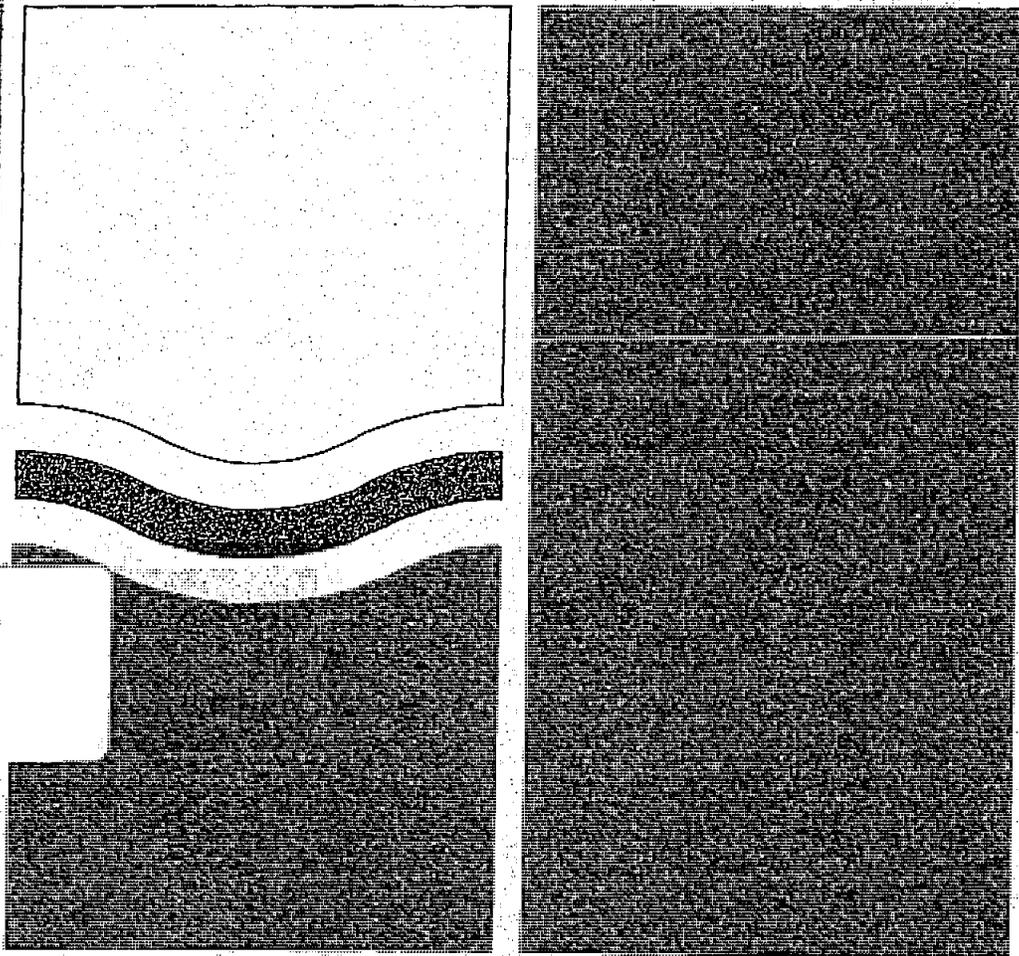


Luis R. Seyffert

Análisis del
mercado de eurodólares:
origen, desarrollo y consecuencias



cemla

estudios

**ANÁLISIS DEL MERCADO DE
EURODÓLARES:
ORIGEN, DESARROLLO Y CONSECUENCIAS**

*Análisis del mercado de
eurodólares:
origen, desarrollo y consecuencias*

Luis R. Seyffert

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS ✓
México, D. F. 1973

Primera edición, 1973

v1

Derechos reservados conforme a la Ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1973
Durango 54, México 7, D. F.
Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico
Gráfica Panamericana, S. de R. L.

Presentación

En el cuadro de las finanzas internacionales de nuestro tiempo, uno de los elementos que más interés y controversia suscita lo constituye, sin duda, el mercado de eurodólares, de existencia relativamente reciente y de crecimiento asombroso. Sus importantísimas funciones y sus discutidos efectos han hecho de él tema de obligado análisis en los planteamientos sobre los problemas del sistema monetario internacional.

En la XVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos, celebrada en Río de Janeiro a mediados de septiembre de 1973, se examinó a fondo una ponencia sobre el mercado de euromonedas, los movimientos desequilibradores de capital y su significado para América Latina.

Por consiguiente, la obra que ahora presentamos responde a inquietudes de gran actualidad y muy apremiantes. Fue seleccionada, entre ocho trabajos participantes en el concurso, para recibir el "Premio Rodrigo Gómez" otorgado en 1973 por segundo año consecutivo. Se trata de una tesis de grado universitario elaborada por un joven economista mexicano del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, con estudios de postgrado en Londres y en la Universidad de Michigan.

El "Premio Rodrigo Gómez" quedó instituido en septiembre de 1970 por decisión de los Gobernadores de los Bancos Centrales Latinoamericanos, para honrar permanentemente la memoria de quien ocupó largos años el puesto de Director General del Banco de México y dedicó su vida a su país y a la causa de la integración latinoamericana. En el presente año sometieron trabajos al Jurado Calificador economistas de Argentina, Colombia, Guatemala, México y Venezuela.

“Si Dieu n’existait pas, il faudrait l’inventer. La anterior definición de Dios mencionada por Voltaire es aplicable al mercado de eurodólares, ya que si éste no existiera habría tenido que ser inventado, porque se desarrolla como una respuesta a una necesidad real en el campo de las finanzas internacionales”.

Sir George Bolton, K.C.M.G.

Introducción

A TRAVÉS DE LOS ÚLTIMOS TIEMPOS se ha observado que el sorprendente crecimiento de los mercados monetarios, y los cambios ocurridos en la estructura de los mismos, han sido tan diversos y han sucedido en periodos de tiempo tan reducidos, que el estudioso de las cuestiones monetarias encuentra difícil mantenerse informado de todos los aspectos que revisten dichos cambios y de sus repercusiones económicas.

El presente estudio trata de analizar uno de los principales cambios que se han efectuado en el evolutivo campo de las finanzas internacionales, como lo es el que se refiere al llamado mercado de eurodólares.

Aunque joven aún, ya que empieza *de facto* a fines de la década de los cincuenta, este mercado internacional ha tomado vigoroso impulso en los últimos años, y hoy es una realidad económica que, a pesar de no haber sido planeada, cobra importancia día a día y, aunque no desea uno adjudicarse poderes proféticos, no sería aventurado predecir que en el futuro el tema revestirá fundamental importancia para explicar los fenómenos de las finanzas internacionales.

La exposición que se hace en el presente estudio se refiere a los eurodólares más que a las euromonedas en sentido general. Esta limitación se basa en el hecho de que son demasiado pequeños los pasivos por depósitos en otras monedas europeas. Es decir, existen bancos europeos cu-

yos pasivos en depósitos están denominados en monedas de otros países, tales como: marco alemán, libra esterlina, florín holandés, francos francés, belga y suizo, lira italiana y recientemente el yen japonés. Sin embargo, el eurodólar es el más importante, alcanzando el 85 % del total del mercado de euromonedas.

Por una parte se estudian problemas económicos que exclusivamente se refieren al sistema del eurodólar, pero a la vez se pueden hacer extensivos algunos conceptos generales de ese sistema a todas las demás euromonedas.

Otra limitación del presente estudio concierne a la bibliografía; la utilizada en este trabajo no toma en cuenta, salvo en una pequeña parte, los últimos acontecimientos monetarios acaecidos durante el año de 1973. Esta limitación se debe no a la falta de acceso a la información correspondiente, sino a la inexistencia de estudios analíticos que profundicen sobre estas cuestiones, dado el dinamismo de los hechos registrados en el sistema monetario internacional.

En el primer capítulo se analizarán los conceptos generales del mercado de eurodólares, en tanto que en el segundo se examinarán las consecuencias económicas que ha traído consigo su desarrollo.

Agradezco al Lic. Carlos Salas Porras la ayuda que me ha prestado para llevar a cabo esta tesis. Igualmente quedo en deuda con el Lic. Alfredo Gómez, quien fraternal y desinteresadamente me ayudó en el transcurso de esta investigación; y en forma muy especial, con mi maestro asesor Dr. Jean Pierre Vielle, por las sugerencias e indicaciones brindadas en el desarrollo del presente estudio.

Está de más dejar sentado que los errores, confusiones y omisiones de esta exposición se deben exclusivamente a mis propias limitaciones.

capítulo I

*El mercado monetario internacional después
de 1957: surgimiento del mercado
de eurodólares*

I. MERCADO DE EURODÓLARES

I.1. DEFINICIÓN

No existe una definición formal del mercado de eurodólares. Sin embargo, se entiende por éste las relaciones que surgen de los depósitos en dólares norteamericanos en un banco situado fuera de Estados Unidos (incluyendo las sucursales en el extranjero de bancos norteamericanos), independientemente de que dichos depósitos sean efectuados por una persona, una empresa o una institución bancaria. Como se refiere principalmente a depósitos en dólares hechos en Londres y Europa Occidental, a la denominación de la moneda se le antepone el prefijo "euro", el que, además, sirve para diferenciarla de los dólares norteamericanos comunes que existen en circulación.

También se pueden encontrar depósitos de eurodólares en centros financieros tan diversos como Beirut, Nassau, Singapur, etc. Esencialmente, la idea se refiere a depósitos bancarios efectuados en una moneda diferente a la unidad monetaria del país donde el banco aceptante se localice, y con base en los cuales se realizan diversas operaciones.

I.2. CARACTERÍSTICAS

Principalmente es un mercado de dinero a corto plazo, pero también existen tanto operaciones a mediano como a largo plazo. "Tiene carácter internacional y es uno de los mercados de capital más libre, más competitivo y más flexible que existe en el mundo entero."¹

El carácter internacional se lo da el ser un mercado supranacional en el que ningún país tiene una influencia

¹ Altman, Oscar L., "Eurodólares: ¿Qué significan realmente?", *Finanzas y Desarrollo*, FMI-BIRF, marzo de 1967, p. 11.

determinante. En este sentido es, por así decirlo, el mercado más internacional que existe en el mundo.

