

2ej
108



Universidad Nacional Autónoma de México

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

**MERCADO MONETARIO INTERNACIONAL
EURODOLARES Y EUROBONOS**

Seminario de Investigación Contable

**Que para obtener el título de
LICENCIADO EN CONTADURIA**

p r e s e n t a

JULIETA RAMOS RIOS

Asesor

C. P. ELSA ALVAREZ MALDONADO

México, D. F.

1987



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.

**MERCADO MONETARIO INTERNACIONAL
EURODOLARES Y EUROBONOS**

I N D I C E

I .-	Antecedentes	1
II .-	Origen y desarrollo del mercado	7
III .-	Factores determinantes y evolución de los tipos de interés	13
	a).- Características del mercado e evolución reciente	19
	b).- Organización y consecuencias económicas	27
	c).- Expansión del mercado de Euro dólares	29
IV .-	Los Bancos Centrales, Instrumentos en la política monetaria mundial	32
	a).- Depósitos en Eurodólares y -- derechos especiales de giro	38
V .-	Cambios recientes en el Sistema - Financiero Internacional y mexicano	44
VI .-	EUROBONOS; Características del mer- cado	50
	a).- Organización y denominación	66

VII .- Cambios recientes en la organización

bancaria y el caso de México 73

Conclusiones 78

BIBLIOGRAFIA

ANTECEDENTES

Como consecuencia de la ampliación de las relaciones comerciales internacionales y de la internacionalización de la producción se multiplican las formas de creación monetaria. Así como en un país existe una moneda nacional para efectuar las transacciones comerciales y financieras, en el ámbito internacional se requiere de la existencia de una unidad monetaria internacional que pueda servir de punto de comparación entre monedas de diferentes países, es decir, de patrón medio de pago e instrumento de circulación para las transacciones entre dichos países y como moneda de reserva internacional -- para cada uno de ellos.

Antes de 1914, la unidad de cambio internacional era el oro. El sistema monetario internacional reposaba sobre el patrón oro. Y las monedas nacionales eran libremente convertibles en dicho metal. Para garantizar en todo momento la convertibilidad de su moneda a este patrón, los Estados tenían siempre que mantener sus reservas a niveles prudentes. Este mismo patrón regulaba la balanza de pagos, de esta forma, en cuanto esta se mostraba momentáneamente deficitaria, la disponibilidad de reservas de oro en el Banco Central servía para compensar las salidas excesivas es decir, la balanza comercial y la balanza de pagos se mantenían equilibradas.

Debido a esta situación, aún si el tipo de cambio de -- las monedas nacionales con respecto a otras fuera dejado al libre albedrío de las leyes de la oferta y la demanda de di visas, éste era bastante estable y oscilaba entre límites - muy estrechos.

Hasta 1914 Inglaterra era quién dominaba el sistema mo- netario internacional, esto debido a que se impuso en el si- glo XIX como primer país capitalista industrial y como prim- ra potencia colonialista.

El período que cubre de 1914 a 1944, se caracterizó por grandes crisis económicas y políticas mundiales, y puso fin a la era del patrón oro. Esta etapa histórica se define como -- caótica en el comercio y las relaciones financieras interna-- cionales. La disminución considerable de las reservas de oro de los países europeos que participaron en las contiendas mun- diales los obliga a abandonar la convertibilidad de su moneda en oro en muchas ocasiones.

Es durante este período que trataron de establecer el -- sistema del "Gold Exchange Standard" (patrón de cambio oro), es decir, el sistema que admite simultáneamente como moneda de reserva internacional el oro y una o varias monedas nacio- nales . En el período comprendido entre las dos guerras mun- diales, esas monedas fueron el dólar norteamericano y la ---

libra esterlina.

En 1944, en Bretton Woods, nace el nuevo sistema monetario internacional, y con él uno de sus principales componentes, el Fondo Monetario Internacional (F.M.I.) con la idea de "estabilizar" los intercambios internacionales e instaurar un capitalismo "organizado".

El establecimiento del nuevo Sistema Monetario Internacional a la vez que responde a las necesidades del desarrollo de la economía capitalista mundial, tiene como finalidad reproducir los mecanismos sobre los cuales reposa su funcionamiento, es decir, reproducir las contradicciones que le son propias.

El Sistema Monetario Internacional es el conjunto de las relaciones monetarias que nacen de las relaciones económicas internacionales, las cuales son a su vez, determinadas por las características del modo de producción capitalista a nivel mundial. Las realineaciones en los valores relativos de las monedas de los distintos países se producen continuamente, y estos desarrollos financieros internacionales han sido convenientes para algunos y perjudiciales para otros, pero aunque las relaciones son muy complejas los medios actuales de información nos proporcionan una base para entender las nuevas oportunidades y amenazas que resultan de un ambiente financiero cada vez más dinámico.

Entre las condiciones prácticamente indispensables para el desarrollo del comercio exterior y en general, de las relaciones económicas entre las naciones, está la de la existencia de medios de pagos de alcance internacional y el funcionamiento de una organización, igualmente internacional - que facilite la realización de pagos. Es cuando el F. M. I. actúa como regulador de estos pagos entre las naciones.

Los principios generales que afectan las decisiones de financiamiento son iguales para el financiamiento internacional que para el nacional. No obstante, las variables que -- afectan a las decisiones de financiamiento internacional son más amplias y el número de métodos y fuentes de financiamiento se incrementa. De aquí surge el mercado de eurodólares y eurobonos cuyo sistema de funcionamiento es el de un mercado monetario internacional, que se desarrolló cuando los bancos aceptaron depósitos que generaban intereses y monedas distintas de las suyas. La mayor parte de las actividades iniciales tuvieron lugar en Europa, donde la divisa extranjera predominante era el dólar (cuya estabilidad le daba la posición de moneda internacional).

De un modo general, se considera que los eurodólares se originan cuando un tenedor de dólares, residente o no en los Estados Unidos, los deposita en un banco fuera de este país.

El término eurodólares también se aplica a los dólares que los bancos fuera de los Estados Unidos adquieren -- con moneda nacional o extranjera, para colocar en el -- mercado o para conceder préstamos a sus clientes. El -- prefijo "euro", puede aplicarse a monedas depositadas -- en bancos fuera de su país de origen, sin embargo en -- la práctica se aplica a las divisas convertibles que -- sean objeto de operaciones activas y pasivas a corto -- plazo y fuera de su país de origen. No obstante, el tér-- mino eurodólar es aplicado genéricamente al dólar ameri-- cano, moneda en la cual se denomina un 80% de los fon-- dos existentes en este mercado. Este porcentaje se debe a la participación relativa del dólar como moneda de re-- serve y en función de ser el principal medio de pago en los intercambios comerciales, que le coloca con frecuen-- cia en manos de no residentes americanos, quienes los -- depositan en bancos fuera de la Union Americana, por la percepción de intereses más elevados.

El banco depositario no necesariamente es europeo, también puede localizarse en otro país de América, Asia o cualquier parte del mundo, y a estos depósitos se les denominará "euro". Este prefijo surge debido a que los principales sujetos activos de este mercado son entida-

des bancarias localizadas en plazas europeas. Conviene puntualizar que el eurodólar no es una división del dólar; como tampoco lo es el eurofranco suizo o la euro-esterlina de las monedas de sus respectivos países. Así como también es conveniente aclarar que el volumen de dólares en poder de no residentes americanos y americanos depositados en bancos de los Estados Unidos, no forman parte del mercado del eurodólar, aunque de hecho -- pueden integrarse a este mercado en cualquier momento, son pues, eurodolares en potencia.

ORIGEN Y DESARROLLO DEL MERCADO

No todos los analistas coinciden en la interpretación -- del movimiento ascendente del euromercado; aunque en general, suele haber acuerdo acerca del origen. Este, no se ubica en una fecha determinada, sin embargo existen acontecimientos -- que presagian y colaboran en su nacimiento.

Es en los años treinta, cuando el dólar (1933), igual -- que la libra (1931) y otras monedas, abandonan el patrón oro y adoptan "el patrón de cambio oro" (Gold Exchange Standard) aumentando notablemente la importancia de estas monedas dentro del Sistema Financiero Internacional convirtiéndolas en monedas de reserva. De igual forma, la aceptación del dólar como moneda de reserva se vió incrementada a raíz de la Segunda Guerra Mundial, cuando por la escasez de medios de pago -- durante este período y el hecho de ser el dólar el único activo internacional prácticamente existente y generalmente aceptado lo convierte en moneda de reserva.

Los primeros vestigios del mercado de eurodólares aparecen en los mercados de depósitos en dólares o libras localizados en Berlín y Viena a raíz de la Primera Guerra Mundial y en los préstamos en dólares concedidos por bancos franceses a bancos italianos a principios de los años cincuenta.

Para la mayoría de las fuentes de información, ese merca

do se origina a partir de los depósitos, en dólares, hechos - por la Unión Soviética en los años siguientes a la Segunda -- Guerra Mundial. Los soviéticos deseaban mantener, por razones políticas, sus activos en dólares fuera de Estados Unidos, -- por lo cual Europa se convirtió en una zona de refugio relativamente más confiable. No hay gran discrepancia, de igual modo, cuando se trata de detectar el segundo gran impulso al -- mercado que se da por el déficit en la balanza de pagos nor-- teamericana. La gran exportación de dólares desde Estados Unidos hacia Europa Occidental, durante la reconstrucción de los años cincuenta y sesenta, dió un fuerte impulso a los recur-- sos del euromercado, que se puede considerar como el verdade-- ro origen de este mercado.

La aparición del mercado de eurodólares, ocurre en un -- momento históricamente difícil para las finanzas internacionales, cuando se buscan nuevas soluciones para mitigar la esca-- ses de liquidez internacional y la falta de capitales. Surge entonces como un instrumento positivo en la solución de algu-- nos problemas que afectan al Sistema Financiero Internacional. - Su origen responde entonces a necesidades concretas existen-- tes en aquel momento y sería erróneo creer que la superviven-- cia de este mercado depende únicamente de la continuidad del déficit en la Balanza de Pagos Americana, pero sin duda algu--

na, si las autoridades monetarias americanas lograsen restablecer el equilibrio de dicha balanza en un futuro próximo, - lo cual resulta poco probable, la oferta de eurodólares disminuiría sensiblemente, y el equilibrio o superávit sólo se conseguiría con cargo al déficit en que incurrirían otros países cuyas monedas sustituirían al dólar para que este mercado pudiese seguir funcionando.

El impulso que se dió al mercado de eurodólares por este déficit en la Balanza americana, así como los enormes gastos de defensa, colocaron en manos extranjeras un volumen considerable de dólares, que en poder de no residentes americanos, - se destinaron a la adquisición de Cédulas del Tesoro, papel comercial u otras alternativas de inversión a corto plazo dentro del mercado monetario americano. Algunos tenedores de dólares simplemente los depositaron en bancos americanos, ya sea en cuentas corrientes a la vista y no remuneradas, según establece la Regulación "Q" de la Reserva Federal. Esta Regulación "Q", no permite a las entidades bancarias americanas abonar ningún tipo de interés a aquellos depósitos de hasta un mes de vencimiento, exceptuando a los depósitos realizados por el gobierno de otro país o Instituciones Financieras Internacionales de las cuales los Estados Unidos sean miembros. De la misma forma fija un límite máximo para los intereses --

abonables a los depósitos a plazo. Esto trajo consigo que los bancos fuera de los Estados Unidos atrajeran un volumen cada vez mayor de depósitos en dólares.

