del proceso de circulación, se convierte ahora en fin último de la "venta". (2/)

En efecto, la búsqueda de ganancias dentro del sistema capitalista y la competencia intrínseca entre vendedores y compradores obliga a la especialización del trabajo, formándose de esta manera, tres esferas o fases de la circulación global del capital; la del Capital Mercantil, la del Capital Productivo y la del Capital Dinero (usuario).

El dinero, puede ser transformado, sobre la base de la producción capitalista, en capital, y en virtud de esta transformación se convierte de un valor dado en un valor que se valoriza a sí mismo, que se auto-multiplica. De esa manera adquiere ade-

2/ Karl Max. El Capital. Tomo I pag. 94

más del valor de uso que posee como dinero, un valor de uso adicional: el de funcionar como capital. En este carácter de capital potencial -de medio para la producción de ganancia- se convierte en una mercancía o lo que es lo mismo, el capital -se convierte en mercancía.

• LA BASE OBJETIVA DEL CREDITO en la producción mercantil, la realización de las compras en el presente a expensas de las ventas en el futuro, se asegura por la existencia de los medios de acumulación de las reservas monetarias existentes en las manos de los poseedores de mercancías.

Con el desarrollo del comercio y del modo capitalista de producción, que sólo produce con miras a la circulación, se amplía, generaliza y perfecciona esta base natural del sistema crediticio, con lo que se centraliza el capital dinerario en algunos agentes de la producción capitalista, dando pauta al surgimiento de instituciones cuya mercancía es el dinero. Estas instituciones se convirtieron paulatina mente en la fracción de la circulación global que retenía el control del proceso económico y se han convertido hasta nuestros días en el motor y cerebro financiero del sistema capitalista. Sin embargo, és-

tas instituciones en su carácter de intermediarios financieros no podrían existir sin el carácter fiduciario otorgado al dinero en su manifestación fetichizada. Ya que como consecuencia de éste carácter fiduciario las instituciones han podido reciclar los capitales que no hacen frente a las necesidades de demanda de dinero, posibilitándolas para la "generación de dinero" en la medida en que reúnen pequeños capitales y a su vez son represtados.

Las instituciones de crédito han jugado un papel activo dentro del proceso de acumulación del capital a nivel mundial: asociadas al capital industrial se convierten en sistema financiero, con un importante poder de control a través del financiamiento.

La gran expansión internacional de la banca en los últimos 20 años, acompañada de un mayor control internacional privado de las relaciones de financiamiento, de fallas en la liquidez mundial y del endeudamiento de los países del Tercer Mundo, resurge con intensidad.

Ese desarrollo intenso de los mercados dinerarios y de capital estuvo en sus inicios, muy asociado a los persistentes déficits del balance de pagos de Estados Unidos, y, consiguientemente, a la crisis del dólar. Con posterioridad, se alimentó con la circulación de los excedentes de divisas de los países petroleros y, actualmente, es

sostenido por la propia expansión e interrelaciones bancarias internacionales.

Aunque estos procesos emergieron en el decenio de los años setenta, otros se incubaron con anterioridad; la propia expansión de la banca privada, a nivel internacional, cobró impulso al comienzo de los años sesentas.

A pesar de que en los inicios del decenio de los sesentas no había cambios fundamentales en el financiamiento internacional hacia América Latina, se venían, sin embargo, gestando condiciones preparatorias para una más activa penetración de la banca privada internacional en la región.

Esta activa penetración de la banca privada internacional no era sino el reflejo de las necesidades objetivas de expansión y competencia de fracciones combinadas de capital, necesidades objetivas que emergen de una crisis económica que, en última instancia, proviene de desequilibrios productivos y comerciales.

Es en esta crisis actual que se desdobra en inflación y recesión la que determina que los movimientos de valorización del capital estén encabezados por los bancos y que sean éstos los que hoy caracterizan el perfil hegemónico y dinámico que impone estrategias de va-

lización y acumulación del capital en las órbitas nacionales.

Es así como dentro de este contexto se hace verdaderamente importante intentar sistematizar las características específicas, así como los conceptos comúnmente utilizados en el campo financiero de los instrumentos de crédito, así como de la delimitación específica de los mercados dinerarios y de los mercados de capital y de la participación de México en éstos, como resultado de la creciente complejidad y especialización en que necesariamente incurre el sistema crediticio y financiero mundial en su evolución.

CAPITULO I.

LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO.

Los mercados financieros internacionales son los lugares específicos donde se concentran las operaciones de préstamo, depósito e inversión de Capital, así como de toda clase de operaciones cambiarias y bursátiles, a través de un intermediario.

Las fuentes de financiamiento son los recursos ociosos o excedentes de sectores productivos y no productivos, que son trasladados a espacios económicos que se caracterizan por la escasez de capital a través de instituciones (bancarias y no bancarias) que socializan el riesgo.

La intermediación consiste en la valorización del capital, el objetivo central de los intermediarios financieros que por esa actividad obtienen un margen de utilidad, como resultado de ceder la capacidad del mismo capital encomendado. Esa utilidad es la diferencia entre la tasa de interés pasiva (que paga el intermediario por los depósitos e Inversiones) y la tasa activa que cobra por prestar este capital (Financiamiento).

Las instituciones que conforman el sistema financiero mundial se clasifican, en función de sus objetivos, en dos grandes agregados, - Bancos de Fomento y Bancos Comerciales.

BANCOS DE FOMENTO

Estas instituciones de crédito también conocidas como "corporaciones de Fomento" tienen como función primordial, la provisión de capital, el desarrollo y manejo de compañías específicas y la "provisión de Ayuda Financiera". 1/

También se caracterizan porque se interesan en las inversiones gubernamentales, donde los gobiernos han decidido encargarse de las deficiencias de capital y la creación de nuevas instalaciones productivas e infraestructuras.

Estos Bancos de Fomento se interesan en el sector privado - siempre y cuando sea prioritario para el crecimiento y desarrollo de un país.

Dentro de esta caracterización podemos incluir como los más importantes: el Banco Mundial, con sus dos ventanas adicionales de crédito: LA AGENCIA INTERNACIONAL DE DESARROLLO (AID) y la CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL (CFI); el Banco Interamericano de Desarrollo (BID); el EXIMBANK de Japón y E.U.; el PROMBANK de la Unión Soviética; el SUMERBANK de Turquía; el KREDIETBANK de Alemania; la CORPORACION BOLIVIANA DE FOMENTO y los Bancos -

1/ Que es una Banca de Fomento ?.

William Diamond, Pag. 1, Selección de Lecturas de Banca de Fomento SEI.FE UNAM.

de Fomento de los países subdesarrollados.

Los créditos que otorgan esos bancos son apoyados por Instituciones gubernamentales, y se pueden encaminar hacia el fomento de las exportaciones, consistiendo fundamentalmente en el otorgamiento de créditos por INSTITUCIONES OFICIALES de países exportadores de bienes de capital para el financiamiento de los mismos.

BANCOS COMERCIALES

Estas instituciones de crédito se caracterizan, fundamentalmente, por el afán de lucro, financian a entidades privadas y públicas, analizando el grado de confiabilidad y solvencia financiera; algunas veces respaldadas por gobiernos, sin embargo, no tienen como objetivo fundamental el que sus créditos sean destinados a fomentar actividades de desarrollo y/o prioritarias para un país.

Este tipo de Bancos tiene una participación muy activa en los mercados Financieros de Capital, asumiendo riesgos y conformando la estructura de la liquidez internacional de préstamos.

Algunos bancos prefieren ofrecer sus servicios a las empresas industriales y comerciales: son los de inversiones (investment bank nor

teamericanos, Merchant banks, ingleses; y banques d'affaires, franceses)*/

Otras categorías de Bancos se especializan en recoger los ahorros de los particulares como hemos mencionado; en ésta se encuentran los bancos de Depósito (Comercial Banks, clearing banks y algunos - banques de Depots). Aunque esta distinción no tenga en todos los países el mismo carácter en cuanto a su función (los bancos alemanes y, en menor grado, los japoneses son en primer lugar bancos "para todo"), - refleja claramente el reparto de las actividades que se ha establecido - en la mayoría de los países occidentales.

El nuevo mundo de la actividad bancaria internacional ha obligado a los bancos a cambiar de formas, buscando adaptarse a la dinámica de la actividad bancaria internacional. Presionados por las fuerzas del mercado y apoyados por la reglamentación, éstos se han hecho más competitivos y agresivos, más deseosos de crecer y obtener utilidades y más dispuestos a correr riesgos, adoptando políticas de préstamo mas liberales, y desplazandose a actividades nuevas y a menudo - más arriesgadas. Esto ha dado lugar a una marcada tendencia hacia - la trasnacionalización de los Bancos, que limitados por las restricciones gubernamentales nacionales, rápidamente han desplazado sus actividades

*/ La fusión del capital bancario y el industrial dió origen a lo que - algunos autores clásicos de la economía llaman "capital Financiero", para profundizar en éste tema, véase a F. Hilferding "El capital - Financiero" Ed Caballito.

hacia otros países. 2/

Los centros financieros trasnacionales son los principales focos de atracción para las sucursales bancarias y consorcios financieros -- siendo los mas importantes por su grado de movilidad de fondos y operaciones los siguientes:

MERCADOS FINANCIEROS TRASNACIONALES	TASA DE INTERES ACTIVA DE PRESTAMO
1) ESTADOS UNIDOS	U.S. PRIME RATE
2) REINO UNIDO.	L.I.B.O.R. <u>*/</u>
3) JAPON	L.T.P.R. <u>**/</u>
4) ALEMANIA	LOMBARD R.
5) SUIZA	Z.V.I.B.O.R. <u>1/</u>
6) FRANCIA	P.I.B.O.R. <u>1/</u> T.B.B. <u>***/</u> T.M.M. <u>2/</u>
7) LUXEMBURGO	LUXIBOR <u>1/</u>
8) HOLANDA	A.I.B.O.R. <u>3/</u>
9) BELGICA	B.I.B.O.R. <u>4/</u>
10) ITALIA	I.P.R.
11) ESPAÑA	M.I.B.O.R. <u>5/</u> S.P.R. <u>6/</u>
12) .ABU DHABI	ADIBOR <u>1/</u>

2/ Forman toda una gama internacional de actividades bancarias en el mundo, tales como; Acuerdos de correspondencia, Oficinas de representación, Agencias, Sucursales, filiales, consorcios. etc.

13)	BAHARAIN	BIBOR	<u>1/</u>
14)	SAUDI ARABIA	SAIBOR	<u>1/</u>
15)	KUWAIT	KIBOR	<u>1/</u>
16)	SINGAPUR	SIBOR, S.P.	<u>7/</u>
17)	HONG KONG	HKIBOR	<u>1/</u>
		HKP	
18)	CANADA	C.P.	<u>8/</u>

**/ Japanese long-term prime rate.

***/ Tasa de préstamo base de los Bancos Franceses.

1/ Tasa interbancaria ofrecida.

2/ Tasa del mercado monetario Francés.

3/ Tasa interbancaria ofrecida en Amsterdam.

4/ Tasa interbancaria ofrecida en Bruselas

5/ Tasa interbancaria ofrecida en Madrid.

6/ Tasa prima de España.

7/ Tasa prima de singapur.

8/ Tasa prima de Canada.

9/ Tasa ofrecida a los depósitos en Derechos Especiales de Giro.

Fuente: AGEFI, "International Financing Review"
Cristian Hermain. Editor.

(Este tipo de mercado, incluye créditos bancarios internacionales,

además, excluye las operaciones dentro de los mercados cambiarios y de las operaciones en los mercados de metales.)

Los principales mercados financieros de acuerdo con el grado de complejidad, volumen de operación, movimiento e influencia en los mercados de capital y dinero son:

El primer lugar los Estados Unidos, en segundo lugar, el Reino Unido; en tercer lugar Alemania y en ese orden lo sigue Luxemburgo - Japon, Suiza, Francia, Canada y Bélgica". 3/

Algunos investigadores han tratado de caracterizar las fuentes de financiamiento, de acuerdo con el objetivo, el plazo, el tipo de moneda, etc.

Al respecto, las fuentes de financiamiento se diferencian de acuerdo a dos criterios: uno Institucional y otro, operativo. */

CRITERIO INSTITUCIONAL

A) De acuerdo con la institución que otorga el crédito, se puede dividir en cuatro categorías generales:

3/ Apreciación de Eduardo Portas y Arturo Heberth P. "Los mercados financieros Internacionales" Conceptos.- pag. 44.

*/ Apreciación nuestra.

* Instituciones Bancarias y Financieras Privadas -(A éste orden corresponden los "bancos comerciales").

* Instituciones gubernamentales de crédito para la exportación.

* Proveedores.

* Organismos Financieros.

(Estas últimas se caracterizan dentro de las "Bancas de Fomento").

CRITERIO OPERATIVO.

B) De acuerdo con las operaciones y condiciones de la contratación de crédito, se pueden clasificar en 4 categorías.

* En función del plazo de vencimiento de la operación.

* Al Instrumento de crédito.

* Según la moneda en que se denomina La Transacción.

* Conforme al lugar y residencia del depositante y prestatario.

* EN FUNCION DEL PLAZO DE VENCIMIENTO.

Estos mercados financieros se pueden clasificar en dos grandes grupos:

MERCADO DE DINERO

Este mercado se caracteriza por efectuar operaciones de depósito, inversión y préstamo, con vencimientos hasta de un año, es decir, operaciones que pueden tener un plazo semanal, mensual, trimestral, semestral y anual. Los intereses son calculados sobre una base comercial, el cál-

culo considera días transcurridos. pero la tasa de interés anual se divide en años de 360 días, lo que incrementa la tasa efectiva que cubren los deudores. Los vencimientos de las operaciones consideran meses de 30 días.

O bien, de las operaciones que pueden tener un plazo de vencimiento irregular, y que pueden estar sujetas a las necesidades e intereses de ambas partes y en la fecha que a éstas convengan. Aunque, generalmente se toman aproximadamente las mismas fechas de vencimiento de las operaciones regulares, tanto mensuales, como trimestrales, semestrales, cada 270 días, y anuales. Con la salvedad de que la base del cálculo de éstas operaciones se hace sobre los días realmente transcurridos en un año natural o de 365 días.

Resumiendo, el mercado de dinero, es aquel donde las operaciones de préstamo, deposito e inversión se realizan en el corto plazo, tomando como límite un período de hasta 360 días ó 365 y en algunos casos 366 días, dependiendo de la base del cálculo el plazo de vencimiento, pero no más.

MERCADO DE CAPITALAS

Este mercado se caracteriza fundamentalmente porque las operaciones que se realizan en él se efectúan con plazos superiores a un año, es decir, este tipo de operaciones, tanto de inversión como de préstamo extienden el plazo de vencimiento por encima de los 365 días, -si es una base irregular- ó bien, por encima de los 360 días- sobre una base regular.

En muchos de los casos, los créditos concertados en éstos mercados obtienen períodos de gracia, que no es, sino la obtención de condiciones ventajosas por parte de la entidad que pide prestado. (PRESTATARIO) y en las cuales el que otorga el préstamo (PRESTAMISTA) exenta del pago del capital durante un período determinado.

Generalmente el pago del capital se inicia a partir del momento en que se termina el período de gracia, en períodos que en muchos casos son semestrales, los intereses causados por el uso del capital, - que comienzan a partir de la disposición del crédito, se cubren mensualmente, trimestralmente ó bien semestralmente.

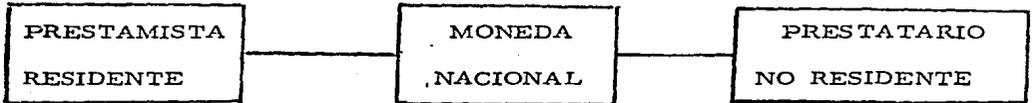
Los créditos son considerados como créditos de mediano plazo siempre y cuando tienen vencimiento entre uno y cinco años; los que van de 5 años en adelante son considerados de largo plazo.

* * CONFORME AL LUGAR DE RESIDENCIA DEL DEPOSITANTE Y PRESTATARIO.

Esta caracterización se enfoca fundamentalmente al origen del prestatario. Se considera prestatario externo aquel que siendo no residente obtiene un crédito; esos créditos se consideran como operaciones externas y conforman los mercados externos de dinero y capital. 4/

MERCADOS DE CREDITO EXTERNO.

El mercado de crédito externo, lo constituyen las operaciones de crédito denominadas en la moneda del país en donde se localiza el prestamista otorgadas a prestatarios no-residentes. Generalmente son otorgadas por un solo banco a un prestatario a una tasa de interés flotante (revisable cada 6 meses hasta el vencimiento del crédito); a este tipo de créditos, corresponden las operaciones directas ó de cartera; créditos bilaterales, créditos proveedores, sindicatos, etc.



" Una característica específica de éstos mercados es que las operaciones financieras son realizadas en la "DIVISA" o MONEDA DEL PAIS, en cuyo mercado se lleva a cabo la transacción". 5/

4/ E. Portas y A. Hebert. "Los mercados Financieros Internacionales", pag.-44

MERCADO EXTERNO DE BONOS

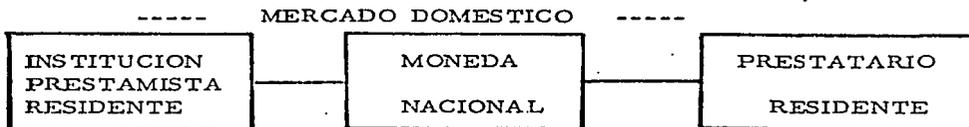
Otro segmento del mercado de crédito externo, lo constituye la emisión de bonos, y que pueden ser públicos ó privados NO-RESIDENTES.

Los bonos son administrados y vendidos por un grupo de instituciones financieras, localizadas en el mercado de capitales en cuestión. Y denominadas en la moneda del país de residencia de dichas instituciones.

Una característica específica de ésta conceptualización es que se encuentra fuertemente ligada al concepto de "NO-RESIDENCIA" del prestatario, en primera instancia y en segunda instancia, por el concepto de moneda "RESIDENTE"

MERCADO DE CREDITO DOMESTICO

Este mercado está constituido, obviamente, por todas las operaciones realizadas a través de un prestamista residente y en las cuales no se tiene relación con inversionistas y/o prestatarios extranjeros No-Residentes, denominadas en la moneda del país. Se incluyen las operaciones de crédito directo y la emisión de bonos.



Estas caracterizaciones, tanto del "Mercado Externo de Crédito" - como del Mercado Doméstico, se ven directamente afectadas por los - plazos de vencimiento como ya se había mencionado, por lo que esos mer- cados, a su vez, se reclasifican en los de corto plazo (MERCADO DE - DINERO, TANTO EL MERCADO EXTERNO COMO EL DOMESTICO) y - los de largo plazo (MERCADO DE CAPITAL, TANTO EL EXTERNO, como el INTERNO).

MERCADOS FINANCIEROS	MDO. DE DINERO	DOMESTICO. (C.P.)	1/
	MDO. DE CAPITAL	DOMESTICO. (L.P.)	1/
	MERCADO	EXTERNO DE DINERO (C.P.)	2/
	MERCADO	EXTERNO DE CAPITAL (L.P.)	2/

"Las operaciones de depósito y préstamo a corto plazo que realizan No-Residentes, en un mercado financiero constituyen el mercado de dinero externo, mientras que las operaciones a mediano y largo plazo conforman el mercado de capital externo." 6/

1/ Moneda del país donde se está efectuando la transacción y PRESTAMISTAS Y PRESTATARIOS RESIDENTES.

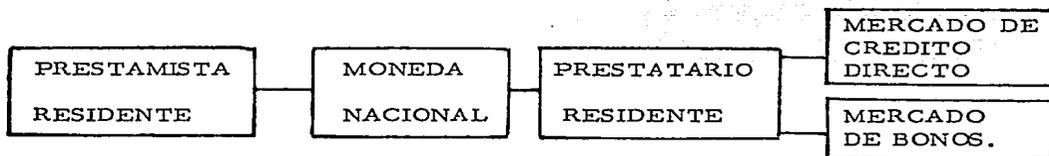
2/ Moneda del país donde se efectúa la transacción y PRESTATARIOS NO-RESIDENTES.

6/ Ibidem, Pág. 44.

CONFORME LA MONEDA Y EL LUGAR DONDE SE EFECTUA LA TRANSACCION

Las relaciones que se tienen entre residentes y no-residentes, - a través de un intermediario financiero, determinan las diferencias entre un mercado doméstico de dinero y capital y un mercado externo.

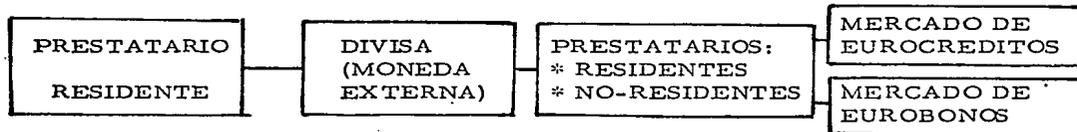
MERCADO DOMESTICO



MERCADO EXTERNO



MERCADO DE EURODIVISAS



MERCADO DE EURODIVISAS

Las operaciones en moneda diferente de la del país donde se está - efectuando la transacción se conocen como operaciones en divisas. Generalmente se encuentran los centros financieros localizados en Europa, aun-

que existen centros financieros en Asia, Medio Oriente y Japón, Canada, - Singapur, Honk Kong y el Caribe.

En éstos mercados no sólo se concertan créditos directos en moneda externa, existe otro segmento en el cual se efectúan emisiones de bonos ó valores de renta fija y variable. Estos submercados también se dividen por su plazo en dos categorías importantes:

* EL MERCADO DE EURODIVISAS DE CORTO PLAZO.

* EL MERCADO DE EURODIVISAS DE LARGO PLAZO.
(que incluye operaciones en eurobonos).

Concluyendo:

- 1) Podemos decir que el mercado de operaciones externas y el de eurodivisas conforman los mercados financieros internacionales.
- 2) Los mercados financieros internacionales de capital están constituidos por aquellas operaciones a mediano y largo plazos, que se realizan en el mercados externo y en el de eurodivisas;
- 3) Estas operaciones se realizan a través de instituciones financieras comerciales, en su mayoría, excluyendo las transacciones en términos concesionales.

CONFORME A LOS INSTRUMENTOS DE CREDITO.

Las Operaciones de depósito y préstamo que se realizan en los mercados de dinero y capital, pueden adquirir características específicas dependiendo del instrumento de contratación de crédito en el que se realiza la operación. Uno de los mercados financieros más importantes, el de los Estados Unidos se caracteriza porque en él se realizan operaciones financieras de las más destacadas y sofisticadas del mundo, aunque también se han desarrollado en otros centros financieros de Europa. Podemos citar, entre otros, los siguientes instrumentos:

— INSTRUMENTOS DE CREDITO */ —

- * PAGARES NEGOCIABLES
- * PAGARES NO-NEGOCIABLES.
- * CERTIFICADOS DE TESORERIA (CETES)
- * CERTIFICADOS DE DEPOSITO (CEDI'S)
- * ACEPTACIONES BANCARIAS
- * EMISIONES DE BONOS PUBLICOS A TASA FLOTANTE Y/O FIJA.

*/ Similarmente, las operaciones pueden adquirir el carácter de créditos revolventes.

* EMISIONES O COLOCACIONES PRIVADAS A TASA FLOTANTE Y/O FIJA. ETC.

Estos instrumentos son comunmente utilizados en todos los mercados financieros del mundo, aunque existen diferencias cuando se analizan detalladamente, las características generales son relativamente iguales. El mercado de eurocréditos adquiere gran importancia a partir de los cincuentas y se desarrolla en la década siguiente.

Los eurobancos adquirieron una ventaja competitiva frente a los bancos comerciales que operaban en los mercados domésticos. Ya que en buena medida sus operaciones no están sujetas a disposiciones y controles tales como el encaje legal, la regulación Q y D en los E.U. etc. y aumentan la liquidez internacional y al interior de las naciones a través del endeudamiento. Los Bancos e inversionistas en general se vieron incentivados a transferir fondos a los mercados de eurodivisas, debido a que el rendimiento de los eurodepósitos en general, fué más alto que el de los activos domésticos con características similares.

Los eurobancos obtienen fondos a través de depósitos de inversiones de los bancos centrales y de instituciones de países con favorable posición externa, para posteriormente efectuar operaciones de depósito y préstamo entre ellos mismos (préstamos interbancarios de regulación monetaria) y a prestatarios e inversionistas de todo el mundo.

NOTA :

A pesar de las restricciones del mercado de capitales norteamericano, es uno de los más importantes, más completos, con un grado de complejidad mayor y eficiencia, por lo que afecta fuertemente a los mercados europeos y asiáticos en las variaciones de las tasas de interés y en los mercados cambiarios del mundo.

Para efectos metodológicos y por tratarse de un mercado altamente representativo que permite por su amplitud y diversidad proveer al lector de elementos generales de análisis e información de una amplia variedad de instrumentos disponibles en la mayoría de los mercados internacionales y domésticos de dinero y capital; los seleccionamos entre una gama de mercados para abordar la temática que nos ocupa, sin dejar de resaltar la importancia y riesgo que reviste analizar la situación del crédito internacional con un sólo enfoque. En ese sentido, analizaremos pues, el mercado de dinero norteamericano.

A.- MERCADO DE DINERO

El término mercado de dinero se aplica para denotar el mercado de corto plazo y los instrumentos de crédito mas comunes en este mercado son: 1/

- * LOS BONOS DEL TESORO.
- * PAPEL COMERCIAL.
- * ACEPTACIONES BANCARIAS.
- * CERTIFICADOS DE DEPOSITO.
- * FONDOS FEDERALES.

Una característica común a éstos instrumentos es que generalmente son emitidos por prestatarios de un gran prestigio. Por su liquidez este mercado puede absorber un gran volumen de transacciones con un relativo efecto en el movimiento en los rendimientos.

Otra característica necesaria para este mercado es su elevada eficiencia, que permite efectuar, a través de un BAJO COSTO FINANCIERO ADMINISTRATIVO, transacciones virtualmente a cualquier volumen.

1/ Estos instrumentos de crédito son generalmente comunes, en los mercados financieros de todo el Mundo. Sin embargo, el mercado de los E.U. se caracteriza por ser el más importante por su volumen.

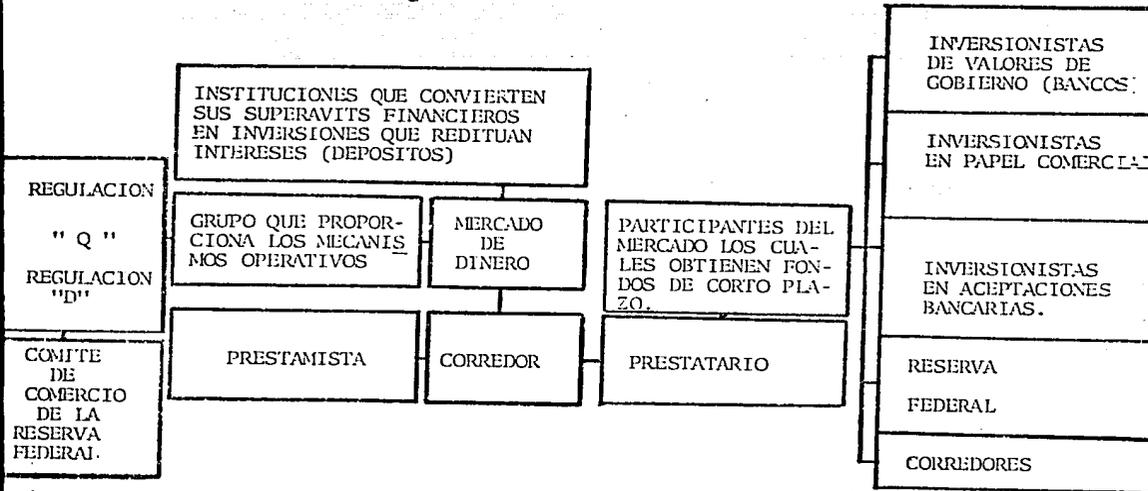
Generalmente las tasas de interés del mercado de dinero son - más bajas que las tasas de interés que cobran los grandes bancos, - quienes cotizan usualmente sobre la tasa de Préstamo Preferencial o "Prima". 8/

Los instrumentos del mercado de dinero son cercanos substitu - tos, por esta razón su tasa de retorno tiende a fluctuar estrechamen - te. Si existe alguna variación en el movimiento de la tasa de algún - instrumento, y fuera considerada como "anormal", el movimiento de - las demás tasas haría que la relación entre ellas fuera restaurada. - Este proceso se conoce como "ARBITRAJE" y asegura una conformidad general entre todas las tasas de interés.

En cuanto al plazo se observa que estos intrumentos pueden ir hasta un año (360 ó 365 días), trimestrales, mensuales, semanales - diarios o a la vista.

8/ El término preferencial ó "prime rate" fué adoptado formalmente - por los bancos comerciales norteamericanos en 1933 para definir - la tasa de interés en los créditos que otorgaban a sus mejores cli - entes y en los cuales ésta se fijaba mediante un consenso general - apoyado en análisis de la oferta y demanda de crédito. A fines de 1971, los bancos deciden utilizar fórmulas matemáticas para fijar "La tasa preferencial" en relación con el papel comercial a 90 días. A partir de 1980 se adoptaron tasas preferenciales flo - tantes.

Los fondos prestados en este mercado tienen un alto grado de seguridad ya que su operación esta respaldada por regulaciones que emiten las autoridades financieras, y en el caso de los E.U. el sistema de la reserva federal es la entidad encargada de estas regulaciones, como se ve enseguida:



Los fondos pueden ser obtenidos:

- a) A través de préstamos directos.
- b) Vendiendo instrumentos de crédito en el mercado de dinero.
- c) Emitiendo nuevos instrumentos.

En el mercado de dinero hay numerosos BANCOS que operan tanto en N.Y. como en otros centros financieros. En este mercado los corredores desempeñan un papel activo muy importante debido a que su función se centra en la canalización de recursos excedentes ociosos hacia donde hay escasez de los mismos dentro del mercado.

En este mercado otros inversionistas participan activamente, a través de bonos o valores gubernamentales, con papel comercial, con aceptaciones bancarias, y el gobierno mismo participa en la emisión ó recompra de fondos federales.

Esto es, en el mercado de dinero se obtienen recursos a través de la colocación de fondos financieros ociosos, a través del arreglo para encontrar y cubrir sus necesidades en caja, manteniendo los activos líquidos necesarios (que a la vez dan rendimientos en forma de interés) en lugar de tener desutilidad (que se da cuando se mantienen) ó como activos líquidos en exceso en las empresas.

En suma, la transferencia de fondos prestables de corto plazo con alta liquidez por parte de las empresas evita directamente cargar con los costos financieros, paralelamente a los beneficios obtenidos por depositarlos en el sistema financiero.

En resumen, los grandes participantes en este mercado en los E.U. son:

- * GOBIERNOS
- * GRANDES EMPRESAS NO-BANCARIAS
- * BANCOS EXTRANJEROS
- * BANCOS COMERCIALES
- * INVERSIONISTAS PARTICULARES

Todos ellos toman un papel activo a través de la inversión en instrumentos de corto plazo y directamente a través de la compra de bonos de la tesorería y fondos federales, lo que les permite no sólo financiar sus necesidades inmediatas en caja sino también mantener un nivel adecuado de "capital-trabajo" y cubrir algunas necesidades de capital de largo plazo.

Sin embargo, el sistema de reserva federal 9/ a través de la compra ó la venta de fondos, actúa como regulador del nivel de crédito de la economía y de la actividad financiera, dependiendo de las con-

diciones y de los objetivos de Política Económica. */

La Reserva Federal maneja por un lado, las cuentas de instituciones oficiales externas y por otro la emisión y control de los Bonos del Tesoro de los E.U.

Este manejo es muy importante para los bancos comerciales en el manejo de sus posiciones en el mercado, ellos compran FONDOS FEDERALES, y ésto permite un uso más intensivo de las reservas bancarias y fomenta la habilidad del sistema bancario comercial de allegarse fondos eficientemente. Este mercado es eficiente, libre, competitivo y los rendimientos reaccionan instantaneamente a los cambios en la oferta y demanda.

9/ Dirigido por el comité de comercio.

*/ La Reserva Federal actúa de dos maneras, a través de una alternativa Técnica, en la cual las reservas federales son arrojadas en el sistema bancario en préstamos directos ó repagos, y producen un cambio neto en el nivel de crédito de la reserva federal afectando el nivel de las reservas bancarias, y a través de la VENTANILLA - DE DESCUENTO ("DISCOUNT WINDOW") comerciando con instrumentos del mercado de dinero, ésto no envuelve una creación neta de nuevas reservas bancarias.

A.1.1.- BONOS DEL TESORO

Un bono del tesoro, es una obligación del gobierno de los E.U. a corto plazo. La función específica que tienen es servir como instrumento de fondeo en el manejo de la deuda federal, que tiene como meta prioritaria la ejecución de los objetivos de política económica y mantener la líquidez de las inversiones.

Mecánica de colocación:

Los bonos son vendidos a través de reducciones o descuentos fijados en la oferta de éstos, la emisión mínima es de 10,000 dólares - c/u y múltiplos de 5,000 dólares arriba del mínimo aunque algunas veces son emitidos con denominaciones bajas, el plazo de estos instrumentos es regularmente de 91 días a 182 días.

PRECIO DE COMPRA DEL BONO	—	PRECIO DE COTIZACION ó PRECIO PAR	=	GANANCIA DEL INVERSIONISTA
---------------------------------	---	--------------------------------------	---	----------------------------------

Dichas emisiones son calculadas sobre una base semanal y regularmente calendarizados a la oferta, sobre una base mensual. El objetivo del calendario regular obedece a necesidades de política financiera

para ayudar a compensar los déficits financieros federales y para re-financiar el vencimiento de las emisiones.

Existen también emisiones sobre una base irregular de calendarización para suavizar el constante flujo de ventas de corporaciones y recibos de impuestos. Los inversionistas son registrados en una cuenta y sólo a través de concertar por escrito su inscripción antes de la apertura pueden tener acceso al mercado secundario.

En síntesis, existen emisiones de bonos del tesoro con rendimiento a 91 días; a 180 días y a 1 año, calculados estos sobre una base comercial regular y emisiones de bonos calendarizados irregularmente - con vencimientos entre 2-167 días y día promedio de 51 días y algunos otros eventuales conocidos como "SHORT-DATED BILLS" y cuyo manejo es a muy corto plazo.

Existe dos formas de oferta de bonos: a través de la libre concurrencia y cotización de éstos, sobre bases competitiva y no-competitiva.

BASE COMPETITIVA.- Cada semana los bancos de la reserva federal hacen las suscripciones de los bonos que van a ser cotizados, cerrando a las 13.30 pm hora del centro financiero, y posteriormente a que los oferentes son tabulados y registrados.

Las emisiones ordinariamente se hacen a 3 meses, a 6; y el inversionista establece la cantidad de bonos de tesoro deseados y el precio que desea pagar.

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{CANTIDAD} \\ \text{DE BONOS} \end{array}} \quad \times \quad \boxed{\begin{array}{c} \text{PRECIO} \\ \text{BONO} \end{array}} \quad = \text{INVERSION}$$

BASE NO-COMPETITIVA: Los inversionistas indican la cantidad de Bonos deseados y acuerdan pagar el precio promedio de oferta competitiva aceptada; a este mercado acuden particulares y pequeños inversionistas.

La cotización semanal regular contiene cotizaciones de Bonos de 52 semanas (año) y son cotizados cada 4 semanas el día martes.

En suma los BONOS DEL TESORO, son un instrumento de crédito e inversión confiable por muchas razones, entre ellas podemos citar:

* SU ALTO GRADO DE LIQUIDEZ. Estos pueden convertirse rápidamente en dinero ó "CAJA" a un costo bajo, debido al alto grado de organización y eficiencia, no obstante; desalienta en cierta forma la demanda el bajo costo de la transacción.

* LIBRE DE RIESGOS FINANCIEROS ó PENALIDAD. Por tratarse de una emisión del gobierno de los Estados Unidos, son considerados como

instrumentos libres de riesgo ó penalidad, sin embargo; la ausencia de riesgos de default afecta la demanda de bonos.

* UN FAVORABLE NIVEL DE IMPUESTO. El retorno monetario (cupón), o ganancia que rinde un bono de tesorería esta exento de impuestos locales y estatales 10/

* BAJO NIVEL DE DENOMINACION. El costo de un Bono del Tesoro es realmente mas bajo que el de otro instrumento, "toma por lo menos 100,000 dólares comprar otro instrumento como un certificado de depósito ó un Papel Comercial". 11/

Quienes invierten fundamentalmente en éste tipo de instrumentos son;

* BANCOS COMERCIALES. 12/

* GOBIERNOS LOCALES.

* GOBIERNOS ESTATALES.