El mercado de eurodólares no está regido por ninguna autoridad, ya sea nacional o internacional, sino que su estructura se define en razón del libre juego de la oferta y la demanda.

La flexibilidad del mercado se manifiesta por su capacidad para adaptarse a las necesidades, ya sea en plazos de vencimiento que pueden ser de un día para otro, o hasta mayores de cinco años, así como también por su adaptabilidad en cuanto a la estructura de las tasas de interés, las cuales son generalmente mejores que las ofrecidas por cualquier otro mercado financiero. Esto último obedece a dos características del mercado. En primer término, las instituciones bancarias que actúan en él trabajan con pequeños márgenes de utilidad. Por ejemplo, el margen de utilidad en operaciones interbancarias es de $1/32$ % a $1/4$ %, mientras que para operaciones con empresas industriales o comerciales es de $1/2$ %. En general, todo depende del riesgo que supone la operación.

La segunda característica es que las cantidades de dinero que se manejan en este mercado son de una cuantía considerable. Generalmente varían entre un millón de dólares hasta cinco o más millones.

Otro de los rasgos distintivos de este mercado de eurodólares es que en él existe una gran participación de la actividad interbancaria. De ello trataremos extensamente al examinar la creación de los eurodólares.

Un rasgo importante más consiste en el grado de competitividad, debido a la cantidad de instituciones que existen en el mercado y al volumen de operaciones que involucran. De ahí también que los márgenes de utilidad sean pequeños y las ventajas que se ofrezcan sean mejores que las de cualquier otro mercado de capital.

1.3. PROCESO DE CREACIÓN DE LOS EURODÓLARES

Los eurodólares se crean cuando una persona, empresa o

banco, "residente" o no de los Estados Unidos, siendo propietario de un depósito en un banco norteamericano, decide trasladarlo a un banco situado fuera de dicho país, incluyendo las sucursales de bancos norteamericanos en el extranjero. Esa decisión puede estar influida por motivos tales como una tasa de interés más atractiva, o por conveniencia para el financiamiento de operaciones en el comercio internacional, o por cuestiones políticas. Esto último sucedió en 1958 con países socialistas, principalmente la URSS, que, queriendo tener saldos en dólares para fines de su comercio internacional, a la vez deseaba mantenerlos fuera de Estados Unidos, ante el temor de que por decisiones políticas tales sumas fueran detenidas por el gobierno norteamericano, como anteriormente había sucedido cuando la Alien Property Custodian retuvo saldos soviéticos en dólares durante la segunda guerra mundial.²

Las etapas de la creación de los eurodólares, siguiendo la explicación de Roy L. Reiersen, serán mostradas a continuación:³

Primera etapa: antes de la creación de los eurodólares

Vamos a suponer que un banco suizo tiene un depósito en una institución bancaria de Estados Unidos, a la cual llamaremos "Banco de Nueva York A". Esto, por supuesto, no es un depósito en eurodólares, porque el depósito se encuentra dentro de los Estados Unidos. Los balances de los respectivos bancos serán los siguientes:

<i>Banco Nueva York "A"</i>		<i>Banco Suizo</i>	
	Depósito del Banco Suizo	Depósito en Banco de Nueva York	
	+ 1.00	+ 1.00	

² Friedman, Milton, "El mercado de eurodólares: algunos principios fundamentales", *Boletín Mensual*, CEMILA, México, agosto de 1970, p. 361.

³ Reiersen, Roy L., "The Euro-Dollar Market", *Bankers Trust Company*, Nueva York, julio de 1964, p. 24.

Segunda etapa: la creación de los eurodólares

El banco suizo tiene las alternativas siguientes: convertir el depósito en una inversión a largo plazo, ya sea en bonos del Tesoro de Estados Unidos o en cualquier título que ofrezca el mercado de capitales de Nueva York, o convertirlo en francos suizos para uso interno. Sin embargo, vamos a suponer que el banco suizo adopta otra solución: trasladar su depósito en dólares a un banco de Londres, el cual le ofrece un interés superior por su dinero. Admitamos que el banco londinense tiene su cuenta en dólares en el Banco de Nueva York "B", institución que recibe a través de la Cámara de Compensación de la Reserva Federal los fondos del depósito del Banco de Nueva York "A". Así los balances de los bancos quedarán como sigue:

<i>Banco Nueva York "A"</i>		<i>Banco Suizo</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "B")	Depósito del Banco Suizo	Depósito en Banco de Nueva York "A"	
- 1.00	- 1.00	- 1.00	Depósito a plazo del Banco de Londres
		+ 1.00	+ 1.00
<i>Banco Nueva York "B"</i>		<i>Banco de Londres</i>	
Reservas (recibidas del Banco de Nueva York "A")	Depósito del Banco de Londres	Depósito en Banco de Nueva York "B"	Depósito a plazo del Banco Suizo
+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00

Como se ve, el total de depósito en los Estados Unidos no ha variado, sino que únicamente cambió de dueño; pero al mismo tiempo, el nuevo pasivo en dólares aceptado por el banco de Londres viene a constituir lo que se denomina eurodólares.

Tercera etapa: actividad interbancaria o piramidación de los eurodólares

El banco de Londres efectúa un redepósito en el mercado de eurodólares. Supongamos que sea en un banco francés, el cual tiene su cuenta en el Banco de Nueva York "C". Los balances serían los siguientes:

<i>Banco Nueva York "B"</i>		<i>Banco de Londres</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "C")	Depósito del Banco de Londres	Depósito en Banco de Nueva York "B"	
- 1.00	- 1.00	- 1.00	Depósito a plazo en Banco Francés
		+ 1.00	
<i>Banco Nueva York "C"</i>		<i>Banco Francés</i>	
Reservas (recibidas del Banco de Nueva York "B")	Depósito del Banco Francés	Depósito en Banco de Nueva York "C"	Depósito a plazo del Banco de Londres
+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00

En el siguiente paso, el banco francés hace un retiro y lo redepone en un banco italiano, con cuenta en Estados Unidos en el Banco de Nueva York "D". Los balances que muestran son:

<i>Banco Nueva York "C"</i>		<i>Banco Francés</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "D")	Depósito del Banco Francés	Depósito en Banco de Nueva York "C"	
- 1.00	- 1.00	- 1.00	Depósito en Banco Italiano
		+ 1.00	

<i>Banco Nueva York "D"</i>		<i>Banco Italiano</i>	
Reservas (recibidas del Banco de Nueva York "C")	Depósito del Banco Italiano	Depósito en Banco de Nueva York "D"	Depósito a plazo del Banco Francés
+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00	+ 1.00

El resultado hasta el momento de todas las transacciones indica que los depósitos en Estados Unidos no han cambiado, siguen siendo de 1.00; sin embargo, en el extranjero, tanto los pasivos por depósitos como sus respectivos activos han aumentado en 3.00, como se ve en el esquema:

<i>Banco Nueva York "D"</i>		<i>Banco Suizo</i>	
	Depósito del Banco Italiano	Depósito a plazo en Banco de Londres	
	+ 1.00	+ 1.00	

<i>Banco Londres</i>	
Depósito a plazo en Banco Francés	Depósito a plazo del Banco Suizo
+ 1.00	+ 1.00

<i>Banco Francés</i>	
Depósito a plazo en Banco Italiano	Depósito a plazo del Banco de Londres
+ 1.00	+ 1.00

<i>Banco Italiano</i>	
Depósito en Banco de Nueva York "D"	Depósito a plazo del Banco Francés
+ 1.00	+ 1.00

Eventualmente, consideremos que el banco italiano presta su activo de 1.00 a una empresa norteamericana radicada en Roma, la cual desea el préstamo en dólares para efectuar una compra de maquinaria en la ciudad de Chicago. La empresa US, como la llamaremos, deposita su saldo en dólares en el Banco de Nueva York "E". (Si éste hubiera sido depositado en cualquier otro banco, por ejemplo un banco de Londres o de Zurich, el resultado de todo el proceso no se hubiera alterado.) He aquí los efectos de la transacción en los respectivos balances:

<i>Banco Nueva York "D"</i>		<i>Banco Italiano</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "E")	Depósito del Banco Italiano	Depósito en Banco de Nueva York "D"	
- 1.00	- 1.00	- 1.00 Préstamo a la empresa US + 1.00	
<i>Banco Nueva York "E"</i>		<i>Empresa US</i>	
Reservas (reci- bidas del Ban- co de Nueva York "D")	Depósito de la empresa US		Cuenta por pa- gar al Banco Italiano
+ 1.00	+ 1.00		+ 1.00

Cuarta etapa: liquidación de pasivos en eurodólares

Para ilustrar el proceso de la extinción de los eurodólares, podremos suponer que la empresa US, después de disponer del préstamo obtenido del banco italiano, logró poseer otro activo en dólares como resultado de sus exportaciones u obtenerlo directamente del mercado de cambio extranjero. Este último activo fue depositado en el Banco de Nueva York "F", y así es como se disponen a liquidar su deuda con el banco italiano, siendo el resultado el siguiente:

<i>Banco Nueva York "F"</i>		<i>Empresa US</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "D") - 1.00	Depósito de la empresa US radicada en Roma - 1.00	Depósito en Banco de Nueva York "F" - 1.00	Cuenta por pa- gar al Banco Italiano - 1.00
<i>Banco Nueva York "D"</i>		<i>Banco Italiano</i>	
Reservas (reci- bidas del Ban- co de Nueva York "F") + 1.00	Depósito del Banco Italiano + 1.00	Depósito en Banco de Nueva York "D" + 1.00 Préstamo a la empresa US - 1.00	

Si el banco italiano pagara el depósito a plazo al banco francés una vez que la fecha de vencimiento hubiera llegado a su término, los balances que mostrarían dichos bancos serían:

<i>Banco Nueva York "D"</i>		<i>Banco Italiano</i>	
Reservas (transferidas al Banco de Nueva York "C") - 1.00	Depósito del Banco Francés - 1.00	Depósito en Banco de Nueva York "D" - 1.00	Depósito a pla- zo del Banco Francés - 1.00
<i>Banco Nueva York "C"</i>		<i>Banco Francés</i>	
Reservas (reci- bidas del Ban- co de Nueva York "D") + 1.00	Depósito del Banco Francés + 1.00	Depósito a pla- zo en el Banco Italiano - 1.00 Depósito en Banco de Nueva York "C" + 1.00	

Y así los pasivos por depósitos en eurodólares del banco italiano han sido liquidados; los pasivos por depósitos en Estados Unidos no han cambiado de 1.00. Si el banco francés regresara al banco londinense su pasivo y éste a su vez liquidara al banco suizo, el resultado será que todos los pasivos en eurodólares se habrán extinguido y se llegará a la situación de que se partió en un principio:

<i>Banco Nueva York "A"</i>	<i>Banco Suizo</i>
Depósito del Banco Suizo	Depósito en el Banco de Nueva York "A"
+ 1.00	+ 1.00

En conclusión, condensando las anteriores operaciones se elaborará el cuadro que aparece a continuación:

	<i>Depósitos por pasivos en bancos de Nueva York</i>	<i>Depósitos en eurodólares en bancos fuera de EE. UU.</i>
1. El Banco Suizo tiene un depósito en el Banco de Nueva York "A"	1.00	—
2. El Banco Suizo deposita en el Banco de Londres en eurodólares	1.00	1.00
3. El Banco de Londres deposita en el Banco Francés en eurodólares	1.00	2.00
4. El Banco Francés deposita en el Banco Italiano en eurodólares	1.00	3.00
5. El Banco Italiano otorga un crédito a la empresa US radicada en Roma	1.00	3.00

6. La empresa US gasta su crédito en eurodólares	1.00	3.00
7. La empresa US paga su deuda en eurodólares al Banco Italiano	1.00	3.00
8. El Banco Italiano paga el depósito a plazo al Banco Francés	1.00	2.00
9. El Banco Francés paga el depósito a plazo al Banco Londinense	1.00	1.00
10. El Banco de Londres paga al Banco de Suiza su depósito a plazo	1.00	—

2. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE EURODÓLARES

2.1. DESARROLLO HISTÓRICO

Aunque la práctica de las operaciones bancarias de aceptar depósitos en moneda extranjera tiene un largo historial, no es sino hasta mediados de la década de los cincuenta cuando alcanza verdadera significación.

Entre los ejemplos anteriores a esta época podemos citar los depósitos tanto en libras esterlinas como en dólares que se hacían a principios de la década de los años veinte en Berlín y en Viena. Sin embargo, tal ejemplo no es comparable con el mercado de eurodólares porque no produjo ningún efecto fuera de los países antes mencionados; no tuvo una magnitud considerable de tal forma que pudiera influir en los mercados internacionales existentes; además, las tasas de interés de estos depósitos no constituyeron tasas de interés internacionales en el sentido en que se presentan en la actualidad en el mercado que estamos estudiando.⁴

⁴ Einzig, Paul, "The Euro-dollar System", Macmillan Co., Londres, 1970, p. 4.

Para comprender el origen del mercado de eurodólares consideramos conveniente hacer un parangón entre este mercado y el fenómeno de la Revolución Industrial. Lo que deseamos señalar es que la mencionada Revolución Industrial no se presentó en un momento histórico determinado, sino que se registró a medida que se fueron acumulando las nuevas técnicas de producción, los inventos y las nuevas formas de pensamiento. Es así como las diferencias de grado se convierten en diferencias esenciales, y no es más que en forma retrospectiva e histórica como se puede hablar del fenómeno de la Revolución Industrial. De esta misma forma es como se presentó el nacimiento del mercado de eurodólares, al surgir cambios importantes en los depósitos bancarios en moneda extranjera.

Como requisitos teóricos necesarios para la creación de un sistema bancario basado en depósitos en moneda extranjera, Jane Sneddon-Little menciona los siguientes: ⁵

- a) La existencia de tasas de interés diferentes entre los mercados nacionales.
- b) Un suficiente grado de libertad en los mercados de cambio que permita al inversionista obtener utilidad de las diferentes tasas de interés.
- c) La adecuada confianza en una moneda que permita obtener una utilidad potencial más allá del riesgo.

En relación con estos requisitos teóricos se presentaron entre 1957 y 1958 ciertos cambios, convirtiéndose éstos en diferencias esenciales, dando lugar al nacimiento del mercado de eurodólares. Tales cambios son los que se indican a continuación:

1. Hay que recordar que después de la segunda guerra mundial Estados Unidos fue el país que mejor librado resultó de esta contienda, ya que poseía la más alta reserva

⁵ Sneddon-Little, Jane, "The Eurodollar Market: Its Nature and Impact", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, mayo-junio de 1969, p. 3.

en oro. Además, hay que recordar que en la conferencia de Bretton Woods, el sistema internacional de pagos incluyó al dólar norteamericano y a la libra esterlina como activos de reserva oficial. Considerando que la economía norteamericana cada vez se fortalecía más, y tomando en cuenta los planes auspiciados por el gobierno de Estados Unidos, principalmente el Plan Marshall, el dólar rápidamente se convirtió en el instrumento de pago internacional de mayor aceptación en el mundo, y como correlación lógica, Estados Unidos asumió el papel de banquero mundial.

2. Este papel de proveedor de dólares en la escena mundial fue resuelto a través del déficit en la balanza de pagos de Estados Unidos. Así es como a partir de 1950 hasta 1958 ese déficit asciende a la cantidad de 8 500 millones de dólares, lo que podemos considerar como un requisito para el nacimiento del mercado de eurodólares.

3. Otro hecho que dio impulso a la creación de este mercado fue que Inglaterra, a través de sus autoridades monetarias, restringió el uso de la libra esterlina para el financiamiento del comercio exterior entre los países que estaban fuera del área de influencia de la economía inglesa (Commonwealth). Lo anterior fue la medida que impuso Inglaterra en 1957 para resolver la crisis de su balanza de pagos.

Como consecuencia de esta restricción, los banqueros británicos fueron aceptando e incluso alentando los depósitos de dólares en bancos ingleses. Lo que les preocupaba no era "cómo" se financiaría ese comercio internacional, sino que fuera a través de Londres para que éste no dejara de ser uno de los principales centros financieros por el cual fluyen las operaciones internacionalmente más importantes.

4. Además, no hay que olvidar que hasta 1958 la principal barrera con que tropezaba para su desarrollo el mer-

cado de eurodólares consistía en la existencia de controles de cambios; pero es precisamente en ese año cuando las principales monedas europeas quedaron libremente convertibles y se logró un mayor grado de libertad en los mercados cambiarios,⁶ sin olvidar que esto es uno de los requisitos para el establecimiento del mercado de depósito en moneda extranjera.

2.2. CONTROVERSIAS TEÓRICAS SOBRE EL ORIGEN DE LOS EURODÓLARES

En este apartado trataremos de sintetizar la controversia que existe en torno al origen y la creación de los eurodólares. En relación con este problema existen principalmente tres teorías, las cuales han sido expuestas por diferentes economistas y banqueros de prestigio internacional entre los cuales figuran Milton Friedman, Fred H. Klopstock y Fritz Machlup.

La primera teoría, la del profesor Friedman,⁷ sostiene que el volumen de los depósitos en eurodólares no puede derivarse únicamente del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, ni de la reserva en dólares de los bancos centrales no estadounidenses, ni tampoco del producto de la venta de los eurobonos, tal como opinan otros economistas, Klopstock entre ellos, sino que la fuente principal de estos depósitos reside en los "asientos contables". La anterior afirmación se funda en que Friedman identifica como la clave para entender el mercado de eurodólares el hecho de que los eurobancos (como llamaremos a los bancos que participan en el mercado de eurodólares) forman parte de un sistema bancario de reserva fraccionaria, en donde se manifiesta lo que se denomina el "multipli-

⁶ Generalmente se entiende por convertibilidad a "la eliminación de toda restricción cuantitativa al comercio y los pagos en cuenta corriente". Ver Robert Triffin en *El oro y la crisis del dólar*, Fondo de Cultura Económica, México, 1962, p. 39.

⁷ Friedman, Milton, *op. cit.*, p. 3.

cador del crédito bancario”, sólo con la diferencia de que en el caso particular se trata del “multiplicador de los eurodólares”.

Friedman indica que hay que comprender perfectamente lo referente a cómo actúa la reserva fraccionaria en los eurobancos para entender el fundamento de su teoría. Explicando ésta afirma que, aunque los eurobancos no estén sujetos a un encaje legal al igual que los bancos de Estados Unidos, deben mantener una reserva prudencial con el objeto de estar preparados para hacer frente a retiros de depósitos cuando sean solicitados o cuando lleguen a su fecha de vencimiento. Individualmente un banco considerará como reserva prudencial fácilmente convertible tanto los fondos en el propio mercado de eurodólares (dinero en eurodólares a la vista) como los fondos depositados en bancos de Estados Unidos.

Sin embargo, en el sistema de eurodólares en conjunto las reservas prudenciales disponibles para satisfacer las demandas de dólares norteamericanos se componen enteramente de depósitos en bancos de Nueva York u otras ciudades de Estados Unidos, y de activos del mercado norteamericano de dinero que pueden hacerse líquidos rápidamente y sin pérdida.

Para explicar más detalladamente el concepto del profesor Friedman, mostraremos el ejemplo citado por él mismo acerca del “multiplicador de los depósitos de eurodólares”.

Ejemplo hipotético

Supongamos que el estado financiero o balance de un eurobanco de Londres es el siguiente:

EUROBANCO EN LONDRES

<i>Activo:</i>	
Activos en efectivo *	1 000 000 Dls.
Préstamos denominados en dólares	7 000 000 „
Bonos denominados en dólares	2 500 000 „
	<hr/>
	10 500 000 Dls.