Sin embargo, a principios de la década de los sesenta -- ocurre el fenómeno contrario y se realiza un traslado masivo de fondos en dólares hacia nuestro continente, atraídos por -- unos intereses más elevados. Se debió esto, a que durante el año 1960 los Estados Unidos atravesaban una etapa de recesión mientras Europa se encontraba en pleno Boom económico, los -- pronósticos de la economía europea con relación a la americana fué, en un principio favorable al desarrollo acelerado de este mercado. El gobierno americano tratando de reactivar su economía redujo los tipos de interés aplicables en las operaciones activas bancarias. Por el contrario Europa y principalmente Alemania, optaron por incrementar dichos tipos con el -- fin de frenar una expansión demasiado acelerada.

Los mayores tenedores de dólares fuera de los Estados -- Unidos, eran al principio los Bancos Centrales Europeos, por lo que estas instituciones aceptaban y estimulaban este nuevo mercado que les permitía colocar en forma mas rentable una -- parte de sus reservas exteriores, mismas que antes de implantarse el mercado de eurodólares mantenían depositadas en bancos americanos a tipos de interés inferiores. En la actuali--

dad el mercado de eurodólares se encuentra casi en su totalidad en poder de la Banca Comercial Privada, ya que lentamente en algunos países europeos, atraídos por los rendimientos de las operaciones, comenzaron a intervenir en la captación de depósitos en dólares y su posterior colocación crediticia. Es así que el mercado del eurodólar es el resultado de los controles oficiales y reglamentaciones financieras existentes en la mayoría de los países, y al no hallarse este mercado sujeto a ningún control directo puede reaccionar flexiblemente de acuerdo con las condiciones imperantes en el mismo. Estas circunstancias explican el enorme incremento del mercado de eurodólares, cuyo volumen fué estimado por el Banco de Pagos Internacionales, a finales de 1969 en la cifra de 37500 millones de dólares en eurodólares, a los que había que sumar 7500 millones de dólares en otras euromonedas. En total cerca de 45000 millones de dólares.

El desarrollo en el tiempo de este mercado puede verse en el cuadro adjunto aunque estas cifras son aproximadas, ya que existe una gran dificultad para estimar el volumen de los eurodólares existentes debido a la imposibilidad de controlar cuantitativamente los miles de depósitos bancarios que constituyen la base de este mercado.

**CRECIMIENTO DEL MERCADO DE EURODOLARES SEGUN
DATOS DEL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES**

Fin de año 1964	-----	9
" 1965	-----	11.5
" 1966	-----	14.5
" 1967	-----	17.5
" 1968	-----	25.0
" 1969	-----	37.5
" 1970	-----	45.4

Cifras en miles de millones de dólares.

FACTORES DETERMINANTES Y EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES

En general, los tipos de interés del mercado de eurodólares dependen tanto de factores internos y externos del sistema financiero norteamericano, ya sea por influencia de la situación monetaria y crediticia europea o por actuaciones de los Bancos Centrales. Factor clave es el nivel de los tipos en el mercado interno de los Estados Unidos. esto es lógico, ya que, como se recordará, el atractivo del mercado de eurodólares para los titulares de depósitos en los Estados Unidos estriba principalmente en que las cuentas pasivas de los euro bancos perciben intereses superiores a los abonados por los bancos americanos. Es decir, que la afluencia de fondos del mercado de eurodólares está en parte determinada, por esta diferencia de retribución comprendiendo que cualquier alteración en la estructura interna de intereses en la Unión Americana arrastra una modificación similar en el mercado del euro dólar. Esta dependencia no sólo se refiere a los tipos de interés, sino en general, a la situación de los mercados financieros norteamericanos, pues son los bancos de este país, los que a través de sus sucursales en Europa, demandan en gran medida fondos en eurodólares, de tal manera que si existiera falta de liquidez en los bancos comerciales americanos se ---

afectará el mercado del eurodólar no solamente por la normal traslación de dólares y la correlativa elevación de intereses sino también incrementando la demanda de eurodólares al obligar a las sucursales europeas a conseguir fondos para transferir a los Estados Unidos.

Los tipos de interés de los eurodólares fluctúan normalmente entre los intereses abonables a los depósitos, según lo establece la Regulación "Q", y los tipos aplicados a los préstamos concedidos por los bancos americanos a los extranjeros. Sin embargo existen otros factores internos del mercado monetario norteamericano que influyen notablemente sobre los tipos de interés de los eurodólares. Por ejemplo el nivel de rendimientos de las inversiones financieras a corto plazo en Nueva York, afecta notablemente a los tipos de interés, pues los eurodólares son muy sensibles a la situación existente en Wall Street. Los movimientos especulativos que se ejerzan sobre el oro, cuando se prevé un aumento del precio de este con relación al dólar, producen un efecto inmediato en el mercado del eurodólar y por tanto en los tipos de interés de los mismos, ya que se producirá un aumento de la demanda de eurodólares por las ventajas que supone en estas condiciones para el prestatario el amplio descuento que existiría en los dólares a plazo. Pero el nivel de intereses de los eurodólares se

ve frecuentemente afectado por aquellos factores ajenos al -- sistema monetario norteamericano. Hay que tener en cuenta que al tratarse de un mercado internacional ha aparecido una estructura de tipos de intereses internacionales, donde desempeñan un importante papel los tipos de cambio a la vista y los descuentos y primas de cambio a plazo no sólo del dólar, sino de las más importantes divisas convertibles. Es el caso de aquellos países que toman prestamos en gran escala, las fluctuaciones de las principales paridades de tipos de cambio o la posibilidad de revaluación de algunas monedas aumentará la demanda de eurodólares y por consecuencia sus intereses con objeto de adquirir activos en la moneda a revaluar. Como el caso del marco alemán durante la primavera de 1969, cuando se originó una gran diferencia entre los tipos de intereses de los eurodólares y los euromarcos que desapareció una vez revaluado éste al retroceder los activos especulativos en marcos a sus mercados originarios, produciéndose una gran escasez de marcos, que sumada a la escasez de dólares en aquellos momentos motivó que los tipos de interés de ambas divisas fuesen prácticamente los mismos a finales de 1969. Lo mismo ocurriría en caso de preverse una devaluación del dólar, ya que se demandarían grandes cantidades de eurodólares a fin de convertirlos en otras monedas de posible revaluación o al menos, --

previsiblemente estables. Los mercados monetarios nacionales se encuentran intimamente ligados al eurodólar, al ser los -- Bancos Comerciales los principales depositantes y prestata--- rios, por lo que cualquier fluctuación en los tipos de inte--- rés del eurodólar afecta a aquellos mercados. Recíprocamente, la situación de los mercados monetarios nacionales, la abun--- dancia o escasez de fondos, especialmente de capitales a lar--- go plazo, en los países que tienen acceso al mercado de capi--- tales y el tipo de cambio a la vista y futuro de las divisas convertibles afectará a los tipos de interés de los eurodóla--- res a través de la oferta o demanda de fondos a corto plazo. Esta interconexión, hará que el arbitraje de intereses atraiga fondos de los mercados interiores al mercado internacional y viceversa, en función de las diferencias en los tipos de -- interés existentes en cada momento una vez calculado el costo de cobertura de las posiciones.

En resumen, los tipos de interés de los eurodólares vienen determinados por la oferta y la demanda existentes. Estas, a su vez, están influidas por una compleja interrelación de - factores determinados por la actuación de los Bancos Centra--- les, que son las instituciones que influyen más poderosamente sobre el nivel de intereses no sólo porque controlan una parte importante y considerable de la oferta, sino porque sus me

didas de política monetaria afectan a la obtención de fondos y a los préstamos en eurodólares a través de su repercusión - en los mercados nacionales.

Es pues evidente que lo que determina los niveles de -- interés en este mercado son los tipos interbancarios especialmente los que resultan de las operaciones entre bancos londinenses.

Con la gran expansión del mercado financiero internacional, no sólo los centros situados en países subdesarrollados han sido objeto de crecimiento, sino que un papel decisivo ha correspondido a Londres como plaza financiera tradicional.

La principal característica del mercado londinense, y que lo diferencia de otros centros, consiste en que desde él se -- realizan una amplia gama de actividades, no sólo monetarias o estrictamente financieras, y que la convierten en un punto estratégico desde el cual se distribuyen dinero, bienes y servicios. En la actividad financiera, Londres es un mercado clave a nivel internacional para las transacciones crediticias, la colocación de valores y las operaciones interbancarias; es -- también punto central en el intercambio mundial de mercancías y la contratación de transportes y seguros.

En 1982 se hallaban localizados en Londres, dentro de su mercado, 425 bancos extranjeros. A pesar de la notoria caída

del poderío económico británico y de la libra esterlina como moneda fuerte en el mundo, Londres se mantiene como centro -- financiero de primer orden por su historia dentro de la actividad financiera. Ya que Londres ha contado, de años atrás, -- con una infraestructura financiera (Conexiones internaciona-- les, personal capacitado, etc.) que muy pocos lugares podían ofrecer.

CARACTERISTICAS DEL MERCADO A EVOLUCION RECIENTE

Considerando que una de las características principales del euromercado, así como de los Centros Financieros Internacionales, es que los bancos que actúan en ellos no están sujetos al control de autoridad supranacional alguna. Es decir, - mientras que en los sistemas nacionales, al menos en teoría, los bancos centrales fijan mediante el encaje la posibilidad de expansión de dinero secundario, en el euromercado los bancos se manejan con encajes técnicos (aquellos simplemente necesarios para hacer frente a eventuales reclamos de sus depositantes), lo cual lleva a pensar que el multiplicador bancario es muy alto y provoca una expansión descontrolada de oferta monetaria.

Actualmente el mercado del eurodólar es el principal mercado mundial de activos a corto plazo. Sus fondos están constituidos por todos aquellos depósitos en dólares y otras eurodivisas mantenidos en bancos fuera de los Estados Unidos y -- principalmente en plazas europeas. Los vencimientos de estos depósitos oscilan normalmente en un día y cinco años, aunque la mayoría son mantenidos en depósitos de uno a tres meses. - Los primeros tenedores de eurodólares componen una gama numerosa y variada, incluyendo a particulares, empresas, bancos comerciales y de inversión, organismos internacionales y auto

ridades monetarias. Hasta el año 1965, cuando el Gobierno de los Estados Unidos adoptó las primeras medidas, con carácter - voluntario, encaminadas a evitar, o al menos controlar las sa- lidas de capitales al extranjero, con el fin de mejorar la si- tuación de déficit en que se encontraba su balanza de pagos, ya que gran parte de los dólares depositados en el mercado -- del eurodólar pertenecía a residentes americanos. En un prin- cipio los depositaron en bancos del Canada, buscando mayor ta- sa de intereses, y dichas entidades los redepositaron, a su - vez, en bancos europeos en la medida en que la rentabilidad - que ofrecía la diferencia de intereses abonados les era favo- rable. Sin embargo, a partir de la mencionada fecha, una gran parte de los depósitos en manos de residentes hubieron de ser obligatoriamente repatriados a los Estados Unidos; en conse- cuencia, en la actualidad sólo una parte minoritaria de los - dólares depositados en el mercado pertenecen a residentes ame- ricanos.