10/ La tasa de rendimiento de un certificado de depósito u otro instrumento, deberá ser mayor que cualquier otra tasa después de descontado el impuesto. RCD'S (1-t) = rendimiento real.

11/ "Instruments of the money market." pp.11, Ed. Orion bank,

12/ En periodos de fuerte actividad económica y altas tasas de interés, la inversión bancaria en bonos generalmente declina y viceversa; - ya que éstos son considerados como reservas secundarios por los bancos. De ésta manera, la compra de Bills convierte a las reservas Bancarias excesivas en activos con rentabilidad; y a la vez sirve como fuente de fondos para financiar la expansión de crédito.

- * LA RESERVA FEDERAL. interviene en aprox. 20% del total.
- * INVERSIONISTAS EXTRANJEROS. La participación de éstos - ha crecido agudamente, fundamentalmente en las adquisiciones "de los países de la OPEP y Bancos Centrales de inversiones" obtenidos en dólares y operaciones de cambio de tasa.

Los rendimientos reales de un bono dependen fundamentalmente de el precio de la emisión y el rendimiento que otorga el cupón (generalmente fijo) y el precio cotizado de ésta en el mercado. El precio de emisión guarda una relación inversa con el precio de cotización de tal forma que si el precio de cotización se encuentra abajo del precio de emisión de rendimiento real será mayor y viceversa.

$$\frac{100-96.295}{100} \times \frac{360}{91} = 14.657$$

Los diferenciales entre la tasa de los bonos del sector privado monetario y las de los bonos del tesoro se elevan siempre antes del comienzo de una recesión y han generalmente caído agudamente previo al final de ésta.

Los diferenciales de los certificados los de tesorería (TREASURY BILLS), mantienen una estrecha relación con los certificados de depósito (CD'S) debido a que los impuestos a que son sujetos estos últimos se mantienen como factor constante en relación con los certificados

de depósito, por lo que al elevarse las tasas de interés de préstamos la cifra de impuestos mantenidas, induce a algunos inversionistas a -- incrementar sus compras de bonos; poniendo de ésta manera, serias -- presiones en los spreads entre "BILLS" y otras tasas.

- 1) Esto no quiere decir, que la tasa de exención de impuestos de bonos sea la causa de que se amplíe el "spread", con la tasa de interés. (Además muchos inversionistas no son sujetos de Impuestos)
- 2) No obstante, un amplio spread entre Bills y CD's podría inducir a algunos inversionistas a comprar CD's.
- 3) La incapacidad de muchos inversionistas para encontrar los requerimientos de compras mínimas, necesarios para adquirir instrumentos que los prevenga de la reducción de las tasas de interés de los Bills. puede ser factor explicativo del movimiento de los diferenciales.
- 4) También depende el diferencial ó spread del estado corriente de la actividad del mercado y los pronósticos ó niveles esperados de la tasa de interés. (Expectativas subjetivas).
- 5) El costo y disponibilidad de fondos ocupa una consideración importante en la disposición ó certidumbre de la inversión en valores.

Los VALORES emitidos por el TESORO DE LOS E.U. adquieren diferentes categorías, y se obtienen a través de operaciones de mercado abierto, y son:

— TIPO —	— CANTIDAD MINIMA —
* BONOS (BILLS) <u>13/</u>	\$ 10,000 Dls. c/u.
* PAGARES (NOTES) <u>13/</u>	\$ 1,000 Dls. c/u.
* VALORES (BONDS) <u>13/</u>	\$ 1,000 Dls. c/u.

Los "BILLS" son registrados en libros de entrada y sólo a través de éste mecanismo pueden ser comprados; ésto es, el comprador recibe un documento debidamente registrado. Esto son el tipo usado a menudo en las operaciones de Mercado abierto.

Los pagares del tesoro, ó "TREASURY NOTES" son un instrumento de mediano plazo con rendimiento liquidable a través de cupones (interés) y teniendo vencimientos de 1 a 10 años; son emitidos en denominaciones de \$ 1,000 dólares ó más, dependiendo del vencimiento de la emisión. El interés es pagado semestralmente y el pago de capital ó principal, al vencimiento.

Los "TREASURY BONDS" ó Valores del Tesoro de los E.U. son un instrumento de largo plazo, teniendo vencimientos de más de 10 años y se emiten denominaciones de \$ 1,000 dls. o más.

A.1.2. - CERTIFICADOS DE DEPOSITO (CD's).

Los certificados de depósito negociables (NEGOTIABLE CD's) - son la fuente más importante de fondos captados por los bancos comerciales en el mercado de dinero de los E.U. y ocupan aprox. 25% - del total de los instrumentos emitidos en N.Y.

Estos tienen una denominación mínima generalmente de 10,000 dólares, aunque algunas son mayores, con plazos de 6 meses.

" La tasa de interés de certificados en el mercado monetario - está directamente relacionada con el rendimiento de los "TREASURY - BILLS" ó bonos de Tesoro a 6 meses" Sin embargo, existen diferentes clasificaciones de éstos y es posible distinguir 4 clases generales de CD's negociables según el tipo de emisor, (ésta incluye tasa - real pagada, riesgo, tamaño del mercado) y son:

- * CD's DOMESTICOS
- * EUROCD's
- * YANKEE CD's
- * CD's NO-NEGOCIABLES.

CD's DOMESTICOS.

Emisiones hechas por bancos residentes; especifican el monto de los depósitos, período de rendimiento, tasa de interés (puede ser sobre una base comercial, o sobre una base natural) y generalmente son negociables. Mientras que los bancos son libres de ofrecer diferentes tasas de interés en los depósitos arriba de los \$100,000 dis., los CD's-negociables tienen una denominación mínima aceptable para el comercio en el mercado secundario doméstico de \$1'000,000 dis.

La tasa de interés en las nuevas emisiones, llamadas "TASAS DEL MERCADO PRIMARIO", es determinada por las fuerzas de mercado y algunas veces es directamente negociada entre el emisor y el depositante. Las tasas de interés de CD's domésticos generalmente son calculados sobre una tasa base; no así la de otros instrumentos del mercado, tales como los bonos del tesoro, aceptaciones bancarias, y papel comercial que son calculados sobre una base de descuento. (discount basis).

TASA DE INTERES. Esta es calculada sobre el número de días transcurridos considerando una base de 360 días por año y puede ser también fijada ó ser variable.

CD's NEGOCIABLES A TASA FIJA. En el caso de que la tasa de interés sea fija de un CD's negociable y a plazo mayor de un año, será pagado al vencimiento; a mayor plazo, el interés es pagadero semestralmente.

CD's NEGOCIABLES A TASA FLOTANTE Si es variable la tasa de interés, cambia en períodos de uno a 3 meses, en función de la tasa del mercado secundario de CD's domésticos, con igual plazo de vencimiento.

Las emisiones bancarias de CD's negociables son usualmente puestas en una lista de tasa base, con sobretasas ó spreads expresados en aumentos de 5 puntos básicos cada uno, (0.05%).

La tasa requerida en los CD's bancarios puede ser de 5 a 25 puntos básicos más bajos que los requeridos en los CD's de una institución inversionista menos conocida.

CERTIFICADOS DE DEPOSITO EN EURODOLARES.
(EUROCD's)

Las sucursales y filiales externas de los bancos estadounidenses

dominan el mercado de éstos instrumentos, con aproximadamente el 60% del volumen total del mercado localizado en Londres.

Los bancos japoneses ocupan el segundo lugar en importancia, - en 1979 absorbieron el 17% del total del mercado.

Los plazos de euro certificados van de 30 días a los 5 años, pero los más comunes oscilan entre un mes y un año, la base de cálculo de los intereses es el mismo que el utilizado en los CD's domésticos. Si embargo, un euro CD es emitido en el exterior, (a través de filiales o bancos externos) y centralizado en Londres y es por lo tanto frecuentemente llamado el MERCADO DE CD's en dólares de Londres. (THE LONDON DOLLAR CD's MARKET.)

Este mercado da a los bancos la oportunidad de obtener fondos para sus préstamos domésticos, aun cuando su habilidad para emitir - CD's domésticos es restringida.

INSTITUCIONES ECONOMICAS

Asociaciones de ahorro y crédito han sido particularmente activas competidoras en grandes depósitos no sujetos a regulación - Muchas de sus operaciones domésticas son prácticamente, si no legalmente, NO-NEGOCIABLES.

"Estos no son considerados instrumentos del mercado monetario porque no tienen la suficiente liquidez de los certificados de depósito, - y son legalmente no negociables" 14/.

RIESGO Y RENDIMIENTO.

Los CD's no negociables sujetan a los inversionistas a dos grandes tipos de riesgo:

* RIESGO CREDITICIO

* RIESGO DE MERCADO

El primero es el riesgo de incumplimiento ó "Default" de parte del Banco que emite el CD. y solo es cubierto el riesgo arriba de \$100 000 dólares de un depositante.

El segundo refleja el hecho de que un comprador pueda no estar dispuesto cuando el propietario esté listo para vender.

Sobre los rendimientos, podemos decir que el "diferencial" es estrecho y tiende a ampliarse en períodos de altas tasas de interés.

TASA DE
EUROCD's

Las tasas en los eurocd's estan siempre por encima de las que pagan frecuentemente los CD's domésticos en aproximadamente 20 ó 30 puntos básicos y el spread guarda una

relación directa con las tasas de interés. Las altas tasas en EuroCD's en parte refleja el premio por el riesgo de crédito y éste tiende a incrementarse en períodos de tensión en el mercado financiero.

**TASA DE
CD's DO-
MESTICOS:**

Los costos ajustados de los CD's domésticos tiende a estar muy cerca de la tasa de euroCD's en período de normalidad.

**TASAS DE
YANKEE
CD's.**

Estas tienden a moverse paralelamente con las tasas de eurocedis, el diferencial entre ambas rara vez excede 10 puntos básicos.

La calidad del crédito puede considerarse bajo tres categorías, conocidas como P-1,; P-2; y P-3. y se refieren a la seguridad del crédito, siendo la categoría P-1 más segura que las otras dos.

YANKEE CD's

Los Yankee CD's 'son emisiones negociables y pagaderas en dólares al portador en el mercado de los Estados Unidos (específicamente en N.Y.) por las sucursales filiales representativas de los más grandes bancos extranjeros. "14/

Son algunas veces referidos como CD's (Domésticos-Externos), es decir, son certificados en el mercado doméstico, siendo el portador una entidad no-residente.

Los inversionistas externos de Yankee cd's son muy conocidos, - como bancos internacionales cuya matriz se encuentra ubicada primariamente en Europa Occidental, Medio Oriente y Japón. Los inversionistas evalúan la validez del crédito de las organizaciones que están asumiendo el riesgo, desde el momento en que una filial de un banco - externo es realmente una obligación relacionada con éste.

Estos bancos fueron inicialmente establecidos para proveer de servicio crediticio a sus bancos filiales que tenían negocios multinacionales. Una ventaja primordial es que no están sujetas legalmente a la regulación de la Reserva Federal, de ésta manera los YANKEE CD's no están sujetos a las necesidades de la reserva bajo su regulación. 13/

14/ Instruments of thepag. 83. Ibid

15/ "Dos regulaciones de la Reserva Federal han tenido una influencia en el mercado de CD's negociables: La Regulación Q la cual maneja y gobierna el interés pagado por los bancos miembros, y: la regulación D la cual prescribe las necesidades de la Reserva que debe ser mantenida por los depósitos, asimismo, la regulación limita al mínimo plazo de vencimiento en depósitos de los Bancos de los E.U a 14 días, de éste modo, la estructura de vencimientos de las obligaciones del sistema bancario comercial y la medida de los requerimientos de la reserva de CD's mantienen una relación inversa. Ibidem p. 76.

CERTIFICADOS DE DEPOSITO REVOLVENTES A TASA FIJA Y FLOTANTE.

CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TASA FIJA.- Una característica de este tipo de instrumentos, es que fueron emitidos por primera vez en los E.U. a través de Morgan Guaranty Trust Company e introducidas a sus clientes en el mercado secundario, en montos mínimos - de \$ 5'000,000.00 de dólares y teniendo un plazo de 2 a 5 años.

En realidad, consiste en series de instrumentos con vencimientos cada 6 meses, y el contrato obliga al inversionista a renovarlos, - ó hacerlos revolventes ("roll over") a la tasa negociada en el contrato.

LA TASA DE INTERES, que rinde este instrumento se encuentra arriba de la tasa utilizada en pagarés del tesoro ("Treasury Notes") de igual plazo, pero debajo de la tasa ofrecida en un CD'S de plazo de 2 a 5 años.

CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TASA FLOTANTE. Este tipo de instrumentos fué inicialmente introducido en el mercado doméstico - YANKEE de CD'S por aquellos bancos que tienen gran experiencia en - EUROCD'S resultando en una calendarización "STANDARD" REVOLVENTE DE 1-MES, y 3-MESES. Sin embargo, el plazo oscila entre seis meses y un año.

Existen varios CD'S por el plazo de vencimiento y revolvencia:

<u>PLAZO</u>	<u>REVOLVENTE</u>
6 MESES _____	1 MES
6 MESES _____	3 MESES
1 AÑO _____	1 MES
1 AÑO _____	3 MESES

La tasa del cupón es cotizada sobre las tasas del mercado secundario de CD'S del día precedente, reportado diario por la Reserva Federal de Nueva York.

Sobre el premio podemos decir, que ha estado alrededor de:--

15 puntos básicos para 6 meses.

20 puntos básicos para 12 meses.

25 puntos básicos para 18 meses.

La medida típica de emisores flotantes van de \$50-\$200 millones de dólares para grandes bancos, y de \$25-100 millones de dólares para bancos pequeños.

Desde que los CD'S son mas riesgosos que los colaterales emitidos por el gobierno de los E.U. se han hecho ligeramente mas expansivos los acuerdos de Recompra digamos de BONOS DEL TESORO, por

otro lado, el cobro de los intereses y el principal en la fecha de vencimiento es hecha presentando los CD'S al Banco emisor ó al Banco agente.

El centro del mercado se encuentra en Nueva York, y los inversionistas tienen sucursales en las mejores ciudades de los Estados Unidos y Londres, y los promedios de las tasas ofrecidas y cotizadas por los principales inversionistas permiten soportar un amplio mercado secundario.

A.1.3.- EMISION DE PAPEL COMERCIAL

El papel comercial no es otra cosa que un pagaré o promesa de pago futura ("PROMISSORY NOTE") que es generalmente vendida por grandes corporaciones sobre una base de descuento a instituciones inversionistas.

Desde el momento en que ésta promesa de pago no se encuentra cubierta de riesgo ó asegurada, y únicamente avalada por el nombre del emisor, el mercado se ha visto dominado por grandes corporaciones con un gran "RATING" ó confianza financiera, basada en su prestigio crediticio y de pago.

Los principales emisores de pagarés incluyen:

* COMPAÑIAS FINANCIERAS.

* COMPAÑIAS NO-FINANCIERAS.

* COMPAÑIAS BANCARIAS ARRENDATARIAS.

* COMPAÑIAS FINANCIERAS, éstos ofrecen fondos sobre una base más ó menos continua en el mercado de papel comercial para satisfacer sus préstamos de consumo e inversión. Estas ventas de papel comercial en parte dan financiamiento interno en las emisiones, con vencimientos a largo plazo.

* COMPAÑIAS NO-FINANCIERAS, éstas emiten papel comercial para encontrar sus necesidades de fondos para gastos de corto plazo y estacionales tales como INVENTARIOS, NECESIDADES DE CAJA */ , y OBLIGACIONES EN IMPUESTOS.

* COMPAÑIAS BANCARIAS ARRENDATARIAS, estas utilizan el mercado de papel comercial para financiar primeramente sus actividades relacionadas con Hipotecas, financiamiento al consumo y arrendamiento.

Como otros instrumentos del mercado, el papel comercial es vendido para obtener grandes sumas de dinero rápidamente y por corto períodos de tiempo, aunque algunas emisiones se han hecho en montos

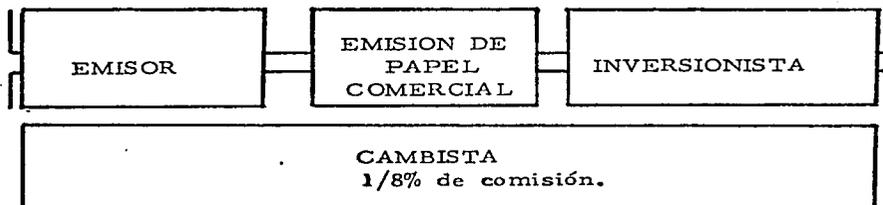
pequeños de \$ 25,000.00 dólares a \$ 50,000.00 los más comunes, son ofrecidos en montos y múltiplos de \$ 100,000.00 dólares.

Los emisores colocan pagarés con inversionistas directamente usando su propia fuerza de venta ó indirectamente usando a cambistas empecializados en papel comercial, éstos generalmente cargan 1/8% de comisión del valor dado por colocarlo.

*/ Se refiere a las necesidades de dinero que enfrenta una empresa para pagos inmediatos, tales como compras de refacciones, mantenimiento, pagos salariales, administrativos, imprevistos, etc.

No existe un mercado secundario en papel comercial. Los inversionistas y emisores directos pueden rescatar el papel comercial antes de la fecha de vencimiento, si algún inversionista tiene una demanda urgente de sus fondos.

Aunque el plazo de vencimiento del papel comercial es muy corto, el papel comercial todavía posee el riesgo de que un emisor puede no estar capacitado para pagar o redocumentar el papel comercial al vencimiento.



Las líneas de crédito "STANDARD" permiten a los emisores de papel comercial mantener un plazo homogéneo de 90 días. Sin embargo, tienen un vencimiento original no mayor de 270 días, con rangos de las mejores emisiones entre 20 y 45 días.

" El papel comercial tiende a ser difícil en su comercialización y los diferenciales en el mercado dentro de un grado particular y plazo, corre en un amplio 1/8 por ciento.

Hay 3 costos no derivados de intereses, sin embargo, están estrechamente relacionados con el papel comercial:

- 1) LINEAS DE CREDITO DE APOYO.
- 2) DERECHOS DE MANEJO DE LOS BANCOS COMERCIALES.
- 3) DERECHO DE SERVICIO POR VALUACION.

1) Estas se establecen a través de balances de compensación, - (las cuales establece aprox. del 10% del total de la línea de crédito, - más 20 % de la línea activada). Recientemente, en lugar de éstos balances de compensación los emisores generalmente pagan comisiones o derechos directamente de 0.375 a 0.750 del uno por ciento de la línea de crédito a los bancos encargados de la operación.

2) Otro costo asociado con la emisión de papel comercial son - los derechos ó comisiones pagados a los grandes bancos comerciales - que actúan como emisores y agentes pagadores.

3) Los servicios de valuación cargan comisiones que van de - - \$5 000.00 Dls. a \$ 25 000.00 por año; los emisores externos pagan de \$ 3 500.00 a \$ 10 000.00 dólares adicionales por año, dependiendo del servicio.

La exención de registro en la Comisión de Valores e intercambio reduce el tiempo y gasto de listar una emisión de papel comercial para su venta.

Los bancos comerciales mantienen grandes porciones de papel comercial, el cual sirve como una reserva secundaria.

Los inversionistas en papel comercial incluyen:

* BANCOS EN CENTROS MONETARIOS.

* COMPAÑIA NO-FINANCIERAS.

* COMPAÑIA DE INVERSION.

*GOBIERNOS LOCALES Y ESTATALES.

* FONDOS PRIVADOS DE PENSION.

* FUNDACIONES.

* PARTICULARES.

* Los bancos en los centros monetarios han invertido en valores de tesoro como activos en la reserva secundaria y han dejado de ser los principales compradores de papel comercial.

* Las compañías no-financieras ha preferido comprar papel comercial en lugar de colocarlos en cuentas de depósito.

En suma, el costo de fondos para los bancos comerciales incluye las necesidades de reserva y los gastos no derivados de intereses.

Estos costos forman un amplio rango entre el mercado - - abierto y las tasas de préstamo bancarias.

El spread entre la tasa prima y la tasa de papel comercial hace una buena aproximación en la diferencia de los costos en que incurren las compañías que necesitan fondos. 16/

En el mercado secundario los bancos han tratado al mismo tiempo de dar servicio a sus clientes para hacer frente a sus emisiones de papel comercial. Estos les han ofrecido arreglos más flexibles en sus créditos de corto plazo para permitir a los emisores ajustarse a la competencia de ventas de papel.

16/ Los factores que inciden y afectan una emisión de papel comercial y los costos de la emisión, así como su posición competitiva dependen de: la cantidad de manejo, la fortaleza y riesgo de la empresa industrial emisora, asimismo, la vulnerabilidad que pueda presentar ésta ante el movimiento del ciclo económico, su posición competitiva, sus alternativas de liquidez, su estructura de endeudamiento y las tendencias de operación y acceso al mercado de capitales.

La incertidumbre inflacionaria ha empujado paralelamente a los rápidos cambios en las tasas de interés y la franca duda y titubeos de las empresas y sus estados financieros a la sustitución secular de - - otros instrumentos del mercado monetario, por papel comercial inclinándose la tendencia a la contratación de deuda a corto plazo.

Las compañías financieras también proporcionan un creciente monto de créditos para el financiamiento de inventarios de las empresas al menudeo y mayoreo, financiamiento a facturaciones, y financiamiento comercial y arrendamiento.

EMISORES EXTERNOS.

Estos se ubican en tres categorías generales:

* CORPORACIONES MULTILATERALES

* SERVICIOS NACIONALIZADOS.

* BANCOS.

Algunas corporaciones multilaterales emiten papel para financiar sus operaciones en los Estados Unidos. Otros prestan para mantener una amplia variedad de actividades que requieren de el pago de los bienes y servicios demandados en dólares.

Los servicios nacionales han sido los mejores prestatarios en el

mercado de papel comercial, porque sus compras de petróleo requieren del pago en dólares.

Finalmente, los bancos externos se fondean para sus actividades bancarias, o actúan como avales de sus clientes al emitir letras de crédito.

El mercado de papel comercial es frecuentemente la fuente más barata para la obtención de dólares por los emisores externos. Una mejor alternativa de préstamos en dólares lo constituye el mercado de eurodólares, donde las tasas son generalmente atadas a la tasa interbancaria ofrecida en Londres (LIBOR: "London Interbank offered rate") y los bancos obtienen aprox. tasas en 1/4 por ciento por debajo de la Libor.

Los emisores externos se obstinan en obtener mejores lugares en el mercado, y ganan la aceptación con la comunidad financiera de los E.U. Esto permite a los bancos prepararse para participar y poder entrar a los mercados de Bonos y mercados similares.

Sin embargo, los impuestos, retenidos sobre los intereses pagados a los inversionistas fuera del país, también puede eliminar las ventajas de los costos del papel comercial sobre el mercado de eurodólares.

Los emisores externos pagan más por colocar su papel comercial que los emisores domésticos por dos razones:

* RIESGO DE INCUMPLIMIENTO, asociados a la incertidumbre en la mente del inversionista de la probabilidad de un "default" causado por intervenciones gubernamentales, inestabilidad política, disrupción económica. etc. y que eleva el costo y riesgo, generando un premio adicional, que eleva la tasa de interés; Además, la medida del premio depende de:

* EL EMISOR

* EL PAIS

* EL NIVEL DE LA TASA DE INTERES.

* EL COSTO DE OPERACION DE ESTABLECIMIENTO Y OPERACION DE SUBDIDIARIAS. Estas emiten papel en el mercado de los E.U. y en el caso de los bancos extranjeros incurren en costos por requerimientos de reserva, en la emisión de papel comercial.

Algunas firmas que no son conocidas, o que no tienen prestigio crediticio, obtienen el acceso al mercado de papel comercial a través de "soportes financieros" obtenidos de las firmas con altos rangos crediticios. Unos segundos emisores atan la emisión de papel comercial obteniendo una letra de crédito de un banco comercial.



Este procedimiento sustituye el credito bancario para aquél de los emisores y de éste modo, reduce el costo de emision del papel comercial. Este procedimiento es conocido como: "papel comercial soportado por cartas de credito", y es a su vez referido como un pagaré descontado en documentos.

Las comisiones pagadas oscilan entre 1/4-3/4 por ciento.

Sobre impuestos retenidos, existen exenciones a los emisiones con plazo entre 270 días y otras dentro de 15 y 90 días.

A.1.4.- ACEPTACIONES BANCARIAS

Las Aceptaciones Bancarias son un instrumento de crédito más en el mercado de dinero. Estas son conocidas como "Letras de cambio ("BILLS OF EXCHANGE"), y pueden ser: giros u ordenes de pago en un monto especificado y en un tiempo determinado, emitido por particulares, empresas o instituciones financieras.

Cuando estos documentos son formalmente "aceptados", se transforma en una "aceptación". Cuando un banco acepta esta letra de cambio es conocida como "aceptación bancaria".

Cuando es aceptada por una entidad no- bancaria es conocida como una "aceptación comercial".

Estos documentos son usados primariamente para financiar el comercio internacional. Los bancos frecuentemente aceptan órdenes de pago a cargo de sus clientes bajo cartas de crédito, los cuales están comprometidos con un tercero y en la solicitud del cliente bancario, u otras demandas de pago bajo el compromiso y las condiciones especificados en el crédito.

En síntesis, una ACEPTACION BANCARIA es un instrumento negociable en el cual, el pagador o tenedor de ésta, la puede descontar -

(la puede vender por debajo del valor original)- en el mercado monetario. Las aceptaciones bancarias son consideradas como inversiones con un alto grado de seguridad, desde el momento en que las aceptaciones por parte de los bancos, garantizan la responsabilidad primaria de hacer el pago al vencimiento, y pagará en caso de que el emisor no cumpliera su compromiso.

Por ésta razón, las aceptaciones bancarias son conocidas también como "PAPEL DE DOS PAGADORES"

Los bancos de los E.U. obtienen una comisión por aceptar la letra de crédito, la cual es un pasivo contingente. También comprando la aceptación bancaria, los bancos obtienen la diferencia entre el precio de compra y el valor original de la a.b., el cual debe ser reembolsado al vencimiento de la operación por el cliente que abrió la línea de crédito.

Los plazos generalmente van de los 30 días a los 180 días, siendo el vencimiento mas común el de 3 meses (90 días). Sin embargo, éstos pueden cubrir por entero las necesidades de embarcar y disponer de los bienes financiados.

Las tasas cobradas son ligeramente más altas que las tasas en

los BONOS DE TESORERIA("TREASURY BILLS"), reflejando relativamente el alto grado de seguridad y liquidez del instrumento.

Las transacciones en aceptaciones bancarias por los bancos de los E.U. se dividen en 3 tipos y sirven para:

- 1) El financiamiento de las importaciones.
- 2) El financiamiento de las exportaciones.
- 3) El financiamiento de bienes almacenados o embarcados entre países.

Una gran cantidad de prestatarios de Asia, particularmente japoneses, las han utilizado para financiar el comercio internacional.

Las aceptaciones bancarias también se utilizan para financiar la extensión del crédito en dólares entre países. Estas son conocidas como VALORES DE CAMBIO, ("DOLLAR-EXCHANGE BILLS") y son altamente atractivas para los bancos extranjeros localizados en países cuyas exportaciones a los E.U. son altamente estacionarias; constituyen una muy pequeña fracción del total de aceptaciones.

Hay 3 grandes participantes en este mercado:

- A) Los bancos que crean estos documentos.

B) Los librecambistas, los cuales juegan un papel importante en la intermediación entre los bancos y los inversionistas.

C) Los inversionistas los cuales compran las aceptaciones bancarias en el mercado de dinero.

A) Los bancos pueden vender la aceptación en el mercado monetario de dinero, y de ésta manera, el banco ata el crédito y no utiliza fondos propios, meramente ha otorgado su nombre y garantía del pago en la fecha de vencimiento.

B) Los librecambistas y corredores obtienen ganancias a través del diferencial en la tasa pasiva (precio de compra) y la tasa activa (precio de venta), el cual alcanza generalmente rangos que van de $1/8\%$ a $1/4\%$ por ciento, pero puede ser del 1% cuando las tasas cambian rápidamente.

C) Esta categoría incluye:

- * Bancos extranjeros.
- * Corporaciones.
- * Departamentos, bancarios.
- * Bancos de depósito.

* Gobiernos municipales.

* Agencias federales.

* Inversionistas privados.

La Reserva Federal ya no hace compras de aceptaciones bancarias a través de las operaciones de moneda. El comité, sin embargo, decide hacer o no recompras en aceptaciones.

Para el manejo y el uso de las reservas bancarias la oficina -- de Nueva York actúa sólo bajo acuerdos de recompra. La Reserva Federal compra aceptaciones bancarias en el mercado bajo la petición de -- sus corresponsales externos, principalmente bancos centrales extranjeros, también puede aceptar "documentos" de sus bancos miembros como colateral de préstamo de la ventanilla de descuento.

La regulación de la Reserva Federal especifica los tipos de aceptaciones que son elegibles para descontarlas y las que son eligibles para su compra. "El acta de la reserva Federal limita el monto de aceptaciones eligibles para descontarse, sobre la base del 50% del capital de un banco miembro. Este limite puede ser incrementado al 100% siempre y cuando lo apruebe la junta de gobernadores del sistema de la reserva Federal". 17/

Solo las aceptaciones que encuentran las condiciones de elegibilidad para descontarse pueden ser presentadas por los bancos miembros como colaterales para prestarse en la ventanilla de descuento. Finalmente, para que una aceptación sea comprada bajo un acuerdo de recompra por el banco de la Reserva Federal de N.Y., debe tener ambas características: elegible para poder comprarse y, ser de "primera" calidad.

17/ "Instruments of the money market" ---- pag. 119.

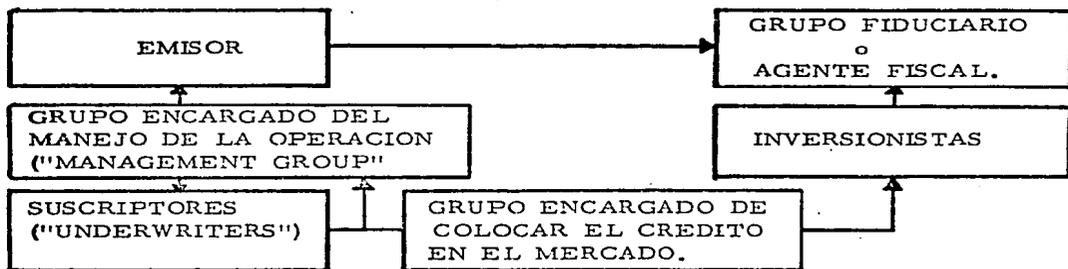
LETRAS DE CAMBIO.- Los "DOLLAR-EXCHANGE BILLS" sirven para financiar bienes almacenados ó embarcados en los Estados Unidos, sin embargo, constituyen una fracción muy pequeña del total de aceptaciones en el mercado.

ESTRUCTURA DE LOS E.U.A.- En éste tipo de estructura existe un contrato de crédito entre el emisor (prestatario) y la institución bancaria o grupo representante de los bancos que participan en el crédito (prestamista).

La principal función de este documento es la protección del tenedor del pagaré o título valor.

Este grupo representativo, ("TRUSTEE") en su carácter fiduciario actúa a favor de el tenedor del pagaré, y sirve como un fiel guardian de sus intereses. Asimismo, coordina los esfuerzos a su cargo en caso de que alguna penalidad ocurra. Bajo las condiciones del contrato, el emisor entra en una serie de convenios en el cual incluye: condiciones y restricciones, análisis y medición de sus límites de endeudamiento, y declaraciones periódicas y oportunas de sus estados financieros. Estos acuerdos son guiados por el "trustee", el cual ésta legalmente autorizado por iniciar acciones para recuperar el dinero de los prestamistas si el acuerdo es roto o en su defecto ocurre algún incumplimiento.

ESTRUCTURA DE LAS SINDICACIONES DE E.U.A.



También puede invertir el dinero recuperado y así incrementar el monto eventualmente cobrado. Asimismo, tiene el poder de aislar ciertos "quiebras" menores, siempre y cuando no perjudiquen los intereses del inversionista.

EL AGENTE FISCAL.- Difiere del "Trustee" en el hecho en que es solamente un agente del emisor y cuyo propósito es únicamente cobrar los amortizaciones y algunas otras funciones a cargo del emisor, y no asume ningún cargo fiduciario o agente de los tenedores de títulos. (Excepto bajo las leyes de Gran Bretaña, en el sentido de que mantiene el dinero para distribuirlo a los tenedores). "Donde un agente fiscal es utilizado en lugar de un grupo fiduciario, está arriba de los tenedores jerárquicamente, para tomar acciones en "penalidades" por par

te del prestatario. Generalmente en el mercado de Eurodólares cobran por sus servicios al notificarse algun default". 18/

El acuerdo en el cual el agente fiscal y el emisor asientan el - procedimiento para el pago del principal y los intereses, la cancelación y destrucción de los cupones y documentos, y el pago por daños en las emisiones, permite rápidamente al agente fiscal legitimar o firmar y verificar títulos o créditos con el objeto de salvaguardar éstos contra - falsificaciones.

LOS SUSCRIPTORES.- "Están típicamente representados por un pequeño - grupo llamado el grupo de manejo o directivo. Este grupo firma o ejecuta el acuerdo de suscripción a favor de los suscriptores. (Un acuerdo firmado por éstos), firmado por cada uno de ellos, apuntando el grupo de manejo y confiriéndoles ciertos poderes para actuar a su favor. Un recibo del acuerdo de suscripción es también enviado a cada suscriptor para aprobarse previamente a su firma." 19/

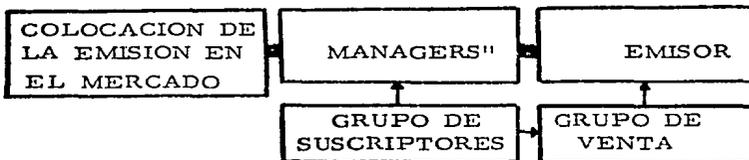
18/ "The syndication and legal issue "Chapter VI. pag. 78
Seminario sobre el mercado de Eurocreditos SHCP. Deutsche Bank
Ag. FRANKFURT-ALEMANIA. 1980.

19/ Ibidem-----pag. 78.

Cada suscriptor es responsable de su propio compromiso y no el de otros suscriptores (incluyendo a los gerentes */), los cuales acuerden comprar individualmente un monto especificado del total de la emisión. Generalmente, cada suscriptor deberá tener aprobadas las condiciones del crédito antes que los "managers" firmen el acuerdo a su cargo. Adicionalmente, "el emisor típicamente paga a cada suscriptor por los gastos hechos en material para la preparación del crédito, o información mal presentada incluida en los prospectos u otros documentos ofrecidos, excepto aquella información expresamente suministrada por los suscriptores" 20/

LA RELACION ENTRE LOS

"MANAGERS" Y LOS SUSCRIPTORES - El acuerdo de suscripción da a los bancos líderes el poder para actuar como representantes de los suscriptores. A su vez, pueden actuar conjuntamente, o el BANCO LIDER puede actuar por su cuenta, para manejar el mercadeo de la emisión y las relaciones con el emisor, el grupo de venta y otros suscriptores.



Sin embargo, no puede incrementar la cuota de los suscriptores bajo el porcentaje que tienen en el monto -- ofrecido en el mercado.

*/Bancos encargados de liderar la operación.

20/ Ibidem----- pag. 78.

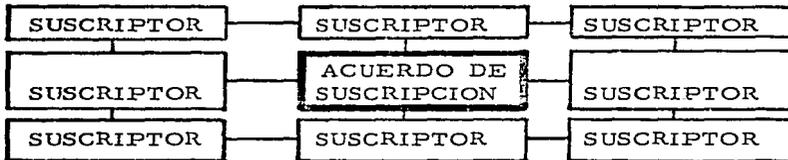
Las reglas mas importantes dentro del acuerdo de suscripción se relacionan con las restricciones a los suscriptores en ventas a grupos de inversionistas.

También existen dos variaciones en el acuerdo:

* La forma " ENTRE"

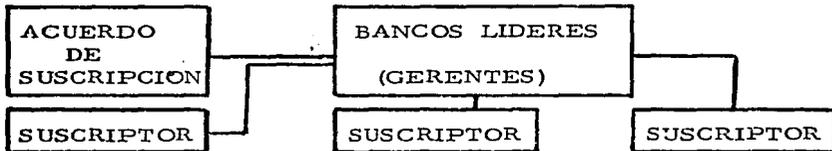
* La forma " A TRAVES".

En la forma "entre", la relación legal es establecida entre cada



uno de los suscriptores y cada uno es responsable de la observancia - mutua.

* En la forma "a través" los suscriptores individuales establecen una relación directa e independiente con los "gerentes", sin embargo la obligación es similar que en la forma anterior.