* Incluye depósitos en Nueva York y otros bancos y otros activos convertibles inmediatamente en fondos estadounidenses.

<i>Pasivo:</i>	
Depósitos	10 000 000 Dls.
Obligaciones con otros bancos	300 000 „
Capital	200 000 „
	<hr/>
	10 500 000 Dls.

Imaginemos ahora que un jeque árabe abra una nueva cuenta de depósito en el eurobanco de Londres mediante el depósito de un cheque por un millón de dólares girado contra su cuenta de depósitos a la vista en un banco de Nueva York. Dado lo anterior, el eurobanco tiene un excedente de fondos disponibles para prestar. Este banco ha estado manteniendo activos en efectivo por un monto equivalente al 10 % de los depósitos, no porque se lo hubieran exigido, sino porque lo estimó prudente. Lo cual implica que aumentó en 900 000 dólares el volumen disponible para préstamos e inversiones. Pensemos ahora que el eurobanco presta los 900 000 dólares a la compañía UK, empresa británica que se dedica al comercio internacional, mediante un cheque girado contra el banco neoyorquino. Una vez que dicho cheque haya sido hecho efectivo, el balance del eurobanco de Londres presentará la siguiente forma:

EUROBANCO DE LONDRES

<i>Activo:</i>	
Activos en efectivo	1 100 000 Dls.
Préstamos denominados en dólares	7 900 000 „
Bonos denominados en dólares	2 500 000 „
	<hr/>
	11 500 000 Dls.

<i>Pasivo:</i>	
Depósitos	11 000 000 Dls.
Obligaciones con otros bancos	300 000 „
Capital	200 000 „
	<hr/>
	11 500 000 Dls.

Hasta el momento los depósitos en eurodólares han aumentado en 1 000 000 de dólares y, además, el eurobanco creó 900 000 eurodólares por la "magia del sistema bancario de reserva fraccionaria".

Siguiendo con nuestro ejemplo: la compañía UK utiliza el préstamo en dólares para comprar madera a la URSS, y este país desea mantener el producto de la venta como depósito en dólares en el eurobanco de Londres o en cualquiera otro de los bancos de las diferentes ciudades que actúan dentro del sistema del eurodólar.

Empieza entonces otro ciclo igual al que comenzó cuando el jeque árabe transfirió fondos del banco de Nueva York al banco de Londres.

El segundo banco tiene ahora 900 000 dólares adicionales en sus obligaciones por depósitos, suma que corresponde a los 900 000 dólares adicionales de depósito en Nueva York. Si también sigue la práctica de mantener en efectivo un monto igual al 10 % de los depósitos, entonces puede hacer un préstamo por 810 000 dólares. Si el prestatario lo guarda en forma de depósito a la vista en un banco de Estados Unidos o lo transfiere a alguien que lo haga, el proceso finaliza. El resultado es que el total de depósitos en eurodólares ha aumentado en 1 900 000 dólares. De esta suma, 1 710 000 están en posesión de particulares, mientras que los 190 000 restantes son depósitos adicionales en los bancos norteamericanos, en este caso en bancos de Nueva York (100 000 dólares adicionales del eurobanco inglés y 90 000 dólares adicionales del segundo eurobanco en bancos de Nueva York).

Si el receptor del último préstamo lo transfiere a alguien que desee tenerlo en forma de depósito en eurodólares en un tercer eurobanco, el proceso continuará. Si, en caso extremo, al final de cada etapa el total del producto del préstamo quedara como depósito en eurodólares, es obvio que el incremento total de los depósitos en eurodólares sería: $1\,000\,000 + 900\,000 + 810\,000 + 729\,000 + 656\,000 + \dots = 10\,000\,000$. Al terminar el proceso, los depósitos en eurodólares habrían aumentado en 10 000 000

de dólares; los depósitos de eurobancos en Nueva York se habrían elevado en 1 000 000, y el total mundial del circulante en dólares en manos no bancarias habría crecido en 9 000 000 de dólares.

Este ejemplo, nos dice Friedman, posiblemente aclare por qué los banqueros insisten en que ellos "no crean" dólares en el mercado de eurodólares, sino que sólo los transfieren, y por qué creen sinceramente que los eurodólares vienen de Estados Unidos. Y es que a cada banquero individualmente considerado dentro de la cadena descrita, le llega su depósito adicional de eurodólares en la forma de un cheque del girado en contra del Banco de Nueva York. ¿Cómo van a saber los banqueros que los 10 000 000 de dólares de cheques contra los bancos de Nueva York constituyen créditos repetidos sobre el mismo millón de dólares inicial en depósito?

Para finalizar con la teoría del Profesor Friedman podemos concluir que sus puntos esenciales son los siguientes:

1. Los eurodólares son principalmente producto de operaciones contables en libros, es decir resultado del sistema bancario de reserva fraccionaria.
2. El monto de eurodólares en circulación depende del deseo de los propietarios de conservar los pasivos dentro del correspondiente grupo de bancos.
3. El incremento último en el monto de eurodólares originado por una transferencia inicial de depósito de otros bancos a eurobancos depende de:
 - a) la proporción que de sus activos en dólares decidan los eurobancos mantener en forma de efectivo en bancos de Estados Unidos;
 - b) las "filtraciones" hacia afuera del sistema, es decir el empleo final de los fondos prestados en los eurobancos (o adquiridos a través de la venta de bonos u otras inversiones). Mientras más grande es la fracción de fondos que se mantiene en la forma de de-

pósitos en eurodólares, mayor es el incremento total de eurodólares.

Por otra parte, Fred H. Klopstock,⁸ del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a quien consideramos como expositor de la segunda teoría, dice que en muchas de las afirmaciones del profesor Friedman se confunde lo que es posible con lo que de hecho ha sucedido. A pesar de que, en teoría, la creación de crédito y depósitos en el sistema bancario de Estados Unidos (o de cualquiera otra parte, siempre que se refiera a un sistema bancario nacional) y en el de eurodólares puede considerarse semejante, en la práctica las fuerzas que impulsan la expansión monetaria en uno y otro sistema difieren en varios aspectos importantes, entre los cuales podemos citar, tomando el punto de vista de Klopstock, que los eurobancos guardan una mayor semejanza con intermediarios financieros, tales como las asociaciones de ahorro y préstamo,* en contraposición a la opinión de Friedman que los considera como bancos comerciales. Concebidos en esta forma, los eurobancos, al igual que esos intermediarios considerados en conjunto, pueden esperar que sólo una pequeña parte de sus préstamos e inversiones regresen a ellos en forma de depósitos y la filtración de depósitos hacia afuera es masiva. A pesar de que el profesor Friedman parece reconocer esto, nos dice Klopstock, insiste en sugerir que "la pluma de un tenedor de libros" es la fuente principal de la creación de los eurodólares.

El hecho de que los eurobancos como grupo no puedan confiar en volver a captar más que una pequeña parte del producto de sus préstamos se torna evidente, según Klopstock, si observamos un activo típico de la cartera de un eurobanco, en la cual, por lo general, una parte considerable (y a menudo la porción mayor) consiste en depósitos

⁸ Klopstock, Fred H., "Creación de dinero en el mercado de eurodólares: un comentario sobre las opiniones del profesor Friedman", *Boletín Mensual*, CEMILA, México, septiembre de 1970, pp. 431-435.

* Lo que en México se conoce como financieras.

en las sucursales de ultramar de bancos estadounidenses, los cuales transfieren una fracción importante de los fondos a sus oficinas matrices. Los depósitos utilizados por las sucursales para tal propósito rara vez regresan al mercado de eurodólares, porque las oficinas matrices de los bancos norteamericanos y sus prestatarios emplean prácticamente todos estos recursos en Estados Unidos. Otra parte considerable de los típicos activos de la cartera de un eurobanco está formada por los depósitos colocados en bancos extranjeros, incluyendo bancos de América Latina y Asia, los cuales difícilmente regresarán al mercado de eurodólares.

Por otra parte, una característica importante del sistema del eurodólar consiste en que los saldos colocados en el mercado se canalizan continuamente hacia el mercado de divisas, lo cual implica un alto grado de filtración del curomercado.

Otro factor importante para una cabal comprensión de las diferencias entre los procesos de expansión de depósitos en uno y otro sistema, continúa diciendo el autor, reside en el hecho de que los pasivos de los bancos estadounidenses (o de cualquier otro país), por concepto de depósitos, fungen como los principales medios de pago, mientras que en los pasivos de los eurobancos sólo una proporción muy pequeña consiste en depósitos a la vista y depósitos de un día para otro, siendo la mayoría de los depósitos de los eurobancos pasivos frente a otros bancos y no respecto a entidades no bancarias. O sea, muchos de los eurobancos son esencialmente intermediarios de depósitos a plazo en los mercados de depósito interbancario.

Tomando en consideración todo lo anterior, Klopstock formula la siguiente pregunta: ¿Cómo los eurobancos —no obstante su incapacidad para volver a captar en forma de depósitos adicionales más que una pequeña fracción del producto de sus préstamos e inversiones— han podido generar en tan corto periodo de tiempo incrementos de gran magnitud en sus pasivos de dólares?

La respuesta, nos indica el autor, es que los eurobancos, al ofrecer mecanismos de inversión y tasas de interés más

atractivas que las que proporcionan los mercados de dinero y las instituciones financieras de Estados Unidos y otras partes, han sido capaces de atraer las reservas en efectivo de innumerables bancos y entidades no bancarias de todo el mundo. A medida que los bancos extranjeros y las entidades no bancarias convierten sus propias monedas a dólares con el objeto de poder hacer depósitos en los eurobancos, y que los bancos centrales colocan reservas monetarias en el mercado, todos ellos giran contra los dólares acumulados en el exterior como consecuencia del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos.

Concluye Klopstock que, en este sentido, aquellos que arguyen que la fuente de los depósitos en eurodólares es en parte el déficit de Estados Unidos, y en parte las reservas en dólares de bancos centrales no estadounidenses, están en lo correcto.