Si los movimientos de capitales fueran enteramente li- bres, si en todos los países rigiera la libre convertibilidad de las monedas, es probable que se desestimulara la tendencia a depositar en el mercado internacional y en diferentes mone- das. Es frecuente, además, que los bancos centrales impongan limitaciones a las empresas para trasladar fondos al extranjero

ro. Tambien es frecuente que las autoridades nacionales obliguen a sus compañías con operaciones en el extranjero a que repatrien sus ganancias y las conviertan en moneda nacional.

Casi todos los bancos con proyección internacional están dispuestos a aceptar depósitos en moneda extranjera, especialmente en dólares. Los principales sujetos activos de este mercado son los Bancos Comerciales, principalmente europeos (incluidas las sucursales en nuestro continente de los Bancos Comerciales, de sus Bancos Centrales o de sus clientes). Estos bancos pueden utilizar los fondos así depositados para conceder préstamos, convertirlos en otras monedas o redepósitos en otros bancos nacionales o extranjeros. Aunque este mercado tiene un carácter marcadamente internacional, su centro geográfico se localiza en Londres, en donde como ya dijimos, las numerosas sucursales bancarias americanas y mundiales desempeñan un papel primordial. Efectivamente, estas sucursales captan grandes masas de depósitos en dólares, que traspasan a sus casas matrices que ven aumentar de este modo, considerablemente su liquidez.

En el año 1968, el Impuesto de Igualación de Intereses (Interest Equalization Tax), I.E.T. exige a las sucursales extranjeras de los Bancos americanos de este impuesto propuesto por el presidente Kennedy en julio de 1963 y puesto en vi-

gor en septiembre de 1964 con carácter retroactivo. Con esto, las sucursales bancarias americanas, principalmente las londinenses, pueden conceder préstamos a uno o más años a no residentes americanos en el extranjero o a compañías subsidiarias, sin ser gravados por este impuesto repercutible sobre el prestatario. Anteriormente, la repercusión del I.E.T. hacia demasiado onerosa a estas compañías la obtención de préstamos a medio plazo. Y por otro lado, los préstamos en eurodólares, concedidos a prestatarios domiciliados en Estados Unidos, nunca fueron gravados por este impuesto. Este mercado se caracteriza por la inexistencia de cualquier tipo de interferencia oficial que pueda afectar la oferta o la demanda de fondos, ni a la estructura de intereses, que fluctúan en función a la oferta y demanda imperantes. Sin embargo, el Banco de Pagos Internacionales (B.P.I.) desempeña un papel semejante al de un Banco Central en relación con este mercado. Una de sus funciones es la estimación estadística de su verdadera dimensión, tarea difícil que solo llega a valores aproximados; pero su principal cometido consiste en intervenir en nombre de los Bancos Centrales, que aparecen como accionistas en su capital, con el fin de mitigar las frecuentes tensiones sobre la evolución de los acontecimientos económicos a que se ve sometido el mercado, procurando que se mantenga lo más esta--

ble y ordenado posible. En la actualidad, la intervención del B.P.I., se caracteriza más por la precisión de sus operaciones que por el volumen de ellas, ya que su único fin es actuar como fuerza estabilizadora con respecto a la oferta y demanda de fondos y a la estructura de intereses. El B.P.I. maneja fondos en dólares propios y aquellos otros que le han sido encomendados por los Bancos Centrales participantes en dicha institución internacional. Su intervención en el mercado la lleva a cabo en cooperación estrecha con dichos Bancos Centrales, y de este modo cuando los Bancos Comerciales de algún país, por ejemplo Suiza, repatrian sus activos, en dólares -- mantenidos en el extranjero, con el objeto de presentar balances más atractivos al fin de sus ejercicios, se ofrecen al -- Banco Nacional Suizo para su conversión. Este último los pondrá a disposición del B.P.I., quien los colocará de inmediato en el mercado del eurodólar para equilibrar cualquier movimiento incontrolable de la oferta que pueda repercutir en los tipos de interés. Actúa de manera inversa cuando aparecen tensiones por el lado de la demanda.

Podemos afirmar que este mercado goza de una absoluta -- libertad operativa, ya que al actuar con un número tan variado de personas y entidades de diversos países, ninguna institución superior a los gobiernos de cada nación podrá dirigir-

lo en un sentido o en otro.

Para realizar operaciones en eurodólares, ya sean activas o pasivas, los bancos se ponen en comunicación, directa o a través de agentes intermediarios (Brokers) internacionales especializados en este tipo de transacciones. Algunos bancos prefieren comunicarse directamente no sólo para ahorrarse la comisión de los agentes, sino para lograr una interrelación más estrecha entre las entidades bancarias activas en el mercado. Estos agentes se localizan principalmente en Inglaterra, Francia, Suiza y Alemania. Su actuación puede ser entre bancos o entre compañías y bancos. Las comisiones que perciben estos intermediarios suelen establecerse en un porcentaje de 1/8 por ciento, que cargan por mitades a ambas partes.

Las operaciones, tanto activas como pasivas que realizan los bancos, son muy elevadas, ya que al percibirse márgenes reducidos, los bancos tratan de compensarlos aumentando considerablemente el volumen de las transacciones. Pero es indudable que esta práctica tan flexible de realizar las operaciones entraña unos riesgos evidentes, de los cuales el principal para un banco estriba en la posibilidad existente de que debido al carácter internacional del mercado y a la larga cadena de redepositos que se suceden, el último prestatario se vea imposibilitado de reembolsar los fondos. O cuando, al ---

prestar fondos por períodos de tiempo más largos que aquellos a los que se hallan impuesto los depósitos, corren el riesgo de que si estos no se renuevan, o si los prestatarios no cumplen sus obligaciones de reembolso, podrían verse obligados a obtener dólares a través del mercado de cambios, y casi siempre esto sería en condiciones desventajosas, para hacer frente a sus compromisos en eurodólares. Puede también ocurrir, - que las autoridades monetarias del país donde se halle localizado el banco o entidad depositaria impongan controles de cambio, impidiendo con esto al banco o entidad depositante la repatriación del depósito a su vencimiento. En consecuencia, -- los bancos deberán aceptar los riesgos, que resultarían perjudiciales debido a la reacción en cadena que se produciría por un incumplimiento de pago.

No hay que olvidar, sin embargo, que cualquier medida -- que limite la completa libertad de que goza este mercado podría restarle flexibilidad y fluidez, características que lo convierten en altamente atractivo.

ORGANIZACION Y CONSECUENCIAS ECONOMICAS

Resulta importante considerar, su brevemente, las características de operación de este mercado que ha afectado indudablemente al Sistema Financiero Internacional y principalmente a los sistemas económicos de los países que operan en él.

Ha venido a establecer una estructura internacional de intereses diferentes a la estructura interna de cada país en particular, que a su vez se ha visto afectada por aquellos. Su tendencia a la reducción de las diferencias entre los niveles de intereses de los distintos países operantes en el mercado de eurodólares, como resultado de las nuevas posibilidades de arbitraje que éstos aportan, no solamente ha producido un notable incremento de la oferta de fondos prestables a escala internacional, sino que han aparecido nuevas oportunidades para prestar y obtener fondos en los mercados internos de aquellos países cuyas monedas pueden ser objeto de transacción en este mercado.

Todo esto contribuye a una distribución más ordenada y eficiente de los recursos monetarios internacionales. De gran importancia ha sido la influencia de los eurodólares como catalizadores de la cooperación monetaria internacional, mitigando los efectos retroactivos de los controles de cambio.

En lo referente a los prestatarios, no resulta fácil co-

locar el destino sectorial de los préstamos que se contratan en el euromercado, puesto que los gobiernos son los principales prestatarios, y es imposible determinar el último fin al que se asignan los recursos.

Desde el punto de vista del actual Sistema Monetario --- Internacional, cabe señalar el papel que en su sostenimiento ha desempeñado como verdadera "válvula de escape" de la presión acumulada sobre algunas divisas.

Concretamente, la existencia del mercado de eurodólares ha encontrado colocación rentable a fondos que de otra forma quizá hubiesen sido convertidos en oro, debilitando la posición de reservas de los Estados Unidos.

EXPANSIÓN DEL MERCADO DE EURODOLARES

Tradicionalmente, los centros financieros han sido desde hace varias décadas Londres y Nueva York. No obstante desde los años sesenta, pero especialmente en la década de los setenta, han proliferado los centros financieros ubicados en los países subdesarrollados. Plazas como Hong Kong, Singapur, Panamá, Bahamas, Cayman, Bahrein y otras, presentan intensa actividad financiera que, por cierto, no responde a la dinámica productiva de esos países.

El movimiento desde los centros financieros internacionales en los países subdesarrollados (CFIPS) es originado por la actividad de los principales bancos transnacionales, cuyas ramas o sucursales operan aprovechadas en las libertades que ofrecen estos centros. Y es, precisamente por medio de la operación de estos centros financieros, que se gesta la creciente autonomía de los bancos privados con respecto a los controles nacionales.

Es innegable el efecto expansivo que produce el sistema del eurodólar en su conjunto, que ha contribuido a aumentar la liquidez internacional, ayudando así a hacer frente a las necesidades actuales del comercio y finanzas mundiales. Al resultar que el incremento de la oferta monetaria de oro es considerablemente menor al que sería requerido por las necesida-

des actuales de recursos líquidos, prevalece una situación -- difícil en cuanto a la insuficiencia de nuevos medios de pago internacionales, insuficiencia que, al menos en parte, se ha mitigado gracias a la existencia del mercado de eurodólares. Aún cuando el total de eurodólares empleados en el comercio - internacional representa todavía una parte bastante reducida en relación con el total de medios de pago necesarios para - hacer frente al aumento de las transacciones comerciales, sin embargo, el fácil acceso a las disponibilidades ofrecidas por este mercado le convierten en un sistema idóneo para el momento actual, aunque todavía insuficiente. Uno de los efectos -- más sorprendentes y positivos que ha producido este mercado - ha sido la expansión del crédito en las economías de aquellos países que, aún poseyendo unos sistemas financieros muy avanzados, no contaban con suficientes recursos líquidos, durante el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, para poner en práctica sus planes económicos. Fué en aquellos momentos, como ya mencionamos en capítulos anteriores, cuando el eurodólar vino a suplir en algunos países, tales como Alemania, - Italia y Japón, la falta de recursos líquidos existentes, sin los cuales les hubiera sido mucho más difícil alcanzar el alto grado de desarrollo económico de que actualmente disfrutan. Recientemente se ha hecho responsable, en parte, al mer-

cado del eurodólar de los movimientos especulativos contra -- importantes divisas y de la tendencia a la inflación observada en las economías occidentales. Se basan fundamentalmente -- en la afirmación de que los eurodólares han venido a aumentar la gran masa de fondos flotantes, de marcado carácter especulativo. No obstante, la existencia de estas masas de fondos -- flotantes es anterior e independiente a la aparición del mercado del eurodólar, que, en todo caso, ha contribuido a fijar una buena parte de dichos fondos especulativos dirigiéndolos a financiar operaciones productivas de comercio exterior o -- nuevas inversiones.