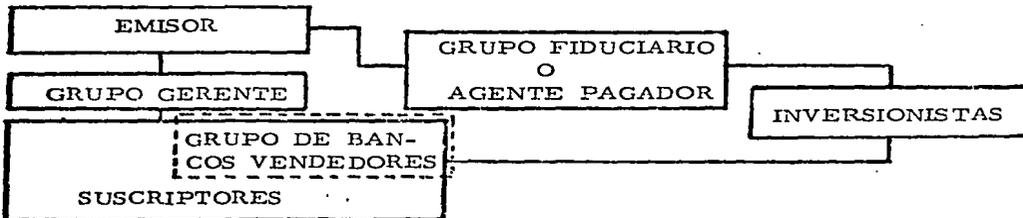
GRUPO DE VENTA ("Selling group").- La relación con el grupo de ven-

ta es manejada por el "banco gerente" actuando conjuntamente con los otros "managers" o bancos líderes, o bien por su cuenta.

"El acuerdo del grupo de venta es colocado entre el grupo de miembros sobre varias bases. Una comisión deberá ser pagada por la venta o colocación de bonos; que los miembros del grupo pagarán por los documentos o bonos que compren, y que obedecerán plenamente las restricciones y el precio, en el que los bonos pueden ser vendidos. Los miembros del grupo de venta venden a los inversionistas o actúan como compradores." 21/

La emisión en el mercado, va acompañada generalmente de un prospecto describiendo al emisor, (y aval u otro) y cuándo la obligación a sido ofrecida y circulada. Este y otros documentos deberán contener información completa y precisa. La omisión y desinformación puede ser resultado de las necesidades de la sindicación y la legislación aplicable para cada país.

La segunda estructura discutida ha sido la de Gran Bretaña /Europa.



21/ Ibid---- pag. 79.

La relación entre el emisor-grupo fiduciario o agente pagador-inversionistas es la misma que la estructura los E.U. sin embargo, - muchos bancos europeos cuando actúan como "bancos líderes" asumen el rol de principal agente pagador. Cuando se utiliza el grupo fiduciario, en la práctica es dirigido por un grupo profesional.

La responsabilidad de un banco agente puede orillarlo a comprar la emisión entera si es necesario. Pero éste fuerte compromiso es ali-gerado en el "acuerdo de gerentes" donde se especifica su compromiso parcial o riesgo.

En éstos contratos los "bancos líderes" son la cabeza principal y (no son representativas de los suscriptores) asumen directamente sus compromisos. Usualmente el acuerdo de suscripción difiere al utiliza-do en los E.U. porque " es firmado por los gerentes y el emisor y no es oficialmente ejecutado hasta que un suficiente número de suscriptores han acordado suscribir la emisión". 22/

La relación entre suscriptores y el emisor no es descrita clara-mente en la estructura de las sindicaciones de los E.U. Por tanto, la relación entre los suscriptores y el emisor se realiza a través de los gerentes.

22/ "The syndication ---- Ibid. pag. 80

Los suscriptores son comprometidos a comprar de los "gerentes" un monto especificado de los valores emitidos si la oferta es suscrita por el grupo de venta. */ Los suscriptores son pagados con una comisión por otorgar ésta seguridad.

Bajo las leyes inglesas, los gerentes son los responsables de la preparación de los prospectos y a su vez, buscan reducir ésta; declarando en el prospecto que toda la información es específicamente arreglada por ellos mismos.

" COLOCACIONES PRIVADAS"

(Bajo acuerdo sindicado)

La estructura del tercer tipo de sindicación es común para ambas (Las casas de inversión de los E.U. y los bancos de UK/Europa) - Sin embargo, un gran número de emisiones Australianas fueron arrojadas al mercado, y conocidas como sindicaciones canguro ("kangaroo syndicate").

Generalmente, este tipo de estructura permite a los "gerentes líderes" fijar con los prestatarios los términos y condiciones de la emisión previa a su colocación.

*/ Nótese la diferencia en el caso de los E.U.

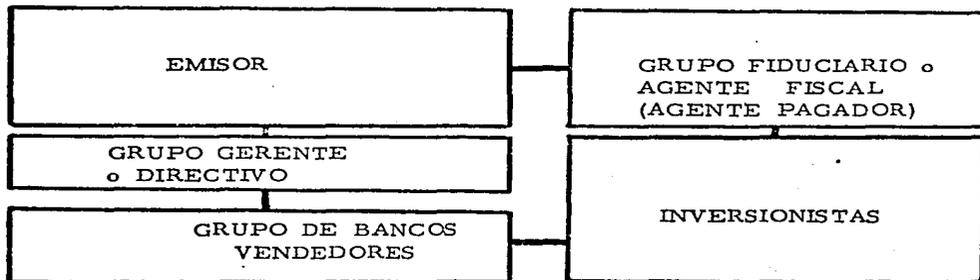
Para iniciar el arreglo de las sindicaciones, se asignan a un Banco determinado la revisión de las invitaciones a participar en la suscripción de la emisión. "Este generalmente se inicia con el análisis de la "calidad del emisor :

- * SU HISTORIA Y MONTOS DE CREDITO ANTERIORES.
- * EL PROGRAMA DE UTILIZACION DE LOS FONDOS OBTENIDOS
- * SU HABILIDAD DE PAGO.

Si el nivel de crédito es aceptable, el siguiente paso será revisar los arreglos de la sindicación y la verificación de la documentación de la nueva emisión'25/

ARREGLO DE LA SINDICACION.- Este se inicia verificando la cantidad y tipo de bancos participantes, normalmente puede ser testificado por el monto ofrecido en la suscripción, así como los nombres de los sucriptores en orden alfabético.. Esta información deberá estar en

La relación es similar a las utilizadas en Estados Unidos y Europa, pero en éste caso no hay SUSCRIPTORES. Tradicionalmente existe un acuerdo entre "compradores" y los gerentes y el grupo de bancos vendedores se encarga de colocar la emisión entre los inversionistas.



Una gran dificultad se presenta con grandes sindicaciones. Las comisiones tienen que ser repartidas entre muchos participantes. Una reacción a éstas medidas es que los "gerentes" tienden a reducir los grupos de suscriptores, pero no es fácil retirarlos.

En algunas emisiones un grupo especial ha sido utilizado. Esta categoría señala el grupo de bancos que no han sido incluidas entre los bancos gerentes, aunque juegan un papel más importante que otros suscriptores.

Otra excepción a la regla ocurre cuando: "Una emisión del tipo

JUMBO requiere un esfuerzo adicional por parte del grupo de venta. - En éste caso, los bancos con reconocido poder de colocación son agrupados en un apartado especial". 23/ Este grupo aparece abajo de los - bancos gerentes, sin embargo, ésto produce problemas. La reputación entre un tipo y otro es más definida y algunos bancos se niegan a ser colocados en los grupos de menor prestigio ya que la recompensa es - menor. Para disminuir las tensiones generadas se han colocado en - orden alfabético.

El control de los sindicaciones ha sido un severo problema para los "bancos gerentes", éstos han tratado de establecer algunos métodos de organización dividiendo y clasificando las emisiones en 2 mercados. El primero para inversionistas reconocidos y miembros del sindicato - (cuya cotización de la emisión es aprox. a digamos 98-1/2%) y el segun do mercado para terceros inversionistas y corredores (éste mercado se cotiza más bajo, digamos 98-1/4% ó 98%), para desalentar las ventas.

A . pesar de ello "Los corredores pueden ayudar a acelerar el proceso de colocación de los bonos, obteniéndolos de los grupos que aún - no han colocado la parte correspondiente de la sindicación entre los inversionistas" 24/

23/ "The syndication and legal issues"-----pag. 82.

24/ "The syndication an legal issues"-----pag. 85. Ibid.

" La invitación a participar" (emitida en telex) a los suscriptores, pero adicionalmente pueden requerir mas información.

Los suscriptores deben de aprobar las condiciones finales, e inversamente pueden también rechazarla, dependiendo del precio de la emisión. El rechazo puede tensar las relaciones interbancarias. Por lo tanto, algunos bancos han adoptado la estrategia de estampar en cada contrato: "válido hasta aprobación final".

Una segunda preocupación existe en la restricción en el precio en que puede ser vendido el bono, pero una restricción más relevante es la prohibición existente en ciertas Naciones y para ciertas nacionalidades.

Normalmente es dejado a los suscriptores y a los miembros del grupo de venta que las ventas que ellos hagan sean legales. **/ Estos, y en especial los "gerentes líderes" tienen un gran cuidado de no romper las reglas. Una declaración escrita puede ser solicitada para cada inversionista final afirmando que no se es residente y determinando un plazo de 90 días para la colocación de la emisión.

Tipicamente en las sindicaciones de Gran Bretaña / Europa, el acuerdo de suscripción no es enviado a los suscriptores. Solo en las

sindicaciones de los E.U. puede un suscriptor tener la oportunidad de revisar el acuerdo el cual ata al emisor con el sindicato. Algunas cláusulas de éste eximen de los compromisos al suscriptor en caso de penalidad, ó aumento de riesgo, por ejemplo:

- * SI LA POSICION FINANCIERA DEL PRESTATARIO COMIENZA A DETERIORARSE.
- * SI HAY ALGUNA CRISIS ECONOMICA O POLITICA.
- * SI HAY ALGUNA DISRUPCION EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL QUE CAUSEN UN IMPACTO ADVERSO EN LA CALIDAD DE LA INVERSION DE LAS OBLIGACIONES OFRECIDAS.

Además, el prestatario normalmente emprende ciertas cosas independientemente, tales como proveer suficientes prospectos a cada suscriptor. */ Una de las cláusulas --- normalmente obliga al emisor a -

**/ En países como Holanda y Alemania no hay procedimientos especiales, ni restricciones en bonos públicos ó bonos externos. En Gran Bretaña, los bonos no pueden ser vendidos a cualquier persona. - (a menos que sea un ejercicio ordinario el comprar y vender bonos ya sea como principal ó como agente). En los E.U. "por ley deben ser registrados con la comisión de la bolsa de valores. (Sec. "securities and exchange Comisión").

*/ Prospecto.- documento donde se especifica periódicamente el estado financiero actualizado del emisor, durante la vida de las emisiones.

pagara los suscriptores, los gastos que resulten por no informar correctamente u omitir algún hecho material en el prospecto u otro documento ofrecido.

TIPO DE CREDITO

Es importante establecer que clase de crédito está siendo ofrecido. El crédito puede ser directo -- un prestatario particular sin respaldo ó apoyo de otra entidad - ó bien, puede estar garantizado - donde una entidad acuerda asumir la obligación de los prestatarios, - si ésta falla.

El análisis crediticio depende de el tipo de respaldo que pueda tener una emisión. En el caso de un emisor débil es importante analizar al aval, porque la calidad del crédito depende de la entidad que esta respaldando ésta. Además, algunas cláusulas aseguran a los inversionistas que sus bonos siempre serán ofrecidos en un rango igual que otros instrumentos de crédito similares.

Las penalidades son bien definidas en otras cláusulas. Estas - resultan si el prestatario se declara voluntariamente en bancarrota ó forzado a una liquidación involuntaria. Frecuentemente, los "defaults" son definidos por el número de días que pueden pasar después del corres

pendiente pago de intereses o capital ya vencido. Un limite similar es importante en el tiempo en que un emisor puede romper uno de sus convenios.

Existen muchos otros aspectos de una invitación a participar en una nueva emisión, éstas incluyen comisiones pagadas a suscriptores, (estipuladas en el mismo telex), ciertos elementos de los diferenciales que deben ser pagados, las condiciones del pago del capital, la existencia de prepagos, el precio; en suma, se determinan las condiciones generales de la sindicación.

A.I.6.- SINDICACIONES CERRADAS.

Esta instrumentación se diferencia de las sindicaciones abiertas, porque las facilidades crediticias se obtienen más rápidamente, aunque las relaciones son prácticamente las mismas que en las grandes sindicaciones.

Esto obedece fundamentalmente a que el trato que tiene el emisor se limita ya sea a un grupo reducido de bancos, de una zona geográfica específica ó a un tipo específico de bancos, por necesidades propias del financiamiento.

Una modalidad de éste tipo de sindicaciones lo constituyen los "CLUB DEALS", que no son sino un grupo de bancos que se une para ofrecer en firme un monto determinado de recursos de acuerdo a las necesidades del prestatario.

Este instrumento permite al emisor obtener grandes montos de dinero, a la vez que diversifica geográficamente sus fuentes de recursos y divisas, además, le permite obtener fondos de bancos con los cuales no tiene relaciones. Asimismo, permite al emisor diversificar los riesgos entre varios, y no muchos bancos.

Al igual que en las grandes emisiones la estructura de las sin-

dicaciones cerradas consta de varias partes y las funciones de los participantes son bien definidas.

" El banco gerente ó líder".- cuyas funciones son dirigidas a tener una relación estrecha con el prestatario a fin de que éste sea bien conocido y le puedan sugerir las mejores alternativas para resolver su problema financiero.

También se encarga de la suscripción total del préstamo y de la valoración del crédito, siendo ésta, una de sus responsabilidades más importantes. Determina al igual, las estrategias de captación de las sindicaciones, por otro lado, selecciona al grupo de gerentes" tomando en cuenta generalmente su poder de colocación.

"El Banco Agente";- generalmente es quien forma el mandato de la operación, y su función es recolectar los fondos y ponerlos a disposición del cliente; cobrar los intereses, comisiones y amortizaciones y distribuirlos a los participantes y todos los gastos relativos a la administración del crédito. Este papel le permite cobrar una comisión adicional por el manejo de la operación.

"Participantes".- Son los bancos que simplemente participan en el crédito con montos específicos sin tomar algún riesgo suplementario en términos de suscripción.

El nivel de los costos depende fundamentalmente del RIESGO CREDITICIO del cliente y el País, el plazo y vida promedio del crédito, el monto, la complejidad de la operación, el número de bancos participantes y las condiciones del mercado. Estas últimas elevan ó bajan las tasas de interés libor, prime rate y las anteriores inciden directamente sobre la sobre tasa ó diferencial. Además existen comisiones de apertura y manejo, de compromiso y de agencia, así como gastos legales y generales.

Ahora bien, se considera que una sindicación ha tenido éxito, cuando los bancos que suscribieron la operación realizan una venta de tal magnitud que se quedan con un 50% del crédito, y el resto fué colocado en el mercado.

En síntesis, podemos resumir los pasos del proceso de la contratación en sindicatos de la siguiente manera:

- 1.- OTORGAMIENTO DE MANDATO AL BANCO LIDER.
- 2.- SE DEFINE LA ESTRATEGIA DE CAPTACION.
- 3.- SE ELABORA EL MEMORANDUM DE INFORMACION.
- 4.- ENVIO DEL MEMORANDUM A PARTICIPANTES.
- 5.- SE LANZA AL MERCADO LA SINDICACION.

(* Elaboración de listas de bancos por area geográfica).

(* Se envian invitaciones a participantes).

(* Seguimiento de contestaciones recibidas).

6.- SE PREPARA EL CONTRATO.

(* Se elabora el borrador entre los managers).

(* Negociaciones de clausulado y condiciones).

(* Se imprime).

7.- SE FIRMA EL CONTRATO

8.- SE LLENAN REQUISITOS PARA DESEMBOLSAR

9.- SE SOLICITA DESEMBOLSO

10.- DISPOSICION DE FONDOS.

B. - MERCADO DE CAPITALS.

Este mercado incluye todas las operaciones que se efectúan a mediano y a largo plazos, en sectores domésticos y externos. Esta distinción obedece fundamentalmente a la "residencia" "ó no-residencia", e incluye la moneda y el carácter de la entidad que solicita el crédito; de ésta manera existen dos grandes mercados de capitales y constituyen los centros financieros hegemónicos del mundo, y son: - El mercado de capital de los E.U. y el mercado de capitales del Reino Unido.

Las operaciones de préstamos externos que se realizan en otros países europeos sumados a las operaciones externas realizadas en el mercado londinense constituyen la estructura principal del Euromercado de Capitales.

Una característica principal del euromercado, es que los préstamos y emisiones que se hacen al interior de éste se efectúan en divisas, es decir, que las operaciones se hacen en moneda diferente al país ó "centro financiero residente". Los préstamos en éstos mercados se hacen en dólares, libras esterlinas, marcos alemanes, francos suizos, francos franceses, florines holandeses, yenes etc. y algunas otras monedas menos duras */, libras italianas, coronas suecas, dinare, etc. Estos a su vez estructuran submercados bien definidos - -

por la moneda de préstamo en cuestión, siendo los más importantes - los Euromercados del:

- * EURODOLAR ("Eurodollar market").
- * EUROMARCO ALEMAN - ("Deutschemark market").
- * EUROFRANCO SUIZO - ("The swiss franc market").
- * EUROFRANCO FRANCES - ("The french franc market).
- * EUROLIBRA ESTERLINA - ("Eurosterling market").
- * EUROFLORIN HOLANDES - ("The dutch guilder market").
- * EUROYEN. ("The euroyen market").

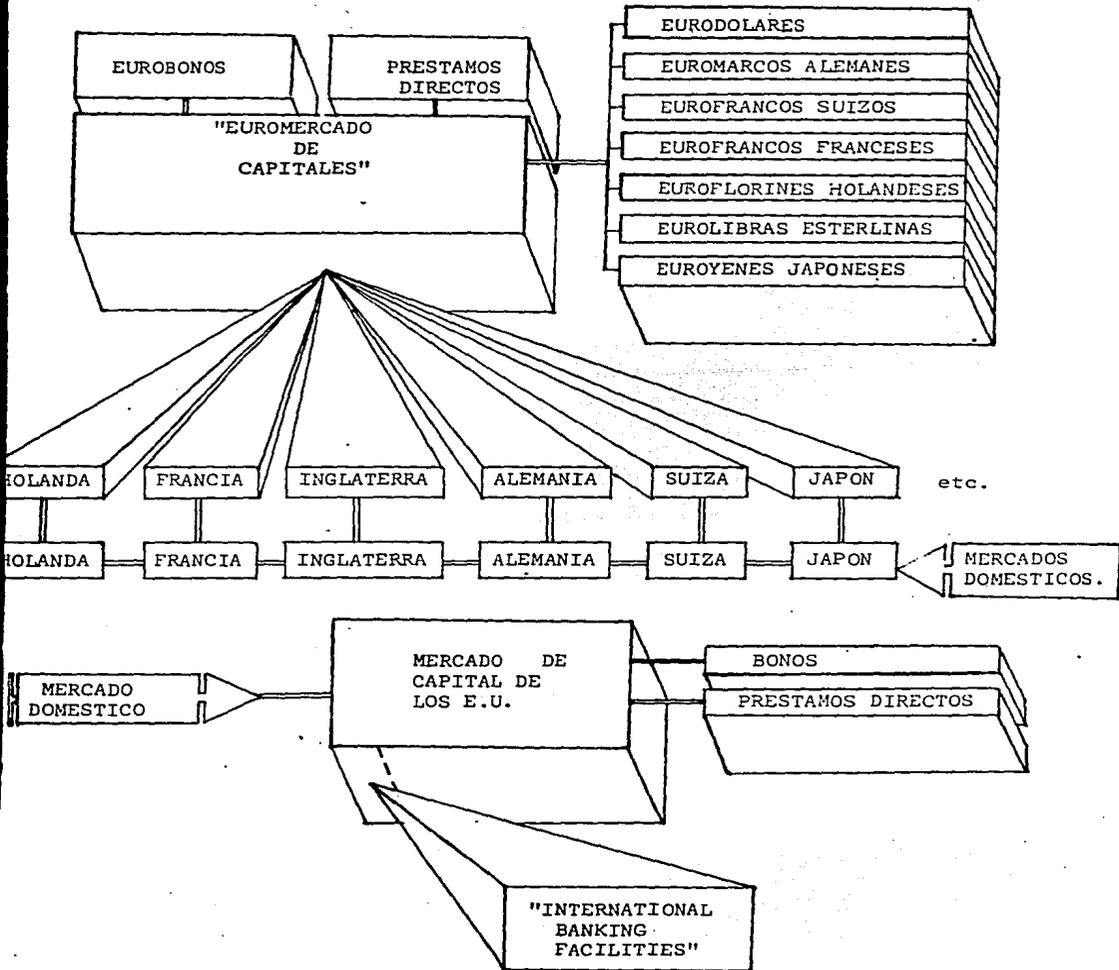
Asimismo, cada país europeo cuenta con un mercado doméstico, donde se efectúan operaciones en la moneda residente y con tasas básicas locales. Una tipología especial se observa en un segmento del - euromercado londinense, ya que las operaciones domésticas que se realizan en éste, tanto de préstamo como inversión son conocidos como - operaciones del mercado BULLDOG. Un caso similar ocurre en el - mercado de capitales de N.Y., cuando se otorgan créditos en eurodólares existiendo restricciones y discriminación dentro del mercado. - Esta zona delimitada del mismo país con caracter internacional es me

*/ Moneda dura"- se refiere al grado de confianza, prestigio y aceptación, financiera internacional de una moneda, dependiendo de el carácter tendencial de su tipo de cambio y respaldo económico, basado, en la capacidad y poder de resolución de la economía de un país.

por conocida para el caso de los E.U. como "INTERNATIONAL BANKING FACILITIES".

Existe sin embargo, una relación estrecha entre los mercados domésticos, en la medida en que las tasas de interés básicas de cada mercado tiende a fluctuar paralelamente existiendo diferencias únicamente en el nivel de cobertura del riesgo mínimo bancario. (sobretasa).

Las operaciones que se realizan en el euromercado incluyen tanto préstamos directos como sindicaciones, asimismo, emisiones y colocaciones de bonos tanto públicos como privados, a tasa fija y flotante.



MERCADO DEL EURODOLAR

Este mercado constituye por su volumen y plazos de vencimiento el segmento más importante del Euromercado. En el interior de éste, se efectúan operaciones diversas, tales como: emisiones de bonos, colocaciones públicas y privadas, y préstamos directos.

" El mercado de bonos es por su volumen y plazos el sector más importante de éste mercado, además; el más importante de los mercados internacionales de capital fuera de los Estados Unidos. Ocupa aproximadamente 2/3 partes del volumen total de los fondos prestables, del euromercado y provee una cantidad sustancial de fondos para los prestatarios de todo el mundo." 25/

El centro del Eurómercado se localiza en Londres, aunque muchas otras operaciones se realizan en países Europeos y del Caribe. La tasa activa de préstamo internacional utilizada es altamente sensible a las variaciones de la tasa prima de los Estados Unidos. */

Esta tasa rige no sólo en Londres, en otros centros financieros sobre todo de Europa y Asia se presta también utilizandola como referencia.

*/ La tasa de interés básica utilizada, se cotiza utilizando la referencia de 4 bancos o más, generalmente los principales bancos internacionales en Londres. La tasa es aquella que prevalece a las 11.00 a.m. tiempo de Londres, dos días antes previos al inicio del próximo período.

Es conocida como "TASA INTERBANCARIA DE LONDRES. (L.I.B.O.R., London Interbank Offered, rate)", y es utilizada para cualquier euro-moneda excepto Libras Esterlinas.

En el caso de tratarse de libras esterlinas, se utiliza el promedio de las tasas utilizadas en depósitos del banco de referencia - más 1/16%.

La formula de cálculo de la tasa interbancaria de Londres es la siguiente:

$$\frac{AX + B(X-Y) + C(X-Z)}{100 - (A+C)} \% \text{ por año}$$

Donde:

A% Es el % de cada banco de referencia, de las obligaciones elegibles para ser mantenidas en depósitos sin intereses en el Banco de Inglaterra, conforme a las necesidades en caja promedio del Banco de Inglaterra.

B% Es el % promedio de las obligaciones elegibles, requeridas para ser mantenidas por cada banco de referencia como "dinero asegurado", con miembros de la asociación del mercado de -

25/"The Eurodollar public issue market", Seminario sobre el mercado de Eurocréditos. SHCP- Deutsche Bank AG. Frankfurt-Alemania 1980. pag. 4.

descuento de Londres y/o el dinero asegurado con corredores reconocidos por el Bank of England.

C%: En el % de las obligaciones elegibles de cada banco de referencia para ser colocadas como depósitos especiales en el Banco de Inglaterra.

X%: Es la tasa expresada como % anual de los depósitos en libras esterlinas, en un monto comparable al monto principal de cada Banco de referencia por un período de 3 meses.

Y%: La tasa en % de los depósitos/monto principal en L.E. de cada banco de referencia por un período de 3 meses y que puede ser colocado como "dinero" asegurado.

Z%: La tasa de interés expresada como % anual, pagadero por el Banco de Inglaterra en depósitos especiales.

Y los bancos de referencia son:

MONEDA DE CREDITO

MARCOS ALEMANES
(.Luxembourg)

BANCO DE REFERENCIA

BFG:Luxembourg, Societe Anonime
y Deutsche Bank Compagnie Financiere, Lux.

FLORINES HOLANDESES

(Amsterdam)

Pierson, Holding & Pierson N.V.
Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.
Cooperatieve Centrale Raiffeisen-
Boerenleenbank B.A.

LIBRAS ESTERLINAS

(Londres)

Lloyds Bank International Ltd.,
County Bank Ltd. y
S.G. Warburg Co. Ltd.

FRANCOS SUIZOS

(Londres)

Swiss Bank Corporation,
Union Bank of Switzerland

DOLARES AMERICANOS

(Londres)

Royal Bank of Canada.
Barclays Bank International Ltd.
Societe Generale.

Las relaciones entre las tasas de interés de los depósitos en Eurodólares y los depósitos en los E.U. se ven completamente ligados a través del "arbitraje". Este mantiene las tasas de interés fluctuando estrechamente.

Hay 3 fuentes básicas de riesgo asociadas con los depósitos en Eurodólares:

1) "QUE LAS AUTORIDADES INTERVENGAN EN EL
MOVIMIENTO ó REPATRIACION DE INTERESES ó
PRINCIPAL DEL DEPOSITO REALIZADO.

-Pero este factor de riesgo, no necesariamente implica que los depósitos en Eurodólares sean más riesgosos que los depósitos en dólares colocados en los E.U. El riesgo de un depósito en Eurodólares comparado con un depósito en dólares en los E.U. puede depender de la residencia del depositante. Para los residentes de los E.U. los Eurodólares pueden aparecer más riesgosos que los depósitos domésticos, porque exista la posibilidad de que las autoridades en ese país - donde es colocado el depósito, puedan interferir en el movimiento de repatriación de intereses o principal.

2) LA INCERTIDUMBRE DE QUE EXISTAN PROBLEMAS
DE ORDEN JURIDICO INTERNACIONAL.

-La incertidumbre que encierra la interacción entre los Estados Unidos y los componentes legales de sistemas financieros externos y la dificultad de valoración de la probabilidad y oportunidad del pago - de los depósitos en Eurodólares, cuando suceda alguna quiebra bancaria.

3) LA INCERTIDUMBRE DEL MERCADO DE EURODOLARES

Se ha argumentado que los Eurodólares tienen más riesgos que los depósitos mantenidos en Los Estados Unidos, porque éstos últimos generalmente están asegurados, mientras los depósitos en Eurodólares no.

Un factor aledaño a éstos 3 riesgos básicos, es el gran costo de evaluar las inversiones externas comparadas con los inversiones - domésticas. De ésta manera existe un desconocimiento intrínseco y es difícil evaluar el riesgo relativo de los depósitos en Eurodolares y de depósitos en dólares mantenidos en los E.U.

OTROS EUROMERCADOS.

Existen otros euromercados en el interior del centro financiero Londinense, éstos se ven diferenciados por la divisa utilizada en cues- tión, y el tipo de préstamo e instrumento utilizado.

Las tasas de interés generalmente son más bajas que la tasa - libor. Estas guardan una relación directa con la tasa básica utilizada en cada mercado doméstico de la moneda en cuestión.

Tanto los inversionistas como los prestatarios acuden a éstos -

mercados con la intención diversificar su cartera en más de una divisa, decidiendo mantener sus activos en monedas más confiables que las monedas más débiles, en la creencia que los rendimientos mínimos son aún mayores, que el logro potencial a través de movimientos en los tipos de cambio.

"Una proporción sustancial de éstos fondos, los cuales son invertidos en los mercados internacionales son mantenidos en dólares. Sin embargo, como las fluctuaciones monetarias han sido más comunes, los inversionistas han acrecentado su atención en diversificar sus inversiones --- Los bonos han sido emitidos en dólares, marcos alemanes, francos Suizos, yenes japoneses, dólares canadienses, florines holandeses, libras esterlinas, francos franceses, dinares de Kuwait, dólares de Hong Kong, francos de Luxemburgo, chelines austriacos, dólares australianos, dinares de Bahrain, libras libanesas, francos belgas, coronas noruegas, coronas danesas, coronas suecas, riyales de Saudiarabia, dirhams de los Emiratos Arabes Unidos, y algunos otros en canastas de monecas. Asimismo han sido emitidos en ECU's,*/ - Derechos especiales de Giro etc."²⁶ estos responden sensiblemente a los diferentes tasas de interés y mercados de capital en el mundo, dependiendo del centro financiero en el cual han sido colocados. **/

*/. Unidades de cuenta Europea.

²⁶/ The international capital market" pag. 12 Prepared by Orion Bank, Published by Euromoney, 1981.

**/ Vease la parte referente a las tasas de interés prevaleciente en los mercados de capital, en la pag. de ésta tesis.

B.I.O. PRINCIPALES INSTRUMENTOS DEL MERCADO.

Los principales instrumentos del mercado son considerados, - por el proceso de contratación en 2 grandes agregados: como préstamos directos y emisiones de bonos.

PRESTAMOS DIRECTOS.- incluye las operaciones de captación de crédito a plazos mayores de 1 año, como créditos de portafolio ó en cartera, sindicaciones y "club deals".

Estos son considerados por el plazo que logra el prestatario - como créditos de largo plazo, aún cuando tienen usualmente un carácter revolvente y el fondeo bancario es de corto plazo.

EMISIONES DE BONOS.- Estos se clasifican según el tipo de rendimiento que otorgan, el lugar de residencia del prestatario, y el centro financiero en el cual han sido colocados.

TIPO DE REN-

DIMIENTO.

Desde ésta perspectiva son considerados como - emisiones a tasa fija (Fixed interest bond"), y - emisiones a tasa flotante ("Floating Rate Notes, FRN's").

LUGAR DE RESIDENCIA

DEL PRESTATARIO.

Existen dos grandes grupos, aquellos considerados como bonos internacionales y aquellos considerados como bonos domésticos.

CENTRO FINANCIERO

DONDE HAN SIDO

COLOCADOS

Estos pueden ser considerados como Euro-bonos, y bonos externos ("Yankee bonds"), */ algunos otros centros financieros les otorgan nombres específicos, dependiendo de la relación existente con el prestatario; un caso específico lo es Japón, los bonos externos son conocidos como bonos del "mercado Samurai" ("Samurai bonds market"), y los bonos domésticos son conocidos como bonos "GENSAKI" útiles para fines gubernamentales.

*/ El mercado de bonos "Yankee" es aquel en el que participan prestarios externos (no-residentes) en el mercado de capitales de los E.U. conformando la parte más importante del mercado de bonos externos del mundo.

B.I.I. EMISION DE BONOS EXTERNOS A TASA FIJA.

Esta caracterización incluye todas las operaciones de bonos que se efectúan en los mercados financieros externos de todo el mundo, - emitidos bajo una tasa de interés constante, suscritos por un grupo de bancos-residentes en primera instancia y distribuidos sobre una base similar a las emisiones domésticas.

Los documentos han sido emitidos de tal forma que preservan el carácter anónimo del propietario, y los intereses, son pagaderos normalmente sin impuestos a los tenedores no-residentes en el país de la emisión.

Cuando se realiza alguna emisión, los inversionistas normalmente desean invertir en obligaciones de los países con un gran nivel crediticio en los mercados internacionales.

También pueden invertir en emisiones de países con los cuales tienen nexos históricos, ó en bonos de países en la misma zona geográfica. Posteriormente, los inversionistas deberán decidir el tipo de prestatario aceptable para ellos.

Una guía del nivel crediticio de los prestatarios en los mercados de capital, está disponible donde los bonos han sido cotizados por agencias especializadas, esta actividad es conocida como "Credit rating".

Los más importantes "ratings" los emiten en los E.U. por Standard and Poor's Corp. y Moody's y se refieren al grado de riesgo inherente a la promesa de pago del capital e intereses al vencimiento.

STANDARD AND POOR'S CCRP.	MOODY'S	DESCRIPCION.
AAA	Aaa	<u>El más alto nivel de crédito.</u> (El menor grado de riesgo de inversión.)
AA	Aa	<u>Alto nivel de crédito.</u> (bonos de alto grado de seguridad)
A	A	<u>Nivel intermedio alto de crédito</u> (nivel intermedio-alto para bonos).
BBB	Baa	<u>Nivel intermedio-bajo de crédito.</u> (donde elementos especulativos se inician).
BB	Ba	<u>El más bajo nivel de crédito.</u> (menores características para inversión, elevado nivel de riesgo especulativo).

Las características BBB ó Baa hacia arriba son consideradas como confiables. Estas constituyen inversiones seguras para un amplio rango de instituciones de los E.U. En Londres este servicio lo da "EXTEL STATISTICAL SERVICES", y sus rangos van de la (A--E). Canadá utiliza el "CANADIAN BOND RATING SERVICE" y sus rangos van de la A--D.

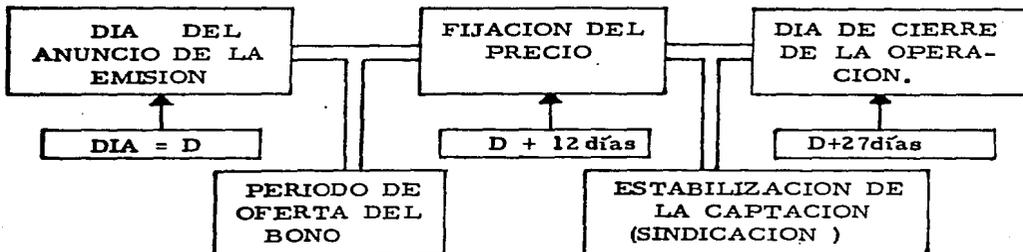
Cuando no aparece el "rating" en alguna emisión, implica que no ha sido obtenido todavía en el mercado de capital de los E.U.

CARACTERISTICAS

Hay diferencias tanto en Europa como en E.U., en los nombres otorgados a las obligaciones en suscripción, y en los procesos de captación de recursos de los bonos.

La estructura asumida en Europa/Londres es alternativa de la utilizada en los E.U. Sin embargo, las divergencias estratégicas se encuentran en las relaciones básicas contractuales sobre las cuales atan a "suscriptores y co-managers" en las emisiones.

Existen 3 fechas significativas alrededor de una emisión internacional, las cuales son estructuradas de la siguiente manera:



D. La fecha de Anuncio de la emisión, donde los suscriptores y el grupo de venta son invitados por telex a unirse a la sindicación.

D+12. En el día de la fijación del precio, las condiciones de la nueva negociación son registradas y el precio de los bonos ofrecidos a las inversionistas es fijado. Aproximadamente dos semanas más, los líderes de la operación, suscriptores y miembros del grupo de venta pagan a los emisores las obligaciones que han comprado y la oferta es cerrada.

La responsabilidad directa de la colocación de ésta o éstas obligaciones, le corresponde al banco líder o gerente y en muchas de las ocasiones es una institución con gran fuerza financiera en el euro mercado.

Los materiales que inicialmente prepara el banco líder son dirigidos a los "co-líderes", "suscriptores" y "miembros del grupo de venta.

Los co-líderes, son seleccionados por su habilidad de colocar las obligaciones y su plena disposición a movilizarse para apoyar el precio de una nueva emisión. Generalmente hay entre 8 y 10 co-líderes en una operación y juntos con el banco líder, conforman lo que se conoce como el grupo de manejo. ("management group").

Los suscriptores son instituciones bancarias con poder de colocación en el mercado secundario. Este conjunto de instituciones conforma el cuerpo de la obtención de fondos, y los miembros del grupo de venta son típicamente pequeñas instituciones.

Todos los participantes reciben el prospecto. Este es enviado en una forma preliminar en el día de anuncio y es enviado nuevamente como copia final después del día de fijación del precio de la emisión. Este incluye tres secciones:

- * UNA DESCRIPCION DEL EMISOR ó PRESTATARIO.
- * LA DESCRIPCION DE LOS VALORES U OBLIGACIONES OFRECIDAS.
- * LOS TERMINOS o CONDICIONES DE LA SUSCRIPCION.

DESCRIPCION DEL EMISOR ó PRESTATARIO.- Esta incluye la revisión histórica del manejo y dirección de la empresa en los últimos cinco años, las declaraciones de sus estados financieros y un

detallado estudio de la estructura del capital, junto con una declaración de como intenta usar los fondos.

Para el caso de un gobierno, la historia de éste debe ser descrita, el crecimiento de su economía por sector y los presupuestos próximos pasados. Asimismo, los planes y proyecciones de desarrollo futuros, así como la situación de su balanza comercial y de pagos, la deuda pública externa y las reservas de oro mantenidas.