Y por último, termina diciendo que los dólares depositados en el mercado de eurodólares, con excepción de una pequeña parte, son creados por bancos estadounidenses más que por los eurobancos.

Por su parte, Fritz Machlup,⁹ expositor de la tercera teoría en tomo al problema de la creación de los eurodólares, afirma lo siguiente: Para un sistema bancario nacional es posible afirmar que virtualmente todos los depósitos existentes en los bancos comerciales, considerados como grupo, han sido creados gracias a actividades de los propios bancos comerciales. Pero, se pregunta él mismo, ¿hasta qué punto esta explicación del crecimiento del pasivo en depósitos de los bancos comerciales se aplica al sistema bancario europeo y en particular al incremento de sus pasivos en dólares?

Si fuéramos a englobar todos los bancos comerciales del mundo financieramente desarrollado, y todas sus operaciones en cualquier moneda, ya sean dólares de Estados Unidos, eurodólares u otras, sería prudente considerar que el

⁹ Machlup, Fritz, "La creación de eurodólares: una historia de misterio" y "Los prestidigitadores y sus conejos", en *Análisis sobre el mercado de eurodólares*, CEMLA, Ensayos, N° 28, agosto de 1971.

conjunto de sus pasivos en depósitos con tenedores no bancarios es consecuencia de sus propias actividades de creación de crédito.

En cambio, si dividimos el mundo en varios segmentos y fijamos la atención por separado en los bancos comerciales de determinados países de Europa, y en sus pasivos en depósitos denominados en dólares norteamericanos, será menester dar a los "flujos" procedentes de los otros segmentos un lugar especial en la explicación del crecimiento observado.

Sin embargo, explicar todo el crecimiento por los flujos procedentes de otros segmentos sería tan erróneo como atribuirlo enteramente a los préstamos de eurodólares por los eurobancos (multiplicador bancario de los eurodólares).

Respecto a la creación de los eurodólares, continúa diciendo el autor, no todos estos depósitos se han creado mediante concesiones de crédito por bancos europeos, y nadie sabe cuántos de estos dólares proceden de Estados Unidos y de otros países no pertenecientes al área europea. Algunos de los mejores teóricos monetarios han afirmado que la mayoría de los eurodólares se habían originado en Europa, mas, por su parte, otros que se cuentan entre los más cercanos observadores del mercado del eurodólar dicen que, salvo una insignificante fracción, todos deben haber sido importados. Lo malo es que los observadores próximos a veces pierden la perspectiva y que algunos teóricos propenden a generalizar excesivamente.

Pero si un experto indica que tal vez el 80 ó 90 % de los eurodólares existentes fueron creados en Europa, otro especialista sostiene que la cifra correcta tal vez se halle en un 3 ó un 5 %. Machlup, por su parte, nos dice que considera que la mitad o más de las existencias globales de eurodólares son el resultado de actividades de otorgamiento de préstamos por parte de bancos ubicados en Europa. Afirma al respecto que en el periodo de diciembre de 1964 a diciembre de 1969, el aumento en los depósitos en eurodólares fue superior a 36 000 millones de dólares. Durante estos mismos cinco años, las salidas netas

de capital privado de Estados Unidos a todas partes del mundo fueron de 700 millones en fondos a corto plazo, 7 500 millones en fondos a largo plazo y 5 500 millones de dólares en transacciones no registradas (errores y omisiones), lo que hace un total de 13 700 millones de dólares. Si se restara de esta cifra todo lo que no afluyó a Europa y todo lo que no guarda relación con el mercado de eurodólares, y después se sumase una holgada cantidad correspondiente a una estimación de los flujos a Europa procedentes de países que no fueran los Estados Unidos, el resultado difícilmente alcanzaría el 50 % de los aumentos en los depósitos de eurodólares. En un razonamiento de esta especie apoya finalmente Fritz Machlup su opinión de que la mitad de los eurodólares hoy en existencia han sido creados en Europa.

Para finalizar este examen, creemos que la solución debe tomar en cuenta la opinión de los tres autores antes mencionados, ya que analizando sus proposiciones se advertirá que parcialmente cada una de ellas es válida, por lo que la conclusión debe ser de tipo ecléctico.

Por un lado, es obvio que la creación de los eurodólares es consecuencia directa del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos y de las reservas de dólares de los bancos centrales no estadounidenses que se derivan de aquél; mientras no nos sea posible imaginarnos el sorprendente crecimiento del mercado de eurodólares sin el persistente déficit mencionado, continuaremos sustentando la creencia de que este último ha sido una de las principales fuerzas que explican la dinámica expansión de dicho mercado.

Por otra parte, no negamos la posibilidad de que haya una proporción de eurodólares creados por los bancos europeos, tal como lo afirma Friedman, pues, como se explicó, en el proceso de creación de los eurodólares intervienen con mucha frecuencia los redepositos de banco a banco, lo que denominamos actividad intercambiaria, en donde, de hecho, sí existe la creación de eurodólares a través del multiplicador bancario. Sin embargo, dicha cadena es limitada, ya que se da la posibilidad de que un eurobanco al

otorgar un crédito lo haga a una persona o empresa que lo canalice hacia el mercado de cambio extranjero o hacia los Estados Unidos, y en ambos casos la cadena del multiplicador de los eurodólares se rompe. Pero al mismo tiempo, en los últimos años el movimiento especulativo en Europa, auspiciado por el euromercado, ha ido en aumento, lo que nos hace pensar que el sistema del eurodólar ha podido captar una parte creciente de sus préstamos, con lo que el multiplicador se ha hecho cada vez mayor. Más aún, el hecho de que en los últimos años ya no son los bancos norteamericanos a través de sus sucursales en el extranjero los principales prestatarios del mercado, sino que son las grandes compañías multinacionales situadas en su mayoría en Europa las que participan más activamente en este mercado, nos anima a pensar que gran parte de los eurodólares son creados en Europa por efecto del mismo multiplicador.

Concluyendo, tenemos que el déficit de Estados Unidos se presenta como una condición necesaria en el proceso de creación y expansión del mercado de eurodólares. Pero, a la vez, en este proceso interviene lo que se conoce como el multiplicador bancario de los eurodólares, máxime que los movimientos especulativos y los actuales tipos de prestatarios tienden a aumentar este último.

3. ESTRUCTURA DEL MERCADO DE EURODÓLARES

3.1. ¿QUIÉNES ACTÚAN EN EL MERCADO?

Los principales participantes en el mercado de eurodólares son: los bancos centrales, los bancos comerciales, las compañías multinacionales y nacionales, y los inversionistas individuales.

En los primeros años del establecimiento del mercado de eurodólares, los bancos centrales, principalmente los de los países europeos, se convirtieron en la más importante fuente de recursos que aflúan a dicho mercado, ya que el

nacimiento de éste ofrecía la posibilidad de que parte de sus reservas fuera invertida en eurodólares, toda vez que ellos tenían en su haber la existencia de grandes cantidades de dólares por concepto de reservas. En esta forma obtenían una ventaja tanto por el interés recibido como por el grado de liquidez de la inversión. Al mismo tiempo, los bancos centrales han actuado en el mercado como prestatarios, cuando han tenido que contratar créditos con el objeto de nivelar el desequilibrio en su balanza de pagos y su posición de reserva.

Los bancos comerciales, incluyendo las sucursales de bancos norteamericanos en el extranjero, que operan en el sistema del eurodólar actúan tanto en la oferta como en la demanda. Respecto a la primera, los bancos comerciales efectúan préstamos e inversiones a instituciones tanto bancarias como no bancarias. En cuanto a la segunda forma, los bancos comerciales actúan del lado de la demanda al aceptar depósitos en eurodólares, lo que al hablar de la creación de los eurodólares denominamos como actividad interbancaria. Consiste en que un banco efectúa un redepósito en otro banco, y así sucesivamente, con la consiguiente utilidad para cada uno de los que participan en dicha cadena. Por otra parte, los bancos comerciales de los países donde no existe un sistema financiero desarrollado, como es el caso del Medio Oriente y América Latina, son también proveedores de fondos y prestatarios del mercado. Hay bancos comerciales controlados por países socialistas tales como el Moscow Narodny Bank y la Banque Commerciale de l'Europe du Nord en París,¹⁰ que también contribuyen con grandes sumas de dinero a este mercado, ya sea como oferta o como demanda.

Las grandes compañías multinacionales y nacionales, estas últimas principalmente europeas, actúan en el mercado de eurodólares y son en la actualidad las que realizan un mayor número y volumen de operaciones. Al respecto destaca en estas empresas la actuación de los "money managers",

¹⁰ Altman, Oscar L., "Euro-Dollars: Some Further Comments", en *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. XII, marzo de 1965, p. 2.

que en los últimos años han tomado gran importancia. Son los que efectúan las operaciones financieras de las empresas, principalmente de corto plazo, por medio de lo que se conoce como "hot money"; la operación consiste en obtener una utilidad rápida aprovechando excedentes de caja, inversiones temporales o financiamientos a corto plazo, a través de movimientos financieros de un país a otro, aprovechando siempre las diferencias entre las tasas de interés de los diferentes mercados. Sin embargo, también actúan en el mercado para lograr financiamientos a mediano y largo plazo, ya sea a través de préstamos directos de algún eurobanco o emitiendo eurobonos.

Por último, inversionistas de todo el mundo actúan en el mercado tomando en cuenta las ventajas que ofrece, ya sea del lado de la demanda o situándose del lado de la oferta.

3.2. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE EURODÓLARES

En términos generales, el funcionamiento del mercado de eurodólares descansa en dos características principales. La primera, que el inversionista en este mercado internacional puede obtener generalmente una tasa de interés más atractiva que la obtenible con otro instrumento financiero que reuniera las mismas características de liquidez y vencimiento en cualquier otro mercado financiero, incluyendo el de Estados Unidos. La segunda característica es que el prestatario puede obtener un préstamo a una tasa de interés menor que en cualquier otro mercado financiero.¹¹

Las anteriores características son el resultado del gran tamaño del mercado, lo que implica transacciones con volúmenes considerables de dinero, y de que, además, los bancos que actúan lo hacen con márgenes de utilidad muy reducidos.