LOS BANCOS CENTRALES, INSTRUMENTOS
EN LA POLITICA MONETARIA MUNDIAL

La gran proliferación de centros financieros en los últimos años es, sin duda, un fenómeno novedoso que merece atención. La lista de los centros financieros es muy extensa como también la de los países que declaran su deseo de convertirse en plaza financiera internacional.

El crecimiento de este mercado, dotado de elevada autonomía y gran disposición para operar, afecta a los instrumentos de política monetaria habitualmente empleados en los Bancos Centrales. La posibilidad de operar en eurodólares ha venido a facilitar el movimiento internacional de capitales a corto plazo y ha creado una estructura de tipos de interés y una oferta de fondos prestables con alto grado de independencia respecto a los sistemas financieros internos. Con esto los Bancos Centrales se han visto afectados en su forma interna de operación, ya que las operaciones en eurodólares influyen sobre las disponibilidades de crédito, que es la variable más importante en que se apoya la política monetaria de los Bancos Centrales.

Cualquier intento de las autoridades monetarias para restringir la expansión del crédito podría no dar los resultados

deseados si los Bancos Comerciales, habiendo aceptado los depósitos en dólares disponibles en el mercado, los convierten en moneda local, a través de operaciones de cambio, para hacer frente a las necesidades de crédito internas.

Aún los mismos prestatarios podrían eludir las restricciones monetarias ante la oportunidad de obtener préstamos en moneda extranjera o local de bancos en el extranjero que hayan obtenido los fondos en el mercado del eurodólar. También se podría evitar las restricciones monetarias si los bancos y otras entidades retiran sus fondos colocados en el mercado del eurodólar, neutralizando de esta forma las medidas contractivas adoptadas por el Banco Central de su país y aumentando, a pesar de las mismas, la oferta monetaria interna. Inversamente, el tomar medidas de expansión del crédito y de la liquidez interna tendientes a elevar la oferta monetaria podría resultar, a veces, un estímulo a la colocación de fondos en los eurobancos en el extranjero, lo que anularía la nueva liquidez creada en el interior del sistema financiero. Por otro lado, las operaciones en eurodólares pueden llegar a afectar otras variables que desempeñan un importante papel en la política monetaria de los Bancos Centrales, tales como los tipos de interés, los tipos de cambio extranjero al contado y

a futuro, las reservas monetarias y la Balanza de Pagos, lo que dificulta la consecución de una política monetaria interna eficaz. Sin embargo, los Bancos Centrales, al utilizar el mercado de eurodólares, han actuado con firmeza no sólo para reducir niveles de reserva excesivos, sino también para absorber cualquier exceso de liquidez que pueda surgir en el sistema bancario en general.

Los Bancos Centrales pueden llevar a cabo una política monetaria expansionista, apoyándose en sus activos en dólares mantenidos por sus sistemas bancarios, estimulando a sus bancos comerciales a que transfieran sus dólares en moneda local. Si, por el contrario, desean reducir, o al menos, controlar la oferta monetaria interna, pueden influir en que esos mismos bancos transformen en dólares sus saldos en moneda local, para lo cual sus operaciones de cambio ofrecen posibilidades muy interesantes dada su normal utilización en el mercado del eurodólar.

La esfera de actuación de este mercado es tan compleja, que la implantación de ciertos controles en países determinados no siempre produce el resultado esperado. La expansión del mercado del eurodólar ha acentuado la necesidad de una coordinación e integración de las políticas monetarias de ca-

da país.

En efecto, si las autoridades monetarias estuviesen únicamente preocupadas en mantener las paridades de las monedas, los tipos de interés vigentes en los principales mercados monetarios reflejarían la situación de la Balanza de Pagos de los países más importantes comercialmente y las diferencias en los tipos de interés serían equivalentes al costo de la -- cobertura a plazo. En estas circunstancias, el impacto producido por el mercado del eurodólar pueda o no estar de acuerdo como hemos visto, con la política mantenida por las autoridades monetarias.

Con independencia de las cuestiones internas, el problema que preocupe internacionalmente es cómo evitar, o al menos reducir al mínimo el impacto no deseado que se produce en la política de crédito nacional como consecuencia de la afluencia de fondos al mercado del eurodólar en respuesta a los -- elevados tipos de interés. Pero cualquier solución debe tener en cuenta que el mercado del eurodólar es, con su extraordinario volumen, el mayor mercado monetario internacional; que -- las operaciones se realizan en gran parte entre bancos de diferentes países; y que debe tener tanta libertad como sea posible para responder a las necesidades internacionales, y que

realizan servicios importantes para la economía mundial. Los Bancos Centrales podrían cooperar estableciendo una norma de tipos de cambio a plazo que reflejara una relación apropiada entre los tipos de interés en sus países y en el mercado del eurodólar.

Cuando los tipos del eurodólar aumenten o decrezcan, los Bancos Centrales podrían, hasta un límite considerable, aislar los tipos de interés en sus mercados monetarios internos, si lo desearan, contrarrestando las operaciones con una prima o descuento de sus monedas en el mercado de cambio a plazo. La intervención en los mercados de cambio a plazo que esto trae consigo no necesita exponer a los Bancos Centrales a riesgos de cambio excesivos. Si deseando asegurar la relación de los tipos de interés interno a los tipos del eurodólar se hiciera necesaria una prima o descuento demasiado alto en el cambio a plazo o una posición a plazo demasiado amplia, los Bancos Centrales podrían entonces recurrir a otros métodos para aislar sus mercados monetarios internos del mercado del eurodólar, esto es, regulando las transferencias de fondos por sus bancos hacia y desde el mercado del eurodólar.

Para asegurar una oferta de fondos en el mercado de eurodólares, que fuese adecuada pero no excesiva, los Bancos Centrales pueden acordar poner fondos en el mercado de eurodóla-

res cuando haya una oferta deficiente o retirar fondos del -- mercado del eurodólar cuando haya una oferta excesiva.

Los acuerdos serían realizados para transferir los fon-- dos hacia y desde los países cuya política de crédito y posi-- ción de la Balanza de Pagos no fuese adversamente afectada -- por una afluencia de eurodólares dentro o fuera de sus merca-- dos monetarios. Como ejemplo, si los bancos de un país reti-- ran fondos del mercado del eurodólar, otros bancos centrales pueden estar en situación de contrarrestar, en parte, los --- efectos, facilitando la colocación de fondos en el mercado -- del eurodólar por sus bancos. El objetivo sería tener fondos suficientes en el mercado del eurodólar para hacer frente a -- las necesidades crediticias internacionales sin cambios agu-- dos en los tipos del eurodólar.

La política de crédito es el campo más difícil para ase-- gurar una cooperación internacional. El control del mercado - del eurodólar por los Bancos Centrales de los principales cen-- tros financieros podría llegar a ser el primer paso importan-- te en la coordinación de las políticas de crédito mundiales, del mismo modo la actuación de los Bancos Centrales en polí-- ticas monetarias internacionales favorece la política interna de cada país en particular, ya que los Bancos Centrales, como se deduce en párrafos anteriores no sólo opera directamente en

el mercado de dinero mediante operaciones de mercado abierto, o mercado internacional, sino que, además tiene a su cargo el control de los bancos comerciales de cada país, que constituyen el grupo de instituciones más importantes del mercado.

**DEPOSITOS EN EURODOLARES
Y DERECHOS ESPECIALES DE GIRO**

Se basan estos depósitos, en los realizados en dólares normales; con la única diferencia de la localización geográfica. Mientras un depósito normal de dólares representa un pasivo de un Banco localizado en los Estados Unidos de América, un depósito en eurodólares forma parte del pasivo de una entidad bancaria localizada fuera de los Estados Unidos. El tipo más corriente de operación de este mercado es el redépósito bancario. Este redépósito interbancario en eurodólares supone movimientos meramente contables, aumentando tanto el activo como el pasivo de un nuevo banco y se puede continuar la operación a base de redepósitos sucesivos, sin que deba creerse que estos redepósitos originan una verdadera expansión crediticia, sino solamente una serie sucesiva de transferencias de propiedad.

Los márgenes de intereses obtenidos en los redepósitos son mínimos y numerosos bancos los realizan solo con el fin de aumentar su prestigio internacional. En todo caso, los bancos de primera categoría pueden captar depósitos remunerándolos con intereses más reducidos debido a la mayor garantía que ofrecen. Los depósitos interbancarios se realizan normalmente por períodos muy cortos; por el contrario las

1

compañías y particulares los mantienen depositados por períodos en general más largos. Los intereses abonados son fijados según los períodos de imposición y fluctúan en función de la oferta y la demanda, de la mayor o menor importancia financiera de las partes actuantes en la operación y de la estructura de intereses vigente en los Estados Unidos. Por ello, los intereses fluctúan consistentemente, siendo recomendable seguir de cerca las cotizaciones que se publican diariamente en las principales plazas operantes de este mercado para los depósitos más corrientes, es decir, a siete días, a un mes, a dos, etc. hasta un año. Los intereses para plazos más largos o para cantidades muy elevadas se fijan normalmente, previa negociación, entre el depositante y el depositario.

También puede recoger fondos obtenidos en operaciones de arbitraje que, con anterioridad a la aparición de los eurodólares, se llevaban a cabo con activos financieros a corto plazo dentro de los Estados Unidos. En la actualidad los bancos más activos en la captación de depósitos en dólares son las sucursales bancarias en Europa, ya que su posición es inmejorable para realizar esta captación; por ser el dólar su propia moneda, dichos bancos pueden participar en las operaciones en eurodólares con un menor riesgo.

Así, cualquier problema que surja en cuanto a oferta de depósitos o demandas de préstamos pueden resolverse fácilmente a través del Banco Matriz. De la misma forma el contar -- con una extensa cadena de sucursales y oficinas de representación en todo el mundo, facilita la captación de recursos.

El mantener depósitos en eurodólares suele ser más rentable que cualquier otra alternativa a corto plazo existente en los mercados monetarios locales.

La posibilidad de captar depósitos en eurodólares para que a los Bancos dependa cada vez menos de las condiciones imperantes en su sistema financiero y de las monetarias adoptadas por su Banco Central. Y aún cuando la cadena de redépósitos puede continuar indefinidamente, aparecerá un prestatario que no redeposite los fondos sino que, por el contrario, los destina a otro tipo de inversión. Este es el caso de los Bancos japoneses, que una vez obtenidos los eurodólares a -- través de sus sucursales londinenses, los transforman posteriormente en yens, utilizando estos en su mercado interno, -- donde los intereses sobre las operaciones activas son bastante elevados en comparación con el costo de los eurodólares, consiguiendo así unos márgenes sustanciales.