La descripción de las obligaciones cubren: el monto del préstamo, denominación, tasa de interés (o cupón), plazo y fecha de vencimiento, status, mandato de la amortización y prepago opcional, eventos de penalidad o "defaults", el registro en la bolsa de valores y otros detalles de índole legal.

Los documentos adicionales a un prospecto incluyen:

- * ACUERDO DE SUSCRIPCION
- * ACUERDO ENTRE BANCOS GERENTES ó LIDERES.
- * ACUERDO ENTRE SUSCRITORES.
- * ACUERDO DEL GRUPO DE VENTA.
- * ACUERDO DEL AGENTE FISCAL ó AGENTE PAGADOR.

En la última parte del prospecto se enlistan los suscriptores, el precio en el cual las obligaciones son compradas y la estructura -

de las comisiones.

La estructura general de un bono incluye:

A La sindicación.

- * Banco líder y co-líderes
- * Suscriptores
- * Miembros del grupo de venta

B Documentos.

- * Prospecto
- * Acuerdo de suscripción
- * Acuerdo entre bancos líderes.
- * Acuerdo entre suscriptores.
- * Acuerdo del grupo de venta.
- * Acuerdo del agente fiscal ó pagador.

C Cartas

- * De invitación a los suscriptores
- * De aceptación de participación
- * De instrucción de reparto.
- * De invitación a los miembros del grupo de venta.,

D Telexes */

- * Comunicado de prensa **/
- * Invitación a los bancos co-líderes y suscriptores.
- * De invitación a los miembros de venta.
- * De instrucciones de venta al menudeo.

El telex enviado a los suscriptores juega un papel estratégico, ya que en éste se especifican las condiciones de participación, de descripción del prestatario, las condiciones y el calendario de la operación, su posición dentro de la sindicación, y las restricciones de venta. En esta última parte se enlistan las Naciones donde la venta y oferta es prohibida. A menos que éstas obligaciones sean registradas en la bolsa de valores respectiva y de acuerdo a los lineamientos legales establecidos por cada país.

La forma de cotizar el precio de una emisión a tasa fija depende de la demanda que se tenga de éste. Sin embargo, la demanda real se ve distorsionada porque los miembros del sindicato tienden a

- */ Cabe hacer notar que generalmente se omiten las cartas, enviando conjuntamente las instrucciones a los participantes vía telex.
- **/ Generalmente todas las emisiones en el Euromercado son anunciadas a través de un comunicado de prensa, la noticia es enviada a los mayores periódicos financieros y servicios telegráficos, y una copia es enviada a la bolsa de valores.

comprar y pedir bonos para sus clientes y no a su favor. Estos solicitan más bonos de los que pueden vender, por temor a que siendo su demanda modesta puedan ser expulsados ó no invitados a una nueva sindicación. De esta manera, la demanda total queda exagerada desde el inicio de la operación, ésto ocasiona frecuentemente el efecto de "dumping", que no es sino, cuando los miembros colocan los bonos en el mercado secundario antes de fijar el precio de la emisión.

Esto causa inmediatamente efectos erráticos en el mercado que originan una declinación precipitada del precio, y en última instancia incide sobre el crédito del prestatario.

El banco líder presenta la estructura de la demanda por área geográfica, y junto con los bancos líderes la analizan en detalle. Sobre la base de ésta información el grupo de manejo decide que precio recomiendan al acreditado.

En función de ésta demanda, el precio de la emisión puede ser fijado por arriba o debajo de su valor nominal y cuando el valor de redención y el valor nominal son idénticos se dice que el bono "es redimible a la par". (100%)

Si un bono redimible a la "par" es comprado en una fecha de pago de intereses a su valor nominal, el inversionista ganará precisa-

mente la tasa de interés estipulada en el bono. Si desea obtener una tasa mayor, debe comprar el bono a un precio mas bajo que el valor nominal; si está dispuesto a ganar una tasa menor, estará dispuesto a pagar un precio arriba del valor nominal.

PREMIO DE UN BONO.- Ocurre cuando el precio de compra en el mercado es mayor que su valor de redención.

DESCUENTO DE UN BONO.- Se dice que un bono es comprado a descuento si su precio de compra es menor que su valor de redención.

PRECIO DE COTIZACION DE UN BONO.- Los bonos son generalmente ofrecidos a "precio colocado" expresado como porcentaje del valor nominal, sin embargo el término "porciento" se omite. El precio cotizado es lo que previamente se ha designado como valor en - - libros y será el precio de compra únicamente si ha sido cotizado en una fecha de pago de intereses.

La selección del emisor para fijar el precio de la emisión no es fácil. Una regla fundamental es evitar sobrepasar el margén de descuento cuando se fija el precio de una emisión, de tal forma que sea apoyada a través de la estabilización del mercado, y en un monto no mayor a la "concesión de venta".

Este aspecto guarda una relevancia psicológica, ya que abajo de éste límite los suscriptores comienzan a perder por diferencia sus comisiones, y los miembros del grupo de venta y los inversionistas que han comprado obligaciones están también incurriendo en ellas.

ESTABILIZACION DE LA EMISION EN EL MERCADO

El precio de cotización de las emisiones puede moverse dentro de cierto rango. Si existen presiones a la venta de nuevas emisiones, el banco líder puede apoyar el precio, comprando éstas y suavizando éstas presiones. Inversamente, si se desarrolla un exceso de demanda, el "banco líder" puede vender bonos en el mercado a fin de mantener el precio bajo o estable.

Este hace la distribución final entre los inversionistas, suavizando los patrones de demanda de los bonos ofrecidos. Si ésta fuera dejada al mercado, las fluctuaciones tan volátiles en los precios atraerían inmediatamente a especuladores, mientras que los inversionistas finales, cautelosamente tendrían que esperar el precio final y el riesgo financiero aumentaría.

Durante la estabilización 2 diferentes mercados se pueden desarrollar. El mercado primario que es formado por el banco líder y los bancos demandantes y el mercado secundario que es formado por los bancos e inversionistas finales.

B.1.2 EMISIONES PUBLICAS Y PRIVADAS.

La diferencia fundamental entre una emisión pública y una emisión privada consiste en que ésta última no es registrada en bolsas de valores reconocidas, por lo menos en su distribución inicial. Normalmente éstas emisiones no son anunciadas publicamente, ni ampliamente sindicadas. */

Los mercados más importantes de emisiones públicas los constituyen en orden decreciente:

- * MERCADO DEL EURODOLAR
- * MERCADO INTERNACIONAL ALEMAN
- * MERCADO INTERNACIONAL SUIZO
- * MERCADO HOLANDES

A) EMISIONES PUBLICAS

MERCADO DEL EURODOLAR. - Las características de una emisión pública en este mercado pueden ser resumidos como sigue:

- * La emisión es dirigida y suscrita por un sindicato internacional de Bancos comerciales.

*/ La estructura y organización de las emisiones privadas es analizada en la sección destinada a colocaciones privadas en ésta tesis.

- * Los valores emitidos conservan la anonimidad del tenedor de los bonos.
- * Los intereses son pagaderos libres de impuestos.
- * Las emisiones son registradas en una bolsa de valores reconocida internacionalmente, normalmente en Londres o Luxemburgo.
- * El mercado no esta regulado, no existe ningún sistema de cuotas u operaciones administradas por alguna autoridad.
- * En éste mercado acuden muchos inversionistas individuales y los plazos van de 3 a 20 años.

MERCADO ALEMAN. - La estructura y procedimientos de las -
sindicaciones, suscripciones y del grupo de venta son similares a las
emisiones públicas en eurodólares. Generalmente las emisiones no
exceden los 100,0 millones de marcos alemanes (aproximadamente 56,0
millones de dólares).

Existen algunas emisiones excepcionalmente mas grandes realizadas por el Banco Mundial, la Comunidad Económica Europea y Algunos gobiernos e instituciones. Los bonos deben ser registrados en --
las bolsas de Valores existentes, siendo la mas usual en Frankfurt. -
Bajo un manejo normal, las operaciones tienen comisiones de suscripción y de venta de aproximadamente 1/2% sobre el total suscrito.

En condiciones comunes los vencimientos tienden a ser mas cortos que las emisiones en eurodólares, pero éstos puede cambiar en respuesta a diversificación entre los inversionistas y deudores.

MERCADO SUIZO. - Las autoridades suizas no simpatizan mucho con los emisores externos, sin embargo éste es un mercado "externo", no un mercado internacional: ^{*}Las leyes suizas y la práctica prevalece y los hechos futuros en los mercados cambiarios del mundo harán mayor o menor la extensión y determinación de la actitud de las autoridades suizas hacia los mercados externos de bonos en Suiza. Las autoridades, por lo tanto, han colocado un número de restricciones a los prestatarios o emisores potenciales e inversionistas en este mercado.

Las emisiones deben ser registradas en los mejores bolsas de valores de Suiza, en Zúrich, Genova, Basilea y Berna.

Los vencimientos oscilan entre 10 y 15 años y el "Swiss National Bank" permite prepagos opcionales por el prestatario, siempre y cuando éstas no ocurran dentro de los primeros 6 años de la fecha de la emisión.

La emisiones no son mayores a 100 Millones de Francos Sui-

^{*}/ Ver lo referente a mercado externo en la pag. 30 de esta tesis.

zos, y además los bonos son disponibles en pequeñas denominaciones que van de 5000 a 100 000 francos Suizos. Estas emisiones son normalmente llevadas al mercado por un socio mayor de las sindicaciones firmemente establecido y conformado para manejar las emisiones en Francos Suizos para prestatarios externos. El "Lloyds Bank International Ltd." (Suiza) es uno de los cuatro socios mayores en las sindicaciones de éste mercado.

MERCADO HOLANDES.- Las emisiones en éste mercado las pueden hacer prestatarios extranjeros a través del mercado doméstico. Este mercado es regulado, existiendo un sistema ordenado por el banco central de Holanda.

Los montos máximos disponibles para una emisión es de aproximadamente 75.0 millones de florines Holandeses aunque cantidades mayores pueden ser alcanzadas bajo el criterio del Banco Central Holandés.

Los plazos de las operaciones oscilan entre 10 y 12 años con una vida promedio de 5. a 7 años.

Una proporción usualmente entre 15% y 25% de una emisión hecha por prestatarios externos es colocado en el exterior para su venta. Para facilitar la venta de ésta porción, uno o varios bancos ex-

ternos son suscritos como CO-LIDERES.

Las comisiones de suscripción y de manejo es de aprox. 1-1/2% y la comisión de venta es de aprox. 5/8%.

Los bonos son registrados en la bolsa de valores de Amsterdam y los montos van hasta DFL 1,000 cada uno.

EMISIONES PRIVADAS

MERCADO DEL EURODOLAR. - En este mercado es posible emitir bonos a prestatarios de primera calidad sin prospectos y sin la necesidad de registrar las obligaciones en bolsas de valores, además, sin un sindicato de suscriptores. Estas operaciones son conocidas como "COLOCACIONES PRIVADAS".

Los bonos son emitidos normalmente en denominaciones de \$ 1,000 a \$ 5,000 dólares al portador y el interés es pagadero anualmente. Las emisiones son compradas por un grupo pequeño de bancos (entre 1 y 10).

Los vencimientos, montos y comisiones son menores que una emisión pública.

Una variante en el 'mercado, lo constituyen las colocaciones privadas registradas, éstas son emisiones mayores que las anteriores y los montos mínimos van de \$ 250,000.00 dólares a \$1'000,000.00 dólares. Los vencimientos son mayores a 10 años y los documentos son:

* ACUERDO DE COMPRA.

* ACUERDO DEL AGENTE PAGADOR.

* PAGARES.

MERCADO ALEMAN. - Hay 2 formas de colocaciones privadas.

La primera es regulada por el "comité de emisiones de Capital" en el tiempo y tamaño de la emisión. No son registradas en bolsas de valores y, por lo tanto: no requieren un prospecto. Las comisiones los montos y los plazos tienden a ser menores que las emisiones públicas. La segunda forma de colocaciones privada es de largo plazo y a tasa fija **/. Estas no están sujetas al "comite de emisiones" y la medida de los préstamos es muy flexible, puede variar de DMK 20 millones a DMK 500 millones. (aprox. \$ 11.0 millones a \$ 273.0 millones de dólares). Los plazos dependen de las condiciones corrientes del mercado (van de 15 a 20 años), y la documentación es simple y -

**/ Hay que hacer notar que no todos los bancos comerciales tiene la misma capacidad para prestar a mediano y largo plazo.

consta unicamente de un acuerdo de crédito; los costos de la emisión son muy bajos y no existen comisiones de suscripción ni de venta.

MERCADO SUIZO.- En éste mercado el comercio de emisiones privadas es prohibido, los plazos de vencimiento son usualmente entre 5 y 8 años. Ocasionalmente el "SWISS NATIONAL BANK" puede garantizar excepciones especiales a prestatarios, tales como agencias internacionales para emitir colocaciones privadas con plazos de alrededor de 10 años.

La ausencia de gasto publicitarios, comisiones de registro y bajas comisiones legales reducen considerablemente los costos de una colocación. Las emisiones pueden ser en grandes sumas y los pagarés tienen denominaciones mínimas sin retención de impuestos al igual que en las emisiones públicas.

MERCADO HOLANDES.- Hay 2 tipos de colocaciones, las conocidas como "euros" y las domésticas. Las primeras alcanzan montos arriba de Dfls. 75.0 millones y sus plazos tienen un vencimiento máximo de 7 años. Estas son al portador y los pagarés tienen denominaciones de D. fls. 10,000.00. son vendidos por un sindicato de venta y las comisiones llegan a sumar aprox. 1-1/2%. Las emisiones del mercado doméstico tienen plazos entre 15 y 20 años y su vida promedio es entre 10 y 11 años.

B.1.3. EMISION DE BONOS A TASA FLOTANTE

La primera emisión de éste tipo de instrumento se hizo en el mercado internacional de capital en 1970. Sin embargo, fué hasta 1975 en que los FRN's comenzaron a tener mayor relevancia en el mercado.

Esto fué resultado de un período de gran inflación e inseguridad que repercutió sobre las tasas de interés, y, consecuentemente, los inversionistas redujeron sus inversiones en instrumentos con tasa de interés fija */

CARACTERISTICAS

" Estas emisiones se hacen normalmente en Eurodólares, y los principales prestatarios han sido corporaciones industriales e instituciones financieras. El plazo oscila entre 5 y 7 años, aunque algunas instituciones de primera (AAA, BBB) han tenido mayores plazos. El cupón o rendimiento es fijado cada 6 meses y está cimentado sobre un "spread o diferencial fijo arriba de la cotización de los depósitos a 6 meses en el mercado interbancario de Londres". 27/

*/ Hay que hacer notar que las tasas reales de interés positivas son resultado de diferenciales mas altos de las tasas de interés nominales sobre el crecimiento inflacionario. Esto permite alentar a los inversionistas a colocar sus fondos en instrumentos con expectativas mas rentables.

27/ "The floating rate Note Market", pag. 17, capítulo 5.
"Seminario sobre el mercado de Eurocréditos" SHCP y DEUTSCHE BANK A.G. FRANKFURT, Alemania.

Estos rangos van aproximadamente de 1/2% a 1-1/4% normalmente, dependiendo de las condiciones del mercado en el momento de emisión, y nivel crediticio del emisor.

La mayoría de éstas emisiones se han ofrecido con cupones mínimos de 5-1/2% a 8%. Sin embargo, hay una preferencia distinta para un cupón mínimo, aplicado a través de la vida de la emisión, donde el cupón depende de las condiciones del mercado y de las expectativas de los niveles futuros de la tasa libor.

Las emisiones a tasa flotante, pueden ó no ser suscritas, dependiendo de las condiciones del mercado en el momento de su oferta. Bajo el supuesto de que la emisión ha sido suscrita, la estructura de las comisiones que pagará es típicamente la siguiente:

<u>COMISIONES</u>	<u>5-6 Años</u>	<u>7-10 Años</u>	<u>10-20Años</u>
	%	%	%
DE MANEJO	3/8	3/8	1/2
DE SUSCRIPCION	3/8	3/8	1/2
DE VENTA	<u>1-1/4</u>	<u>1-1/2</u>	<u>1-1/2</u>
TOTAL	2%	2-1/4	2-1/2

Como los "FRN's" son invariablemente registrados en bolsas de valores -Usualmente la de Luxemburgo ó del Reino Unido- y algunas -

otras veces en Singapore y Hong Kong, un prospecto es solicitado.

De ésta manera es factible considerar las emisiones con capacidad de "mercadeo" bajo las leyes de varios países, y por lo tanto; con amplio rango de inversionistas potenciales.

Las ventajas de las emisiones a tasa flotante FRN's como instrumentos de crédito son:

- * MAS ATRACTIVOS A LOS INVERSIONISTAS.- Los FRN's son en muchos casos más atractivos que los préstamos directos porque éstos pueden ser comprados en montos más pequeños que las participaciones mínimas normales. Como resultado de su facilidad de manejo, muchos bancos suscriben en montos mayores que sus participaciones en créditos sindicados.
- * NO ENVUELVEN RIESGOS ADICIONALES.- Los FRN's son atractivos para los inversionistas no-bancarios, porque a diferencia de los instrumentos a tasa fija, no envuelve pérdidas de ingresos por fluctuaciones en las tasas de interés.
- * MEJORES CONDICIONES PARA EL PRESTATARIO.- El margen sobre libor es en muchas ocasiones menores en los FRN's que en los créditos sindicados. Además, si el prestatario -

desea amortizar ó pagar y las emisiones estan cotizadas bajo par, entonces el costo de comprarlas prematuramente en el mercado es menor en esas circunstancias, que bajo un crédito sindicado.

B.1.4. CREDITOS EN EURODIVISAS.

Estos créditos son mejor conocidos como "créditos directos, créditos de portafolio; ó carteras". La característica fundamental es la moneda utilizada y el origen del prestatario. Los Eurocreditos se refieren a los préstamos hechos en moneda no-residente, y prestatario no-doméstico, por lo que éstos créditos se hacen en su mayoría sobre la base de tasas de interés flotante y en una proporción mínima sobre tasas de interés fijas.

Puede señalarse que éste es el financiamiento que se utiliza con mayor intensidad en los mercados financieros por la sencillez que presenta, utilizando como documento: "el pagare".

Este tipo de crédito lo otorga directamente un banco sin mas trámite que la expedición de éste documento con las características de la operación. Aunque también se utilizan otros documentos alternativos, tales como: letras de cambio, ("DRAFTS"), cartas de crédito ("LETTERS OF CREDIT") y convenios ("AGREEMENTS").

Los montos no son muy grandes, normalmente oscilan entre 5 y 10 millones y los plazos no superan generalmente los 2 años.

Los pagarés constan de varias cláusulas sobre los cuales el prestamista cubre su riesgo financiero. En la primer cláusula se estipula

el nombre del acreditado y la promesa incondicional de pago futura. Asimismo el nombre del prestamista y lugar del pago, además, el monto total en préstamo, la moneda de curso legal, la forma de pago de capital e intereses, el plazo tanto de inicio como de vencimiento del crédito, y la vigencia de éste.

En la segunda cláusula generalmente se estipula la tasa de interés utilizada y el diferencial aplicable en cada período de intereses, además de aclarar, en caso de retenciones de impuestos quien pagará éste (el prestatario ó prestamista). Al respecto podemos ver la estructura de los pagarés utilizados por el "WEST BANK OF MINNEAPOLIS" remitiendo lo siguiente:

"El acreditado hará todos los pagos tanto de principal, intereses y demás cantidades pagaderas conforme a éste pagaré, libres de y sin deducción alguna por cualquier impuesto, recaudación, contribución, deducción cargo ó retención y cualquier responsabilidad fiscal, en relación con dichos pagos, pagaderos en cualquier jurisdicción ---- La retención ó deducción de impuestos de cualquier de los conceptos antes señalados de cualquier cantidad pagadera conforma éste pagaré, la acreditada PAGARÁ en la fecha en que dicha contidad sea pagadera, aquellas cantidades adicionales que sean necesarias....." */

*/ En el caso de México, la retención o cobro de impuestos sobre intereses está regulado por el Artículo 154 y 154-A del Impuesto sobre la renta, excluyendo créditos con 5 años de plazo y a tasa fija.

La tercer cláusula se refiere a la tasa base utilizada por el cálculo de los intereses pudiendo ser cualquiera de los siguientes:

* COMERCIAL (360/360 días)

* MIXTA (365/360 días)

* NATURAL (365/365 días)

* INVERSA (360/365 días)

La cuarta cláusula se refiere fundamentalmente a las condiciones de insolvencia ó moratoria y las leyes sobre las cuales estará regido este pagaré.

La última parte esta destinada a las firmas y fecha de la operación.

La base de cálculo comunmente utilizada por los bancos es la mixta, por la ventajas diferenciales para el prestamista con respecto de las otras bases y es definida de la siguiente manera:

"... Los intereses a los que se refirió este pagare se computaron sobre la base de un año de 360 días y el número de días calendario realmente transcurridas..."

CAPITULO II

CREDITOS NO-FINANCIEROS.

C.0.0. - CARACTERISTICAS.

Este tipo de créditos no son obtenidos directamente en los mercados internacionales de capital ya que se otorgan a través de organismos financieros gubernamentales y empresas privadas que contribuyen con estos financiamientos a fomentar las actividades productivas y el comercio internacional entre países, por lo que los recursos obtenidos no son de "uso libre".

Esta condicionante es lo que le da el carácter de crédito NO-FINANCIERO, puesto que el capital en préstamo no tiene fines especulativos y se encuentran generalmente "atados" a proyectos o inversiones de fomento específicas, por parte del acreditado impidiendo el libre uso y movilidad de los fondos y limitándolos específicamente a la adquisición de bienes y servicios necesarios para la acumulación y reproducción de capital productivo.

Los créditos que otorgan estas instituciones están estrechamente ligados al fomento de las exportaciones e importaciones, por lo que las tasas de interés cobradas por su uso son generalmente mas bajas que las cobradas en créditos con similares condiciones de contratación.

en los mercados de capital. Estas tasas comúnmente conocidas como "pre_{ferenciales}" y fijas, sin diferencial y en condiciones flexibles para el prestatario. */

Los periodos de vencimiento generalmente son a mediano y - largo plazos diferenciándose por el período de gracia. Los primeros - - generalmente tienen gracia de 2 a 3 años, mientras que los segundos (períodos que va de 10 años en adelante) comúnmente no los tienen.

Una característica fundamental de éste tipo de créditos es que, si bien los créditos financieros incurren en intereses adicionales por "moratoria", es decir por incumplimiento de pago el día estipulado, - los créditos no-financieros no tienen penalidades, ya que mantie- nen un "seguro de riesgo" que no es sino una forma de cobertura financiera para reembolsar o pagar intereses y capital en la fecha es- tipulada. Generalmente quienes otorgan éste tipo de "seguros de ries- go" son Instituciones Bancarias y Financieras privadas.

*/ Las tasa de interés cobradas en éste tipo de créditos oscila entre 7 y 10%, fijada desde el inicio de la operación.

Las instituciones que otorgan éste tipo de créditos son fundamentalmente, proveedores, organismos financieros internacionales y Bancos de fomento de Exportaciones.

C.1.1.- CREDITOS PROVEEDORES.

Son aquellos créditos que otorgan las empresas de diferentes países con el propósito de financiar el abastecimiento de bienes de capital y refacciones a las industrias que las requieran. Generalmente provienen de las matrices a sus filiales en país de mediano desarrollo, aunque no es una condición excluyente, también acuden a éste tipo de financiamiento otras empresas privadas ó del estado.

Los créditos se otorgan fundamentalmente en la moneda de residencia del proveedor ó exportador, por lo que, en el caso de tratarse de bienes y servicios de países cuya moneda tiende a revaluarse, el costo financiero es mayor. Los plazos de financiamiento son menos atractivos que los otorgados en los mercados financieros, y están condicionados a la adquisición de los productos del proveedor.

Una desventaja propia de éstos créditos consiste en una mayor dificultad de contratación en comparación con créditos de mercado, debido a la creciente complejidad resultante de los volúmenes de financiamiento requeridos por los prestatarios, que dependen cada

vez más de tecnología y de esos recursos, que por la incapacidad -- de otorgar éste tipo de financiamientos, resultan escasos.

El factor riesgo ha sido otra consideración en el aprovisiona-- miento de recursos al prestatario, ya que debido a su "insuficiencia"-- los proveedores, han preferido transferirlo a las instituciones banca-- rias, obteniendo así sus pagos sin alterar su estructura financiera.

Es regla común entre los proveedores otorgar créditos en mon-- tos del 85% del valor total de los bienes y el resto es pagado por anticipado. Posteriormente la obligación es endosada al banco con que trabaja el proveedor.

En algunos países, (Brasil, España, Francia y Países bajos) - existe la obligación de entregar los documentos al banco central para su cobro. Los bancos centrales de esos países tienen acuerdos bilate-- rales a través de cámaras de compensación de comercio exterior.

Las tasas de interés han sido heterogéneas en los últimos -- años puesto que cada proveedor busca el máximo beneficio al otorgar sus créditos y depende, primordialmente, de la negociación por parte -- del prestatario. No obstante, los créditos otorgados por proveedores de países con cámaras de compensación de comercio exterior tienden a tener tasas bajas que oscilan entre 7% y 9% anual.

En algunos casos los montos requeridos llegan a sobrepasar los 40 millones de dólares, no obstante el grueso de las operaciones tiende a efectuarse sobre montos más pequeños que oscilan entre 2.0 y 20.0 mills. de dólares, los vencimientos tienden a ser de mediano -- plazo, aunque una proporción considerable se efectúa a largo.

En la mayoría de los casos el proveedor cobra determinadas -- comisiones por efectuar las operaciones, por colocar los productos en los barcos y por garantizar los envíos, así como asegurar los pro- -- ductos contra riesgos. Las comisiones de embarque son en su mayo- ría de 1/2% sobre el valor total de los productos y las comisiones -- por garantizar el envío es aproximadamente de 1/8%.

Sobre los seguros de crédito siempre son a cargo del usuario de los fondos y varía de país en país. Para Francia este seguro se conoce como "COFACE" y el costo va de 0.5% a 0.85 anual por una --

sola vez sobre el monto total del crédito; para Italia existe el "SACE" y es pagado en el momento de efectuarse la operación; en España existe el seguro de "CESNE" otorgado por el BANCO EXTERIOR y cuyo costo oscila entre 2.5% sobre el capital y 0.1% para intereses.

Otros países otorgan seguros más costosos debido a que no tienen un organismo de compensación, ni acuerdos bilaterales, por lo que éstas operaciones las efectúan generalmente bancos de reconocido prestigio y de carácter oficial.

Noruega, a través del Export Finance, otorga seguros que oscilan entre 2% y 2.5%, sobre el monto total; Suecia, a través del Swedish Export Credit y del Skandinaviska Enskilda Banken, concede seguros entre 2% y 6% sobre el capital; Alemania tiene seguros de 3% a 5%; los países bajos e Inglaterra dan seguros de 2.5% a 3.5%.

Los documentos utilizados en estos créditos, son similares a los créditos directos ó carteras; no obstante que la relación entre prestatario y prestamista es la que da la característica específica al atar estos créditos a la adquisición de mercancías. Los documentos pueden ser pagarés a plazo determinado, con varios vencimientos, cartas o convenios de crédito y letras de cambio.

Además de ésto, el prestatario se ve en la necesidad de solicitar a su gobierno respectivo, el permiso de importación y pagar las cuotas respectivas de los productos. Esto guarda una importancia capital, ya que la importación de mercancía para la planta productiva - ó bien para las necesidades de las empresas debe ser acorde a las políticas de importación, o de lo contrario será imposible introducir "legalmente" los productos ya solicitados.

C.1.2.- CREDITOS BILATERALES.

Al igual que los créditos de proveedor, éstos se encuentran directamente relacionados con la adquisición de bienes y servicios. - Son también denominados "créditos oficiales", porque son los que otorgan gobiernos de un país a otro, a través de la garantía de sus agencias oficiales para el fomento de la exportación y la importación.

Los plazos y condiciones varían en función de montos, origen y destino de los fondos, , pero en general, se puede afirmar que son los créditos que contienen un mayor grado de "CONCESIONALIDAD", aunque por lo regular tienen también un alto grado de "CONDICIONALIDAD".

Las instituciones otorgantes de éste tipo de créditos son los -- "EXIMBANKS" tanto del Japón como de los Estados Unidos, aunque -- existen otros tales como el KREDIETBANK de Alemania, y los -- Bancos Centrales con "cámara de compensación de crédito externo" -- como el "CACEX" en Brasil y el CESNE en España.

"EXIMBANKS" - Estas instituciones generalmente subsidian a sus exportadores; captan recursos a tasas de interés mayores que las -

que cobran, por lo que algunos países han adoptado políticas restrictivas de importación, sobre todo los países industrializados. En los últimos años el financiamiento concedido por los eximbanks ha aumentado como resultado de los problemas críticos de financiamiento prestando a tasas de interés que oscilan entre 10% y 12%. Sin embargo, es extremadamente difícil negociar una operación de exportación que sea satisfactoria para ambas partes, generalmente benefician a los prestamistas ya que se fomentan actividades financieras, se preservan los empleos y los intereses de los exportadores de los países en cuestión.

" En la actualidad existen 3 tasas de préstamos de las cuales la más importante se apega a 11.35%. Esto no significa que los Eximbanks estén fuera de competencia, las tasas de interés de los nuevos créditos son cercanos a los costos financieros de fondeo de la institución, pero el peso promedio de préstamo es de 8.12%, mientras el costo de otros instrumentos ha estado por arriba del 10%.

Sin embargo las nuevas políticas de los Eximbanks muestran una clara tendencia a reducir sus pérdidas y a la vez reducir subsidios a la exportación, (El costo promedio de captación del Eximbank de los E.U.A. en octubre de 1981 era de 15.5%)". */

*/ Institutional Investor, May 1984.
"Transforming de Exim-banks" pag. 84.

Estos prestan a través de créditos directos de exportador importador, a través de créditos garantizados y a través de créditos asegurados. Estos dos últimos representan más de la mitad de los créditos otorgados por los Eximbanks y en el caso de los E.U. los créditos son asegurados por la Asociación Aseguradora de Crédito Externo. ("FOREIGN CREDIT INSURANCE ASSOCIATION").

Los créditos de tipo bilateral otorgados por los Eximbanks, tanto de E.U. como Japón, son usualmente extendidos en participación con créditos garantizados por otras instituciones financieras, generalmente bancos nacionales.

EXIMBANK DE LOS ESTADOS UNIDOS

Opera a través de ACUERDOS DE CREDITO ("Credit Agreements") y sus procedimientos son establecidos bajo la perspectiva de cubrir los desembolsos del EXIMBANK y los bancos. La cobertura abarca los fondos de crédito proporcionados por EXIMBANK, los fondos bancarios y la liquidez del prestatario en sus pagos.

Hay dos procedimientos básicos para la utilización de un crédito:

*PROCEDIMIENTO DE REEMBOLSO.

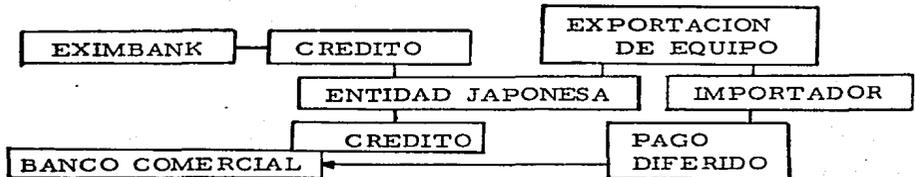
*PROCEDIMIENTO DE PAGO PROGRESIVO.

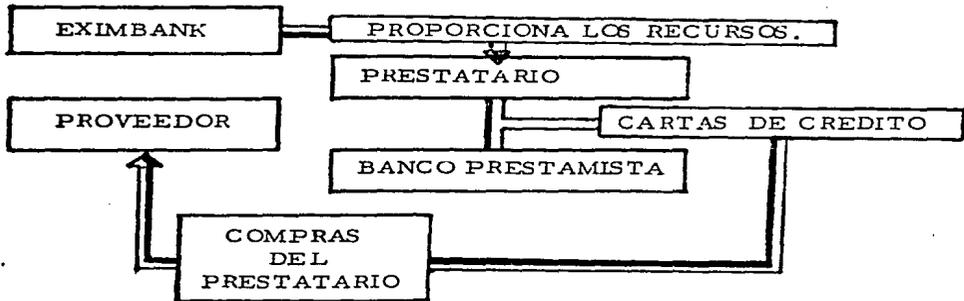
ESTRUCTURA OPERATIVA

CREDITOS DE PROVEEDORES DE EXPORTACION. - Se han otorgado a través del método tradicional de financiamiento de pago diferido a exportadores japoneses de maquinaria pesada, plantas industriales barcos y aviones.

El método tradicional consiste en un pago inicial, por parte del importador, de un 15% del valor contractual y el restante 85% garantizado por una carta de crédito ó carta de garantía. En el caso de importación de barcos, el pago inicial es de 20%; los créditos son concedidos en yenes japoneses.

La tasa de interés es fija, en acuerdo con los países desarrollados miembros de la OECD, a fin de evitar la competencia desmedida en el área de plantas industriales; la tasa de interés tiene un tope mínimo con un plazo máximo de amortizaciones.





El prestatario deberá acordar con el Eximbank la estructura -- de los desembolsos y los proveedores, a su vez, deberán ser informados sobre los documentos necesarios para disponer de los recursos; además debe haber copias de estos para informar a las autoridades.

"EL ACUERDO DE CREDITO" contiene los siguientes segmentos en su estructura:

- *PROCEDIMIENTO DE UTILIZACION
- *PROCEDIMIENTO DE REEMBOLSO O DE PAGO PROGRESIVO
- *PROCEDIMIENTO OPERATIVO.

PROCEDIMIENTO DE UTILIZACION.- Contiene la información general aplicable donde se le asigna el número del crédito otorgado por el Eximbank, el nombre del país del prestatario (lugar de destino

de los fondos) y el correspondiente prestamista (nombre del banco que otorga los fondos).

Sin embargo, antes de la utilización del crédito, el prestatario deberá someter la lista de adquisiciones solicitada al Eximbank; para ver si esta sujeta al procedimiento de reembolso o de pago progresivo.

La transportación de los productos por barco deberá hacerse en la marina mercante de los E.U., excepto en el entendido de que un permiso especial sea otorgado por la Administración Marítima de los E.U. al prestatario, para la transportación de los productos en otros barcos no-residentes. Este permiso de transportación permite únicamente cargar el 50% del embarque a cargo del importador y es garantizado únicamente durante la vida del crédito y sujeto a reportes continuos en cumplimiento con los términos del crédito.

Las provisiones en barcos con registro no-estadounidense —de acuerdo con la Administración Marítima— son elegibles de financiamiento bajo el "acuerdo de crédito". En caso de que no tenga permiso de la Administración Marítima y sean transportados en barcos no registrados no son elegibles.

PROCEDIMIENTO DE REEMBOLSO O PAGO PROGRESIVO. - El

prestatario deberá someter al eximbank los documentos de embarque ("on board") y la póliza de seguros para cada uno de los productos, así como - las condiciones de pago progresivo.

Además, los prestatarios deberán hacer las negociaciones en firme con los exportadores o proveedores, agentes de embarque y despachadores; entregar los documentos a las autoridades de Transportación Marítima antes de 20 días hábiles a la fecha de embarque, el documento deberá llevar el número del crédito, el lugar de destino y la característica del flete ("F.O.B. o F.A.S.").

Para ser elegibles de financiamiento los productos; servicios técnico o inversiones; el progreso de los pagos deberá ser hecho por el prestatario, dentro del período de la manufactura de los productos o en la construcción del proyecto, seguido del contrato aprobado por el EXIMBANK.

PROCEDIMIENTO DE REEMBOLSO. - Los documentos deberán estar hechos en suscripción del Eximbank en cada solicitud de desembolso. El prestatario puede solicitar en el momento en que le sea necesario que los desembolsos sean hechos por los acreditantes a la cuenta del acreditado en un banco comercial de los E.U. --previamente seleccionado por el prestatario y aceptado por el prestamista -- para reembolsar al presta-

tario la porción financiada de cualquier pago hecho por éste a los abastecedores de los E.U.

Los documentos deben ser:

- *LA SOLICITUD DE DESEMBOLSO.
- *EL CERTIFICADO DE PROVEEDOR.
- *FACTURAS PAGADAS.
- *"AVISO DE PAGO" AL EXPORTADOR.
- *CARTA DE EXPORTADOR EVIDENCIADO EL PAGO.
- *PERMISO DE IMPORTACION.
- *DOCUMENTOS DE EMBARQUE.