El mercado de corto y mediano plazo es propiamente llamado mercado de eurodólares, en tanto que al de largo

¹¹ Reiersen, Roy L., *op. cit.*, p. 12.

plazo se le conoce como mercado de eurobonos. Englobando a ambos en un solo término diremos que el euro-mercado tiene tres usos principales, que son: ¹²

- a) Es utilizado para financiar transacciones de importaciones y exportaciones.
- b) Se emplea para préstamos de carácter comercial e industrial; dichos préstamos pueden ser en dólares, existiendo la posibilidad de cambiarlos por otras monedas a través del mercado de divisas.
- c) Cientos de instituciones bancarias lo utilizan como un mecanismo eficiente dentro del mercado monetario internacional.

Ahora veremos cómo opera el mercado respecto a las formas de financiamiento, ya sea a corto, mediano o largo plazo.

3.2.1. *Financiamiento a corto plazo*

El financiamiento a corto plazo comprende la mayor parte de los préstamos de eurodólares. Dado que la mayoría de los prestatarios del mercado son clientes conocidos internacionalmente, los préstamos se efectúan rápidamente y con un mínimo de documentación. Las transacciones regularmente son concertadas por teléfono, télex, telégrafo, etc., y confirmadas por escrito con posterioridad. Con el objeto de mantener costos bajos se toma buen cuidado de evitar documentos que estén sujetos a impuestos locales y otros cargos similares. La mayoría del financiamiento es con vencimientos de uno, dos, tres y seis meses. Su otorgamiento se canaliza a través de lo que se conoce como líneas de crédito, las cuales se establecen después de una investigación minuciosa de la capacidad crediticia del cliente. Las líneas de crédito se revisan anualmente con objeto

¹² Chase Manhattan Bank, N. A., "Eurodollar Financing: A Guide for Multinational Companies", Nueva York, 1968, p. 7.

de investigar la solvencia de los clientes, es decir, se investiga si éstos tienen la capacidad suficiente para generar dólares o cualquier otra moneda que sea fácilmente convertible a fin de liquidar su adeudo de eurodólares.

Las tasas de interés para vencimiento de corto plazo varían constantemente de acuerdo con la oferta y demanda del mercado, tal como se puede apreciar en la gráfica 1 del Apéndice Estadístico. Las cotizaciones que se publican de las tasas de interés es lo que se conoce como "*prime rate*", la cual surte efectos exclusivamente para los mejores clientes de las instituciones bancarias que tienen su línea de crédito abierta; pero si una empresa o persona desconocida para el mercado y los bancos que actúan en éste quieren contratar un préstamo, la tasa anual sería un poco más elevada, dependiendo del riesgo que implicara. Incluso en Londres existen lo que se conoce como Casas de Aceptación (*Accepting Houses*), las cuales se especializan en respaldar a clientes no conocidos que viven en diferentes partes del mundo, incluso en países que pueden ser considerados política y económicamente como inestables y con los que, por lo tanto, el riesgo del crédito bancario es superior. Por la anterior operación se cobra un porcentaje del total del crédito.

Además de las operaciones anteriores que se realizan en el euromercado, hay una que merece especial atención. El certificado de depósito (*Certificate of Deposit*), el cual fue introducido por primera vez en Londres por el First National City Bank en mayo de 1966. En efecto, los certificados de depósito son un recibo que ampara un depósito en dólares efectuado en un banco europeo; difieren de los certificados ordinarios en que son documentos al portador y, por lo tanto, negociables a la simple entrega.

Con el nacimiento de este nuevo instrumento financiero se ha creado un mercado secundario en el que es fácil comprar o vender los certificados de depósito, incluso aquellos que aún no hayan expirado. En consecuencia, si un propietario desea obtener de nuevo su liquidez, hay un mercado adecuado al cual puede acudir sin necesidad de espe-

rar hasta el vencimiento. Lo anterior ha sido tan atractivo para los inversionistas que ha tenido como resultado, a pesar de ser un mercado reciente, un crecimiento considerable, calculándose para el año de 1970 en 5 769 millones de dólares.¹³

3.2.2. *Financiamiento a mediano plazo*

Si alguien preguntara cuál es el sector de mayor crecimiento del mercado de eurodólares, sin duda la respuesta sería: la parte correspondiente a financiamiento a mediano plazo.

Aunque es muy difícil obtener estadísticas, se considera que durante 1970 este tipo de financiamiento alcanzó una suma de entre 6 000 y 8 000 millones de dólares. Crecimiento tan espectacular es muy reciente, pues todavía hace tres o cuatro años apenas alcanzaba un volumen anual de entre 1 000 y 1 500 millones de dólares.

Existen tres razones principales que explican este crecimiento del financiamiento a mediano término de los eurodólares.¹⁴ “En primer lugar, el incremento en el volumen de los eurodólares y la confianza en la continua oferta de fondos alentó a los bancos a otorgar créditos a mayor plazo, como lo son los créditos a siete años, que en la actualidad son bastante comunes. Por otra parte, tanto los prestatarios del sector público como del privado han demandado cada vez más créditos con vencimientos de tres a siete años. Y finalmente, la insuficiencia de los mercados de capital a largo plazo para satisfacer la demanda ha ocasionado que ésta se canalice a mercados de capital a plazo medio.”

Hay dos principales tipos de crédito en eurodólares a mediano plazo que están en uso actualmente:¹⁵

¹³ Estimación hecha por R. S. O'Brien, "The Euro-Currency Market", *Journal of the Institute of Bankers*, Londres, agosto de 1971.

¹⁴ Low, Williams F., "Medium-Term Financing is Top Growth Sector", en *The Financial Times*, Londres, 8 de marzo de 1971.

¹⁵ Chase Manhattan Bank, N. A., *op. cit.*, p. 18.

a) *Créditos revolventes ("Revolving Credits")*. Un compromiso revolvente en eurodólares es una línea de crédito confirmada por más de un año. Tal crédito a mediano plazo es usado generalmente por compañías con el propósito de tener una línea de crédito abierta para poder cubrir necesidades rápidamente en sus programas financieros.

Quien contrate un crédito revolvente no tiene que utilizar necesariamente la cantidad total del crédito, sino que los fondos pueden ser girados en forma parcial, por lo general en documentos de 90 a 180 días. La ventaja principal de ese tipo de crédito es la protección que representa, además de que su costo es relativamente más bajo, ya que es proporcional a la cantidad de dinero utilizada, y no al total del crédito autorizado.

b) *Créditos a plazo ("Term Loans")*. Los acuerdos de crédito revolvente pueden ser cambiados a crédito a plazo eliminando simplemente la característica de revolventes. Los créditos a plazo requieren ajustes en la tasa de interés cada 180 días. Esta estipulación permite al banco financiar créditos a plazo por medio de depósitos a seis meses, como en el caso del crédito revolvente. El inconveniente de este tipo de préstamos es que no proporciona al prestatario un conocimiento anticipado de sus costos por interés; sin embargo, tales préstamos a plazo ofrecen la posibilidad del pago por adelantado con su respectivo ajuste de interés.

Los expertos han considerado que el futuro de los préstamos a mediano plazo es muy promisorio, calculándose para 1975 lograr un financiamiento anual de 10 000 millones de dólares, dada la acogida que se le ha dado a este tipo de financiamiento.

3.2.3. *Financiamiento a largo plazo*

El mercado de eurobonos es un mercado internacional de capital, cuya característica distintiva es que se trata de bonos emitidos en euromonedas, colocados generalmente

rar hasta el vencimiento. Lo anterior ha sido tan atractivo para los inversionistas que ha tenido como resultado, a pesar de ser un mercado reciente, un crecimiento considerable, calculándose para el año de 1970 en 5 769 millones de dólares.¹³

3.2.2. *Financiamiento a mediano plazo*

Si alguien preguntara cuál es el sector de mayor crecimiento del mercado de eurodólares, sin duda la respuesta sería: la parte correspondiente a financiamiento a mediano plazo.

Aunque es muy difícil obtener estadísticas, se considera que durante 1970 este tipo de financiamiento alcanzó una suma de entre 6 000 y 8 000 millones de dólares. Crecimiento tan espectacular es muy reciente, pues todavía hace tres o cuatro años apenas alcanzaba un volumen anual de entre 1 000 y 1 500 millones de dólares.

Existen tres razones principales que explican este crecimiento del financiamiento a mediano término de los eurodólares.¹⁴ "En primer lugar, el incremento en el volumen de los eurodólares y la confianza en la continua oferta de fondos alentó a los bancos a otorgar créditos a mayor plazo, como lo son los créditos a siete años, que en la actualidad son bastante comunes. Por otra parte, tanto los prestatarios del sector público como del privado han demandado cada vez más créditos con vencimientos de tres a siete años. Y finalmente, la insuficiencia de los mercados de capital a largo plazo para satisfacer la demanda ha ocasionado que ésta se canalice a mercados de capital a plazo medio."

Hay dos principales tipos de crédito en eurodólares a mediano plazo que están en uso actualmente:¹⁵

¹³ Estimación hecha por R. S. O'Brien, "The Euro-Currency Market", *Journal of the Institute of Bankers*, Londres, agosto de 1971.

¹⁴ Low, Williams F., "Medium-Term Financing is Top Growth Sector", en *The Financial Times*, Londres, 8 de marzo de 1971.

¹⁵ Chase Manhattan Bank, N. A., *op. cit.*, p. 18.

a) *Créditos revolventes ("Revolving Credits")*. Un compromiso revolvente en eurodólares es una línea de crédito confirmada por más de un año. Tal crédito a mediano plazo es usado generalmente por compañías con el propósito de tener una línea de crédito abierta para poder cubrir necesidades rápidamente en sus programas financieros.