Dichos Bancos se cubren, naturalmente, de un posible -- riesgo de cambio mediante la compra de dólares a futuro. En

Holanda y Bélgica, los bancos aceptaron volúmenes considerables de depósitos en eurodólares, que seguidamente prestaron a sus gobiernos respectivos, quienes los utilizaron para nivelar sus déficits presupuestarios.. En Inglaterra, las corporaciones locales utilizaron eurodólares para financiarse a corto plazo.

En Noruega, estos depósitos se destinaron a la financiación de la industria naviera. Los Bancos italianos y alemanes compiten, igualmente, en la obtención de pasivos a corto plazo en dólares, ya que ambos mercados monetarios, como los de otros países, se mueven en condiciones de dura competencia en cuanto a la captación de recursos.

También es notable, la relevancia que en la década de los setenta ha adquirido los centros financieros localizados en países atrasados como fuente de la circulación de la liquidez en el mercado mundial. La gran proliferación de centros financieros en los países subdesarrollados en los últimos años es, sin duda, un fenómeno novedoso que merece atención. La lista de los nuevos países es larga, como también la de aquellos que declaran su deseo de convertirse en plaza financiera internacional.

Pero, debemos consignar aquí que no basta con el deseo, por parte del país subdesarrollado, de convertirse en plaza

financiera. El progreso o no de una plaza dependerá de cuán funcional puede llegar a ser un punto geográfico para los -- requerimientos de la banca transnacional. Este aspecto es -- muy relevante para los países latinoamericanos. Además de -- Panamá, que opera como centro financiero desde hace varios lustros, algunos países centroamericanos han pretendido seguir ese camino. Uruguay ha proclamado su deseo de convertirse en plaza para el cono sur; más recientemente, México, en la reforma de la Ley General de Instituciones de Crédito que entró en vigencia en enero de 1979, y que fue reglamentada en enero de 1982, ha facultado a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para autorizar el establecimiento en la República de sucursales de Bancos extranjeros de primer orden, - cuyas operaciones activas y pasivas se efectúen exclusivamente con residentes del exterior.

Como depositantes aparecen en la misma línea aquellas - personas que, por razones políticas, mantienen cuentas en dólares y otras monedas fuera de sus países de origen. Lugar - destacado ocupan los magnates petroleros árabes, quienes perciben enormes sumas en libras y principalmente en dólares -- por concepto de regalías por sus concesiones petrolíferas, - que depositan en su mayoría en bancos europeos.

En cuanto a los Derechos Especiales de Giro D.E.G. no parece que el mercado de eurodólares vaya a resultar grandemente afectado por su creación, el mercado seguirá su curso hasta el momento en que la oferta de estos adquiera grandes proporciones, y los bancos se familiaricen con su transferibilidad, separando claramente las funciones entre la utilización, como reservas monetarias puras, y la utilización de los dólares, como instrumento en los mercados de cambio. Pudiera ser que los Bancos Centrales los comenzaran a acumular como reserva convirtiéndolos en dólares cuando hayan de intervenir en el mercado. Si se sigue este sistema se puede producir una reducción en el volumen total de dólares paralizados en manos de los Bancos Centrales, ya que los utilizarían continuamente en operaciones activas en el mercado. En este sentido, los Bancos Centrales actuarían más a menudo sobre la oferta de eurodólares.

CAMBIOS RECIENTES EN EL SISTEMA
FINANCIERO INTERNACIONAL Y MEXICANO

Cuando comenzaron a desarrollarse, las transacciones financieras internacionales estaban localizadas solamente en algunas plazas europeas y se hacían principalmente con dólares. Hoy en día las operaciones no se realizan únicamente -- con dólares, por lo que se ha generalizado el término "eurodivisa". Estas podrían definirse como: operaciones de crédito a corto plazo, realizadas en moneda extranjera en un mercado nacional. El volumen de estas solo puede estimarse con un gran margen de aproximación. Al final de 1974 el Banco de Pagos Internacionales lo evaluó en 210,000 millones de dólares.

A partir del momento en que los propietarios de capitales previeron que la paridad de diversas monedas iba a ser modificada, que algunas iban a ser devaluadas y otras revalorizadas, se desató una sed de ganancias especulativas, un gran movimiento de adquisición de monedas fuertes, como el marco alemán y el yen japonés, y el desplazamiento de los capitales hacia los países que conocían, para esa época, el ritmo de crecimiento de sus fuerzas productivas más acelerado, es decir, Alemania y Japón. Esta especulación acentuó a su vez, el proceso de desvalorización de otras monedas como

dólar norteamericano, el franco francés, la libra esterlina, etc.

A partir del final de la década de 1960, las variaciones en las monedas serán, una por una, sancionadas y oficializadas por las autoridades monetarias de los diversos países. De tal forma, se registran sucesivamente: la devaluación de la libra esterlina, en noviembre de 1967; la devaluación del franco francés, en agosto de 1969; la revalorización del marco alemán, en octubre de 1969; y, del franco suizo en el año 1971. En diciembre de 1971 y febrero de 1973, - el dólar sufre a su vez dos devaluaciones sucesivas, acompañadas éstas de nuevas revalorizaciones de algunas monedas antes señaladas.

Desde 1973, la fluctuación del tipo de cambio se ha constituido como regla en el mundo capitalista entrando esto en contradicción con los estatutos de F.M.I.. Las paridades no son más que referencias teóricas, puesto que el tipo de cambio puede fluctuar sin obstáculo alguno alrededor de la paridad.

La expansión registrada en el Mercado Financiero Internacional en la década de los años setenta ha sido motivo de preocupación para los analistas de la economía internacional. Para algunos debe buscarse ahí el origen de la inflación mun

dial; para otros es el reflejo de los desajustes crecientes en el sistema productivo mundial, mismo que se traduce en -- procesos especulativos en contra del valor de las monedas de diversos países, incluidos los más avanzados.

Las condiciones del mercado financiero, que, son el fuerte endeudamiento de los países subdesarrollados, la alta concentración de esta deuda en unos cuantos países, la creciente privatización de los créditos concedidos y la elevada proporción del endeudamiento a corto plazo, forman el contexto en el cual se desenvuelven las actuales dificultades financieras del mundo y las acciones que toman los bancos transnacionales ante las posibilidades de negociación, moratoria o quiebras de las economías con quienes mantienen sus préstamos.

Para 1981, la deuda acumulada por ocho países latinoamericanos se encontraba entre las más importantes de los 22 mayores deudores del mundo subdesarrollado. Los bancos privados que participan de manera activa en el mercado internacional han empezado a tratar a los países, con criterios que -- son aplicados a sus clientes tradicionales; las empresas. -- Cuando las unidades productivas enfrentan problemas de liquidez, recurren a los préstamos de corto plazo para sortear -- las dificultades. Este mecanismo parece ocurrir de manera --

más frecuente con los países, que son analizados por -- bancos a través del método del "Country Risk", del cual el estudio de los flujos de caja es uno de los elementos para establecer su situación y calcular los riesgos que implica seguir canalizando sus recursos a estos -- prestatarios. (El método de Country Risk implica una -- evaluación global del país, tomando en cuenta elementos económicos, sociales y políticos que determinan la situación actual y las perspectivas del mismo).

La situación financiera se ha visto agravada en -- los últimos años por la elevación de las tasas de interés a las que se han contratado los préstamos. Para un país como México, con una deuda pública y privada muy -- grande, con restricciones en sus ingresos por concepto de comercio con el exterior y con altos vencimientos -- que cubrir, el impacto de los altos intereses ha sido -- considerable.

La situación económica en la que se encuentran actualmente los países deudores puede llevar a la eventual necesidad de renegociar la deuda y establecer nuevos plazos para el pago de los intereses y el capital. Sin embargo, bajo los criterios del manejo y funcionamiento

del negocio bancario, se inclinan por no seguir prestando a países que constituyen un alto riesgo. Pero, de no continuar la corriente de préstamos, las dificultades se agudizan y la descomposición financiera se acelera, de tal manera que los procesos de ajuste se vuelven más conflictivos. Esta es la alternativa que confronta el sistema de las finanzas mundiales, y los resultados de la reorganización que generará la crisis afectará a las naciones.

En entorno económico en América Latina ha estado, en--vuelto en una deuda externa creciente que sobrepasa ya los - 200 mil millones de dólares, las reservas monetarias han de--cendido a niveles muy bajos y diversos países han tenido que recurrir a la devaluación de sus monedas.

México ha concentrado la atención pública y la de los - bancos internacionales desde hace ya algún tiempo, cuando - se agudizaron los problemas financieros que llevaron a la -- adopción de las medidas del control de cambios y de la nacio--nalización del sistema bancario.

Se reconoce que ante la dimensión de la deuda pública - y privada del país, la negociación de un empréstito de mi--llones de dólares con diversos bancos de Estados Unidos y de Europa, fue de gran dificultad ante las negativas de la banca para proporcionar más fondos. Frente a la magnitud del en--

deudamiento, a este préstamo que fué considerado como "operación jumbo", lejos de cubrir las necesidades de recursos, si permitió que el flujo de fondos de los bancos transnacionales no fuera interrumpido.

Los problemas financieros han tendido a generalizarse en la economía mundial, influyendo sobre la propia estructura internacional en una marea de crisis económicas. Las dificultades financieras se dan en una situación de oposición y alianzas que se debilitan creando un reto a la reorganización de las supremacías políticas y económicas.

En la actualidad, prácticamente todos los países de economías capitalistas desarrolladas y los principales países de América Latina han iniciado ya una profunda reorganización de su estructura bancaria, que entre otras cosas ha cristalizado en lo que se conoce con el nombre de banca múltiple. Incluso en países de arraigo profundo de banca especializada, como es el caso de Estados Unidos, los cambios en la década de los setenta y primeras reformas de los ochenta lleven a esta nueva forma de organización.

EUROBONOS
CARACTERISTICAS DEL MERCADO

Dentro del marco financiero internacional, uno de los hechos más estimulantes ocurrido en los últimos tiempos, ha sido el crecimiento y fuerza de absorción del aún joven mercado del eurobono.

Se pueda decir que actualmente ninguna cartera de inversión internacional pueda considerarse completa si no incluye una parte considerable de eurobonos convertibles, quiere decir esto que los inversionistas, tanto europeos como de otras partes del mundo, son cada vez menos conservadores y más sofisticados en sus decisiones, o podría ser el creciente interés de los inversionistas e instituciones en títulos de renta variable, pues es de dudar que las emisiones no convertibles hubiesen sido capaces de atraer tal cantidad de fondos.

Aunque muchos capitales internacionales, todavía se encuentran en Suiza en depósitos bancarios, ha tenido lugar últimamente una mayor diversificación geográfica de la demanda. Las instituciones e inversionistas del Oriente Medio, que anteriormente se limitaban a colocar sus fondos en depósitos bancarios a corto plazo, han participado cada vez más activamente en el mercado del eurobono.

El constante crecimiento en el número de fondos internacionales de inversión ha constituido un importante factor estimulante de la demanda. Algunos países, como Suecia, Noruega, Holanda, etc., cuyos mercados internos de capitales ofrecen tipos de interés más elevados que los predominantes en el mercado del eurobono, se han visto atraídos por el incentivo adicional de la convertibilidad. El hecho de que los eurobonos convertibles se encuentren muy ligados a los títulos de renta variable ha aumentado su atractivo.