PROCEDIMIENTO DE PAGO PROGRESIVO. - Este consiste en un convenio o contrato de crédito y como accesorios una secuencia de letras de cambio o "drafts" que amparen el total del monto solicitado.

El prestatario puede solicitar a un banco comercial la aceptación o emisión de "CARTAS DE CREDITO" a favor del proveedor.

El banco comercial a su vez, pagará al proveedor en el momento de la presentación de los documentos, y el Eximbank -- reembolsará al banco comercial el pago que haya cubierto.

Los documentos estipulados son los siguientes:

- * SOLICITUD DE REEMBOLSO CON GARANTIA DE ACREDITADO.
- * CARTA DE CREDITO (con factura y orden de compra)
- * CERTIFICADO DE VENTA DEL PROVEEDOR.
- * OTROS DOCUMENTOS (Certificaciones, y declaraciones financieras).

Todas las enmiendas hechas a las cartas de crédito deben ser aprobadas por el Eximbank y el banco que concedió la línea de crédito.

PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS.

MONTOS VENCIDOS - A menos que el usuario de los fondos sea avisado, los intereses y el principal (bajo los créditos de Eximbank) deberán ser enviados por el prestatario por correo 45 días antes de su fecha de vencimiento.

Los intereses acumulados en montos desembolsados por el Exim bank, subsecuentes a la fecha de pago, no serán pagaderos en la fecha de pago de intereses especificada en la fecha estipulada en el documento, sino en la fecha siguiente de pago de intereses, que serán redocumentados. En calculo de las comisiones y cargo del crédito serán

enviadas al prestatario para su pago.

En el caso de que un desembolso ocurra POSTERIORMENTE a la fecha de vencimiento (reduciendo el balance de desembolsos de crédito y a su vez las comisiones) el acreditado puede remitir información del monto correcto de la comisión. Alternativamente puede remitir el monto documentado por Eximbank y cualquier exceso será mantenido sin interés sobre la cuenta del prestatario y mostrado como un ajuste en los próximos documentos, y elaborados por separado.

Los productos manufacturados deberán ser originarios de los E.U. o bien con un grado de integración o de materia prima con una mínima proporción externa.

Sobre la fecha de vencimiento del crédito podemos decir que: cualquier solicitud para la extensión de la fecha de vencimiento, para el acreditado, deberá ser hecha a los prestamistas por escrito para su consideración, estipulando las razones de la solicitud y deberán ser sometidas mucho antes de la fecha de vencimiento para dar tiempo a la respuesta del acreditante.

EXIMBANK DE JAPON..- El objetivo principal de ésta institución es el de estimular y complementar el financiamiento de bancos comerciales japoneses a la exportación que incluye:

- * LA EXPORTACION DE PLANTAS INDUSTRIALES.
- * LA EXPORTACION DE BARCOS
- * EL DESARROLLO DE RECURSOS NATURALES
- * LA INVERSION HACIA EL EXTERIOR.

La política crediticia adoptada por el eximbank de Japón se apo ya sobre los préstamos en condiciones cuasi-comerciales, (no así la O.E.C.F. */ cuya misión a través de la O.D.A. es la cooperación económica de Japón con otros países, dando créditos blandos y usualmente referidos como Asistencia Oficial para el Desarrollo otorgando financiamientos con gracia menor al 25% del plazo. La O.D.A. ofrece periodos de gracia mayores en 25% a los otros financiamientos

El Eximbank de Japón es directamente responsable de la conce sión de créditos y nunca puede ser socio ó accionista de las empre sas, mientras que la O.D.A. puede dar mayores concesiones, tales como inversiones directas en agricultura, pesca, minería, estudios de preinversión y proyectos experimentales; además, puede ser socio ó accionista de las empresas no-residentes.

*/ OECF: Fondo de Cooperación Económica o Ultramar de Japón.
ODA: Asistencia Oficial para el Desarrollo.

El fondeo del Eximbank depende fundamentalmente de tres fuentes:

- * CAPITAL PAGADO.
- * PRESTAMOS Y COLOCACION DE BONOS.
- * RECURSOS INTERNOS.

El capital pagado fué primariamente otorgado por la oficina de fideicomiso de japon, mientras que los créditos en moneda extranjera y emisiones de bonos son obtenidos directamente en los mercados internacionales y domésticos de capital. Los fondos obtenidos a través de recursos internos son resultado de las diversas actividades del banco tales como: amortizaciones de capital, intereses, comisiones y gastos; así como reservas internas.

ACTIVIDADES CREDITICIAS

CREDITOS DOMESTICOS.- El eximbank otorga créditos domésticos - destinados a los proveedores y exportadores japoneses de plantas industriales; - equipo ligero; maquinaria pesada; barcos y aviones; así como la exportación de servicios técnicos.

También concede créditos directos a importadores japones de recursos naturales y energéticos, básicamente, así como; a inversionistas en proyectos de empresas extranjeras.

CREDITOS EXTERNOS.-

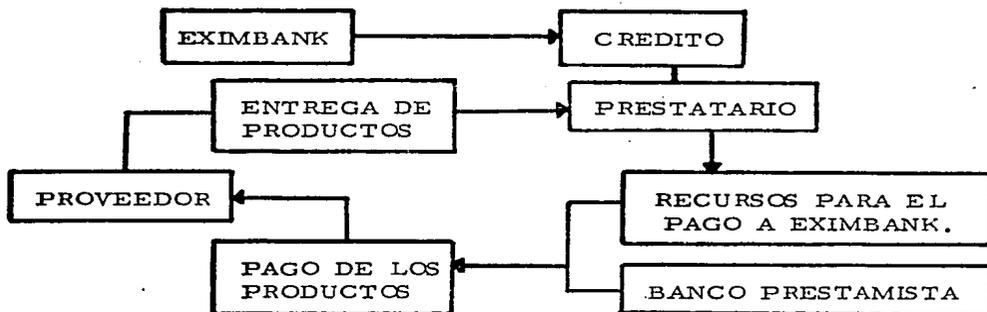
Otorga créditos directos, para la adquisición de equipo y servicios técnicos por importadores de bienes japoneses; créditos no-atados a instituciones financieras, gobiernos y bancos internacionales de desarrollo con el objeto de fomentar la actividad económica de ramas productoras de materia prima y recursos naturales. Además da créditos directos para inversión en el exterior a través de proyectos de co-inversión con gobiernos y, créditos de apoyo financiero a las empresas extranjeras con problemas de endeudamiento que tengan relación con proveedores japoneses.

Asimismo, da garantías y seguros de ---

riesgo a empresas exportadoras japone--
sas, contra riesgos relacionados con el -
embarque de productos y transacciones in-
ternacionales; los seguros incluyen una --
cobertura contra riesgos políticos y comer-
ciales (guerras o desordenes internos y -
quiebras que impidan el pago de los prés-
tamos). Estos se dividen en:

- * SEGUROS GENERALES DE EXPORTACION
(Protección contra pérdidas de pre-embarque)
- * SEGUROS DE INVERSION EN EL EXTERIOR
(cubren pérdidas de Inversión en el extranjero).
- *SEGUROS DE PRODUCTOS DE LAS
EXPORTACIONES
(cobertura a exportaciones de plantas indus-
triales, barcos y servicios técnicos).
- *SEGUROS DE CREDITOS A MEDIANO Y
LARGO PLAZO.
(sobre documentos a pago diferido).

PROCEDIMIENTO DE REEMBOLSO.- En éste, el prestatario puede comprar los productos con crédito de eximbank al proveedor y solicitar el desembolso del prestamista para reembolsar la porción financiada de cada pago.



PROCEDIMIENTO DE PAGO PROGRESIVO.- También el prestatario puede arreglar las compras a través de CARTAS DE CREDITO emitidas o confirmadas por bancos comerciales y aceptables por el prestamista en favor de los proveedores, el monto del crédito no debe exceder del monto total.

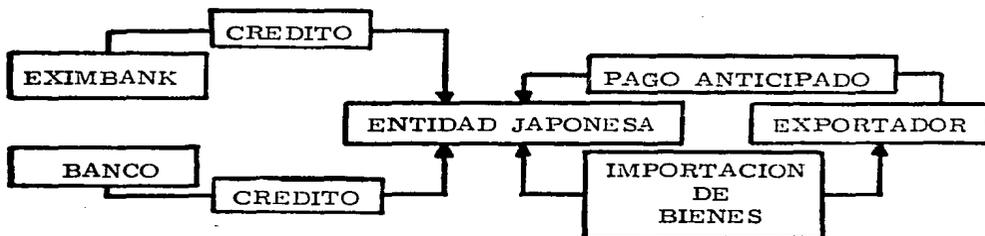
PROCESO OPERATIVO

- A) EL EXPORTADOR JAPONES INICIA NEGOCIACIONES CON EL IMPORTADOR.
- B) PERIODO DE CONSULTAS CON EL EXIMBANK DE JAPON .
- C) REVISION PRELIMINAR POR EL EXIMBANK.
- D) NOTIFICACION PRELIMINAR A LAS AUTORIDADES CORRESPONDIENTES.
- E) SE INICIA UNA ESTRECHA ASESORIA DEL EXIMBANK SOBRE EL CONTRATO DE EXPORTACION.
- F) CONCLUSION DEL CONTRATO DE EXPORTACION.
- G) REVISION DEL CONTRATO Y PERMISO DE IMPORTACION.
- H) OBTENCION DEL EXPORTADOR DE "CARTA DE CREDITO" O "CARTA GARANTIZADA.
- I) SOLICITUD DE CREDITO
- J) REVISION FINAL DEL CONTRATO POR EXIMBANK.
- K) APROBACION DEL CREDITO.
- L) CONCLUSION DEL CONTRATO DE CREDITO.
- M) DESEMBOLSO DEL CREDITO.
- N) EMBARQUE DE PRODUCTOS.
- O) REPAGO DEL CREDITO.

CREDITOS PARA SERVICIOS TECNICOS

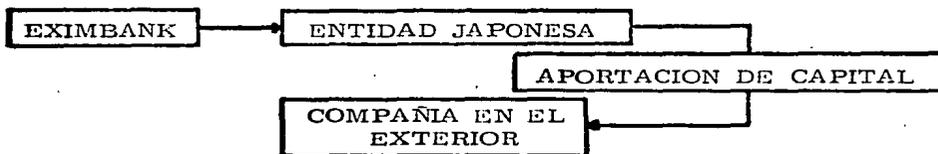
Estos se relacionan con ejercicios de ingeniería y consultoría; estudios de factibilidad, diseño y supervisión de proyectos. Los créditos sobre ingeniería civil y construcción están relacionados con el mejoramiento de terrenos, dragado, construcción de muelles, puertas, ferrocarriles, camiones, aeropuertos, presas y sistemas de abasto de agua y son otorgados con cargo diferido o pago progresivo. Los créditos a cargo diferido son cubiertos directamente por el banco y sobre un contrato de exportación, mientras que los créditos con pago progresivo el financiamiento es otorgado a L.P. por el banco.

CREDITOS PARA IMPORTACIONES.- Estos consisten en fondos a largo plazo, para importadores japoneses, para pagos anticipados y préstamos a exportadores foráneos. Una condición directa de estos préstamos es que son otorgados para el desarrollo y explotación de recursos; en el campo energético: petróleo, gasoleo, gas natural, carbon y uranio; minerales: hierro, cobre fosfatos etc.; materias primas; sal, maderas, algodón, astillas de madera y pulpa.

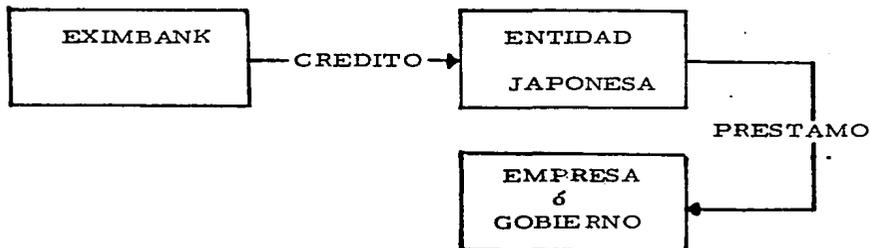


Estos crédito siempre son concedidos en moneda doméstica y con tasas de interés fijas (oscilan entre 6% y 9%), y dependen fundamentalmente del tipo de bien importado y el costo de fondeo del banco. El plazo normalmente va de 5 a 10 años y los factores que lo afectan son la rentabilidad y el flujo de efectivo del proyecto.

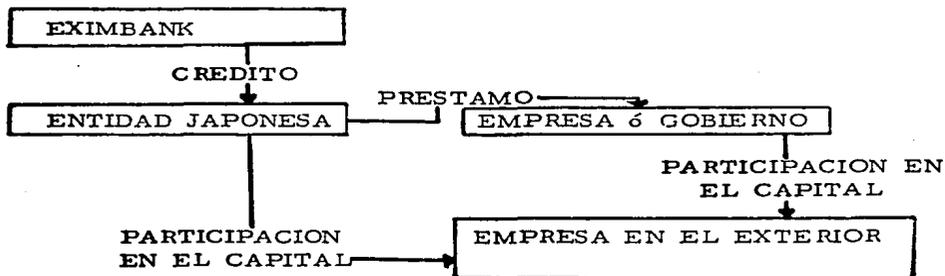
CREDITOS PARA INVERSIONES EN EL EXTERIOR.- Fundamentalmente son otorgados en apoyo de áreas de desarrollo específicas, tales como recursos renovables, no-renovables y manufacturas. Pueden tipificarse los créditos en función de las relaciones que se tengan con los bancos. De esta manera tenemos que el tipo de inversión más conocida es aquella en la cual el Eximbank otorga un crédito a alguna entidad japonesa con el objeto de que esta última haga aportes de capital hacia sus propias empresas en el exterior.



Un segundo tipo de crédito de inversiones es aquél en el cual el eximbank concede créditos a entidades japonesas para que realicen préstamos a entidades foráneas con el objetivo de mantener y consolidar las relaciones económicas y financieras de una manera continua.

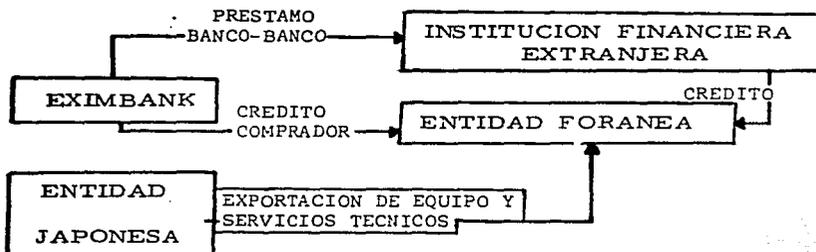


El último tipo de crédito de inversiones es aquel en el que se concede crédito a empresas japonesas para que éstas a su vez den en préstamo los recursos que obtuvieron a empresas del exterior para lograr la participación de éstas últimas en el capital de empresas foráneas con capital japonés.



PRESTAMOS DIRECTOS AL EXTERIOR

Estos se otorgan a gobiernos y compañías extranjeras con el objeto de promover las exportaciones de plantas industriales japonesas, estrechar la cooperación de bancos internacionales de desarrollo; el fomento a la inversión directa de japonés en el exterior y también medidas para alivio de la deuda.



El banco otorga éstos créditos a entidades foráneas para financiar la compra de bienes de capital y servicios japoneses.

Los préstamos se clasifican en:

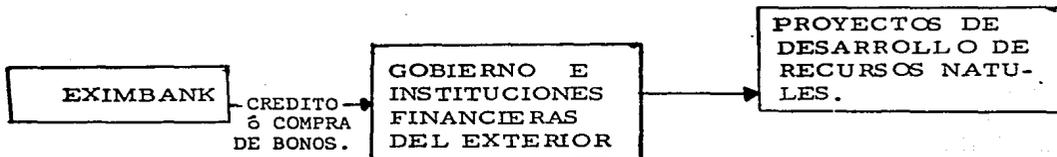
- * CREDITOS OTORGADOS A COMPRADORES.
- * CREDITOS DIRECTOS NO-ATADOS.
- * CREDITOS DIRECTOS PARA INVERSIONES EN EL EXTERIOR.
- * PRESTAMOS PARA ALIVIO DE DEUDA.

CREDITOS OTORGADOS A COMPRADORES.- Estos son concedidos a tasa de interés fija, (sobre la base del costo de fondeo bancario; el consenso y la tasa de interés vigente en el mercado). El monto de la amortización depende del tipo de bien a ser exportado, el país de destino y el monto del contrato de exportación y requiere también que el comprador pague una "comisión de compromiso" y tenga garantía gubernamental. El proceso operativo es el siguiente:

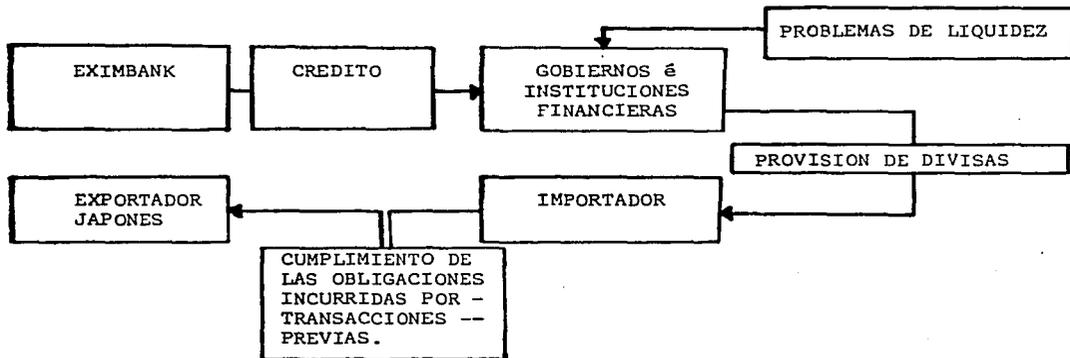
- A) INICIO DE NEGOCIACIONES CON EXPORTADORES EN PROSPECTO.
 - B) CONSULTA CON EL EXIMBANK DE JAPON
 - C) REVISION PRELIMINAR
 - D) CONSULTA PRELIMINAR CON EL GOBIERNO */
 - E) PROPUESTA PRELIMINAR.
 - F) LICITACION INTERNACIONAL.
 - G) OTORGAMIENTO DEL CONTRATO AL EXPORTADOR.
 - H) SOLICITUD DE CREDITO.
 - I) REVISION
 - J) CONSULTA CON EL GOBIERNO JAPONES.
 - K) EVALUACION DEL PROYECTO.
 - L) NEGOCIACION DEL CONTRATO DE CREDITO.
 - M) CONCLUSION DEL CONTRATO DE EXPORTACION.
- */ Ministerio de finanzas (Comercio Internacional e industria)

- N) APROBACION DEL CREDITO.
- O) CONCLUSION DEL CONTRATO.
- P) SOLICITUD DE APROBACION DEL CONTRATO DE EXPORTACION.
- Q) APROBACION DEL CONTRATO.
- R) EMBARQUE.
- S) DESEMBOLSO DEL CREDITO.
- T) REPAGO.

CREDITOS DIRECTOS NO ATADOS. - Son concedidos a gobiernos e instituciones financieras, y proveerlos con fondos a largo plazo para proyectos de desarrollo de recursos naturales (especialmente energéticos).



PRESTAMOS PARA ALIVIO DE LA DEUDA. - Como una de las medidas adoptadas por Japón para contribuir el alivio de la deuda de ciertos países con dificultades severas y problemas de liquidez el Eximbank otorga éste tipo de refinanciamientos.



" EXIMBANK DE LOS ESTADOS UNIDOS"

RELACIONES MEXICO-EXIMBANK. - Dentro del endeudamiento

externo de México, las relaciones con los bancos de exportación e -
importación presentan beneficios directos a los exportadores mexica-
nos así como a los bancos nacionales, los beneficios para estos son:

- * La seguridad que representa para los exportadores que puedan embarcar productos sobre la base de - una "carta de crédito garantizada" ó "confirmada" y que deba ser pagada después de la presentación de los documentos de embarque a un banco de -- fondeo.

- * Para los bancos financieros, estriba en que los - - eximbanks proveen contra riesgos políticos asocia-

dos con la transacción a través de una acrecentada política de seguro y no hay riesgos comerciales asociados con la transacción.

Esta política de aseguramiento mantiene a los bancos sin riesgo de disputas de productos entre el exportador e importador, ya que la cobertura del eximbank es irrevocable con respecto a cualquier carta de crédito que el banco confirme.

Esta cobertura (EXIMBANK/FCIA) tradicionalmente no entra en efecto en transacciones autorizadas hasta que los bienes sean colocados en ruta del comprador.

Si el eximbank retira su apoyo al país comprador, entonces el banco estará expuesto al riesgo asociado con el repago del prestatario.

Los prestatarios directos de eximbank son:

- * NACIONAL FINANCIERA (NAFINSA)
- * BANCO DE COMERCIO EXTERIOR (BANCOMEXT).

Estos prestatarios asumen el riesgo comercial del crédito de los usuarios de los fondos, la tasa de interés es fijada en la obligación ó con respecto al embargo de corto plazo (la tasa será dada por

el Chase Manhattan Bank -prime rate- en efecto de la fecha de crédito) ó respecto de embarque de mediano plazo sería la tasa de CERTIFICADOS DE LA TESORERIA ("TREASURY BILLS") para vencimientos con la misma condición de pago sobre saldos insolutos de las obligaciones en "default" más el 1%.

Las transacciones particulares bajo los términos de un acuerdo de crédito son iniciados por ^acartos de crédito y los costos de confirmación, los cargos bancarios y las primas de seguros corren a cuenta del exportador.

Los costos difieren en función del plazo. Así podemos ver que los créditos concertados a corto plazo tienen un cargo de la siguiente manera:

<u>MONTO</u>	<u>DIAS</u>	<u>COSTO DE SEGURO</u>
\$ 100 (Por cada cien dólares de valor- factura)	180	\$ 0.80
	360	\$ 1.20

En el mediano plazo:

<u>MONTO</u>	<u>AÑOS</u>	<u>COSTO DE SEGURO</u>
\$ 100 (Por cada cien dólares de porción financiada)	3	\$ 2.00
	5	\$ 2.80

En el caso de refinanciamientos existe una consolidación periódica de fondos sobre una base mensual y los montos incidirán directamente sobre los plazos, es decir, si los pagarés son menores a \$ 200,000.00 dólares el plazo máximo será de 3 años; y en el caso de ser mayor a ésta cifra el plazo será de 5 años.

PROCESO OPERATIVO

- A) Concluir los contratos y las negociaciones con los importadores mexicanos.
- B) A aconsejar y avisar al importador de obtener su permiso de importación a propiada.
- C) El importador solicitará una carta de crédito emitida a su cargo, nombrando al vendedor ó proveedor y el beneficiario.
- D) El importador necesariamente incurrirá en el riesgo cambiario, asociado con las transacciones, a menos que pueda obtener una cobertura. (los créditos son atados en pesos por dólares).
- E) El costo final para el prestatario será dado por la negociación en la tasa de interes más una sobre tasa que va de 1/4% a 2%.

NEGOCIACION EN LA TASA DE INTERES	+	SOBRETASA 1/4% - 2%
---	---	------------------------

- F) Al recibir la carta de crédito el banco notificará al exportador de los Estados Unidos la aceptación, confirmándola; si es solicitada ésta por el exportador.
- G) El exportador embarcará los bienes presentando la factura, los documentos de embarque, el certificado del origen de los productos y demás documentos necesarios.
- H) Si los documentos están bien, el banco pagará al exportador y refinanciará la transacción bajo los términos del acuerdo de crédito.
- I) Al vencimiento de las obligaciones, el prestatario será responsable para remitir los fondos al banco. En caso de no hacerlo, el banco podrá exigir el 100% del principal e intereses.

PRODUCTOS ELEGIBLES Y CONDICIONES.- Virtualmente cualquier producto puede ser cubierto por eximbank/FCIA *//, aunque hay algunas excepciones, tales como:

- A) EQUIPO RELATIVO A DEFENSA MILITAR.
- B) EQUIPO USADO.
- C) IMPLEMENTOS PARA GANADERIA. (requiere solicitud y permiso especial).

*/ FCIA.- ("Foreign Credit Insurance Association") Asociación de seguros de crédito externo.

Para las refacciones, materias primas y artículos de consumo; el eximbank otorga un plazo máximo de 180 días. En caso de tratarse de implementos agrícolas y servicios el plazo será de un año comercial. Para tener cobertura de corto plazo otorgada por el banco es obligatorio que por lo menos el 50% del producto sea de origen americano.

COBERTURA DE MEDIANO PLAZO.- Esta es aplicable para el 85% del valor factura para:

- * COMPONENTES (PARTES INDUSTRIALES)
- * CAPITAL Y EQUIPO.

El plazo depende del monto del crédito, siendo de 3 años para cantidades menores a doscientos mil dólares y de 5 años para montos mayores. Además de que los productos deberán ser 100% estadounidenses.

C.1.3. - CREDITOS DE ORGANISMOS MULTILATERALES.

Consisten en créditos otorgados por las 2 instituciones internacionales de préstamo para países en desarrollo, esencialmente, el BANCO MUNDIAL y el BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) difiere de éstas instituciones en la medida en que su objetivo es otorgar préstamos a países con "desequilibrios fundamentales" en sus balanzas de pagos y no de fomento del desarrollo.

BANCO MUNDIAL. - Formalmente es conocido como BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCION Y FOMENTO. POLITICAS DE PRESTAMO. - Una característica necesaria de éste banco es que la estructura y sustancia de las operaciones de préstamo son diferentes de aquellas realizadas por bancos comerciales, los créditos bancarios son atados a proyectos específicos ó programas económicos que son evaluados sobre la base de sus propios esfuerzos. Estos proyectos deberán tener una aceptable tasa de retorno y deberán ser de alta prioridad para un país; sobre todo en su programa económico de desarrollo. Los proyectos se ubican en sectores tales como:

- * AGRICULTURA
- * DESARROLLO RURAL
- * INDUSTRIA

- * ELECTRIFICACION
- * TELECOMUNICACIONES
- * TRANSPORTES
- * EDUCACION
- * DESARROLLO URBANO
- * ABASTECIMIENTO DE AGUA etc.

El Banco no hace préstamos ni apoya objetivos militares o políticos; o para propósitos de exportación de ningún país en particular.

Los proyectos financiados por el banco deberán tener sentido económico y financiero. El "ciclo del proyecto" es la única actividad mediante la cual el banco auxilia a sus beneficiarios, a fin de preparar e implementar proyectos dentro del contexto de los objetivos en desarrollo acordados, y el desarrollo de las relaciones de trabajo a largo plazo entre el banco y el prestatario. De esta manera el banco controla el progreso de los proyectos y la calidad de los créditos de portafolio.

PREPARACION E IDENTIFICACION DEL PROYECTO

En la primera fase se localizan e identifican los proyectos prioritarios que aparecen adecuados para financiamiento bancario y que son compatibles con la política de desarrollo del país prestatario.

Una vez que son identificados, son incorporados en el programa tentativo de préstamo del Banco cuyo plazo es de 5 años. El Banco financia típicamente en promedio el 30% del costo del proyecto. El resto es financiado por recursos internos propios del país en cuestión u - - otros mecanismos de financiamiento externo.

El trabajo preparatorio del proyecto incluye el análisis técnico, económico, financiero y aspectos de índole institucional.

"En ésta fase la responsabilidad cae sobre el banco, en la - - apreciación de los principales aspectos del proyecto, donde se anali- - zan las alternativas para obtener los mejores resultados al más bajo- - costo. La política del banco en la formulación de los proyectos se es fuerza en obtener una relación de costo -- beneficio compatible con - el uso eficiente de los recursos y precios reales". */

Es en esta etapa cuando el Banco y el prestatario se reúnen - para resolver la política de préstamos a través de emisiones de bonos, los acuerdos alcanzados son reflejados en documentos legales cubriendo todos los aspectos de la ejecución del proyecto. Una vez que las negociaciones son completadas, se envía un reporte al Presidente del -

*/ "The World Bank: A Financial Appraisal" by Eugene H. Rotberg
Vice president and treasurer world bank, January 1981 p.6

Banco, con los documentos de crédito, para su aprobación por los directores ejecutivos de éste. (El proceso completo de identificación - del proyecto hasta su aprobación final toma aproximadamente 18 meses).

SUPERVISION Y DESEMBOLSOS.- Usualmente un equipo especializado del Banco asesorará a los prestatarios en materia técnica y directa para facilitar la construcción de nuevas operaciones. La compra de equipo bajo un crédito financiado por el banco es examinada y los estados financieros de los prestatarios son revisados periódicamente. De ésta manera el banco controla los deseMBOLSOS en sus créditos y la aplicación de los desembolsos son cuidadosamente analizados y guiados para asegurar que los bienes y servicios sean cuantitativa y cualitativamente aceptables y acordes al calendario de las operaciones cubiertas en los acuerdos legales.

Un crédito típico abarca aproximadamente 6 ó 7 años en su desembolso. Desde el momento en que el banco no da directamente los recursos, pero los acredita a través de una "línea de crédito"; los deseMBOLSOS son acompañados de una aplicación de reembolso acompañada de la documentación dada por el banco para el pago de los productos y /o servicios; o son hechos directamente por el banco a los abastecedores de equipo ó servicios basado en una aplicación apoyada por contratos, ordenes de compra u otra evidencia correspondiente a las -

compras autorizadas, especificadas bajo el "acuerdo de crédito".

El Banco también otorga préstamos encaminados a fines diferentes. Estos se encuentran enfocados a programas de créditos de importación a fin de apoyar el desarrollo específico de los sectores de la economía de un país.

El ajuste estructural de crédito, es considerado en éstas situaciones; en las cuales un deterioro serio en la balanza de pagos de un país miembro ha ocurrido o puede ser anticipado, (y cuando el deterioro es debido principalmente a factores que no son controlables en el corto plazo).

El propósito de los préstamos para ajustes estructurales se fundamenta en el apoyo a programas que buscan reorientar la producción y la inversión y en el largo plazo, para ayudar a reducir los déficits en cuenta corriente a niveles sostenibles. El apoyo a los programas de ajuste estructural deberán también ayudar a estabilizar otras fuentes de capital externo.

Si las condiciones garantizan el crédito y el análisis bancario demuestra que la inestabilidad es mínima, el préstamo de ajuste estructural puede constituir alrededor del 10% del total de la cartera del banco.

PRESTATARIOS.- El banco presta unicamente a gobiernos - - (o bajo la garantía gubernamental), y bajo un análisis detenido de manejo y dirección de las políticas económicas de una país; sectoriales y macroeconómicas; financieras, sociales; de estabilidad monetaria, de base fiscal, de los niveles tecnológicos, de exportación, de la posición de la balanza de pagos, del nivel de deuda externa, del grado de dependencia de las importaciones, de la disponibilidad de recursos y el control de gasto y presupuesto.

El banco también revisa los compromisos relativos del país - tanto productivos como los proyectos orientados a los servicios.

El país puede ser elegible para la asistencia de la Agencia Internacional de Desarrollo (AID), o en casos apropiados puede ser posible mezclar los recursos del Banco Mundial y la Agencia Internacional de Desarrollo.

TASAS DE INTERES.- Aunque muchos créditos bancarios son desembolsados en 6 ó 7 años, la tasa de interés aplicable a esos créditos es fijada en el momento en que es aprobada por los directores ejecutivos del Banco, y permanece sin cambio durante la vida del crédito.

La tasa es basada en un "Spread" de 50 puntos básicos (1/2 -

del 1%) sobre el costo marginal de los recursos captados por el Banco, específicamente el costo promedio tasado sobre los previos 6 meses y proyectados los próximos seis.

Aunque la tasa de interés es fijada por el banco y para toda la vida del crédito. es práctica común de éste, revisar las tasas de interés de los créditos nuevos. Esto permite al banco ajustar la tasa de los créditos nuevos de tal manera que sea consistente con cambios en el mercado.

Un crédito típico del Banco Mundial consiste de un plazo de 17 años con cuatro de gracia y el interés es pagado semestralmente por el prestatario. El banco no toma ningún riesgo cambiario en sus préstamos, por lo que la pérdida o ganancia como resultado de la apreciación o depreciación de la moneda es a cargo del prestatario. Además el banco carga una comisión de $3/4$ del 1% sobre saldos no dispuestos.

Las penalidades ó incumplimientos tiene serias consecuencias que afectan al crédito internacional del país envuelto, aún con otros países y con proveedores comerciales de recursos, por lo que raras veces sucede alguna penalidad.

Los crédito son otorgados en función del grado de desarrollo y

diversificación industrial, tomando en cuenta el ingreso per cápita promedio. De esta manera podemos ver que los países que tienen el ingreso per cápita más bajo son los que gozan de condiciones financieras más flexibles que los países con niveles más altos de ingresos, llegando a tener hasta 50 años de plazo con 10 años de gracia y tasas de interés que dependen del costo de fondeo.

INGRESO PERCAPITA */

PROMEDIO — (DOLARES) —		PAIS		
\$ X	2200.0	OMAN	CHIPRE	BAHAMAS
		BARBADOS	URUGUAY	YUGOSLAVIA
		ARGENTINA	PORTUGAL	RUMANIA
\$	1276 - 2200	CHILE	MALASIA	MEXICO
		REP. DE COREA	BRASIL	TURQUIA
		ALGERIA	JORDAN	FIJI
		SIRIA	COSTA RICA	REP. ARABE
		PANAMA	TUNEZ	PARAGUAY.
\$	731 - 1275	ECUADOR	COLOMBIA	REP. DOMINICANA
		COSTA DE MARFIL	GUATEMALA	MAURITANIA
		JAMAICA	NIGERIA	NUEVA GUINEA

*/Fuente: "THE ROLE OF IDA AND WORLD BANK", WORLD BANK, 1982.

\$ 411 - 730	FILIPINAS	GUYANA	TAILANDIA
	CAMERUN	EL SALVADOR	EGIPTO
	BOLIVIA	HONDURAS	INDONESIA
	ZIMBABWE	ZAMBIA	LIBERIA
	SENEGAL	KENYA	

Algunos países industriales y otros en desarrollo que habían -
recibido préstamos en décadas pasadas, son ahora considerados como
países que han progresado lo suficiente para seguirles dando asisten-
cia. Entre ellos podemos considerar a GRECIA, ISRAEL, ESPAÑA -
y VENEZUELA.

Un apartado del Banco Mundial lo constituye la Agencia Inter--
nacional de Desarrollo (AID), y en muchos aspectos - políticas ope-
rativos y procedimiento, el criterio utilizado en la apreciación y apro-
bación de los proyectos, en los convenios de crédito, etc. — son in-
distintos. Ambos trabajan diseños de proyectos, estrategias secto-
riales e investigaciones económicas. La principal diferencia entre -
ellos son las condiciones y estructura de los préstamos.

Los créditos otorgados por la Agencia Internacional de desarro-
llo son mas flexibles, tienen plazos hasta 50 años y la amortización -
se inicia hasta 10 años después de que el crédito ha sido firmado.

Los créditos no tienen tasa de interés, aunque hay una comisión de servicio de 0.75% anual del total desembolsado.

Los créditos de la AID generalmente son complemento de los préstamos otorgados por el Banco Mundial por lo que "Los países con más bajos ingresos recibieron aproximadamente el 83% de los compromisos de la AID en el período 1977-82, en comparación a un 8% otorgado por el BIRF en el mismo período; mientras que los países con ingresos más elevados representaron el 66% de el Banco Mundial y sólo el 1% de la AID." */

La distribución sectorial de sus préstamos varía de país en país y depende de la diversificación industrial y el nivel de ingreso. Los países con más bajos ingresos tienden a ser altamente dependientes de la agricultura, con lo que la AID ha concentrado una gran parte del total de sus recursos en esta rama. **/ aunque también canaliza sus recursos a educación, formación de recursos humanos y desarrollo rural.

La conclusión de un proyecto a través de la AID tarda en promedio 10 años de los cuales la distribución del tiempo en la siguiente:

*/ "The IDA in Retrospective". World Bank, 1984 pag. 28.

**/ Aproximadamente 37% del total comparado con 22% del BIRF.

TIEMPO GASTADO DURANTE EL CICLO.

(AÑOS)

	TIEMPO DEL EQUIPO DE TRABAJO	TIEMPO TRANSCURRIDO
IDENTIFICACION, SELECCION,		
PREPARACION Y DISEÑO	0.8	2.0
APRECIACION	1.3	0.6
NEGOCIACION CON EL PRES- TARIO Y APROBACION POR LOS DIRECTORES.	0.2	0.3
IMPLEMENTACION Y SUPERVISION	0.8	6.3
EVALUACION POSTERIOR	<u>0.1</u>	<u>1.1</u>
T O T A L	3.2	10.3 a/

a/ estimado

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO.- Es una Insti-
tución Internacional creada en 1959 para contribuir a acelerar el pro-
ceso de desarrollo económico y social de sus países miembros latino
americanos. Para cumplir con esta meta, el Banco promueve la in-
versión de capital público y privado en America Latina destinada al
desarrollo de la región, principalmente mediante la utilización de sus
propios recursos y de fondos obtenidos en los mercados financieros -
mundiales y atendiendo prioritariamente a los países con más bajos -

ingresos percapita. En la actualidad esta constituido por 41 miembros y su sede se encuentra en Washington D.C.