Quien contrate un crédito revolvente no tiene que utilizar necesariamente la cantidad total del crédito, sino que los fondos pueden ser girados en forma parcial, por lo general en documentos de 90 a 180 días. La ventaja principal de ese tipo de crédito es la protección que representa, además de que su costo es relativamente más bajo, ya que es proporcional a la cantidad de dinero utilizada, y no al total del crédito autorizado.

b) *Créditos a plazo ("Term Loans")*. Los acuerdos de crédito revolvente pueden ser cambiados a crédito a plazo eliminando simplemente la característica de revolventes. Los créditos a plazo requieren ajustes en la tasa de interés cada 180 días. Esta estipulación permite al banco financiar créditos a plazo por medio de depósitos a seis meses, como en el caso del crédito revolvente. El inconveniente de este tipo de préstamos es que no proporciona al prestatario un conocimiento anticipado de sus costos por interés; sin embargo, tales préstamos a plazo ofrecen la posibilidad del pago por adelantado con su respectivo ajuste de interés.

Los expertos han considerado que el futuro de los préstamos a mediano plazo es muy promisorio, calculándose para 1975 lograr un financiamiento anual de 10 000 millones de dólares, dada la acogida que se le ha dado a este tipo de financiamiento.

3.2.3. *Financiamiento a largo plazo*

El mercado de eurobonos es un mercado internacional de capital, cuya característica distintiva es que se trata de bonos emitidos en curomonedas, colocados generalmente

en Europa y suscritos por un consorcio internacional y vendidos simultáneamente en varios países. En las emisiones de eurobonos predominan los bonos emitidos en dólares norteamericanos, debido principalmente a la preferencia del inversionista y a la gran difusión y aceptación que tiene esta moneda en el plano internacional.

Se debe tomar en consideración que, para que los bonos puedan llevar el prefijo "euro", es necesario que sean emitidos en un país distinto al de la moneda en la cual son denominados.

El mercado de eurobonos llena las necesidades de capital a largo plazo, generalmente entre 5 y 20 años. "El desarrollo de este mercado se ha debido, al igual que en el caso de los eurodólares, a la existencia de numerosas reglamentaciones nacionales que restringen las operaciones de los diferentes mercados de capital."¹⁶

Los eurobonos se han convertido en uno de los principales medios para transferir capital entre los países industrializados, en tanto que los países en desarrollo, que participan poco en este mercado, reciben un beneficio muy reducido. Entre los países latinoamericanos que intervienen en él se encuentran principalmente México y Brasil, tal como se aprecia en el cuadro 1 del Apéndice Estadístico.

En el análisis estadístico del cuadro 2 se observa que las emisiones de eurobonos de compañías industriales y financieras son, sin duda, las más cuantiosas. A su vez, considerando los diferentes tipos de eurobonos cuyo tamaño de emisión varía entre 10 y 100 millones de dólares, resulta que los bonos directos presentan un crecimiento constante, alcanzando en 1972 la cantidad de 2443.1 millones de dólares. Por otra parte, se aprecia que las emisiones de bonos convertibles, que en 1968 eran de 1 727.5 millones, disminuyeron en 1970 a 189.3, para incrementarse nuevamente en 1972 a 1 050.8 millones de dólares.

¹⁶ Genillard, Robert L., "The Eurobond Market", en *The Eurodollar*, editado por Herbert V. Prochnow, Rand MacNally & Co., Chicago, octubre de 1970.

Además, existen otros tipos de bonos, como son los eurobonos con garantía y los eurobonos con tasa flotante. Este último, más que ser un diferente tipo de bono, es una variante que puede ser incluida en cualquiera de los eurobonos antes mencionados. Los eurobonos con tasa flotante fueron introducidos en mayo de 1970 con vencimiento a 10 años. Tienen varias ventajas: primeramente, dan a los compradores que son reacios a suscribir bonos a largo plazo cuando las tasas de interés tienden a subir, la oportunidad de no dejar de obtener un interés atractivo, es decir, de mantener reducido su costo de oportunidad, tanto si la tasa de los eurobonos sube como si baja, puesto que queda sujeto a las condiciones cambiantes del mercado. Sin embargo, hasta ahora las emisiones han sido reducidas y es todavía incierto su futuro.

El cuadro 3 del Apéndice Estadístico refleja que las emisiones denominadas en dólares norteamericanos son las que predominan, a pesar de las presiones a que está sometida dicha moneda, alcanzando para 1972 una proporción aproximada del 60 % del total de las emisiones. A la vez, se observa que las emisiones denominadas en monedas europeas tienden a incrementarse, principalmente las emitidas en marcos alemanes. Una cuestión interesante son las emisiones en diferentes monedas en forma simultánea, con lo que se obtiene una diversificación del riesgo al protegerse contra cambios en la paridad de una determinada moneda. Entre éstas tenemos las emitidas en Unidades Europeas de Cuenta (*European Units of Account, EUA*) y en Unidades en Moneda Europea (*European Currency Units, ECU*).

El mercado de eurobonos alcanzó hacia 1972 un volumen total de 5 661.6 millones de dólares, siendo la cifra anual más alta jamás alcanzada. Como se puede apreciar, este mercado de capital es hasta cierto punto revolucionario en sus formas y técnicas financieras, y es, desde luego, más adaptable y flexible que el mercado de capital de Wall Street.

Al efectuarse una nueva emisión de eurobonos los bancos comerciales forman uniones de bancos, los que se conocen como consorcios bancarios, con el objeto de diversificar los riesgos de la nueva emisión. Además, de este modo se facilita la venta de los bonos al aumentar el número de oferentes. Comúnmente dichos consorcios son formados por numerosos bancos, aunque la emisión sea pequeña.

Gran parte de las emisiones de eurobonos son financiadas a través de prestatarios del mercado de eurodólares y, por tal razón, la relación existente entre ambos mercados es muy estrecha. En Inglaterra, por ejemplo, las autoridades han fomentado el uso de los eurodólares en las operaciones del mercado de eurobonos, ya que ello ayuda a disminuir la utilización de la libra esterlina, con lo cual se evitan presiones sobre dicha moneda.

Los emisores o suscriptores son, por lo general, conocidos internacionalmente, lo que motiva el fácil acceso al mercado de eurodólares y el logro, así, del financiamiento necesario. Por tal razón, la tasa de interés de los eurodólares se ve afectada por el número y el volumen de las emisiones de eurobonos denominadas en dólares, que constituyen la inmensa mayoría.

Analicemos detenidamente esta relación. Veamos primero cuándo las emisiones de eurobonos denominadas en dólares causan un incremento en la tasa del eurodólar. Ello puede suceder en las siguientes circunstancias:¹⁷

- a) Si el volumen de eurodólares utilizado para financiar la nueva emisión excede al pago de eurodólares usados para financiar la emisión anterior.
- b) Si los bonos ofrecen un rendimiento elevado, de tal manera que los poseedores de depósitos de eurodólares los transfieran a la compra de aquéllos y se inmovilicen dichos fondos por un periodo de varios años.
- c) Si existe desde el punto de vista del poseedor de depósitos una expectativa de aumento en la cotiza-

¹⁷ Einzig, Paul, *op. cit.*, p. 136.

ción de los bonos o una disminución en las tasas de interés de los eurodólares.

Por otra parte, las emisiones de eurobonos tienden a causar una disminución en las tasas de interés de los eurodólares en las siguientes circunstancias:

- a) Por la liquidación de los préstamos de eurodólares a través de las utilidades obtenidas por la emisión de eurobonos.
- b) Por la reducción de la demanda de eurodólares de parte de prestatarios que prefieren financiarse a través de la emisión de eurobonos.
- c) Por la liquidación de los eurobonos llegado su vencimiento, lo que implica un incremento en la oferta de eurodólares.

Resumiendo, diremos que la característica distintiva del mercado de eurobonos es la emisión simultánea por parte de grupos de instituciones multinacionales suscriptoras y, en un gran número de países, de valores que devengan interés, los cuales son vendidos a inversionistas que residen en muchas partes del mundo. Generalmente, se trata de bonos denominados en dólares o, en todo caso, en otras monedas que no son las de los países en los que se vende la mayor parte de la emisión. En estos aspectos, el mercado de eurobonos es diferente de los mercados tradicionales de bonos extranjeros, en los cuales grupos de instituciones nacionales suscriben valores que emiten prestatarios extranjeros. En el mercado tradicional, los bonos se venden principalmente en el país del grupo de instituciones que los emite, y se ofrecen con denominaciones en la moneda de ese país y bajo sus leyes y reglamentos. Las emisiones de eurobonos no están sujetas a semejante regulación, ya que se ofrecen en un mercado supranacional, que es extranjero tanto para el prestatario como para el prestamista.

3.3. DIMENSIÓN Y DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL MERCADO DE EURODÓLARES

Uno de los aspectos más controvertidos del mercado de eurodólares es su dimensión, debido principalmente a la dificultad que encierra el cálculo del volumen de sus operaciones.

Estas dificultades se deben principalmente al hecho de que no existe un organismo que supervise las actividades del mercado, dado que por su naturaleza se trata de un mercado supranacional; esta circunstancia hace difícil efectuar un cómputo de datos homogéneos. Otra de las dificultades que implica la tarea de calcular el volumen de eurodólares es el problema de la contabilización doble de una misma operación, debido a la gran actividad interbancaria que existe durante el proceso de creación de los mismos, lo cual da lugar a la posibilidad de computar dos veces una operación y así alterar dicho volumen total.

Sin embargo, se toman en consideración las estimaciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), que pueden considerarse como las más confiables no obstante sus limitaciones, entre las cuales la principal es que se basan en información que proporcionan los principales países de Europa Occidental, cuyos bancos comerciales informan al BPI de su activo y pasivo en moneda extranjera. Se trata de Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Holanda, Inglaterra, Suecia y Suiza. Este cálculo del volumen neto del mercado de eurodólares representa sólo una estimación y su objeto consiste en reflejar las corrientes de eurodólares canalizados a través de los bancos de los ocho países antes mencionados. Se excluyen los redepositos entre bancos dentro del área, pero se incluyen los fondos que los bancos convierten en dólares, y de dólares a otras monedas.