Existe un activo mercado secundario, que ha hecho aumentar en forma considerable la liquidez de los títulos, y recientemente fueron creados servicios de cámara de compensación para bonos internacionales.

La finalidad principal de estas asociaciones o cámaras de compensación (EUROCLEAR, organizado por Morgan Guaranty Trust y EUROTRADING, organizado por Rothschild), ha sido tratar de remediar los graves problemas inherentes en el mercado secundario de eurobonos. Debido al elevado grado de dispersión existente y a las múltiples operaciones realizadas diariamente, se puede decir que este mercado supera en volumen a cualquier otro de títulos de renta fija en el mundo, a excepción del Gilt-Edge, en Londres, y los Treasury Bills americanos.

La principal innovación que introduce este sistema es - que el pago de las obligaciones se realiza a su entrega. Has ta hace poco este pago se realizaba al momento de la compra, con el resultado de que el vendedor disponía de los fondos - durante semanas o meses. Este sistema también ha venido a re- ducir el costo de los envíos físicos de títulos al permitir a compradores y vendedores la liquidación de sus operaciones por simples apuntes contables en libros centralizados, acor- dando la transacción y reduciendo los riesgos. El déficit de la Balanza de Pagos americana, la crisis del oro, la inesta- bilidad política de Francia y los continuos problemas creas- dos por la libra esterlina repercutieron considerablemente - sobre el mercado internacional de capitales. Pero en conjun- to, los eurobonos han podido eludir las dificultades presen- tadas. Los precios han bajado ligeramente, con el consiguien- te incremento de los rendimientos, pero el mercado se ha man- tenido estable en su nuevo nivel con la tendencia mostrada - por las emisiones en unidades de cuenta, vistas aún con des- confianza por muchos inversionistas debido sobre todo a que está compuesto de diversos elementos.

Uno de los factores que desde 1964 ha contribuido a la expansión del mercado de eurobonos, ha sido el aumento de -- los préstamos obtenidos por las sociedades de capital esta-

dounidenses para sus operaciones en el extranjero.

Sin embargo, en el año 1967 aumentaron considerablemente las emisiones lanzadas por prestatarios de otros países - industriales, sobre todo en el marco de Suiza, y de este modo se registró un notable aumento en los préstamos obtenidos por países de producción primaria. En cuanto al mercado de - valores estadounidenses, el incremento se debió, enteramente a los préstamos que este hizo a los países menos desarrollados. Este aumento de los préstamos obtenidos en el extranjero por las sociedades estadounidenses fué, desde luego, consecuencia directa del programa voluntario para mejorar la -- Balanza de Pagos de los Estados Unidos. El incentivo de obtener préstamos en el extranjero se acrecentó con el aumento - de los tipos de interés en los Estados Unidos, de modo que la diferencia de la tasa de interés entre ese país y el mercado de euroemisiones se redujo considerablemente durante el año. La mayor afluencia de recursos a dicho mercado fué provocada por el alza de sus tasas de interés, en comparación con las que regían en los mercados nacionales de valores en Europa. Las nuevas emisiones de bonos internacionales alcanzaron niveles sin precedente durante el primer semestre, en el cual el tamaño de la oferta de esos títulos fué bastante similar a la registrada en el transcurso de este año.

El incremento se concentró en los mercados de capital europeos, a los cuales se recurrió para que absorbieran el voluminoso incremento de las emisiones en eurobonos por sociedades estadounidenses y también una cantidad substancial de los valores extranjeros ordinarios ofrecidos por los gobiernos y organismos internacionales.

Las sociedades norteamericanas recurrieron con más frecuencia al mercado de eurobonos debido, en gran parte, a las restricciones que la Unión americana impuso a la salida de capital para inversiones directas. Esta restricción trajo consigo, que las afiliadas extranjeras de empresas estadounidenses buscaron sus fondos en los mercados europeos en vez de hacerlo dentro de los Estados Unidos.

Las emisiones en eurobonos lanzadas por empresas estadounidenses durante el primer periodo fué bastante considerable contrastando con las emisiones lanzadas por países europeos. También en lo que respecta a las corrientes de capitales internacionales, como resultado del rápido crecimiento del mercado de euroemisiones, los tipos de interés a largo plazo de aquellos mercados, relativamente exentos de control han fluctuado hacia niveles muy semejantes. Como los mercados de capital de los países continentales de la Europa Occidental se hallan en gran medida libres de esos controles.

tendieron a integrarse más durante ese año; el libre flujo - del capital internacional ha tendido a igualar las tasas de interés en dichos mercados. En general, las corrientes internacionales de capital a largo plazo tendieron a ser de índole equilibrada.

En este período, las emisiones convertibles dominaron - el mercado, constituyendo las no convertibles una excepción. Entre las no convertibles predominan las denominadas en marcos alemanes, en cuanto a las emisiones italianas no convertibles, denominadas en dólares, fueron suscritas dentro del país. En este mercado aparecen constantemente nuevos módulos aunque en un principio, solamente las compañías americanas - de primerísima categoría podían realizar emisiones convertibles. Sin embargo, esta situación ha cambiado últimamente, - pues hay compañías más pequeñas y menos conocidas que han -- conseguido llevar a cabo y con éxito emisiones convertibles. Naturalmente, sus importes han sido más reducidos y las condiciones más favorables para el suscriptor. El tipo de interés de los cupones ha fluctuado entre el 5% y el 5 1/4%, frente a un 4 1/2% que debían normalmente ofrecer en aquel momento los emisores de primera entidad.

Las primas de conversión no difieren demasiado entre - los tipos de compañías, alineándose entre un 10% y un 18%.

Pero es el mercado alemán quién ha influido considerablemente en este mercado y apunta a ser y desempeñar un importante papel en el futuro.

La creciente participación de los bancos nacionales en el mercado internacional está unificando el mercado americano con el europeo. Debido, al gran volumen de emisiones convertibles realizadas en los últimos años y también al hecho por el que pasó la economía norteamericana. Es importante -- también el papel de los managers que dirigen la emisión para aconsejar a los países inversionistas una situación favorable en el mercado del eurobono, como ocurre con los agentes de Wall Street, que cada vez se introducen más en el mercado para competir con las entidades ya firmemente establecidas. En cuanto a los suscriptores finales de eurobonos, poco a poco se ha ido estableciendo quienes son. Por un lado nos encontramos con los clientes institucionales, especialmente -- fondos de inversiones, que siguen la tendencia general en la composición de sus carteras. Por otro lado, se cuenta con el dinero Suizo, bastante conservador, por lo regular, y finalmente grandes sumas de dinero local, que, a través de los -- Bancos alemanes, parece absorber de modo permanente una gran cantidad de eurobonos. Las instituciones prefieren invertir a largo plazo, en dólares, con el fin de evitar cualquier --

problema monetario.

La experiencia adquirida por los Bancos europeos y la evolución de estos últimos años proporcionan elementos de juicio suficientes para estimar que mercado continuará existiendo independientemente de los factores que originaron su nacimiento. El flujo creciente de los fondos invertidos en este mercado debería aumentar considerablemente, como consecuencia de las amortizaciones de emisiones anteriores, con la característica de la reducida participación de los inversores, institucionales, debido a la existencia de prohibiciones legales internas y a consideraciones fiscales, lo que constituye su principal debilidad. Estos inversores institucionales estarían en una posición más favorable y flexible para intervenir de manera estabilizadora, al igual que lo hacen en sus mercados nacionales.

Esta es la razón por la que las emisiones internacionales, realizadas, por organismos del Mercado Común Europeo, han sido en general, más estables que el nivel medio del mercado, pues pueden ser suscritas por los inversores institucionales de los países miembros. Además, estos inversores institucionales, quienes regularmente suscriben volúmenes considerables, son menos sensibles a las fluctuaciones del mercado que los inversores individuales.

Esta fué quizá la razón principal que originó la tendencia - de emitir por períodos no superiores a diez o doce años y -- comenzar las amortizaciones a fines del primer año después - de la emisión. Después de la colocación, existe una relativa debilidad en la demanda de títulos, por lo cual se hace necesa^ria la creación de un mecanismo que apoye al mercado a tra^ves de la recompra por cuenta del emisor de los títulos ofre^cidos cuando no exista una demanda suficiente. Aunque este - mecanismo de apoyo al mercado no debe apartarnos de la idea de que lo primordial es asegurar la calidad de la colocación inicial de las emisiones. De esta forma, los inversores consideran el rendimiento a percibir de manera inmediata , que el rendimiento considerado al vencimiento o a la vida media del empréstito. Hay inversores que prefieren adquirir títu^los a un tipo de interés reducido, ofrecidos con un descuent^o considerable, sobre todo cuando las amortizaciones ten^{dr}án lugar en los dos años siguientes. Estos últimos se en^{cu}entran , mejor protegidos contra el riesgo de amortización anticipada en el caso, poco probable, de disminución en los tipos de interés del mercado. En la actualidad, con más frecuencia, los intereses se pagan anualmente, comenzando las - amortizaciones al final del primer año. Considerando además que la casi totalidad de las emisiones tienen una amortiza^{ci}ón

ción final máxima de 15 años.

En cuanto al volumen de las emisiones realizadas, este, duplicó el número correspondiente al año, con una demanda - lo suficientemente fuerte para absorber estas emisiones sin necesidad de incrementar los tipos de interés en una forma - excesiva. Este desarrollo se dió por la posición deficitaria de la Balanza de Pagos Americana y más concretamente, por -- las medidas adoptadas por la administración de este país para reducir la salida de capitales; por los impuestos sobre - la renta de capital implantados en algunos países europeos, también por el alto grado de liberalización alcanzado en los principales países de Europa en los movimientos privados de capitales y por el crecimiento de las compañías multinaciona - les.

Ahora, tratándose de los cambios importantes que sufrió el mercado del eurobono cabe destacar:

- a) Su enorme desarrollo cuantitativo
- b) Una mayor utilización de los dólares
- c) El papel predominante desempeñado por las compañías americanas.
- d) La tendencia creciente a realizar colocaciones privadas, en vez de ofertas al público.

e) El número cada vez más elevado de Bancos actuando de managers o co-managers, que viene a ser uno de los negocios más competitivos en el mercado financiero occidental.

f) La persistente debilidad del mercado en cuanto a la colocación de los bonos, al existir pocos inversores institucionales y, en parte, porque la venta de bonos al detalle, no funciona como el tradicional sistema europeo.

Sin embargo, existen hechos que han colaborado a mejorar la situación en este sentido, y son: primeramente la formación del Sindicato Suizo, que ha suscrito y colocado gran parte de las emisiones en las que ha participado. En segundo lugar, la habilidad de algunos bancos europeos de vender bonos a sus propios clientes. Y, por último, el apoyo proporcionado por las amortizaciones, cuyo monto está adquiriendo proporciones considerables.

g) El incremento de los agentes de venta y del número de bancos que operan actualmente en el mercado secundario. La razón de este incremento se apoya en que la venta proporciona a los managers un mejor conocimiento del mercado, y facilita el cuidado de las emi

siones en el mercado secundario.