El banco ha enfocado su atención al esfuerzo de los países para ampliar su capacidad productiva en agricultura, industria y para mejorar su sistema de transporte, energía y comunicaciones. Igualmente importante ha sido el papel precursor del Banco en el financiamiento de proyectos y en el otorgamiento de cooperación técnica en los campos de desarrollo social que antes de su creación, estaban en gran medida fuera del alcance de los organismos de financiamiento externo.

A este respecto, la contribución innovativa del Banco al desarrollo rural, a la salud pública y ambiental, al desarrollo urbano y la educación así como a los proyectos de integración económica y a la creación y fortalecimiento de instituciones nacionales y regionales dedicadas a éstos campos están entre los más sobresalientes realizados por este.

Uno de los aspectos claves de las operaciones del Banco es su papel como movilizador de capitales externos para el desarrollo de América Latina. Sólo una parte menor de los recursos de capital del banco consiste de suscripciones pagados por los gobiernos miembros.

bros.

Con este respaldo de los gobiernos, el Banco está en condiciones de movilizar ahorros privados en los mercados mundiales de capital, para utilizarlos en forma constructiva en el financiamiento de proyectos de desarrollo altamente prioritarios en América Latina.

Los miembros y prestatarios de los recursos del Banco son:

MIEMBROS REGIONALES

FUNDADORES */ :

ARGENTINA

BRASIL

COSTA RICA

ECUADOR

ESTADOS UNIDOS

HAITI

MEXICO

PANAMA

PERU

URUGUAY

BOLIVIA

COLOMBIA

CHILE

EL SALVADOR

GUATEMALA

HONDURAS

NICARAGUA

PARAGUAY

REP. DOMINICANA

VENEZUELA

*/fué constituido como respuesta a la petición del presidente brasileño Jusceliño Kubitschek en 1958 en la cual proponía que los países del Hemisferio se embarcaran en una audaz esfuerzo cooperativo para promover el desarrollo económico y social de la región.

MIEMBROS REGIONALES :	BAHAMAS	BARBADOS
INCORPORADOS POSTERIORMENTE :	CANADA	GUYANA
	JAMAICA	TRINIDAD
	TOBAGO	

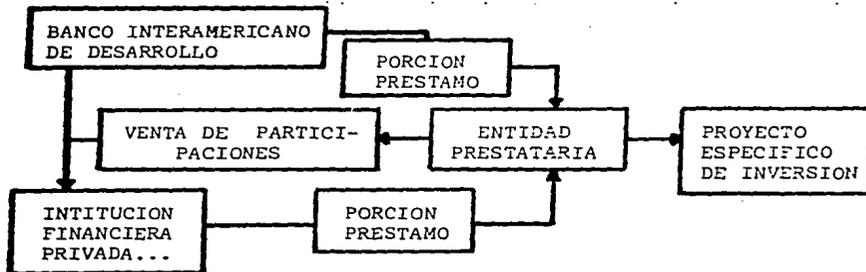
MIEMBROS EXTRAREGIONALES:	ALEMANIA	AUSTRIA
	BELGICA	DINAMARCA
	ESPAÑA	FINLANDIA
	FRANCIA	ISRAEL
	ITALIA	JAPON
	PAISES BAJOS	
	REINO UNIDO	SUECIA
	YUGOSLAVIA	

Durante su funcionamiento, el banco ha utilizado un gran número de mecanismos de financiamientos para canalizar recursos privados y públicos adicionales hacia América Latina. En sus años iniciales vendió participaciones en sus préstamos a bancos privados y a otras instituciones. Posteriormente en 1975, introdujo en sus operaciones de préstamo la modalidad del "FINANCIAMIENTO COMPLEMENTARIO"

Este mecanismo consiste en la estructuración del financiamiento necesario para proyectos de desarrollo, incluyendo además de los re-

cursos del banco préstamos otorgados por bancos privados u otras -
 instituciones financieras.

— FINANCIAMIENTO COMPLEMENTARIO



Los participaciones por el valor total de esos préstamos son -
 vendidos a las instituciones interesadas, sin ser avalados por el banco,
 gracias a este arreglo, los plazos son más favorables para el presta-
 tario que si éste hubiera gestionado los recursos separadamente. El
 banco analiza los proyectos, desembolsa el préstamo, recibe los pa-
 gos y supervisa la ejecución del proyecto.

CAPITULO III

PARTICIPACION DE MEXICO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.

1.- ANTECEDENTES

México ha participado como prestatario internacional desde las últimas 2 décadas del siglo XIX y los años previos a la Revolución Mexicana, cuando realizaba emisiones de bonos con cierta regularidad con el objeto de financiar básicamente el desarrollo de los ferrocarriles; sin embargo, no fué sino hasta la firma los Convenios Resolutorios de 1942 y 1946 cuando se establecieron bases para que el futuro crecimiento de la economía se fincara en nuevos esquemas de financiamiento que incluyeran los créditos externos.

En noviembre de 1942 se firmaron los acuerdos Suárez-Lamont que consolidaron la deuda directa en 49.6 Mills. de Dls. iniciándose de ésta manera el servicio y el restablecimiento del crédito internacional. */ En 1946 se consolidó la deuda ferrocarrilera en 50.5 Mills. de dólares.

*/ Para ver el arreglo de la deuda de 1942 y la consolidación de ésta ver; JAN BAZANT, "Historia de la deuda exterior de México (1823-1946), "El colegio de México, pag. 221.

El empleo del crédito externo por el gobierno mexicano durante los años de post-guerra tuvo una evolución relativamente lenta debido a la acumulación de importantes superávits de divisas durante la segunda guerra Mundial. En ese entonces el financiamiento externo provenía fundamentalmente de organismos internacionales como el BANCO MUNDIAL, y organismos oficiales como el EXIMBANK. El saldo de la deuda pública externa evolucionó de 9.3 Mills. de Dls. en 1942 a 47.0 en 1946; 119.0 en 1951 y 186.0 Mills. de Dls. en 1953.

Para 1955 el saldo de nuestras obligaciones se elevó a 400 Mills. de dólares como consecuencia de la devaluación de 1954; sin embargo, se observa que desde 1957 se conjugaron la falta de elasticidad de las exportaciones mexicanas con el agotamiento de las primeras etapas del proceso de sustitución de importaciones, generando presiones estructurales y que mayores niveles de endeudamiento neto se lograran, alcanzando en 1958 un saldo de 602.7 millones, endeudamiento 5 veces mayor que en 1951.

A partir de 1960 el endeudamiento externo y la participación de México en el mercado financiero exterior fueron crecientes, colocando al primero a fines de 1962, en un monto de 1 127.0 millones de dólares.

En ese entonces, México comenzó a "ganar" la confianza

de la comunidad financiera internacional, lo que le permitió al país hacer su primera emisión de bonos y colocar sus primeros créditos en el mercado del eurodólar que surgía con ímpetu. Cabe señalar que, en ese lapso la participación de México y la deuda pública externa era mínima en términos absolutos, mientras que el mercado internacional de capitales se encontraba en una etapa formativa.

La franca inclinación de México ante las fuentes de financiamiento externo sobre los créditos de tipo proveedor, de organismos internacionales y de créditos de exportación mostraba la necesidad de ampliar y diversificar la planta industrial, paralelamente a los esfuerzos de aumentar su capacidad de crédito internacional, ya que se tenía un acceso demasiado limitado en los mercados de capital para prestatarios de primera calidad y alto nivel crediticio.

En el panorama internacional, el fuerte deterioro de la balanza de pagos de los E.U. y los gastos ocasionados por la guerra de Vietnam, unidos a la continuidad de las inversiones multinacionales norteamericanas en Europa y en otras áreas, generaron un flujo de dólares en cantidades elevadas al resto del mundo, que se tradujeron "en exceso de liquidez" y en un importante aumento en la actividad económica general de los países industriales, cada vez más interpenetrados y sincronizados en sus ciclos económicos.

El crédito internacional se ampliaba como respuesta a la demanda de fondos prestables y bajo el persistente y vigoroso ritmo de crecimiento económico iniciado, a nivel general, en los primeros años de la década de los cincuentas.

En este contexto, México, como prestatario internacional, dejaba mucho que desear. La falta de capacidad y solvencia financiera le impedía tener un acceso directo al mercado financiero internacional y, a pesar de ser un país rico en recursos naturales, tuvo que acudir a los créditos de organismos multilaterales, con condiciones de préstamo menos onerosas para cimentar, ampliar y diversificar el proceso de acumulación industrial interno.

Los años iniciales de la década de los setentas marcaron la culminación de la larga fase expansiva de la economía mundial y del "tirón" provocado sobre la demanda de materias primas coincidiendo con los movimientos al alza de los precios del petróleo. En efecto, los países petroleros iniciaron sus primeras escaramuzas, desde la OPEP, para discutir con las grandes compañías y con los países los precios de los crudos, que se habían mantenido con una estabilidad asombrosa a lo largo de los años - 60's.

El estancamiento de la actividad económica de los países industrializados tuvo efectos desfavorables sobre la demanda total de las importaciones mundiales y sobre el ritmo de crecimiento del comercio internacional.

Esta reducción propició que disminuyera la demanda de crédito y a su vez aumentara la "liquidez internacional".

Esta situación fue aprovechada por México para irrumpir de lleno en los mercados de capital, apoyado por los descubrimientos petrolíferos su exportación creciente de petróleo y la diversificación industrial que garantizaban la solvencia financiera. Es en este lapso cuando México acude al mercado internacional de capitales, adquiriendo los "ratings" mínimos y transformándose en "SUJETO DE CREDITO".

2.- EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO.

Como ya se ha explicado, la participación de México en los mercados internacionales de capital se inicia abiertamente en la mitad de los setentas como resultado de la posición favorable en que fué colocado en el panorama económico internacional por las alzas de los precios del petróleo.

Otras razones de índole monetario y estructural hicieron también imperiosa la necesidad de buscar recursos externos, tales problemas se reflejaron directamente sobre el sector externo de la economía como consecuencia del llamado problema de las "dos brechas"; una de ellas provocada por la insuficiencia de divisas debido a la deficiente estructura y capacidad de exportación, frente a las necesidades crecientes de importaciones esenciales; la otra causada por la insuficiencia de ahorro interno, generada por el bajo nivel de ingreso, frente a necesidades importantes de inversión provocadas en parte por un rezago en la acumulación de capital y en la satisfacción de carencias sociales.

De ésta manera, el rápido elevamiento del endeudamiento y del papel cada vez más dinámico de México en los mercados internacionales se realizó con el objeto de mantener el ritmo de la actividad

económica y el nivel de empleo interno, en un ambiente económico internacional en recesión, y cuyos signos más evidentes fueron la caída en la demanda y precios en los principales productos de exportación así como el bajo nivel que venían registrando las tasas de interés internacionales.

En esta perspectiva, y bajo la tesis de que las fuentes de financiamiento externas son el factor complementario y no fundamental de las necesidades de ahorro de la economía, se inicia el proceso de endeudamiento más grande que ha tenido nuestro país en toda su historia.

En efecto, al 31 de diciembre de 1975 el saldo del endeudamiento ascendía a 14 490 Mills. de Dls., cifra cuatro veces más que el obtenido en 1970 y 45% mayor que en 1974; teniendo un aumento absoluto de 4 474.0 millones de dólares.

Para el año de 1976 el incremento neto de la deuda externa al final del periodo fué de 5 151.2 millones aumentando 35.7% con respecto a 1975.

Hay que hacer notar que los incrementos anuales de captación de México en los mercados de capital no disminuyeron por debajo de

esta última cifra hasta 1977, cuando el monto contratado alcanzó en total neto de Dls. 3 311.9 millones, 16.9% más que el año anterior.

Los 3 años siguientes alcanzaron niveles de endeudamiento menores que en los años 1972-1976. La captación se redujo en términos relativos, creciendo anualmente a tasas entre 13 y 15% como resultado del elevamiento de los costos financieros ocasionados por la tendencia a elevarse las tasas de interés internacionales. En 1981 nuevamente se eleva la captación de crédito externo, como resultado de una conjunción de factores tanto internos como externos, que trajeron consigo fuertes presiones que se reflejaron en un incremento del gasto corriente y de capital que originaron un tradicional déficit fiscal - que obligó a aumentar en forma significativa los compromisos sobre el crédito externo de la Nación. */

De esta manera el monto captado al 31 de diciembre de 1981 ascendió abruptamente a 9 147.8 millones de dólares, cifra 56.6% -

*/ En el orden interno se agudiza el crecimiento inflacionario como resultado de la caída abrupta de la inversión y de la actividad económica, agravando el desequilibrio intersectorial y distocando la integración industrial y agrícola. En el ámbito externo, se incrementa el proteccionismo, la inestabilidad en los mercados petroleros, y se agudiza la competencia internacional incidiendo directamente sobre el sector externo de nuestra economía.

mayor que en 1980. La aguda escalada de las tasas de interés ocurridas en 1981-82 incrementó la carga del servicio de la deuda, y la recesión mundial impidiendo que las exportaciones de los productos no-petroleros y petroleros se expandieran con la rapidez suficiente para cubrir los vencimientos de corto plazo de la deuda.

En efecto, la participación de México en el mercado de capitales se redujo considerablemente por la reacción inmediata de la banca comercial al acortar aun más los vencimientos y aumentar los "márgenes" por encima de las tasas básicas de préstamo y, de manera concomitante, desplazarse hacia el mercado internacional de bonos, mostrando preferencia por las emisiones de los prestatarios de los países industriales. */

En lo referente a los fuentes de financiamiento, la participación de México en los mercados de capital en el período (1976-1982) mostró una clara tendencia hacia la contratación de créditos con la BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL, acudiendo como prestatario con un gran nivel de "capacidad y garantía de pago" otorgado por los recursos petrolíferos con que contaba y las expectativas de alza del precio de éstos en los años que van de 1976-1979.

*/ Ver cuadro I, II, III y IV.

La disminución de la actividad con las fuentes alternativas de financiamiento- organismos financieros internacionales, Instituciones Gubernamentales de crédito a la exportación y proveedores - permite una mayor flexibilidad en cuanto a la forma de distribuir los recursos captados al interior de la Economía mientras que las otras fuentes de financiamiento requerían proyectos específicos y necesidades bien definidas en una economía que históricamente se habría mantenido dentro de límites de absorción y de expansión muy estrechos.

De esta manera, la modificación de la estructura de las fuentes de financiamiento se inclinó a favor de las instituciones bancarias y financieras privadas representando casi la totalidad de crédito concedido durante el período, utilizando créditos de Organismos financieros internacionales del diez por ciento de las necesidades de recursos netos externos; 4% de instituciones gubernamentales de crédito a la exportación y de aprox. 1% de créditos proveedores. */

Esta contratación se diversificó rápidamente en cuanto a instrumentos y origen de los fondos, reduciendo la participación de los E.U., Reino Unido y organismos internacionales, aumentando la participación de Japón, Francia, Canadá y Alemania. la de Suiza permaneció

ció constante **/

*/ Ver cuadro VIII.

**/ Ver cuadro VII.

3.- PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO EXTERNO UTILIZADOS.

La captación de crédito externo en el período analizado (1976- 1982) - provino en su mayoría de fuentes bancarias privadas. El total contratado en - estos años ascendió a 130 047.1 millones de dólares, de los cuales; el 90% - (116 457.3 millones de dólares) fueron operaciones de tipo "comercial", mientras que el resto fue concertado en operaciones no-financieras con instituciones in- ternacionales, organismos oficiales y otras instituciones de fomento.

Los instrumentos principales de financiamiento fueron en una gran - parte las operaciones de crédito directo documentadas en pagarés y aceptaciones bancarias a tasa flotante de corto plazo, representando el 46% del total de los recursos captados. El restante 54% fue distribuido de la siguiente manera:

<u>INSTRUMENTOS DE MERCADO DE LARGOS PLAZOS (1976-82)</u>	<u>MILLONES DE DOLARES</u>	<u>%</u>	Como se puede apreciar en el cuadro, las operaciones sin-
Sindicaciones Abiertas	15 270.0	12.0	dicadas absorbieron el 26% -
Sindicaciones Cerradas	17 597.2	14.0	de los recursos del total -
Emisiones Públicas ^{*/}	5 088.0	4.0	contratado en los mercados de
Colocaciones Privadas	6 714.8	5.0	capital, siendo las sindica-
Carteras	11 706.3	9.0	ciones cerradas las que mayor
Bilaterales	9 122.9	7.0	dinamismo presentaron (14%),
Organismos Financieros Internacionales	<u>4 466.9</u>	<u>3.0</u>	no obstante que las sindica-
Subtotal	69 966.1	54 %	ciones abiertas por sus dimen-
Corto plazo	<u>60 081.0</u>	<u>46 %</u>	siones debieron ocupar un porcentaje mayor, de tal forma que éstos últimos ocupa-
T O T A L	130 047.1	100 %	ron el tercer lugar en cuanto a instrumentación de crédito después de los crédi-

tos de corto plazo y sindicaciones cerradas.

(1976 - 1982)

<u>CREDITOS FINANCIEROS</u>	<u>%</u>
Sindicaciones Abiertas	27.3
Sindicaciones Cerradas	31.8
Emissiones Públicas	9.1
Aceptaciones Bancarias */	----
Colocaciones Privadas	11.4
Carteras	<u>20.4</u>
T O T A L	100 %

Los créditos directos o carteras representaron el 9.0% de los créditos de largo plazo ocupando el cuarto lugar en cuanto al volumen de recursos externos contratados por instrumento.

La participación directa en los mercados primarios de capital a través de emisiones públicas y colocaciones privadas fue reducida (9%), y comparada

con otros instrumentos de crédito reflejó en cierta medida la facilidad relativa de la utilización de documentación directa y de fondeo en el mercado de dinero. Estas operaciones representaron el 4% y 5% del total de recursos captados en los mercados externos de largo plazo ocupando el quinto lugar de los instrumentos de crédito utilizados en cuanto al volumen negociado en el período.

Las operaciones realizadas a través de instrumentos específicos de apoyo a la producción e infraestructura ocupó una proporción mínima, comparada con la importancia que debe revestir para un país con necesidades definidas de crecimiento y desenvolvimiento industrial. Las operaciones concertadas a través de créditos de proveedores y de tipo bilateral representaron el 7% del volumen negociado a largo plazo y ocuparon el sexto lugar en importancia del total de la estructura de contratación. Las operaciones con los organismos financieros internacionales fue verdaderamente raquítica (3%) manifestando la falta de pla-

*/ Sólo dos operaciones en aceptaciones bancarias de largo plazo fueron ejecutadas por PEMEX con un total de 4 668.00 millones de dólares. Para efectos metodológicos fueron incluidas en el rubro de emisiones públicas.

nes y proyectos específicos de desarrollo, y por otro lado la rápida expansión de actividades desligadas o parcialmente vinculadas con la inversión productiva.

RITMO DE CAPTACION DE CREDITO POR TIPO DE INSTRUMENTO

<u>INSTRUMENTO</u>	<u>1976 - 1979</u> %	<u>1980 - 1982</u> %
Sindicaciones Abiertas	31.6	68.4
Sindicaciones Cerradas	72.0	28.0
Emisiones Públicas	32.0	68.0
Colocaciones Privadas	20.8	79.2
Carteras de Largo Plazo	76.2	23.8
Bilaterales	28.3	71.7
Organismos Financieros Internacionales	32.3	67.7
Corto Plazo	16.4	83.6

Fuente: Datos de Autorización de crédito externo SHCP.

En cuanto al ritmo de captación se puede observar que durante 1976-79 el mayor dinamismo se presentó en operaciones de crédito directo y sindicaciones cerradas, mientras en los demás instrumentos fue menor. Las contrataciones en emisiones públicas, organismos financieros internacionales y sindicaciones abiertas, al igual que las emisiones públicas y colocaciones privadas fueron dominadas por la tendencia del mercado a prestar a largo plazo por lo que las operaciones de corto plazo en esos años fueron determinadas por esa tendencia.

El aumento del riesgo financiero, la reducción del crédito y el endurecimiento de las condiciones de negociación a partir de 1979, propiciaron que en los siguientes años el grueso de las operaciones se concentrara en su mayoría en los créditos directos de corto plazo, en colocaciones privadas y en sindicacio-

nes abiertas.

Los créditos directos de corto plazo representaron el 83.6% del total de los recursos captados bajo ese mismo concepto en el lapso que va de 1980 a 1982, y el 38.4% del total contratado en los mercados financieros equivalentes a 49 642.5 millones de dólares.

Las colocaciones privadas y públicas de bonos representaron el 79.2% y el 68.0% del total captado por ese mismo concepto en el lapso ya mencionado ocupando el segundo y tercer lugar en la estructura de la contratación.

Por lo que se refiere a las sindicaciones públicas, jugaron un papel importante en el financiamiento al Gobierno Federal y algunas paraestatales en los últimos años. Estas crecieron notablemente representando el 68.4% del total contratado por este concepto y el 8% del total autorizado comparados en 31.6% y 3.7% obtenidos entre 1976 y 1979 respectivamente.

Las operaciones realizadas en sindicaciones cerradas y cartera disminuyeron considerablemente respecto de los años previos representando sólo el 28.0% y 23.8% de lo captado de cada concepto respectivamente, mientras que el ritmo de captación fue mayor en los créditos de organismos financieros internacionales, proveedores y de tipo bilateral en la segunda etapa del período 1979-1982 .

Estos representaron el 10% del total contratado en el período 1976-1982 y se dividieron de la siguiente manera:

<u>INSTRUMENTO</u>	CREDITOS NO-FINANCIEROS		
	<u>1976-79</u> %	<u>1980-82</u> %	<u>1976-82</u> %
Bilaterales y Proveedores	2.0	5.0	7.0
Organismos Financieros Internacionales	<u>1.0</u>	<u>2.0</u>	<u>3.0</u>
T o t a l	3.0	7.0	10.0

Como se puede apreciar en el cuadro de arriba, las operaciones realizadas con empresas proveedores y de tipo bilateral ocuparon el grueso de la contratación de los créditos no financieros, mientras las operaciones con organismos internacionales (BID, BIRF) representaron una tercera parte del total. Evidentemente el grueso de la contratación se hizo en el lapso que va de 1980 a 1982, mientras que en los años del 1976-1979 se ejerció una porción menor.

4.- PARTICIPACION DE MEXICO EN LOS DISTINTOS
SEGMENTOS DE LOS MERCADOS

AÑO	EUROMERCADO (%)		MERCADO (%) NORTEAMERICANO Y OTROS	Durante 1976, la captación de crédito se realizó fundamentalmente en los mercados de Asia, Medio Oriente y de Estados Unidos. Sin embargo, la participación de créditos de tipo directo y bonos del euromercado
	BONOS	DIRECTOS		
1976	8.3	36.7	55.0	
1977	20.5	43.8	35.7	
1978	6.0	76.6	17.4	
1979	3.9	89.8	6.3	
1980	7.0	76.8	16.2	
1981	21.9	54.4	23.7	
1982	16.8	71.2	12.0	

alcanzó aproximadamente el 45% del total de recursos contratados.

El total de disposiciones para ese año fue de 5417.9 millones de dólares, de los cuales 1993.0 millones de dólares se hicieron en operaciones de crédito directo y 448.0 millones de dólares en operaciones de bonos.

Las cifras colocaron a México en el 2º lugar más activo del área latina en los créditos operados en el Euromercado después de Brasil (11.2%); seguidos de Venezuela (4.1%) y Argentina (3.3%); y el número uno en lo que a operaciones de bonos se refiere.

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, la disminución relativa de la participación del mercado norteamericano, y de Asia y otros mercados financieros contrasta con el rápido ascenso de las operaciones realizadas en el Euromercado.

En efecto, durante los años 1976-1979 la reducción de la contratación de

crédito en E.U., Asia y Medio Oriente fue la siguiente: ocupó más de la mitad en 1976 y a finales de 1979 representó únicamente 6% del total captado. La contratación de crédito directo en el euromercado creció más que proporcionalmente al registrado en las operaciones de bonos, por lo que éstos últimos representaron una mínima proporción en el total con excepción de 1977 cuando fué aproximadamente una quinta parte de la captación (20.5%), con valor de 1282.0 millones de dólares. Las operaciones directas se hicieron en su mayoría en créditos de tipo sindicado con una numerosa participación de bancos europeos representando a finales de 1979 el 90% del total de recursos obtenidos en dicho mercado.

La tendencia creciente de contratación de crédito en diversos mercados financieros de Europa se inició a partir de 1977, cuando las condiciones del mercado petrolero y las expectativas de una buena explotación de éste recurso garantizaban el pago futuro de lo que en ese momento se solicitaba como prestado. De hecho, aunque no existiera una reserva probada de hidrocarburos que garantizará los créditos solicitados la demanda de recursos financieros frescos hacia nuestro país y hacia latinoamérica se habría canalizado, ya que se mantenían altos volúmenes de capital financiero ocioso en Europa debido a la recesión generalizada de los países industriales, y en consecuencia, un bajo nivel de actividad de la demanda de crédito por parte de las empresas europeas representando América Latina una "válvula de escape" a esta situación, paralelamente a las necesidades de "valoración de los capitales". Los descubrimientos petrolíferos unos años antes en nuestro país únicamente vinieron a facilitar el acceso de México a

los mercados de capital de primer orden y a elevar el grado de confianza y nivel de crédito ("worthiness"). La tendencia a contratar créditos en el Euromercado se explica por las condiciones legales más flexibles en comparación con las de los E.U., y por la importancia política que representa diversificar las fuentes de financiamiento a bajo costo. */

Esta situación fue certeramente aprovechada por las autoridades financieras mexicanas, las cuales lograron obtener condiciones ventajosas en las negociaciones de grandes Eurocréditos y operaciones de bonos y en muchos de los casos con características de tipo revolvente (Roll-over), y no fué sino hasta finales de 1979 cuando el acceso a los mercados de capital y dinero fué haciéndose cada vez más difícil como resultado de fluctuaciones en los niveles de precios de los hidrocarburos, problemas de desequilibrio en la balanza de servicios, cuenta corriente y capital aumentando el riesgo financiero de "penalidad" o insolvencia, como pasó con otros países en Desarrollo.

"Los créditos en eurodivisas en este período (1976-78) fueron caracterizados por una baja adicional en los diferenciales de préstamo sobre la tasa interbancaria de Londres (libor) y por una ampliación de los plazos para muchos prestatarios no-petroleros -entre ellos -

*/ Cuando la tasa de interés activa de préstamo es baja, permite realizar emisiones de bonos a bajo costo y se dice que existen "ventanillas financieras" o condiciones favorables para una emisión.

Brasil y Argentina- y para los que contaban con hidrocarburos. Esta - tendencia, que se originó en los primeros meses de 1977, continuó durante casi todo el año y solo fué hasta finales de 1979 que los prestatarios comenzaron a experimentar una resistencia efectiva por parte de los bancos a continuar prestando en condiciones favorables". **/

La baja del préstamo internacional obedeció a razones precautorias de los bancos, endureciendo las condiciones de crédito y reflejando que el riesgo envuelto en los préstamos internacionales se había incrementado.

La desaceleración de la actividad mundial había probado ser - más extensa y profunda que la que se había esperado. La débil recuperación y ritmo de crecimiento de los países industrializados fué acompañada de una débil demanda de importaciones a la par de un descenso del precio de los productos, -sobretudo de los productos de los países en vías de desarrollo- lo cual, desplomó los ingresos obtenidos - de las exportaciones de muchos de los principales países prestatarios dañando la capacidad de repago de sus deudas.

El siguiente subperíodo (1980-1982) fué caracterizado por la - captación de grandes eurocréditos, emisiones a tasa fija y flotante y y nuevos créditos directos con carácter revolvente.

La tendencia a contratar créditos bancarios en comparación con la poca participación en los mercados de bonos resultó, de las facilidades que la banca internacional había otorgado al operar un crédito

*/ 'World Financial Markets'. Morgan Guaranty Co. Enero 1980, pág. 10.

directo comparado con la dificultad que significaba emitir bonos con altos niveles de rendimiento, especialmente en las operaciones realizadas en 1981.

Por lo que respecta a pagos por amortización de largo plazo, - hubo que hacer frente a compromisos de 18 113.0 millones de dólares - en el lapso comprendido entre 1976 y 1979, equivalentes al 60% de los recursos frescos captados. Además, entre 1977 y 1978 el 70% del total de recursos frescos se utilizó para el pago del servicio de la deuda y un 15% para cancelar pasivos de corto plazo.

Las erogaciones por pagos de capital siguieron representando - en los años siguientes casi la mitad de recursos frescos (48%), y por concepto de intereses aproximadamente el 51%.

Durante 1981 el crédito neto ascendió a 13 822.5 millones de - dólares, de los cuales el 76.3% fué negociado en el euromercado y el crédito neto de corto plazo representó en éste año el 90.1% con lo - que se pagó por amortizaciones e intereses de la deuda de largo plazo. Los créditos bancarios se redujeron rápidamente representando 54.4%, mientras que las emisiones aumentaron gradualmente hasta representar el 22% del total de la captación no obstante que la situación de las finanzas mexicanas presentaba problemas serios como resultado de desequilibrios en la balanza de pagos y de disponibilidad de divisas. - En éste contexto la captación durante 1982 se realizó a través de - crédito bancario directo en su mayoría de corto plazo. Esto provocó - que el perfil de pagos de capital e intereses se hiciera más estre-

sión de controles a la importación y una sobrevaluación del peso mexicano, propiciaron el agotamiento de las reservas internacionales del Banco de México y la capacidad de recuperación de pagos de la economía. De ésta manera, las autoridades financieras y gubernamentales del país tuvieron la necesidad de recurrir a medidas urgentes de reordenación económica y financiera, -tales como controles a la importación, - medidas de control de las divisas y devaluaciones sucesivas, así como créditos de emergencia del FMI y anticipos de pago de petróleo, paralelamente a reuniones con la comunidad financiera internacional para solicitar una "suspensión de pagos", alejando con éstas medidas el riesgo de una crisis total del sistema financiero nacional y mayores desequilibrios en el patrón de acumulación.

La ruptura del patrón de acumulación se debió fundamentalmente a que era imposible seguir sosteniendo el crecimiento de la economía en base a ahorro externo, mientras que los ingresos internos eran canalizados a actividades diferentes a la inversión productiva. En este sentido, el gasto público del Estado favoreció al factor capital estimulado fiscalmente y por otras vías la acumulación de capital e implementando una política efectiva de contención salarial, de esta manera los recursos petroleros, en gran medida fueron apropiados por los propios empresarios a través del mecanismo de la inflación. Muchos de los recursos provenientes de las exportaciones petroleras fueron a dar al sector privado, con lo que los sectores altos tuvieron la posibilidad de incrementar rápidamente su ingreso durante los últimos 4 años del período analizado, debido al contexto de contención salarial; el resultado fué, una mayor concentración del ingreso y un

cho, generando "huecos" en la disponibilidad de divisas para hacer frente a los compromisos, por lo que fue necesario solicitar nuevos créditos en los mercados de capital en condiciones desfavorables, con un alto grado de riesgo financiero y con márgenes o diferenciales bastante amplios.

Esta situación se agravó a partir de 1980 con el elevamiento de las tasas de interés y con la retracción de la liquidez internacional. Con todo, el país siguió endeudándose, de suerte que, para finales de el tercer trimestre de 1982, el saldo de la deuda pública contratada con el exterior alcanzó 58 874.2 millones de dólares de los cuales el 71% fue cubierto con créditos directos del euromercado, 16.8% con eurobonos y 12.0% en operaciones realizadas en los E.U. y otros mercados de capital del mundo.

El volumen neto de recursos frescos contratados en ese año fue de 11 195.6 millones de dólares, de los cuales se destinaron 3 767.0 millones de dólares para el pago de capital de largo plazo (34%) y 1 439.0 millones de dólares (13%) para pagos de capital de corto plazo. De ésta última cifra aproximadamente el 75% de los recursos fueron utilizados para hacer frente a los compromisos relacionados con deudas anteriores, y sin contar los intereses que había que pagar por concepto de capital de largo plazo (7 791.3 millones de dólares). El total de recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones durante ese año era aproximadamente de 13 000.0 millones de dólares, 16% más de lo captado y tomando en cuenta el fuerte desequilibrio en la balanza de pagos, la ausencia de modificaciones cualitativas en el patrón de acumulación en general paralelamente a la continúa supre

uso más irracional del excedente social y el traslado masivo de capi-
tal-s hacia el exterior". ***/

***/ "Economía informa" 92-93, abril-mayo 1982, pág. 4 Fac. Economía.

5.- COMPARACION DE TERMINOS Y CONDICIONES CON OTROS PAISES DE SIMILAR EVOLUCION ECONOMICA

Por lo que respecta a plazos y condiciones, los países que negociaron sus operaciones favorablemente fueron en su mayoría países desarrollados. El diferencial promedio de eurocréditos se estabilizó entre 7/8 del uno por ciento sobre tasa libor y 3/4 del uno por ciento para tasa prime, los diferenciales para Francia y Suecia fueron en promedio de 7/8% y 15/16%; y en menor medida participaron Dinamarca, España e Irlanda, cuyos diferenciales promedio fluctuaron por encima del 1%. Entre los países menos desarrollados que realizaron operaciones con similar evolución financiera a la de México se encuentra Malasia y Taiwan. Los diferenciales promedio para créditos directos se redujeron notablemente en el lapso comprendido, a principios del período tenían márgenes o sobretasas por encima del uno por ciento y posteriormente tendieron a la baja (1.9/16% y 1.1/32% en 1976 contra 11/16% y 9/16% a finales de 1982).

Durante 1977, los diferenciales promedio vigentes en el euromercado fueron altamente favorables para los prestatarios debido a una compresión brutal sobre las diferenciales como resultado de exceso de liquidez, lo que propició que las condiciones de negociación fueran más flexibles aún para los países menos desarrollados. Los diferenciales promedio sobre LIBOR permanecieron por debajo del 1% entre 1/2% y 3/4%. Los plazos típicos fueron de 5 y 7 años, y los países en desarrollo tuvieron acceso a líneas revolventes.

Los diferenciales anteriormente mencionados contrastan con los pagados por Brasil, Argentina, Corea y algunos países miembros de la Opep entre ellos Algeria e Indonesia quienes obtuvieron modificaciones frecuentes en sus negociaciones.

México mantuvo márgenes entre $3/8\%$ y $1/2\%$ durante este año, sus comisiones se redujeron notablemente y los diferenciales cayeron sustancialmente para los países menos desarrollados con lo que mejoró el pago externo de estos países. Algeria y Brasil redujeron sus tasas más lentamente aunque aseguraron sustancialmente la extensión en sus vencimientos finales y en los períodos de gracia de nuevos créditos. */

Los diferenciales promedio de Brasil se mantuvieron en límites estrechos y con un elevado costo financiero. Estos fueron de $1\ 15/16\%$ durante el período, repuntando por encima de 2% en 1978, para finalmente descender a $3/4\%$ a finales de 1982.

Argentina pagó también diferenciales muy amplios en sus operaciones ($1\ 9/16\%$) en promedio en 1978, no obstante que obtuvo créditos con márgenes de $3/8\%$ y $5/8\%$ en años anteriores. Los diferenciales fueron mayores a los negociados por México en aproximación de $1/8\%$ - $1/16\%$.

Corea mantuvo un ritmo de endeudamiento favorable, sus diferenciales oscilaron entre $1\ 1/2\%$ y $3/4\%$ sobre libor. Algeria e Indonesia mostraron ser países con una gran capacidad de negociación al contratar créditos de $1\ 1/2\%$ entre 1976 y 1977; para posteriormente reducirlos hasta $7/16\%$ y $11/16\%$ al final del período.

*/ Algunos países entre ellos México, hicieron pagos por amortización anticipadamente (prepagos) en operaciones de crédito directo, contratando "crédito fresco" y provocando una disminución en los diferenciales anteriormente negociados; mejorando notablemente el perfil de los vencimientos de las nuevas operaciones.

El mercado de eurocréditos tuvo un comportamiento muy flexible hasta 1979. Muchos países aseguraron operaciones en el euromercado en condiciones favorables muy próximos a los diferenciales mínimos.

Francia por ejemplo, mantuvo créditos con diferenciales de 1/2% o menos, mientras que otros países entre ellos Italia, España, Argentina, Brasil, Malasia, Alemania Oriental y MEXICO fueron capaces de mantener sus créditos muy cerca del mínimo.

Los plazos de los eurocréditos se ampliaron a partir de ese año. Para los países industriales significó un aumento en los promedios de 9 a 10 años, mientras que en años atrás oscilaba entre 7 y 8 años. Los países en desarrollo no miembros de la Opep fueron capaces de aumentar el plazo en sus créditos a 11 años en promedio.

Durante 1980 el lento crecimiento del mundo industrial afectó la capacidad de los países en desarrollo en el pago del servicio de la deuda. El dinamismo de las exportaciones de los países petroleros decreció agudamente en éste año, reflejando paralelamente la caída drástica del precio de las mercancías internacionales no-petroleras, altas tasas de interés en los países industriales, y la baja demanda mundial de petróleo, todo ello consecuencia de la política económica restrictiva adoptada en E.U. en 1979.

Bajo ésta perspectiva, las altas tasas de interés en los países industriales agregaron costos considerables al servicio de la deuda a los países en desarrollo. El impacto fué especialmente grande para Argentina, Brasil, Chile y México quienes tuvieron que destinar entre 35% y 45% de las exportacio-

nes previstas en ese año para pago de intereses.

En ese año se efectuaron diversas operaciones en el segmento de crédito bancario directo en eurodivisas y a pesar de haberse reducido substancialmente la actividad, fué caracterizado por la emisión de grandes eurocréditos (incluyendo unos con mejores condiciones de refinanciamiento), la emisión de eurobonos denominados en dólares a tasa fija, por la emisión de pagarés a tasa flotante y certificados de depósito en dólares.

En ese lapso, solo unos cuantos países prestatarios no miembros de la Opep mantuvieron el ritmo de endeudamiento. De los países en desarrollo, solo Corea sostuvo el nivel respecto del año previo mientras que en otros prestatarios, especialmente Brasil, México, Argentina, Filipinas y Taiwan decreció agudamente la captación en comparación a los niveles obtenidos el año anterior.

Durante 1981, la expansión se hizo fundamentalmente en créditos en el euromercado. El descenso de las tasas activas de préstamos generó que los países industriales y los países en desarrollo no miembros de la Opep expandieran sus préstamos en aproximadamente 28% respecto al año previo. Dentro del grupo industrializado, virtualmente fué utilizado el crédito por prestatarios de los Estados Unidos y muchos de estos créditos fueron negociados a tasa flotante, con opción de cambio a Libor o prime (la menor), y permitiendo también la opción de varios intervalos durante la vida del crédito.

Esta última opción (Libor o prime rate) fué rápidamente incluida en el total de créditos bancarios de mediano plazo en 1981, y debido a que en su mayo

rfa la tasa Libor mantuvo niveles por debajo de la tasa doméstica de los Estados Unidos implicó que muchos prestatarios contrataron básicamente sobre la tasa interbancaria de Londres. En ese sentido, México no fué la excepción; el grueso de la contratación de créditos directos se hizo a través de sindicaciones abiertas, cerradas y créditos directos prácticamente a tasa libor, y las operaciones de bonos públicos y privados se realizó con una marcada influencia de ésta.

Los diferenciales promedio en créditos con plazos de entre uno y tres años fueron negociados con rangos que van de $1/8\%$ a $1/4\%$ o del uno por ciento sobre tasa libor; sobretodo en sindicaciones cerradas, créditos directos y certificados de depósito.

Los diferenciales cobrados en créditos con plazos entre tres y cinco años fueron en promedio de $3/16\%$ - $1/4\%$ del uno por ciento sobre tasa libor con opción a cambio de tasa $\ast/$. Asimismo, los créditos sindicados concertados a mediano y largos plazos mantuvieron en su mayoría esta última condición, aun que los diferenciales aumentaron a $3/8\%$ - $5/8\%$ sobre tasa libor o prime.

Por lo que respecta a emisiones de bonos tanto públicos como privados se contrataron a niveles elevados de rendimiento. Las operaciones con plazos de entre 6 y 8 años otorgaron tasas fijas de rendimiento de $14\ 1/2\%$ - $15\ 1/2\%$,

$\ast/$ La opción "libor o prime" sugiere que el día de vencimiento del pago de intereses se cotizarán las dos tasas siendo vigente la que se encuentre en el nivel más bajo para el siguiente período de pago de intereses.

mientras que las emisiones con plazos de nueve años o más otorgaron rendimientos de 16 1/2% - 17 1/2%. (Cabe hacer notar que las tasas de interés internacionales cobraron su nivel más alto en ese año por lo que las operaciones resultaron desfavorables en términos de costo, y que manifestó paralelamente la necesidad de recursos del Estado para financiar y mantener los objetivos trazados de desarrollo económico).

Durante 1982 los esfuerzos de los países industriales por bajar la inflación y de mejorar sus políticas económicas a la par de una relativa recuperación económica, apuntó a aliviar las altas tasas de interés que persistieron durante casi todo el año previo. De hecho las tasas de interés comenzaron a declinar en el último trimestre de 1981 afectando favorablemente la actividad en los mercados financieros que se habían visto con márgenes operativos estrechos y con un elevado riesgo crediticio internacional.

Para los países prestatarios significó una mejora sustancial en el pago de los servicios de capital, en la reducción de los déficits en la balanza de pagos y en el tiempo disponible para ajustar sus economías a cambios eventuales en el sector externo.

Las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos cayeron agudamente como resultado de una política flexible de la Reserva Federal siendo mayor el deslizamiento en la tasa preferencial de largo plazo. Sin embargo, los bancos siguieron dominados por mayores precauciones en sus préstamos internacionales, lo que generó que muchos países no petroleros y del mundo subdesarrollado se vieran con mayores restricciones en la contratación de crédito.

to fresco; especialmente Argentina, Chile, Colombia, Morocco, Filipinas, Taiwan y Tailandia; mientras que otros países continuarón con el ritmo ascendente de la captación vfa eurocréditos, fundamentalmente exportadores de petróleo no ubicados en Medio Oriente. Entre ellos se encuentran México, Malasia, Ecuador y Venezuela.

Nigeria fue uno de los países exportadores de petróleo más duramente golpeado por la debilidad de los mercados petroleros del mundo ocurrida en ese año y dado que el crecimiento de los pagos por amortizaciones en los créditos de años previos fue menor al proyectado, a la par de los esfuerzos de algunos países en refinanciar sus obligaciones de corto plazo; propició el endurecimiento de las condiciones de negociación en la disminución de los plazos y en el elevamiento de los diferenciales.

"Un número considerable de países tuvieron que aceptar márgenes amplios en las sobretasas ("HIGHER LOAN SPREADS") y comisiones de administración, más alta con vencimientos, más cortos, en comparación al año pasado o aún a principios de este ..." */

Esta tendencia fue evidente entre algunos países latinos. Para el caso de Argentina, los diferenciales sobre libor se incrementaron a 1% y 1 1/4% de 5/8%, permaneciendo incluso a través del último crédito sindicado -

*/ World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Co., Septiembre 1982.

previo a la crisis de las Islas Malvinas. Los diferenciales en Brasil no se elevaron, no obstante que permanecieron alrededor $2 \frac{1}{8}\%$ desde 1981. En el caso de México, los diferenciales se elevaron hasta $1 \frac{1}{2}\%$ contra $1 \frac{1}{2}\%$ y $5 \frac{1}{8}\%$ el año pasado y los plazos tendieron a acortarse entre 1 y 4 años.

Entre los mejores prestatarios de Asia los diferenciales fueron más débiles ($3 \frac{3}{8}\%$ para Indonesia y $7 \frac{7}{8}\%$ para Filipinas).

CAPITULO IV
IMPACTO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA EN LA ECONOMIA MEXICANA.

1.- COMPORTAMIENTO EN RELACION A LOS GRANDES AGREGADOS

"El período analizado fue caracterizado por un ritmo de crecimiento sostenido en la actividad económica basado sobre una economía de endeudamiento. El crecimiento real del producto interno bruto durante el auge - - (1976-1979) fue de 7% ó 9% anual para caer drásticamente a -0.2% en 1982".*/

El ritmo de crecimiento del endeudamiento - externo fue paralelo al del producto interno bruto durante la primera fase (1976-79) con niveles de entre 11% y 18% nominales por - lo que el peso del endeudamiento fue com-- pensado por la generación de riqueza repre-- sentando globalmente el 25.4% en promedio, con excepción del 1977 y 1978 cuando re-- presentó el 28.2% y el 25.5% respectivamen-- te. Cabe aclarar que en esos años se nego-- ció el 40.3% del total del endeudamiento.

En el siguiente lapso (1980-1982) disminuyó

*/ "La crisis y su porvenir: problemas de política macroeconómica en México".
L. Taylor. Investigación Económica # 170 oct-dic. 1984, pág. 283.
Facultad de Economía.

el peso de la deuda como porcentaje del PIB con excepción de 1982, y fue resultado inicialmente de una contención de la captación entre 1979 y 1980 representando en este último año el 18.4% y por otro lado del aumento de la tasa de inflación doméstica que elevó nominalmente el valor del producto interno bruto en 1981 manteniéndose por esa razón en 23.6% aun cuando el ritmo de captación fue mayor que la generación de riqueza. La relación del endeudamiento como porcentaje del PIB en 1982 superó los niveles considerados como manejables, la inflación galopante, las desintermediación financiera, los desequilibrios en la balanza de pagos, las fuertes salidas de capital especulativo, el aumento en las tasas de interés internacional, el acortamiento de los plazos en los créditos nuevos y un refinamiento más caro provocaron que se tomaran medidas restrictivas que propiciaron una fuerte desaceleración de la actividad económica y una caída de la inversión que tuvo efectos negativos en todos los ámbitos de la economía.

la devaluación del peso mexicano en febrero de 1982 fué la respuesta a la distorsión provocada por la sobrevaluación de nuestra moneda y se enfocó fundamentalmente a la corrección de los desajustes del sector externo y en consecuencia, los déficits en la cuenta corriente que habían sido del orden de entre 1596.4 y 12 544.3 millones de dólares anuales en los últimos años (acumulándose entre 1976 y 1981 alrededor de 32 610.8 millones de dólares) cambiaron su tendencia, resultando a finales de 1982 un saldo favorable en la balanza comercial de 6 584.5 millones de dólares. Sin embargo, el carácter superavitarío de la balanza comercial fué basado en una brutal comprensión de las importaciones de 9 508.0 millones de dólares en comparación al año previo cuando se importaron mercancías por un valor de 23 929.6 millones de dólares y no en el aumento de las exportaciones.

Por lo que respecta a la desintermediación financiera y a las fuertes salidas de capital especulativo ocurridas en 1982 se tomaron medidas legales y financieras concretas que impidieron una salida mayor de recursos, a la vez que se implementaban mecanismos de regulación del flujo de divisas para tener un uso más racional de éstas y hacer frente a las obligaciones tanto domésticas como del exterior.*/

*/ Entre las medidas adoptadas podemos resaltar la inconvertibilidad de los títulos en mex-dólares siendo pagaderos en moneda nacional, el control de cambios con carácter selectivo y prioritario; y los depósitos en pesos para el pago de pasivos contraídos en el exterior bajo el esquema planteado por el Banco de México conocido como FICORCA (cobertura de riesgos cambiarios) y el alza de las tasas de interés domésticas.

Un indicador de mayor transparencia analítica viene a ser la relación entre el nuevo endeudamiento (crédito "fresco") y el nivel de las exportaciones, ya que permite ver la disponibilidad de divisas para hacer frente a los compromisos adquiridos con anterioridad. En ese sentido, el crecimiento de las exportaciones fue inicialmente mucho mayor al ritmo del endeudamiento, por lo que la tendencia decreciente en los años que van de 1976 a 1979 permitió que la disponibilidad de divisas tanto de reserva como de inversión mantuviera un flujo regular y mayor flexibilidad en el uso y canalización de los recursos, y no es sino hasta finales de 1981 cuando esta tendencia se revierte; el aumento en la captación de crédito alcanzó su máximo nivel (19 147.8 millones de dólares en un sólo año equivalentes a casi el 70.0% de las exportaciones) mientras que las exportaciones al mantener un carácter estable y una elasticidad de la oferta rígida en un contexto de precios deprimidos, manifestaron la clara inflexibilidad de allegarse dólares por la vía de las transacciones comerciales, de tal suerte que, al analizar las erogaciones por concepto de pago de intereses y amortizaciones en relación al total de colocaciones de bonos en el exterior y disposiciones netas de crédito, podemos ver que -

	Servicio de la deuda	Colocaciones y disposiciones	una proporción mínima de los recursos netos obtenidos en el exterior se encontraba libre de presiones financieras externas y a su vez manifestaba la creciente reducción del plazo para destinar los recur-
1976	161.9%		
1977	176.8%		
1978	93.2%		
1979	95.7%		
1980	98.0%		
1981	75.5%		
1982	-13.9%		

sos a actividades productivas que permitieran tener en el corto plazo beneficios transformables en divisas para hacer frente al servicio - regular del endeudamiento, en ese sentido los excedentes para cubrir el servicio de la deuda se obtuvieron del superávit en la balanza comercial y éste a su vez de una caída en las importaciones, mientras que los vencimientos de capital fueron "refinanciados" con plazos más cortos.

NECESIDADES Y DISPONIBILIDAD DE DIVISAS DURANTE EL PERIODO (1976-1982)
(MILLONES DE DOLARES)

	<u>NECESIDADES</u> */	<u>DISPONIBLE</u> **/	<u>DEFICIT</u>	<u>NECESIDADES CUBIERTAS</u>
1976	15 313.4	13 695.1	-1 618.3	89.4%
1977	15 560.5	15 409.4	- 151.1	99.0%
1978	22 122.9	19 996.4	-2 126.5	90.4%
1979	31 102.8	26 678.5	-4 424.3	85.8%
1980	39 783.8	32 718.3	-7 065.5	82.2%
1981	53 791.1	44 632.3	-9 158.8	83.0%
1982	46 399.2	41 913.0	-4 486.2	90.3%

*/ Incluye importaciones de bienes y servicios, amortizaciones de capital y pago de intereses.

**/ Incluye exportación de bienes y servicios, colocación de bonos y disposiciones de crédito.

FUENTE: Indicadores Económicos de Banco de México.

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, las necesidades de divisas entre 1976 y 1979 fueron cubiertas casi en su totalidad con re-

cursos internos y crédito externo manteniendo déficits en promedio - del 9.0% anuales soportados fundamentalmente por variaciones en las - reservas del Banco de México, no obstante que durante 1977 casi se - cumplieron las metas planteadas en ese año cuando se cubrieron el 99% de las necesidades de divisas.

Los años siguientes fueron caracterizados por una baja sustan- cial en las disponibilidades, en dólares, las reservas internacionales se redujeron paulatinamente hasta representar el déficit de divisas - en 1981 el 18% del total de las necesidades, de hecho el Estado tu- - vo una participación activa en la economía en esos años por lo que - mostró múltiples signos de un auge clásico dirigidos fundamentalmente por la inversión del sector público y el gasto corriente (ver B.1 y - C.1). El retraso en los precios relativos de los bienes y servicios - de las empresas paraestatales se tradujo en grandes beneficios para - los sectores productivos y en un aumento directo del ahorro privado. La canalización de este ahorro no fue dirigida inicialmente a la in- versión y disminuyó en la medida en que la salida de capitales y la compra de activos en el exterior se iban colocando en los años inme- diatamente anteriores a la crisis de 1982 y durante ella, por lo que esos activos y los pasivos del sector financiero al sector privado - (instrumentos en mex-dólares) crecieron explosivamente hasta alcanzar cifras por encima de 10 000 millones de dólares (aproximadamente una quinta parte del total del endeudamiento externo) entre 1980 y 1982. (Ver D.1 y E.0).

- 222 -
CUENTAS DEL SECTOR PUBLICO MEXICANO (%) */

	1978	1979	1981	1981	1982
A.0 <u>INGRESOS</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
A.1 SECTOR PETROLERO	14.2	17.4	25.5	24.6	36.0
A.2 NO PETROLERO	85.8	82.6	74.5	75.4	64.0
B.0 <u>GASTOS</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
B.1 CORRIENTES	59.3	59.3	62.6	56.1	62.4
B.2 DE CAPITAL	40.7	40.7	37.4	43.9	37.6
C.0 <u>INVERSION</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
C.1 PUBLICA	55.0	56.4	55.0	54.5	55.6
C.2 PRIVADA	45.0	43.6	45.0	45.5	44.4
<u>AHORRO</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
D.0 PUBLICO	17.1	14.7	9.1	-3.4	-3.5
D.1 PRIVADO	82.9	85.3	90.9	103.4	103.5
E.0 CAMBIO DE LOS AC- TIVOS NETOS DEL - EXTERIOR **/	-1.02	-2.5	-3.9	-2.8	10.17

*/ Fuente: Investigación económica 170 oct-dic 1984. Lange Taylor. La crisis y su porvenir: Problemas de pol. macroeconómica en México. (Cuadro 2 y 3 pags. 287 y 289).

**/ Unidades de miles de millón de dólares.

Los ingresos de las empresas paraestatales se estancaron durante el auge petrolero -excluyendo a Pemex- por lo que representaron en 1978 el 85.8% y - el 64.0% en 1982; la importancia de los ingresos petroleros representó en - esos años un pilar fundamental en el apoyo a los ingresos del sector público aún cuando mantuvieron un carácter estable (Ver A.1 y A.2).

Sin embargo, los gastos del sector público fueron mucho mayores a sus ingresos -como se puede apreciar en el cuadro de abajo- por lo que el déficit creció rápidamente a partir de 1980. **/

PROPORCION DE LOS INGRESOS Y GASTOS DEL SECTOR
PUBLICO MEXICANO RESPECTO DEL PIB
(%) */

<u>AÑO</u>	<u>INGRESOS</u>	<u>GASTOS</u>	<u>DEFICIT</u>
1978	16.9	22.6	5.7
1979	17.8	24.6	6.8
1980	18.8	26.5	7.7
1981	17.1	31.9	14.8
1982	19.7	38.3	18.6

El sector público tuvo que pedir prestado por encima del déficit de la cuenta corriente tanto de manera directa como a través del sistema bancario en los dos últimos años, para -

no acelerar el proceso inflacionario doméstico generado por el aumento de la demanda agregada y la transferencia de dólares hacia México por el petróleo, paralelamente a la decisión de mantener fija la tasa de cambio nominal e incrementar los subsidios en ciertas empresas terminales -alimentos, gasolina, transporte colectivo, etc.- y que explican las pérdidas que tuvieron las empresas públicas.

*/ En base a datos del cuadro 3 del artículo de L. Taylor: "La crisis y su porvenir..." Ibidem.

**/ Ver cuadro XVI y XVII.

2.- PRINCIPALES ENTIDADES DEUDORAS

En la estructura del endeudamiento del sector público destacaron - por su mayor participación los organismos y empresas del sector paraestatal. Estas fueron las principales contratantes de deuda externa, como resultado - de las características técnicas y materiales en que vinieron operando y que impidió una "tasa interna de retorno" altamente favorable en el corto plazo. En consecuencia, la utilización de recursos crecientes destinados a la in- versión con un largo proceso de maduración y una política de precios bajos que permitió la transferencia de riqueza al sector privado, impidió que el - proceso de acumulación fuera financiado con recursos propios, haciendo neces- ario recurrir al endeudamiento externo como alternativa para romper con las - barreras naturales de la reproducción y acumulación de capital.

ESTRUCTURA DE CREDITO POR ENTIDAD
(1976-1979)

<u>ENTIDAD</u>	<u>MONTO</u>	<u>%</u>	
Bancomext	1860.9	4.2	Las entidades que destacaron por su ac- tividad en el lapso que va de 1976 a - 1979 fueron principalmente: <u>Pemex</u> con - un total de 11,534.5 millones de dólares, representando el 26.3% del total de recur- sos contratados; <u>Nafinsa</u> con 7,346.5 - millones de dólares (17%); el <u>Gobierno-</u> <u>Federal</u> con 6,974.1 millones de dólares (15.9%); la <u>Comisión Federal de Electri-</u> dad con 5,520.3 millones de dólares - (12.6%) y el <u>Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos</u> con 4,032.4 millo-
Banobras	4032.4	9.2	
Banrural	2316.4	5.3	
CFE	5520.3	12.6	
Fertimex	269.0	0.6	
Finasa	2387.3	5.4	
Gob. Federal	6974.1	15.9	
Nafinsa	7436.5	17.0	
Pemex	11534.2	26.3	
Telmex	105.0	0.2	
Otros	<u>1435.1</u>	<u>3.3</u>	
T O T A L	43871.2	100.0	

nes de dólares equivalentes al 9.2% del total.

Estas entidades captaron el 81.0% de los recursos, mientras que Banrural, Finasa, Bancomext, Fertimex, Telmex y otras entidades obtuvieron el 19% restante.

Durante los últimos tres años del período analizado (1976-1982), las entidades que mayor dinamismo presentaron fueron esencialmente: Pemex con 32,316.1 millones de dólares, representando el 37.5% del total contratado en esos años; Bancomext con 7,763.0 millones de dólares (9.0%); Nafinsa con 7,642.2 millones de dólares (8.9%); el Gobierno Federal con

(1980-1982)	Monto mills.de dls.	%	7,601.8 millones de dólares (8.8%) y <u>Banobras</u> con 6,136.7 millones de dólares (7.1%).
Bancomext	7763.0	9.0	Estas entidades captaron el 71.3% del total de los recursos, concentrándose fundamentalmente el grueso de las operaciones en Pemex, mientras que el 28.7% restante fue dividido en un gran número de empresas destacando la Comisión Federal de Electricidad (5.6%); Finasa (4.2%), Banrural (3.9%), Fertimex (0.9%); Telmex (0.5%) y otras entidades (13.6%).
Banobras	6136.7	7.1	
Banrural	3371.0	3.9	
CFE	4847.2	5.6	
Fertimex	786.0	0.9	
Finasa	3584.5	4.2	
Gobierno Federal	7601.8	8.8	
Nafinsa	7642.2	8.9	
Pemex	32316.1	37.5	
Telmex	40.2	0.5	
Otros	<u>11714.6</u>	<u>13.6</u>	
T O T A L	86175.9	100.0	

3. COSTO DEL SERVICIO DE LA DEUDA

Fundamentalmente podemos encontrar dos costos asociados con el endeudamiento externo: el producido por el servicio del capital y sus amortizaciones y un segundo costo asociado con el nivel y ritmo de acumulación de capital al interior de la Economía.

El primero nos indica la relación entre las erogaciones financieras que se tienen que hacer por compromisos contraídos con anterioridad, así como el pago de intereses por el uso del capital y el segundo con el nivel de riqueza generada en un período dado, por lo que la relación de ambas variables (servicio de la deuda/producto interno bruto) expresa el peso que sobre la acumulación de capital y el consumo tiene la carga financiera externa.

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR
PUBLICO MEXICANO ^{*/}
(%)

	FINANCIAMIENTO EXTERNO	FINANCIAMIENTO INTERNO	TOTAL
1978	44.0	56.0	100.0
1979	35.0	65.0	100.0
1980	32.0	68.0	100.0
1981	51.0	49.0	100.0
1982	20.0	80.0	100.0

Como se puede apreciar en el cuadro anterior el lapso que va de 1978 a 1980 fué caracterizado por niveles de financiamiento externo -

bajos (37% en promedio del total) por lo que los efectos asociados con el encarecimiento de el servicio de la deuda externa representaron una porción mínima del producto interno bruto con tendencia a descender a partir de 1978, como resultado de un aumento en la generación de riqueza y no en un aumento de la salida de divisas por concepto de servir la deuda. Sin embargo, también es oportuno observar que los pagos por amortizaciones e intereses en el lapso comprendido (1976-1982) fué creciente, pasando de 3.4% a 7.4% del PIB respectivamente y que en términos aritmeticos prácticamente se cuatruplicó (de 3 352.9 a 12 997.3 millones de dólares), por lo que obviamente, tuvo efectos adversos sobre el nivel de ocupación, de los niveles de vida y en el ritmo de industrialización en los últimos años.

La canalización de recursos hacia el exterior por la vía de intereses y amortizaciones fué mucho mayor en 1981 y 1982, como resultado del encarecimiento de los préstamos concedidos en el mercado internacional de capitales y que incrementó el pago de los intereses en 7.6% más que el nivel del año anterior por lo que una parte sustancial de los dividendos obtenidos en ese año fué devorado prácticamente por este efecto y otra parte por un aumento mayor de la deuda desembolsada en éstos años. */

En el ámbito externo, nuestro país mantuvo uno de los niveles más bajos y estables del servicio de la deuda respecto de sus disposiciones y colocaciones durante el período analizado. Los países latinos por el contrario vieron fuertemente aumentados estos porcentajes como se puede

*/ Ver cuadro XI y XII.

apreciar en el siguiente cuadro:

SERVICIO DE LA DEUDA COMO PORCION DE LAS DISPOSICIONES Y
COLOCACIONES POR PAIS

PAIS	ORGANISMOS INTERNACIONALES		MERCADO FINANCIERO	
	LUGAR	%	LUGAR	%
VENEZUELA	1	1635.5	1	145.9
URUGUAY	2	251.3	7	40.8
BRASIL	3	81.5	5	89.1
ARGENTINA	4	73.1	4	127.0
MEXICO	5	62.6	6	63.5
CHILE	6	61.6	3	136.9
COLOMBIA	7	56.2	7	40.8
PERU	8	44.7	2	144.5

FUENTE: Banco Mundial, World debt tables 1980, 1982 y 1983.

Los cuatro países más endeudados canalizaron una cantidad superior a 73% de sus transferencias netas totales provenientes de los mercados - financieros y de organismos internacionales, mientras que nuestro país - mantuvo estable la relación aún con el nivel de exportaciones */, por lo que se colocó en el quinto y sexto lugar de los países que obtuvieron recursos con fuentes multilaterales y en los mercados de capital respectivamente; después de Venezuela, Uruguay, Brasil y Argentina. Otros países - crecieron aceleradamente en su servicio, proporcionando una masa creciente de excedentes en forma de intereses y presionando a su liquidez financiera doméstica en situaciones más difíciles para reembolsar los préstamos por el deterioro de la relación de intercambio, de tal manera que los servicios de capital en 1981 fueron superiores a la deuda desembolsada en

*/ Ver cuadro XII.

ese año, por lo que continuaron endeudándose para pagar. En este renglón podemos incluir a Bolivia, Chile, Ecuador, Costa Rica, Honduras y República Dominicana.

CONDICIONES PROMEDIO DE LOS COMPROMISOS DE PRESTAMO OTORGADOS POR LA
BANCA PRIVADA DURANTE EL PERIODO

	<u>P L A Z O</u> <u>(AÑOS)</u>	<u>TASA DE INTERES</u> <u>%</u>
VENEZUELA	7.3	13.4
CHILE	7.2	13.1
PERU	7.8	12.2
MEXICO	6.0	12.2
ARGENTINA	9.8	12.1
ECUADOR	9.6	11.4
BRASIL	11.1	10.3

FUENTE: Banco Mundial World debt tables, 1980.

Como se puede apreciar en el cuadro anterior el costo del servicio de la deuda fué mucho mayor para Venezuela y Chile (13.4% y 13.1% en promedio respectivamente) y con un impacto más fuerte debido a lo reducido del perfil de los vencimientos (7 años para ambos) que incidió en los montos amortizables y en el grueso de los recursos disponibles. Perú y México tuvieron costos más bajos que los países anteriores (12.2% en promedio) no obstante que esta reducción de la tasa de interés se vió fuertemente afectada por la reducción en el plazo en el caso de México en contrapartida con Perú ya que mejoró visiblemente esta situación cuando alcanzó plazos cercanos a los 8 años en promedio. De ésta manera México fué el cuarto mejor negociador después de Argentina y Brasil sin contar que éstos últimos captaron, proporciones mucho menores a lo rea-

lizado por México y que representó un esfuerzo mayor para las autoridades mexicanas. Otros países obtuvieron menores condiciones en el plazo promedio y la tasa de interés ponderada. Tales países fueron - Venezuela, Chile y Perú, ya que sus plazos oscilaron entre 7.3 y 6.0 años y las tasas entre 12.2% y 13.4%.

4.- IMPACTO ECONOMICO DE LA CRISIS (1979-1982) SOBRE LA DEUDA Y ECONOMIA MEXICANA.

Como se ha expuesto en páginas anteriores el crecimiento seguido por la economía mexicana fue basado en una "economía de endeudamiento" lo que permitió niveles de actividad considerables y la conformación y ampliación de la base material de producción.

La inversión del Estado fue la variable activa del crecimiento económico mientras que la inversión privada se mantuvo a la baja como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

FORMACION BRUTA DEL CAPITAL (%) a/

	TOTAL <u>*/</u>	PUBLICA <u>**/</u>	PRIVADA <u>**/</u>
1976	20.9	38.3	61.7
1977	18.8	38.8	61.7
1978	20.1	43.8	56.2
1979	22.1	42.5	57.5
1980	23.5	43.0	57.0
1981	24.8	43.5	56.5
1982	21.1	44.5	55.5

*/ Como proporción del PIB.

**/ Como proporción del total.

a/ Fuente: SPP Sistema de cuentas Nacionales de México.

El exceso del gasto gubernamental sobre los ingresos fue el factor fundamental para explicar la crisis financiera que afloró en 1982, ya que en la medida en que se sustentaba en la obtención de

recursos prestados (internos y externos) y no en base a captación - por la vía fiscal provocó que el déficit en las finanzas públicas asumiera dimensiones inmanejables fuera de toda proporción.*/

La filosofía de mantener inalterables los precios de venta de los bienes y servicios producidos por las empresas del Estado como medio para contribuir a la estabilidad interna de precios, unida a la debilidad fiscal impidieron que el Estado guardara un nivel apropiado de ingresos para financiar sus operaciones y a su vez esta situación postergó los proyectos de inversión que más tarde serían los cuellos de botella que impedirían la expansión de la economía y aumentarían las presiones inflacionarias correlativamente a las importaciones.

CRECIMIENTO DEL PIB DURANTE 1976-1982

<u>RAMA</u>	<u>%</u>	<u>LUGAR</u>
Agricultura y Ganadería	4.0	11°
Manufacturas	6.3	8°
Extracción de petróleo	14.7	1°
Refinados de petróleo	7.5	6°
Petroquímica básica	12.9	2°
Maquinaria y equipo - eléctrico, electrodomés- tico y automotriz.	10.0	3°
Construcción	6.4	7°
Electricidad	7.9	5°
Comercio	6.0	9°
Transporte	9.3	4°
Otros servicios	5.5	10°
T o t a l	6.1	---

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, sólo seis ramas de la economía tuvieron niveles de crecimiento por encima del promedio (6.1%), destacando sin duda la actividad petrolera y dentro de ésta la extracción de crudo, la cual creció a una tasa media anual de 14.7%. La actividad manufacturera creció a una tasa de 6.3% anual, ligeramente por encima del conjunto mientras que el resto de las actividades industriales siguieron en términos generales una trayectoria paralela al conjunto de la economía nacional.

Sin embargo, los niveles de producción de algunas de ellas fueron insuficientes para satisfacer la demanda interna lo cual se tradujo en una expansión relativa de las importaciones primarias y de bienes finales, de tal suerte que, la expansión del consumo final fue acompañado de un creciente contenido de importación, pasando de 1.9% a 3.2% del Pib mientras en las exportaciones mantuvieron un carácter estable.

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION PUBLICA 1976-1982
(% respecto del Pib)

	<u>Inversión total</u>	<u>Endeudamiento externo</u>	<u>Endeudamiento interno</u>
1976	10.03	3.82	6.07
1977	8.87	3.07	3.65
1978	9.86	3.98	2.69
1979	10.94	4.47	2.89
1980	10.75	4.94	2.91
1981	14.44	6.20	8.54
1982	12.04	13.89	3.73

La inversión pública fue cimentada en su mayor parte por ahorro externo (entre 40 y 60 por ciento del total) con excepción del año de 1981 cuando los ahorros domésticos representaron el 57.9% del total de la inversión, mostrando la vulnerabilidad de nuestra economía ante oscilaciones temporales en el flujo del crédito externo y la gran importancia que ha tenido la obtención de recursos del exterior para asimilarse el patrón de acumulación de capital de la economía mexicana.

Esta situación empeoró gravemente en 1982 cuando los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos fueron acumulándose y financiándose en base a nuevo endeudamiento externo, lo cual obligó a hacer pagos mayores hacia el exterior en forma de intereses, amortizaciones y dividendos que a su vez, se convirtieron en la causa primordial del déficit corriente. Así el desequilibrio en las relaciones económicas con el exterior entró en una fase de retroalimentación y por ello el crecimiento de la economía fue acompañado de un proceso circular y acumulativo de endeudamiento que ha tendido a perpetuar el desequilibrio externo.

Esta situación fue propiciada básicamente por la transferencia gigantesca de la riqueza social a las empresas y particulares por la vía de los subsidios al consumo y a través del rezago de los precios de los bienes y servicios que produce el sector paraestatal y que afectó drásticamente las finanzas internas.

La velocidad de endeudamiento del sector público no obedeció -

a las necesidades de divisas del gobierno federal o del sector paraestatal pues el contenido de importación del gasto público durante 1981 y 1982 fue inferior al monto de divisas generadas por su operación. En rigor, el dramático volumen de crédito contratado por el sector público durante 1980 y 1982 obedeció a la demanda de divisas de los particulares destinados en principio al pago de los crecientes volúmenes de mercancías y servicios adquiridos en el exterior, pero sobre todo, en los tres primeros trimestres de 1982 como un medio para preservar el poder de compra de los activos monetarios y en apoyo al peso mexicano.

Este rezago, tanto en el terreno fiscal como comercial del sector paraestatal en períodos prolongados alimentó y provocó que las fluctuaciones en el nivel de gasto público fuera asociado a un correlativo y desproporcionado aumento del déficit del sector público al extremo de que en los años 1976, 1981 y 1982, el ingreso resultó insuficiente, incluso para cubrir las necesidades de gasto corriente. El ritmo del endeudamiento externo quedó determinado por la magnitud del desequilibrio externo y no por requerimientos de divisas para la operación y expansión del sector público por lo que la demanda de divisas por parte de los particulares no fue utilizada para fines comerciales y productivos debido a que los signos de inflación comenzaron a erosionar la confianza de los particulares en el ahorro líquido, optando por las inversiones especulativas y la transferencia de ahorros líquidos al exterior.

La resultante de esta situación fue que en el ámbito financiero

externo, México presentara niveles de riesgo mayores ante posibles incumplimientos en el pago de sus deudas y disminuyera la confianza de la banca internacional hacia nuestro país reduciendo los montos y plazos en préstamos en condiciones más severas, así como diferencias más elevadas, paralelamente a la vigilancia más estrecha del Fondo Monetario Internacional en programas de reordenación y austeridad económica.

En el ámbito interno, la reducción de la actividad económica en 1982 se acercó a niveles cercanos a cero. La restricción financiera externa ocasionó que el nivel de empleo e inversión cambiaran su tendencia, además de provocar un desquiciamiento en las finanzas domésticas y una desintermediación financiera profunda por la pérdida de confianza de los particulares y en la fuga especulativa de capitales. Este hecho manifestó la clara inflexibilidad de tratar de crecer abruptamente en base a recursos obtenidos en el exterior, sin antes tomar las medidas pertinentes, tanto financieras, económicas y legales que eviten una ruptura en el flujo del crédito y un colapso en el ritmo de la actividad del país.

La falta de planes específicos de desarrollo que fueran fomentados programáticamente y que unieran los intereses de corto plazo con las necesidades de largo plazo provocaron que no se conformaran condiciones de inversión articuladas entre los sectores y se ahondaron más los desequilibrios ante elevadas cantidades de ingreso vía endeudamiento y venta de hidrocarburos con efectos inflacionarios explosivos por las rápidas inversiones en la economía ante niveles rígidos de absorción.

5.- EL PROCESO DE REESTRUCTURACION DE LA DEUDA EXTERNA, MEDIDAS INTEGRALES DE POLITICA ECONOMICA.

La disminución de los precios y la demanda de los productos de exportación, tanto petroleros como no-petroleros en el ámbito internacional así como el aumento sin precedente de las tasas de interés en los mercados de capital en el año previo a 1982 acentuaron el flujo del gasto público sobre las finanzas domésticas y sobre el nivel de la demanda interna. Por un lado, la salida de recursos por concepto de intereses y la falta de divisas provocaron que el gasto público fuera mucho mayor a lo previsto, elevándose fuertemente la proporción del déficit público sobre la producción interna bruta, y por otro lado, el efecto producido por este gasto fue una mayor demanda interna a un ritmo manifiestamente superior a la capacidad del aparato productivo nacional. Las importaciones crecieron desproporcionadamente por lo que el déficit en la balanza de pagos en 1982 llegó a ser de 13 mil millones de dólares, casi el doble de la estimación inicial además de la fuga de capitales.

En ese año los problemas externos provocaron severos efectos al interior de nuestra economía frente a los cuales tuvieron que tomarse medidas drásticas. En orden cronológico podemos citar los siguientes hechos:

Febrero 17, 1982. El Banco de México se retira del mercado cambiario.