En realidad, la teoría de las euroemisiones aún no se conoce, y esto es, porque aunque conocemos quienes son los prestatarios, y el porque toman prestado, no tenemos información clara sobre quienes son los tenedores finales de los bonos.

En cuanto al sistema de colocación de las emisiones -- prácticamente existen dos sistemas: "el anglosajón" y el "continental". El anglosajón, llamado también sistema americano o inglés, se basa en el carácter institucional de las colocaciones, lo cual, incidentalmente, explica el poco costo relativo de las emisiones de bonos.

En Europa continental, en cambio, la mayoría de las emisiones se suscriben directamente por inversores, individuales, efectuándose la colocación por los Bancos comerciales -- a través de sus numerosas sucursales. El punto más interesante de los dos sistemas es la existencia de una estrecha relación entre la suscripción y la colocación final de los títulos.

Cuando un Banco europeo, ya sea belga, francés o alemán suscribe una emisión interna, asegure que sus bonos se vendan directamente a través de sus sucursales a sus clientes -- privados y/o a sus clientes institucionales. Con esto, el --

Banco o Bancos forman un lazo de unión directa entre el prestario y el comprador final de los títulos. Aunque los inversores finales son por lo general instituciones que clientes privados individuales, también parece existir un lazo entre Estados Unidos e Inglaterra. Los Bancos tienen un número de clientes "privilegiados" individuales o institucionales, que procurarán tomar una parte sustancial de las emisiones que aquéllos dirijan. En este caso el lazo entre la suscripción y la colocación final no es tan grande como en Europa continental, pero es más fuerte que en el mercado de eurobonos. En la gran mayoría de las emisiones en eurobonos, las entidades que las dirigen, managers, colocan solamente una pequeña proporción de la totalidad de la emisión a sus propios clientes. El resto suele ser tomado por los agentes de venta, en donde se incluyen actualmente de 50 a 200 bancos, agentes de bolsa y otras entidades financieras. Las razones por las que se adopta este procedimiento son obvias. En efecto ni los managers americanos ni los británicos pueden vender en sus mercados locales debido a las restricciones legales que imperan en la actualidad, y aunque cuentan con algunos clientes institucionales o privados en el extranjero, de ningún modo pueden asegurar la compra directa de una parte -

considerable de las emisiones de bonos. En cambio, los Bancos alemanes y suizos, debido a la cantidad de recursos líquidos que poseen, se encuentran en una posición más favorable para colocar los títulos; la posición de los Bancos italianos está en función de sus acontecimientos económicos, y en cuanto a los franceses y belgas, han desarrollado una capacidad colocadora bastante considerable entre sus clientes.

En lo que se refiere a la actuación de los managers desde un punto de vista práctico, puede utilizar su experiencia para medir la capacidad de colocación de los bonos. Su juicio sobre la calidad de la colocación se deberá basar en presunciones antes que en un conocimiento directo, aunque sólo sea porque su capacidad de colocación varía en el tiempo.

Por otro lado, los agentes de ventas, managers, jamás tendrán la seguridad de poder satisfacer la demanda de sus clientes, ya que esto conduciría a demandas excesivamente infladas para percibir mejores comisiones, ya que se asume el prorrateo entre dichos agentes, y al mismo tiempo, sería una falta de estímulo para desarrollar su poder de colocación debido a la facilidad de colocar entre otros agentes la parte no destinada al público, en el caso de que reciba en el prorrateo más bonos de los esperados. Debemos considerar que esta incertidumbre representa la debilidad básica del --

mercado de eurobonos, y la única manera de hacerla menos sería conseguir que la relación entre el manager y el cliente final fuese lo más estrecha posible.

El alto grado de libertad existente en este mercado ha producido una acumulación de técnicas financieras, basadas en la libre competencia y la rapidez de las operaciones, estandarización y disminución de los costos, a pesar de la diversidad de leyes, regulaciones y costumbres. Se podría también señalar que los fondos internacionales a largo plazo movilizados a través de este mercado, lo han sido de acuerdo con la relativa escasez de fondos de varios países y con el fin de compensar los pagos entre naciones. En este sentido los países escandinavos, Austria, Portugal y México han podido importar considerables volúmenes de capital, mientras que Alemania, Bélgica, Suiza y más recientemente Italia han exportado fondos a largo plazo. Es solamente la más reciente experiencia la que ha levantado dudas acerca de la habilidad del mercado para crear flujos óptimos de capital. Las emisiones de eurobonos experimentaron un aumento considerable con respecto al año anterior a la crisis económica mundial.

No obstante, este aumento debe ser analizado dentro de una situación monetaria extremadamente agitada e inestable.

En general, podemos decir que continuaron las tendencias predominantes, con excepción de la disminución del porcentaje de emisiones en dólares con respecto al total, es así, que podemos resumir estas tendencias en:

- El papel, aún, pequeño de los inversores institucionales.
- La importancia del rendimiento inmediato en la elección de los valores
- La dispersión geográfica del mercado. Aunque, como -- hemos dicho, descendió ligeramente el porcentaje en dólares.

La mayoría de las emisiones convertibles fueron hechas por compañías americanas, continuando de esta manera la trayectoria espesada.

EUROBONOS

ORGANIZACION Y DENOMINACION

En Londres se llevó a cabo el Primer Seminario Internacional de Eurodólares y Eurobonos, en el se dieron cita 600 representantes de todas las entidades bancarias y financieras que operan en este campo, así como representantes de las firmas mundiales que utilizan estos instrumentos como fuentes de financiamiento. En este seminario se pudo constatar que el mercado de eurodólares y eurobonos es una realidad ya consolidada y que cada día se irá desarrollando más y más, pues es el único mercado financiero internacional existente. Luego, que aunque es totalmente independiente y no controlado, por emplear el dólar como base, las decisiones de la Reserva Federal americana pueden influirle indirectamente. Debido a la escasez de capitales existentes en el mundo y a las necesidades de financiamiento y desarrollo de la mayoría de los países, el tipo de interés seguirá alto. La realización de nuevas emisiones será más difícil en adelante debido, en parte, a la situación en Wall Street, y, en parte, a la incertidumbre a largo plazo, que influye en los inversores para querer cotizaciones a corto y mediano plazo.

Los acontecimientos de los últimos años, precipitaron una serie de factores negativos, que incidieron simultánea-

mente sobre este mercado, después de cinco años de continuó crecimiento durante los cuales se ha pasado de un volumen -- de 857 millones de dólares a 3.130 millones al año siguiente produciéndose después un cambio de tendencia, alcanzando la cifra de 2.736 millones de dólares. Se debió indudablemente a la restricción de créditos en los Estados Unidos y en la mayoría de los países europeos, un largo periodo de incertidumbre sobre algunas paridades monetarias, seguido de la -- devaluación del franco francés y de la revaluación del marco alemán; una fuerte tendencia a la baja en la Bolsa de -- Nueva York; la subida de los tipos de interés, y una serie de medidas restrictivas aplicadas por varios países para -- detener las corrientes de fondos internacionales. Además, -- los responsables financieros de las diferentes compañías activas en el mercado, no creen que el nivel de intereses de eurobonos se mantendría estable por un periodo conveniente, de siete o diez años. Esperando que el nivel de intereses -- del mercado de capitales descendería en un futuro próximo -- prefirieron, teniendo la oportunidad, de buscar financiamiento a corto plazo en el mercado del eurodólar, aún cuando tuvieran que pagar hasta un 2% más.

Llegó un momento, cuando la situación parecía más difícil y hasta se hablaba de la desaparición del mercado del --

eurobono, este comenzó a evolucionar positivamente . La revalución del marco aceleró las emisiones de dólares no convertibles, en perjuicio de las emisiones del marco mismo. Vino también a favorecer al mercado un descenso general de los -- tipos de interés, y de esta manera el total de las emisiones de eurobonos ascendió aceleradamente.

No obstante, aquellas personas en estrecho contacto con el mercado han tenido que enfrentarse con la realidad de que no supone una ventaja tener un mercado más libre de capital a expensas de una constante inestabilidad. En lo sucesivo -- será necesario un mayor control si se desea asegurar un crecimiento y rentabilidad futura. La forración, en abril de -- 1970, de la Association of International Bond Dealers, destinada a regular en cierta forma la evolución del mercado fué, un paso acertado. En este sentido, en la reunión del "AIBD", en Ginebra, se establecieron los acuerdos oportunos sobre el mecanismo en la ejecución de las transacciones en eurobonos, así como la protección de compradores y vendedores en el caso de dificultades y retrasos. Se ha notado la disminución - de emisiones de compañías americanas y también un aumento de emisiones no americanas, y se ha mantenido el carácter internacional de este mercado, por la variedad de países que han emitido durante la década de los ochenta, aparte de los Esta

dos Unidos las emisiones convertibles han experimentado un fuerte descenso debido principalmente a la depresión de la Bolsa de Nueva York, aunque el número de emisiones convertibles realizado por compañías no americanas ha aumentado con respecto a otros años.

Por otro lado, las emisiones no convertibles han experimentado un aumento como de 25% respecto a los años pasados debido principalmente al crecimiento de las emisiones en marcos, que han representado un 63.4% del total. Este incremento de emisiones en marcos ha sido debido a los comparativamente bajos tipos de interés, como consecuencia de la excepcional liquidez del mercado en marcos antes de su revaluación. Más tarde los intereses subieron hasta un 8 ó 10%. -- Ultimamente, el Banco Central Alemán ha fijado un techo de emisiones de 300 a 500 millones de marcos al mes. Existiendo una descentralización económica, de mayor flexibilidad en la planificación y el incremento en la autonomía de las empresas para allegarse recursos financieros lo demuestra la colocación de millones de dólares, que realizan diversos países para llevar a cabo sus programas de expansión haciendo estudios en los mercados financieros internacionales. Como sabemos, el Banco Nacional planifica la política crediticia de acuerdo con los objetivos marcados por el gobierno.

Para poner en práctica esta política, el Banco Nacional, cuenta con la asistencia de otras instituciones financieras, tales como el Consejo de Política Crediticia. No obstante, - él continúa siendo el responsable del control y gestión de - las divisas. Este Banco es bien conocido por la comunidad -- bancaria occidental, por lo que no le fué difícil llegar a - un acuerdo con el Bank of London & South America para la ma- terialización de las operaciones.

Al hablar sobre el mercado financiero del eurobono, sus centros de operación y sus agentes, se está considerando de forma general a las instituciones bancarias y países que rea- lizan operaciones en este mercado. Debido al creciente desa- rrollo de este, y a la diversificación de operaciones que en él se realizan, en la actualidad, la información sobre esta- dísticas en el mercado de inversiones y fluctuaciones es tan variable que la información obtenida es obsoleta de un día a otro.

Las dificultades para lograr una estimación de los mon- tos que se manejan en el mercado internacional se inician a partir de lo escaso y variado de las fuentes de información con que se cuenta. Los datos agregados, como los que se mane- jan sobre el mercado bruto de emisiones de eurobonos, presen-

tan el problema de la forma en que se originan las estadísticas de las operaciones bancarias. Este monto, incluye tanto las operaciones bancarias, como las del mercado interbancario, como las operaciones realizadas por los bancos a las entidades no bancarias (gobiernos, empresas y otros).

Sin embargo, ante este tipo de dificultades es posible indagar más, adentrandonos en el euromercado, que es donde se realiza el más alto porcentaje de las transacciones de la banca a nivel mundial.

En 1970 el mercado del eurodólar y eurobono apenas superaba los 100 mil millones de dólares, y su fuerte crecimiento lo lleva a una magnitud del orden de 1 billón 800 mil millones para el año de 1981. La tasa anual de crecimiento de los montos brutos manejados en este mercado fué de 26.2%; y aparte de las controversias que ha suscitado la cuestión de las posibles consecuencias de una expansión de esta naturaleza, es importante discutir las razones por las cuales el mercado internacional y en particular el mercado del eurodólar y el eurobono han crecido tan vertiginosamente.

No todos los analistas coinciden en la interpretación del movimiento ascendente de estos mercados de los años setenta y ochenta. Para algunos, el alza del precio del petróleo en 1973 y los depósitos hechos por los países árabes que

contaban con grandes excedentes, explican la dinámica del -- mercado; para otros, el euromercado se alimenta por la propia actividad bancaria por medio de préstamos que regresan -- como depósitos y vuelven a prestarse; para otros, finalmente este mercado es tan sólo la expresión de la crisis económica internacional que ocasiona la canalización de los excedentes hacia el sector financiero.

Es decir, que la propia dinámica bancaria facilita la -- expansión y crecimiento del euromercado que en la actualidad ha venido a poner de manifiesto una falla en la defensa contra la inflación, por ser una fuente demasiado grande y cuantiosa de liquidez internacional.

CAMBIOS RECIENTES EN LA ORGANIZACION BANCARIA Y EL CASO DE MEXICO

Los problemas financieros han tendido a generalizarse - en la economía mundial, influyendo sobre la estructura internacional en un contexto de crisis económicas. En años recientes, prácticamente todos los países de economías capitalistas desarrolladas y los principales países de América Latina han iniciado una profunda reorganización de su estructura bancaria, que entre otras cosas ha cristalizado en lo que se llama banca múltiple. Incluso en países en los que existía un arraigo profundo de la banca especializada, como es el caso de Estados Unidos, los cambios de la década de los setenta y las primeras reformas legales de los ochenta conducen a esta nueva forma de organización.

En el caso específico de México, la banca asume un papel diferente al de los ejemplos anteriores y que también -- desde la década de los setenta, en distintas formas legales estableció y reguló en su propio espacio local la organización en forma de banca múltiple para sus instituciones privadas y públicas.

Podríamos definir como banca múltiple aquella banca donde se crean nuevas formas de concentración y centralización de capital a partir de la organización de una banca que es -

comercial y de inversión a la vez y presta múltiples servicios y apoyos a los sectores a los que sirve.

En sus orígenes, el sistema financiero mexicano estuvo marcado por la presencia de bancos extranjeros; ingleses, -- franceses y posteriormente norteamericanos. Esta banca, está vinculada a la entrada de la inversión extranjera en nuestro país. Posteriormente a la revolución y a la crisis de 1929, el sistema financiero mexicano sufre importantes cambios, entre ellos la pérdida de importancia de la banca extranjera y la transformación de los antiguos bancos, en instituciones ligadas a la propiedad urbana y a la expansión industrial de las décadas siguientes. Al reordenarse el sistema financiero, éste queda en manos, fundamentalmente, de la burguesía local y del Estado, que en los años treinta comienza a impulsar el surgimiento de las Instituciones Nacionales de Crédito. El Estado asume plenamente la gestión monetaria nacional, convirtiéndose en el único emisor, declarando el billete inconvertible y estableciendo el curso forzoso.

La gestión compartida, entre la burguesía local y el -- Estado, se expresa en la conformación del Consejo de Administración del Banco de México, donde ambas partes están presentes. La ley de 1941 define que el sistema bancario se organi

za con instituciones especializadas, bajo la división de un mercado de dinero y uno de capitales.

A partir de 1970, las autoridades hacenderas introdujeron dos disposiciones legales que eliminaron el concepto de banca especializada. Estas fueron: Grupos Financieros Integrados, como agrupación de instituciones de crédito, con nexos patrimoniales de importancia, que obligan a seguir una política financiera coordinada; Banca Múltiple, es decir, se abandona el concepto de banca especializada con el propósito de evolucionar hacia instituciones que operen todo tipo de instrumentos para allegarse recursos en plazos y en mercados diferentes, ofreciendo a sus clientes servicios financieros integrados.

Una de las razones presentadas tanto por las autoridades como por los banqueros, en favor de la banca múltiple en México, fue que esta nueva organización bancaria les permitiría operar con mayor flexibilidad y que la consolidación de los activos originada por la fusión de las diversas actividades les daría mayor capacidad para operar con nombre propio en el mercado financiero internacional. Así, al contar con una estructura bancaria más ágil y aparecer en el ámbito internacional como instituciones de mayor tamaño, estarían en condiciones de participar en un mayor número de operaciones

bancarias y de negociar mejores condiciones respecto a los montos, plazos y tasas de interés de los préstamos. Estarían mejor capacitados para enfrentar la competencia de otros bancos internacionales.

Sin embargo, la inestabilidad en los campos monetario y financiero que predominó en los setenta y a comienzos de los ochenta obligó a las empresas mexicanas a recurrir a expertos servicios de asesoría financiera. El hecho de existir -- grupos financieros en la economía mexicana facilitó esta tendencia a que se estrecharan los vínculos entre fracciones de capital. La actividad de los bancos mexicanos en el mercado internacional ha sido intensa en los últimos años. Durante 1980, tres instituciones continuaron concediendo eurocréditos al Gobierno y a empresas mexicanas, y sobre todo, ampliaron su participación en los eurocréditos otorgados al área latinoamericana con respecto a años anteriores. Desde este punto de vista, la consolidación del volumen de negocios que se produjo con el régimen de banca múltiple puede interpretarse como una decisión que facilitó la operación de los principales bancos mexicanos en el mercado internacional, en tanto les permitió presentarse con un volumen de activos notablemente superior .

Algunas experiencias recientes en México seguramente fo

mentarán la cautela con respecto a las deudas en moneda extranjera. Pero reforzará asimismo, la tendencia a buscar respaldo en la asesoría bancaria a la hora de estructurar la -- cartera de deudas.

México constituye otro ejemplo típico de un Estado que se encuentra estrangulado por el peso de su deuda externa.-- La caída de los precios del petróleo que provee normalmente un 75 % de las divisas provenientes de las exportaciones, el alza brutal de las tasas de interés que elevó la deuda a cantidades extraordinarias y la recesión por la que atraviesan los Estados Unidos, país con el cual mantiene amplias relaciones comerciales y fronterizas de mucha importancia en la vida económica mexicana son elementos que aceleran la carrera del endeudamiento externo por parte del Estado mexicano.

CONCLUSIONES

Las formas y las fuentes de financiamiento son similares en los distintos países del mundo; pero hay diferencias importantes que proporcionan nuevas dificultades y más oportunidades.

Los principios generales que afectan las decisiones de financiamiento son iguales para el internacional que para el nacional. Sin embargo, las variables que afectan a las decisiones de carácter mundial son más amplias y el número de métodos y fuentes se incrementa. Es por esto preciso evaluar -- una gama más amplia de alternativas tanto en términos cuantitativos como cualitativos, al escoger entre fuentes alternativas, formas y lugares para el financiamiento internacional. -- El costeo en este ambiente, utiliza mercados cada vez más importantes, como es el caso de los eurodólares y eurobonos. -- Las instalaciones de instituciones privadas de préstamos se incrementa substancialmente mediante las agencias mundiales, los bancos de desarrollo nacional y otras dependencias gubernamentales que desempeñan funciones importantes en el financiamiento de operaciones y proyectos.

El sistema de eurodólares que funciona como mercado monetario internacional hace posible las transacciones de negocios en más de una moneda. Las empresas toman también medidas

de protección contra las posiciones largas o cortas en moneda extranjera, que surgen de las posiciones de Balance de sus u cursales en el exterior.

Una empresa tratará de ocupar la posición de acreedor mo netario neto en un país cuya moneda tenga probabilidades de - aumentar de valor. Y será deudor monetario neto, en una na--- ción cuya moneda tenga probabilidades de devaluarse.

Esta posición de deudor monetario es factible cuando se invierta todo el efectivo en exceso, concediendo el menor cré dito comercial que sea posible, evitando los anticipos y to-- mando fondos prestados. La de acreedor se desarrolla mante--- niendo efectivo o algún equivalente del efectivo, como valo-- res extranjeros y teniendo cuentas por cobrar denominadas en la moneda extranjera de que se trate.

El financiamiento internacional, amplía el rango de las fuentes de fondos. Estas fuentes incluyen instituciones inter_u nacionales y gubernamentales, el mercado de euromonedas y euromonos, los sobregiros de los Bancos europeos, los documen-- tos comerciales descontados y el financiamiento enlazado, es decir entre varios países.

La administración internacional de efectivo, el caso con u creto es el mercado de eurodólares, implica la minimización - del riesgo al que están expuestos los fondos localizados en el

extranjero por el cambio en el valor de las monedas, y evitar las restricciones para los movimientos de fondos de un país a otro. Los bancos internacionales proporcionan muchos servicios que facilitan la administración efectiva internacional del capital de trabajo de las empresas multinacionales. Y por otra parte, la gran proliferación de centros financieros en los países subdesarrollados en los últimos años es, sin duda, un fenómeno novedoso que merece atención. La lista es larga, como también lo es la de los países que declaran su deseo de convertirse en plaza financiera internacional. Con lo cual -- llegamos a determinar que la gran expansión del mercado financiero en los últimos tiempos ha hecho crecer no sólo a los -- países desarrollados, sino también a los que están en vías de como el caso de los países del tercer mundo entre los que se encuentra México que en la reforma de la Ley General de Instituciones de Crédito que entró en vigencia en enero de 1979, y que fué reglamentada en enero de 1982, ha facultado a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para autorizar el establecimiento en la República de sucursales de bancos extranjeros de primer orden, cuyas operaciones activas y pasivas se efectúen exclusivamente con residentes del exterior.

BIBLIOGRAFIA

BUJARIN, Nicolas "La economía mundial y el imperialismo" (1969)

Ed. Ruedo Ibérico Paris, Francia.

Banco de reglamentos Internacionales. Annual Report

Basilea, Suiza.

Fondo Monetario Internacional. "Balance of payments yearbook"

Washington (publicación anual)

GONZALES Antonio y Maza SAVALA Domingo. "Tratado moderno de --
economía general"

South-Western publishing Co.

H. RIEHL, R.M. RODRIGUEZ "Mercados de divisas y mercados de
dinero"

Ed. Interamericana México, (1978)

JOSE SERULLE JACQUELINE BOIN "Fondo Monetario Internacional"

Ed. Iepala Madrid.

TEM, BRIAN, "Cooperación monetaria internacional" (1970)

Ed. Labor, Barcelona, España

VILLARREAL RENE, "El F.M.I y la experiencia latinoamericana
desempleo, concentración del ingreso, re-
presión" (1979) Comercio Exterior, México