Febrero 18, 1982. Devaluación del peso mexicano en 70%.

- Mes de Abril, 1982. Se lanza un programa de ajuste que busca disminuir el gasto, el endeudamiento y el aumento en los precios.
- Agosto 5, 1982. Segunda devaluación del peso mexicano y creación de tasas duales de cambio (preferencial y libre).
- Agosto 18, 1982. Establecimiento de una tercer tasa de cambio para el pago de pasivos en moneda externa pagaderos en México debido a la prohibición de transferir las cuentas en mex-dólares al exterior.
- Agosto 20, 1982. Se declara México en Nueva York ante los 120 acreedores más importantes de ese país que no podrá darle servicio regular a su deuda y requiere un plazo de revolvencia por 3 meses a partir del 23 de Agosto.
- Septiembre 1º, 1982. Establecimiento del control generalizado de cambios.
- Diciembre 1º, 1982. Transmisión constitucional del mando de la República y aplicación inmediata rigurosa y sistemática de un Programa de Reordenación Económica (PIRE) que consta de los siguientes puntos básicos:
1. Disminución del crecimiento del gasto.
 2. Protección al empleo.
 3. Continuación de las obras en proceso.
 4. Reforzamiento de las normas que aseguren disciplina, adecuada programación,

eficiencia y escrupulosa honradez en -
la ejecución del gasto público autori-
zado.

5. Protección y estímulo a los programas de producción, importación y distribución de alimentos básicos para la alimentación del pueblo.
6. Aumento de los ingresos públicos.
7. Canalización del crédito a las prioridades del desarrollo Nacional.
8. Reivindicación del mercado cambiario - bajo la autoridad y soberanía cambiaria del Estado.
9. Reestructuración de la Administración Pública Federal.
10. Rectoría del Estado y Economía Mixta.

Diciembre 20, 1982. México solicita a la comunidad financiera internacional la reestructuración de -
23 000 millones de dólares de capital a -
un plazo de 8 años con 4 de gracia.

Marzo de 1983. Se suscribe un crédito de 5 mil millones de dólares, a un plazo de 6 años con 3 de gracia.

Junio de 1983. Nuevas negociaciones.

La política adoptada en materia de endeudamiento externo partió de un proceso de negociación planteado en varias etapas.

Durante la 1er. fase iniciada en Agosto de 1982 se tuvo que hacer frente a una crisis de liquidez de casi absoluta falta de divisas en la que esencialmente se ganó tiempo.

Por una parte se obtuvieron "créditos forzados" prorrateados -

entre todos los bancos acreedores. Por otra, se realizó una reestructuración inicial sobre los vencimientos de 1982 a 1984 que simplemente difería el problema y aplazaba el acortamiento del perfil de vencimientos.

Durante la segunda fase se atacaría el problema de largo plazo con la negociación para extender los pagos de principal, durante un período lo suficientemente extenso (14 años) que al hacerlos más fácilmente financiables disminuyera la presión sobre los recursos propios.

Al mismo tiempo se actuó para que el pago de intereses se redujera a algo muy cercano al costo al que los propios bancos pagan por captar fondos, eliminándose las tasas administradas y las comisiones. Ello se traduciría obviamente en ahorros por más de cinco mil millones de dólares entre 1985 y 1998.

Las medidas financieras integrales adoptadas por las autoridades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para la reestructuración de la deuda externa fueron fundamentadas sobre la estrategia de mantener la soberanía nacional al mismo tiempo que garantizar la continuidad del desarrollo económico del país, plasmándose en los principios financieros de la reestructuración resumidos de la siguiente manera:

- 1.- ATENJAR EL PERFIL DE LOS VENCIMIENTOS de la deuda del sector público con los bancos internacionales a niveles realistas que puedan ser refinanciados a través de transaccio

nes normales de Mercado.

- 2.- ABATIR AL MAXIMO POSIBLE LOS DIFERENCIALES respecto de las tasas de interés externas de referencia.
- 3.- APROVECHAR AL MAXIMO LAS FUENTE DE APOYO FINANCIERO AL PAIS tomando en cuenta criterios de equidad entre las diferentes clases de acreedores.
- 4.- MANTENER E INCREMENTAR EL FLUJO DE CREDITOS MULTILATERALES Y BILATERALES de largo plazo y bajo costo para financiar el contenido importado de proyectos productivos prioritarios.
- 5.- USO CONVENIENTE DEL FINANCIAMIENTO AL COMERCIO EXTERIOR".

Bajo este enfoque los objetivos logrados en la reestructuración de la deuda externa fueron los siguientes:

1. Se mejoró el perfil a través de una reestructuración multianual eliminándose las "jorobas" que presentaba el calendario de amortizaciones de la deuda, lográndose un perfil de pagos incluso mejor al que existía antes de 1982.

2. Se logró ganar tiempo para hacer compatible el perfil de vencimiento con mejores ritmos de crecimiento económico, poniendo énfasis en los aspectos internos de política económica.
3. Se logró parar el efecto de dominó en las finanzas internacionales y las especulaciones de pánico al aislar temporalmente la crisis de liquidez de México, evitando mayores costos financieros.
4. En lo político, se cimentó el "principio de corresponsabilidad" entre los participantes fundamentales: Países Deudores, Bancos, Organismos Multilaterales y gobiernos de los países acreedores.
5. En lo interno y en base al programa inmediato de reordenación económica se implementaron políticas y acciones que aumentarían el ahorro interno, y la estabilización del mercado cambiario, además de reducir la escasez de divisas. También se diseñaron políticas y se tomaron acciones para promover el empleo y proteger la planta productiva, así como combatir la inflación. Entre estas últimas podemos enunciar cuatro programas de urgencia para crear durante 1983 entre 500 mil y 700 mil empleos temporales - en las que participan la Secretaría de Comunicaciones y Transportes, la Secretaría de Agricultura y Recursos Hidráulicos, la Secretaría de la Reforma Agraria y la Secretaría de Desarrollo Urbano y Ecología.

El 21 de febrero de 1983 se da a conocer el programa para la defensa de la planta productiva y del empleo, siendo relevantes los siguientes puntos:

*La promoción de programas especiales de trabajo productivo en las zonas rurales más deprimidas y en áreas urbanas marginadas.

*La reorientación de los recursos de inversión a obras generadoras de ocupación de mano de obra.

*La implementación de un programa selectivo de apoyo a la planta industrial con énfasis en la empresa mediana y pequeña que sea "sana" financieramente a través de crédito oportuno, prioridad en el acceso a divisas, asesoría técnica, demanda organizada y estimulada por las compras del sector público.

*El respeto legítimo a empresarios nacionalistas y a los factores de la producción que sean responsables y moderados en las negociaciones para temperar salarios y utilidades.

*La política de subsidios reorientada y racionalizada a fin de conciliar el interés del consumidor con la oferta productiva para proteger el poder adquisitivo de las familias trabajadoras del campo y la ciudad.

*El reforzamiento del control riguroso, efectivo y honesto de los precios de los productos que integran la canasta básica.

La política financiera doméstica en el último trimestre de 1982 fue implementado con la firme intención de controlar el desorden imperante en el mercado de capital propiciado por la fuga de capitales, la desconfianza y los altos niveles especulativos. Las autoridades hacendarias establecieron normas restrictivas que evitaron una apertura mayor del mercado doméstico hacia el exterior, además de aislar los efectos con el establecimiento de un control generalizado de cambios y la inconvertibilidad de las cuentas en mex-dólares, siendo pagaderas exclusivamente en moneda nacional. Asimismo, se tomó la decisión de elevar las tasas de interés para los depósitos a plazos mayores de 3 meses y de los certificados de Tesorería para elevar el ahorro nacional en base a diferenciales positivos y superiores a las tasas de interés externas y que aseguraran beneficios reales a los ahorradores.

El tipo de cambio flexible del peso provocó que se mantuviera una política realista de valuación por lo que se mantendría en razón a los diferenciales inflacionarios entre el mercado estadounidense y el nacional cumpliendo el objetivo de regular el desequilibrio externo.

Se implementó una reforma fiscal para aumentar los ingresos públicos a la vez de reducir el gasto corriente y el déficit financiero, además de restringir el esquema generalizado de subsidios al consumo con aumentos en los precios de los bienes y servicios de las paraestatales en base al criterio de precios "reales" y rentables.

De hecho, el desequilibrio en los precios relativos de estos bienes

no fue corregido oportunamente propiciando la inelasticidad de los ingresos públicos frente al PIB y preservaron a su vez la insuficiencia crónica del ahorro público para financiar un vasto programa de inversiones.

El resultado de una inflación interna muy superior a la externa fue un factor adicional y relevante en la sobrevaluación del peso que dificultó la exportación no petrolera a la vez que acentuó la propensión marginal a - importar bienes y servicios. El resultado fue el persistente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos el cual fue financiado con crédito-externo directo; la acumulación de deuda e intereses mantuvo de esta manera un proceso circular acumulativo que impidió trasladar los préstamos a acti-vidades productivas y cada vez más se hizo patente la insuficiencia para - financiar las inversiones públicas a pesar del gran flujo de divisas genera-das por las crecientes exportaciones de hidrocarburos por lo que fue neces_a-rio tomar las medidas financieras anteriormente mencionadas para hacerle - frente a la crisis de liquidez y así evitar mayores costos y desequilibrios en lo económico, en lo financiero, en la política y en lo social.

C O N C L U S I O N E S

Ante todo lo anteriormente escrito podemos concluir que el proceso de endeudamiento externo de la economía mexicana obedeció a la expectativa de transformación de la estructura productiva tradicional en base a la extracción de hidrocarburos y la conformación de un patrón de acumulación petrolizado.

La decisión de mantener un ritmo elevado y ambicioso de crecimiento de la economía cimentado sobre una economía de endeudamiento y más específicamente de la necesidad de implantar una industria extractiva y de refinados petrolíferos lo más rápido posible para aprovechar el "boom" petrolero y allegarse ingresos abundantes provocó que aumentaran desorbitada y precipitadamente los niveles de captación y se diera la "bancarización" del crédito externo.

Esta situación coincidió con la alta "liquidez" del sistema financiero mundial generado por la recesión del mundo industrializado y que fue aprovechado por las autoridades financieras mexicanas para obtener condiciones ventajosas y favorables en las negociaciones.

Naturalmente, ambas circunstancias estuvieron inscritas en el interés prioritario y estratégico de los países industrializados y de la banca mundial por el descubrimiento y explotación de nuevas fuentes de suministro de hidrocarburos y en la reducción del riesgo financiero con base en la garantía de pago respaldada por el petróleo.

El aumento explosivo del endeudamiento se concentró obviamente sobre los instrumentos de crédito financieros descritos, donde resaltan los créditos de mediano tamaño y de una relativa facilidad en su concertación, dejando de lado a los instrumentos específicos de apoyo a la base productiva como son los créditos de tipo comprador, proveedor, de organismos oficiales y de orden bilateral. Más aún, donde los créditos multilaterales representaron sólo una proporción pequeña en el total de lo captado en contraposición a la importancia que significan para un país en desarrollo como el nuestro.

Todo esto conduce a pensar que el enorme crecimiento del endeudamiento externo fue utilizado para superar las barreras domésticas de la reproducción del capital de una manera precipitada, sin tomar en cuenta la importancia política y económica que representa el crecer con recursos externos únicamente.

En efecto, la implementación de un patrón de acumulación petrolizado impactó fuertemente los otros sectores de la economía, (y si contamos con que nuestro país no ha tenido tradicionalmente una estructura de exportación definida y una mentalidad empresarial que haga énfasis en la calidad de los productos) provocando que los ingresos y los niveles de los productos de exportación no-petroleros fueran en franco retroceso obligando prácticamente a utilizar los dividendos petroleros como fuente dinamizadora de la economía.

La falta de una política doméstica de precios al alza altamente sen-

sible para los productos y servicios de las empresas estatales generó egresos adicionales y grandes pérdidas que impactaron gravemente el déficit presupuestal y financiero del Estado ahondando la problemática de ingresos y los desequilibrios internos ya que la plataforma petrolera no se encontraba totalmente instalada y requería de recursos y tiempo para obtener dividendos.

Lo anteriormente expuesto sugiere que los planes de crecimiento de las industrias del sector paraestatal no obedecieron a proyectos estudiados con anterioridad y con una visión de largo plazo de la economía. Más bien fueron implementados audazmente por lo que una gran cantidad de recursos no fue utilizada eficientemente, ni bajo la racionalidad económica necesaria.

En el plano financiero la inexistencia de mercados de capital domésticos aislados legalmente del exterior con instrumentos de crédito con rendimientos reales aceptables y flexibles para el inversionista, restringió la capacidad de movimiento del Estado para financiar sus operaciones y alentó la fuga de capitales.

De hecho el grave error de mantener un mercado de capitales tan abierto como en ningún país lo había estado, provocó que las reservas en divisas fueran reducidas drásticamente con los movimientos especulativos contra el peso mexicano. La estampida de capitales del sector privado fue retroalimentada por el Estado mexicano al transferirles dólares en

grandes cantidades en 1981 por la vía de intervenciones en el mercado doméstico por parte del Banco de México.

Analizando los puntos anteriores podemos concluir, que la crisis de liquidez de las finanzas mexicanas fue resultado básicamente de dos hechos básicos que se complementan:

En el ámbito externo, la política monetaria restrictiva implementada por los Estados Unidos en 1979 provocó que las tasas de interés domésticas de ese país e internacionales se elevaran, reduciendo a la vez sus niveles inflacionarios mientras que nuestro país se veía fuertemente afectado por el aumento de los servicios de capitales y que significaba en última instancia el encarecimiento del financiamiento, un crecimiento más difícil, más costoso; y presiones inflacionarias mayores.

Un factor adicional que repercutió agudamente en los ingresos y en las finanzas mexicanas fue el deterioro de las relaciones de intercambio. El proteccionismo en los países industrializados provocó que los precios de las materias primas de los principales productos de exportación tendieran a bajar y asimismo los ingresos por este concepto. Además una proporción creciente de los productos exportables fue consumido domésticamente por los niveles elevados de ingreso y de la demanda agregada.

En síntesis, desde el punto de vista real, la política económica implementada por los Estados Unidos a finales de los setenta tendió a exportar el ajuste de su economía hacia los países subdesarrollados y en de

sarrollo, es decir, por el rápido aumento de las tasas internacionales -- de interés que implicó para los países en desarrollo y para nuestro país -- una salida de mayores recursos al exterior para cubrir sus compromisos, un esfuerzo mayor en los objetivos nacionales trazados, y una rigidez mayor -- en cuanto a la política económica doméstica se refiere.

Los nuevos mecanismos que ha implementado la Banca internacional como resultado de la crisis de nuestro país, se centran sobre nuevos gravámenes al capital adicionalmente a las tasas de interés por la vía de el aumento en los diferenciales, en los costos legales, en los costos administrativos, en la creación de nuevas comisiones, en el aumento en las tradicionales, en la creación de mercados con coberturas cambiarias, etc. Todos estos costos han repercutido fuertemente en la salida de recursos por concepto del servicio de la deuda y demuestran una vez más que una estrategia de crecimiento con endeudamiento solo es viable si la transferencia de divisas que resulta de ella es positiva durante un período prolongado. El alza de las tasas de interés que repercute tanto en los nuevos créditos como en una fracción importante de las deudas acumuladas, exige entonces una -- aceleración del endeudamiento bruto, cuando no se tienen tasas internas de retorno favorables para hacer frente a éstas fluctuaciones de los mercados financieros.

En el ámbito interno, la crisis fiscal del Estado fue un factor explicativo del déficit público y del aumento en el nivel de endeudamiento. -- El proceso de ajuste del déficit público se dió fundamentalmente a través de la eliminación de los rezagos en los precios y tarifas, y de la reduc--

ción del gasto. El saneamiento se basó en la contracción del gasto -ESQUEMA RECESIVO- y en un aumento de precios públicos -ESQUEMA INFLACIONARIO-. La reducción del gasto fue la vía para disponer de recursos excedentes para el pago de intereses y amortizaciones resultando de esta manera efectiva la política contraccionista en momentos en que faltaba liquidez.

El control cambiario permitió disponer de los excedentes creados por el sector no financiero de la economía para darles un uso selectivo y prioritario.

Además, la elevación de las tasas de interés domésticas fue el paliativo para contener el auge especulativo y para aumentar el ahorro privado. La consecuencia fue que una proporción creciente de los activos líquidos de los particulares se canalizaran a instrumentos altamente rentables y de corto plazo, provocando distorsiones graves en el patrón de acumulación, y en el perfil de vencimientos de la deuda interna del gobierno hasta la fecha.

Obviamente la alternativa para esta situación será la de tomar medas adecuadas para aislar la economía de los efectos del exterior. En tanto no se restablezca el equilibrio dinámico, no parece existir otra opción que cerrar financiera y monetariamente a la economía del exterior, como medio para desvincular la tasa de interés pasiva de la imperrante en el mercado exterior. Ello permitiría bajar la tasa de interés interna y, consecuentemente, reducir las presiones sobre el gasto co

rriente, del deslizamiento cambiario y ayudaría también a fomentar la inversión.

Las conclusiones básicas de este estudio se centran fundamentalmente en que:

- * El endeudamiento público externo con la banca comercial fue contratado en condiciones favorables y flexibles bajo estrictas y rigurosas negociaciones.
- * El rápido enriquecimiento de nuestro país sin una estructura y existencia de planes y proyectos específicos de desarrollo de mediano y largo plazo provocó que se tendiera a la bancarización del endeudamiento.
- * El "vacío" provocado por la falta de los planes anteriormente mencionados provocó que las inversiones del sector público se canalizaran principalmente al dinámico sector petrolero existiendo una precipitación en el uso de los recursos disponibles tanto petroleros como de endeudamiento externo sin antes cimentar un patrón de acumulación que asegurara niveles sostenidos de ingresos.
- * La falta de controles rigurosos en los usos y destinos de los recursos obtenidos en este período alimentó el dispendio y evitó el fortalecimiento del Estado en sus instancias políticas, sociales y económicas.

RECOMENDACIONES

En esta parte es importante hacer notar que el endeudamiento externo de nuestro país no ha aumentado los recursos disponibles para la modernización de la agricultura y las otras ramas del sector primario, sino que se ha constituido en una vía de extracción de crecientes - volúmenes de excedente económico.

Asimismo, este endeudamiento no contribuyó a aumentar la capacidad - de inversión productiva en ramas básicas, ni a impulsar al máximo la industrialización, sino que acentuó la dependencia y agudizó los desequilibrios y deformaciones estructurales, afirmando y desarrollando el capital monopolista y expresándose en una industria costosa, desarticulada, de baja eficiencia, necesitada de protección arancelaria y subsidios. Esto se tradujo obviamente en un estancamiento de las - exportaciones no petroleras y a su vez fue el elemento que contribuyó esencialmente al ensanchamiento de la brecha comercial.

En ese sentido, es necesario replantear el esquema de acumulación de capital de México, apoyado sobre la generación de recursos propios y del exterior con alternativas de financiamiento más baratas. Conservar la confianza interna es fundamental para evitar la alta fuga de capitales, y se podría sustentar en base al aumento de las reservas - de la Banca Central, complementadas con acuerdos de colaboración entre el Banco de México y otros bancos centrales.

La configuración y fomento de mercados domésticos en bonos y en cuen -
tas denominados en pesos con una diversificación de instrumentos finan
cieros con rendimientos aceptables de mediano y largo plazo, que permi
tan suavizar las presiones de corto plazo e impidan la especulación.

Ese mercado bien implementado y con un perfil favorable de vencimien -
tos, y tasas de interés reales positivas, profundizaría la intermedia
ción financiera, y cimentaría fuertemente la confianza de los inversio
nistas, disminuyendo las presiones especulativas; con un esquema selec
tivo de subsidios y de apoyo a las exportaciones permitiría además uti
lizar el crédito interno para fortalecer las ramas no-petroleras y au
mentar los ingresos de la economía por otras vías, y no sólo por la -
venta de petróleo.

Es necesario también, cambiar los criterios tradicionales de inversión
con la conjugación de programas y planes de inversión externa con la
nacional y que permitan concatenar los objetivos de largo plazo de la
nación con los inmediatos. El ajuste de la crisis financiera no se de
be dar solamente en el ámbito mismo o en el mercado de trabajo (repre
sión salarial) o a través de la captación fiscal (aumento de la tasa im
positiva). Es prioritario el establecimiento por parte de los legisla
dores mexicanos de controles rígidos para que los recursos se utilicen
con los fines previstos y se vacíen totalmente a actividades producti
vas.

La búsqueda de crédito externo complementaria de bajo costo, es una ne
cesidad ineludible para crecer en las condiciones actuales, por lo que

las fuentes multilaterales, de organismos oficiales, de proveedores - y de acuerdos bilaterales representan esa alternativa (con el riesgo de la dependencia tecnológica que esto implica), además de reducir la importancia y carga del endeudamiento con la banca comercial internacional.

Por otro lado, es necesario un cambio radical en el enfoque educativo y de las políticas de fomento tecnológico tal que permita un desarrollo autónomo de largo plazo y que asegure un crecimiento sostenido y un desarrollo constante para todos los mexicanos.

BIBLIOGRAFIA BASICA

- BAZANT, JEAN. "Historia de la Deuda Exterior de México (1823-1846)"
El Colegio de México.
- DE LA MADRID, MIGUEL. "Cien Días contra la Crisis". Dirección General de Comunicación Social de la Presidencia de la República Mexicana. México, Marzo 1983.
- TAYLOR, LANGE. "La Crisis y su Porvenir: Problemas de Política - Macroeconómica en México". Investigación Económica No. 170, Facultad de Economía, 1984.
- DIAMOND, WILLIAM. "Qué es una Banca de Fomento". Selección de Lecturas sobre Banca de Fomento. Seminario de Economía Internacional, U.N.A.M. 1982.
- Christian, Hermain. "International Financing Review". AGEFI. Varios Números. IFR Publishing, Ltd. Londres.
- F. HILFERDING. "El Capital Financiero". 1977, Editorial "EL Caballito".
- MARX, KARL. "El Capital". Tomo I. México, Fondo de Cultura Económica.
- PORTAS, EDUARDO Y
ARTURO HERBERT P. "Los Mercados Financieros Internacionales".
Conceptos. S.H.C.P.
-

- ROTBURG H. EUGENE. "The World Bank: A Financial Appraisal".
January 1981.
- DEUTSCHE BANK A.G. "The Syndication and Legal Issue". Chapter IV-VI.
Seminario sobre el Mercado de Eurocréditos. S.H.C.P.
Frankfurt, Alemania, 1980.
- DEUTSCHE BANK A.G. "The Eurodollar Public Issue Market". Chapter VIII.
Seminario sobre el Mercado de Eurocréditos. S.H.C.P.
Frankfurt, Alemania, 1980.
- DEUTSCHE BANK. "The Floating Rate Note Market".
- FACULTAD DE ECONOMIA. "Economía Informa". Abril-Mayo, 1982.
- FEDERAL RESERVE OF
THE UNITED STATES: "The Monetary Policy". 1979.
- INSTITUTIONAL
INVESTOR. "Transforming the Eximbanks". May, 1984.
- ORION ROYAL BANK. "The International Capital Market". Publishing by
Euromoney, 1981.
- ORION ROYAL BANK. "Instruments of the Money Market".
- WORLD BANK. "The Role of IDA and WORLD BANK". 1982.
- WORLD BANK. "The IDA in Retrospective". 1984.
- MORGAN GUARANTY CO. "World Financial Markets". Varios Números.

C U A D R O S

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA
DEL SECTOR PUBLICO

1970 - 1982 */

(Millones de Dólares)

<u>AÑO</u>	<u>SALDO DE LA DEUDA</u>	<u>INCREMENTO ANUAL -%</u>
1970	4,262.8	12.8
1971	4,545.8	6.6
1972	5,064.6	11.4
1973	7,070.4	39.6
1974	9,975.0	41.1
1975	14,449.0	44.9
1976	19,600.2	35.7
1977	22,912.1	16.9
1978	26,264.3	14.6
1979	29,757.2	13.3
1980	33,812.8	13.6
1981	52,960.6	56.6
1982	58,874.2	11.2

*/ Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Secretaría de Hacienda
y Crédito Público.

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTORPUBLICO

1970 - 1982 */

(Millones de Dólares)

AÑO	SALDO DE LA DEUDA	INCREMENTO	
		NETO	%
1970	4,262.8	484.0	12.8
1971	4,545.8	283.8	6.6
1972	5,064.6	518.8	11.4
1973	7,070.4	2,005.8	39.6
1974	9,975.0	2,904.6	41.1
1975	14,449.0	4,474.0	44.9
1976	19,600.2	5,151.2	35.7
1977	22,912.1	3,311.9	16.9
1978	26,264.3	3,352.2	14.6
1979	29,757.2	3,492.9	13.3
1980	33,812.8	4,055.6	13.6
1981	52,960.6	19,147.8	56.6
1982	58,874.2	5,913.6	11.2

*/ Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Secretaría de Hacienda
y Crédito Público.

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR

PUBLICO

1970 - 1982 */

(Millones de Dólares)

(%)

AÑO	SALDO DE LA DEUDA	SALDO C. P.		SALDO L. P.	
		MONTO	% DEL TOTAL	MONTO	% DEL TOTAL
1970	4,262.8	1,002.8	23.5	3,259.2	76.5
1971	4,545.8	991.4	21.8	3,554.4	78.2
1972	5,064.6	742.4	14.7	4,322.2	85.3
1973	7,070.4	1,338.6	18.9	5,731.8	81.1
1974	9,975.0	1,994.2	20.0	7,980.8	80.0
1975	14,449.0	2,837.0	19.6	11,612.0	80.4
1976	19,600.2	3,676.8	18.8	15,923.4	81.2
1977	22,912.1	2,726.8	11.9	20,185.3	88.1
1978	26,264.3	1,236.6	4.7	25,027.7	95.3
1979	29,757.2	1,442.2	4.8	28,315.0	95.2
1980	33,812.8	1,490.8	4.4	32,322.0	95.6
1981	52,960.6	10,753.9	20.3	42,206.7	79.7
1982	58,874.2	9,325.5	15.8	49,548.7	84.2

*/ Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Secretaría de Hacienda
y Crédito Público.

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR

PUBLICO

1970 - 1982 */

(Millones de Dólares)

(%)

AÑO	SALDO DE LA DEUDA	M O N T O		T A S A S	
		C. P.	L. P.	PRIME	LIBOR
1970	4,262.8	23.5	76.5	n.d.	n.d.
1971	4,545.8	21.8	78.2	n.d.	n.d.
1972	5,064.6	14.7	85.3	5.25	6.0
1973	7,070.4	18.9	81.1	8.02	9.29
1974	9,975.0	20.0	80.0	10.82	11.16
1975	14,449.0	19.6	80.4	7.86	7.86
1976	19,600.2	18.8	81.2	6.84	6.25
1977	22,912.1	11.9	88.1	6.82	6.44
1978	26,264.3	4.7	95.3	9.05	9.21
1979	29,757.2	4.8	95.2	12.66	12.16
1980	33,812.8	4.4	95.6	15.27	13.98
1981	52,960.6	20.3	79.7	18.87	16.80
1982	58,874.2	15.8	84.2	14.85	13.59

*/ Cifras al 31 de diciembre.

Fuente: Secretaría de Hacienda
y Crédito Público.

ESTRUCTURA DEL CONSUMO Y LA INVERSIÓN DURANTE
EL PERIODO (1976 - 1982)

(Millones de Dólares)

	1976-1979	%	1980-1982	%	TOTAL	%
CONSUMO PÚBLICO	44,460.3	10.8	66,844.8	11.3	111,305.1	11.1
CONSUMO PRIVADO	269,240.8	65.5	364,164.8	61.5	633,405.6	63.2
SUBTOTAL:	<u>313,701.1</u>	<u>76.3</u>	<u>431,009.6</u>	<u>72.8</u>	<u>744,710.7</u>	<u>74.3</u>
FORMACIÓN DE CAPITAL	87,911.7	21.4	143,802.3	24.3	231,714.0	23.0
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS	9,735.1	2.3	17,018.8	2.9	26,753.9	2.7
SUBTOTAL:	<u>97,646.8</u>	<u>23.7</u>	<u>160,821.1</u>	<u>27.2</u>	<u>258,467.9</u>	<u>25.7</u>
PIB	<u>411,347.9</u>	100.0	<u>591,830.7</u>	100.0	<u>1'003,178.6</u>	100.0

CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

(Miles de Millones de Dls.)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
CUENTA CORRIENTE	<u>-1.6</u>	<u>-2.7</u>	<u>-4.9</u>	<u>-6.8</u>	<u>-13.0</u>	<u>-4.9</u>
A. EXPORTACIONES	<u>9.2</u>	<u>11.6</u>	<u>16.3</u>	<u>25.0</u>	<u>30.6</u>	<u>28.9</u>
MERCANCIAS	4.6	6.1	8.8	15.3	19.4	21.2
TURISMO	0.9	1.1	1.4	1.7	1.8	1.4
TRANSACCIONES FRONTERIZAS	2.1	2.4	2.9	3.7	4.7	2.3
MAQUILA	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0	0.8
OTROS SERVICIOS	1.3	1.5	2.6	3.5	3.7	3.2
PETROLEO Y DERIVADOS	(1.0)	(1.9)	(4.8)	(10.4)	(14.6)	(16.5)
B. IMPORTACIONES	<u>10.8</u>	<u>14.3</u>	<u>21.2</u>	<u>31.8</u>	<u>43.6</u>	<u>33.8</u>
MERCANCIAS	5.7	7.9	12.0	18.5	24.4	14.4
TURISMO	0.4	0.5	0.7	1.0	1.5	0.8
TRANSACCIONES FRONTERIZAS	1.4	1.6	2.2	3.1	4.6	2.4
INTERESES	2.0	2.6	3.7	5.4	8.2	11.2
OTROS SERVICIOS	1.3	1.7	2.6	3.8	4.9	5.0

FUENTE: Secretaría de Hacienda y
 Crédito Público.

SALDO DE LA DEUDA EXTERNA POR
PAIS DE ORIGEN
(Porcentajes)

<u>PAIS</u>	<u>1977 %/</u>	<u>1982 %/</u>
E.E.U.U.	47	35
REINO UNIDO	15	11
JAPON	5	14
FRANCIA	3	7
CANADA	3	6
ALEMANIA	7	6
SUIZA	3	3
ORGANISMOS INTERNACIONALES	10	7
OTROS	7	11
T O T A L	100 ====	100 ====

*/ Saldos al 31 de diciembre.

FUENTE: Secretaría de Hacienda y
Crédito Público.

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PUBLICO A LARGO PLAZO

Clasificada por fuente de financiamiento
(% del saldo al 31 de diciembre)

AÑO	TOTAL	INSTITUCIONES BANCARIAS Y FINANCIERAS PRIVADAS	ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	INSTITUCIONES GUBERNAMENTALES DE CREDITO A EXPORTACION	PROVEEDORES
1962	100.0	19.2	23.6	24.4	32.8
1967	100.0	46.7	22.3	16.2	14.8
1972	100.0	53.3	25.1	11.3	10.3
1977	100.0	82.6	11.1	4.0	2.3
1978	100.0	83.3	10.8	4.0	1.9
1979	100.0	86.0	9.8	2.9	1.3
1980	100.0	85.2	10.2	3.9	0.7
1981	100.0	85.9	9.4	4.2	0.5
1982	100.0	86.6	8.6	4.6	0.2

FUENTE: Secretaría de Hacienda y
Crédito Público.

CUADRO X
RELACION DEUDA/PIB
(MILLONES DE DOLARES)

	A) <u>DEUDA PUBLICA EXTERNA</u>	B) <u>PIB</u>	<u>(A/B) %</u>
1976	19 600.2	97 378.8	20.1
1977	22 912.1	89 099.6	25.7
1978	26 264.3	110 982.3	23.7
1979	29 757.2	145 208.4	20.5
1980	33 812.8	197 994.8	17.1
1981	52 960.6	258 906.6	20.5
1982	58 874.2	176 535.4	33.3

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.

CUADRO XI
 PROPORCION DE LOS INTERESES RESPECTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
 (MILLONES DE DOLARES)

	<u>(A) INTERESES DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA</u>	<u>(B) PIB</u>	<u>(A/B) %</u>
1976	1 318.7	37 378.8	1.4
1977	1 542.3	89 099.6	1.7
1978	2 023.1	110 982.3	1.8
1979	2 888.4	145 208.4	2.0
1980	3 957.6	197 994.8	2.0
1981	5 476.0	258 906.6	2.1
1982	7 791.3	176 535.4	4.4

FUENTE: Indicadores Económicos de Banco de México. Varios números.

CUADRO XII
PROPORCION DE LOS INTERESES Y AMORTIZACIONES RESPECTO DEL
PRODUCTO INTERNO BRUTO
(MILLONES DE DOLARES)

	A) SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA <u>INTERESES + AMORTIZACIONES</u>	B) <u>PIB</u>	<u>A/B (%)</u>
1976	3 352.9	97 378.8	3.4
1977	4 787.0	89 099.6	5.4
1978	7 776.8	110 982.3	7.0
1979	9 968.8	145 208.4	6.9
1980	7 613.2	197 994.8	3.8
1981	10 437.0	258 906.6	4.0
1982	12 997.3	176 535.4	7.4

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.

INDICADORES DE CORTO Y LARGO PLAZO RESPECTO DEL
PRODUCTO INTERNO BRUTO

(MILLONES DE DOLARES)

	A) AMORTIZACIONES DE LARGO Y CORTO PLAZO	B) PIB	(A/B) %
1976	278.2 ^{*/}	97 378.8	0.3
1977	3 244.7	89 099.6	3.6
1978	5 753.7	110 982.3	5.2
1979	7 080.4 ^{**/}	145 208.4	4.9
1980	3 655.6 ^{**/}	197 994.8	1.8
1981	4 460.8 ^{***}	258 906.6	1.7
1982	5 206.0	176 535.4	2.9

^{*/} En este año hubo una entrada neta de capital de 878.0 millones de dólares representando el 1% del total del PIB.

^{**/} En este año hubo una entrada neta de capital de corto plazo por 205.5 millones de dólares que representan el 0.2% del PIB.

^{***} En este año hubo una entrada neta de capital de 67.8 millones de dólares representando el 0.1% del total del PIB.

^{****} En este año hubo una entrada neta de capital de 9 267.0 millones de dólares representando el 4.1% del total del PIB.

FUENTE: Indicadores Económicos del Banca de México. Varios números.

CUADRO XIV
PROPORCION DE LOS INTERESES Y AMORTIZACIONES RESPECTO A LAS
EXPORTACIONES
(MILLONES DE DOLARES)

	A) <u>INTERESES + AMORTIZACIONES</u>	B) <u>EXPORTACIONES</u>	<u>(A/B) %</u>
1976	3 352.9	8 277.2	40.5
1977	4 787.0	9 177.1	52.2
1978	7 776.8	11 653.1	66.7
1979	9 968.8	16 263.5	61.3
1980	7 613.2	24 947.3	30.5
1981	10 437.0	30 809.8	33.9
1982	12 997.3	30 717.4	42.3

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.

CUADRO XV

PROPORCION DE LOS INTERESES RESPECTO DE LAS EXPORTACIONES
(MILLONES DE DOLARES)

	A) <u>INTERESES</u>	B) <u>EXPORTACIONES</u>	<u>(A/B) %</u>
1976	1 318.7	8 277.2	15.9
1977	1 542.3	9 177.1	16.8
1978	2 023.1	11 653.1	17.4
1979	2 888.4	16 263.5	17.8
1980	3 957.6	24 947.3	15.9
1981	5 476.0	30 809.8	17.8
1982	7 791.3	30 717.4	25.4

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.

CUADRO XVI
 PROPORCION DEL DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO RESPECTO AL
 PRODUCTO INTERNO BRUTO
 (MILLONES DE DOLARES)

	<u>DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO</u>	<u>PIB</u>	<u>(A/B)%</u>
1976	9 056.2	97 378.8	9.3
1977	5 880.6	89 099.6	6.7
1978	7 435.8	110 982.3	6.7
1979	10 745.4	145 208.4	7.4
1980	15 839.6	197 994.8	8.0
1981	38 059.3	258 906.6	14.7
1982	31 070.2	176 535.4	17.6

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.

CUADRO XVII

PROPORCIÓN DEL DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO RESPECTO DE LAS EXPORTACIONES
(MILLONES DE DOLARES)

	A) <u>DEFICIT</u>	B) <u>EXPORTACIONES</u>	<u>(A/B) %</u>
1976	9 056.2	8 277.2	-8.6
1977	5 880.6	9 177.1	64.1
1978	7 435.8	11 653.1	63.8
1979	10 745.4	16 263.5	66.1
1980	15 839.6	24 947.3	63.5
1981	38 059.3	30 809.8	-19.0
1982	31 070.2	30 717.4	-1.1

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México. Varios números.