Dicho lo anterior, tenemos que, según la estimación del BPI publicada en su informe sobre el año de 1970, el volumen total del mercado de eurodólares era de 46 mil millones de dólares, como se puede apreciar en el cuadro 4 del Apéndice Estadístico, en el que además se presenta la

comparación desde 1966, tomando los datos de los informes del BPI correspondientes a los mismos años.

Con base en los datos estadísticos registrados hasta junio de 1969, se observa que la distribución geográfica del total del volumen de los eurodólares era la siguiente: por el lado de las fuentes, los países de Europa Occidental habían provisto cerca del 57 %, Estados Unidos 13 %, Canadá 7 %, Medio Oriente 6 %, América Latina 5 % y el resto del mundo 12 %. En tanto que, por el lado de los usuarios o prestatarios, correspondió a los residentes de Estados Unidos cerca del 50 %, Europa Occidental 31 %, Japón 4 %, Canadá y Europa Oriental cerca del 3 % cada uno, y el resto del mundo 9 por ciento.

En resumen, Estados Unidos era un prestatario neto del orden de 12 700 millones de dólares en 1969, mientras que para 1970 disminuye a 8 500 millones de dólares; los otros dos prestatarios netos, aunque en menor escala, eran Japón y el grupo de los países de Europa Oriental. Los prestamistas netos en orden descendente de magnitud eran: Europa Occidental, los países del Medio Oriente, Canadá y América Latina.

Siguiendo el análisis para 1971 y 1972, obsérvese el cuadro 5 del Apéndice Estadístico, pero sin omitir que se refiere a datos para el total del euromercado y no, como antes se había visto, a datos exclusivos del mercado de eurodólares. Cabe aclarar que la imposibilidad de reunir información estadística homogénea, para el periodo que va de 1966 hasta 1972, se debe a que desde 1971 el Banco de Pagos Internacionales cambió la presentación de la misma, considerando que la enorme cantidad de dólares que es convertida a otras monedas, principalmente europeas, y la conversión de éstas en la divisa norteamericana, hacen que se deba considerar un solo mercado, y que la separación de ambos sería artificial.

Sin embargo, resulta que del volumen total de euromonedas corresponde para el componente de eurodólares una cantidad de 54 000 millones para 1971 y de 70 000 millo-

nes para 1972, que representa, en ambos casos, el 77 % aproximadamente del total del euromercado.

Por otra parte, para 1971 el más grande movimiento aparece en las operaciones de Estados Unidos, al disminuir su posición de prestatario neto en 6 400 millones de dólares; en tanto que para 1972 se nota un incremento de Europa Occidental y Estados Unidos, como prestatarios netos, de 3 300 y 500 millones de dólares respectivamente.

Estas cantidades revelan el papel predominante que desempeña Estados Unidos en el mercado de eurodólares. Sin olvidar, además, que las subsidiarias de las empresas norteamericanas cuyas transacciones son de dimensiones considerables fueron clasificadas de acuerdo al país de residencia. Se estima, asimismo, que aproximadamente el 40 % de los dólares colocados en el mercado de eurodólares lo fue a través de bancos estadounidenses, en particular aquéllos con oficinas en Londres.

En consecuencia, aunque el mercado de eurodólares, propiamente hablando, es un mercado internacional, ha aparecido en cierta forma en los últimos años como una especie de extensión del mercado norteamericano al exportar este país tanto su moneda como su sistema.

capítulo II

Consecuencias del mercado de eurodólares

I. EL MERCADO DE EURODÓLARES Y LA BALANZA DE PAGOS

La considerable expansión del mercado de eurodólares en los últimos años ha provocado significativos cambios en el carácter de los flujos de capital a corto plazo. Estos cambios, por ahora, han producido importantes modificaciones en la balanza de pagos de varios países, principalmente de Estados Unidos, y en algunos casos también han sido afectadas las condiciones nacionales de los mercados monetarios. Así, en pocos años este mercado ha desarrollado un mecanismo capaz de ejercer su influencia sobre los mercados financieros nacionales y sobre las políticas monetarias internas.

Sería casi imposible enumerar las consecuencias tanto pasadas como futuras derivadas del sistema del eurodólar, que se considera está en la mitad de su proceso revolucionario. Sin embargo, algunas observaciones generales pudieran hacerse acerca de los efectos del mercado en el financiamiento del desequilibrio del sistema internacional de pagos, sobre los procesos de ajuste por los cuales dichos desequilibrios pueden ser corregidos y sobre el papel que desempeña el dólar como moneda internacional.¹⁵

Como un mecanismo para financiar los desequilibrios de las balanzas de pagos, en años recientes el mercado de eurodólares ha cumplido una importante función. Ha sido en algunas ocasiones una fuente para financiar a los países con déficit, mientras que países con superávit también lo han utilizado para administrar parte de sus reservas. Por consiguiente, ha servido para atenuar los efectos que los desequilibrios en la balanza de pagos podrían haber tenido en las reservas oficiales de los diferentes países.

En algunos casos este efecto ha sido el resultado de movimientos automáticos del libre juego de las fuerzas del mercado, pero en otros casos ha sido inducido por una política deliberada de parte de las autoridades monetarias.

¹⁵ Brimmer, Andrew F., "Euro-Dollars and the U. S. Balance of Payments", en *Euromoney*, Londres, Vol. I, Nº 7, diciembre de 1969, p. 13.

Por ejemplo, en Italia en 1964 y desde 1967 en Alemania, en el marco de su política de administración de la reserva los bancos centrales han tomado medidas para que sus excedentes de divisas se reflejaran en un mejoramiento de la posición de cambios de los bancos comerciales, en vez de adicionar aquéllos a sus activos de reserva oficial, lo que podría ocasionar un exceso de liquidez susceptible tal vez de llevar al país a una revaluación, como de hecho ha acontecido en la economía alemana. Sobre el tema hablaremos más ampliamente en otro apartado de este mismo capítulo.

Por otra parte, como resultado de lo anterior, el mercado de eurodólares ha tenido el efecto de reducir el impacto del desequilibrio de balanza de pagos en las reservas oficiales de los países, con lo cual ha ayudado a alcanzar los procesos de ajuste a través de los cuales dichos desequilibrios pueden ser corregidos. Asimismo, en los casos de desequilibrios temporales han sido rápidamente corregidos por medio de la eficiente acción del mercado de eurodólares.

Otro de los efectos, y tal vez uno de los más importantes que el mercado de eurodólares ha tenido en el funcionamiento del sistema monetario, ha sido el de apoyar la posición internacional del dólar. Al encontrarse en déficit la balanza de pagos de Estados Unidos y hallarse gran parte del mismo en manos de inversionistas privados no residentes, el mercado de eurodólares ha contribuido a disminuir las presiones sobre las reservas de oro de Estados Unidos. Sin embargo, durante la crisis monetaria de 1971 dicho mercado fue quizá el principal medio a través del cual se especuló en contra del propio dólar norteamericano.

Pasemos ahora a analizar las repercusiones que el mercado de eurodólares tiene sobre la balanza de pagos de Estados Unidos.

Para ello necesitamos comprender algunos conceptos teóricos sobre la balanza de pagos y en especial sobre la de Estados Unidos, ya que el efecto del euromercado depen-

derá de cómo se clasifiquen y analicen las transacciones financieras.

Todas las transacciones efectuadas por residentes estadounidenses con no residentes, incluyendo en estos últimos las filiales y sucursales de compañías norteamericanas y las sucursales en el extranjero de bancos norteamericanos, forman parte de la balanza de pagos de Estados Unidos. Una de las principales dificultades con que nos enfrentamos para efectuar dicho análisis se deriva del hecho de que la moneda de Estados Unidos sirve como moneda de reserva, medio de pago internacional, y es también utilizada tanto por bancos comerciales como por empresas e inversionistas de todas partes del mundo para sus actividades respectivas.

Los Estados Unidos muestran su balanza de pagos en dos formas:¹⁹ La balanza de reservas oficiales, que mide el superávit (o déficit) a través del aumento (o disminución) en las reservas de oro, derechos especiales de giro y divisas, y por la posición de los Estados Unidos en el Fondo Monetario Internacional; además, el aumento (o disminución) en los pasivos con bancos centrales extranjeros, Banco de Pagos Internacionales y Fondo Europeo.

El método alternativo, o sea la balanza de liquidez, mide el superávit (o déficit) por el aumento (o disminución) en los activos de reserva oficial y por el aumento (o disminución) en los pasivos líquidos a corto plazo con los extranjeros o instituciones oficiales.

La diferencia entre la balanza según la liquidez y la de reservas oficiales consiste en el método de contabilizar los cambios en los pasivos de Estados Unidos. En la balanza de reservas oficiales solamente se registran pasivos con autoridades monetarias y no hay distinción entre los pasivos líquidos y no líquidos. En tanto que en la balanza de liquidez se registran únicamente los pasivos líquidos, sin

¹⁹ Bernstein, Edward M., "Euro-Dollars: Capital Flows and the U. S. Balance of Payments", en *The Eurodollar*, editado por Herbert V. Prochnow, Rand McNally Co., 1970, p. 131.

importar si son con particulares o con autoridades monetarias.

En términos generales, los movimientos de capital a través del mercado de eurodólares afectan en diversas formas a la balanza de pagos de Estados Unidos. Las salidas de fondos norteamericanos con destino al euromercado elevan el saldo total de dólares propiedad de extranjeros, de tal forma que perjudican la posición de la balanza de pagos estadounidense medida por la liquidez. Igualmente afectan a la balanza de reservas oficiales, salvo cuando el total de la salida de fondos sea conservado por particulares extranjeros.

Por otra parte, las corrientes que van del mercado de eurodólares a los Estados Unidos no afectan las tenencias extranjeras totales de dólares, pero pueden dar lugar a cambios en la propiedad de los saldos en dólares entre tenedores oficiales y privados. Asimismo, la existencia del euromercado tiene efectos sobre la balanza de pagos estadounidense al proporcionar a los prestatarios extranjeros una alternativa para conseguir préstamos de bancos norteamericanos. Además, ofrece a los inversionistas extranjeros la oportunidad de sustituir inversiones en activos del mercado norteamericano por depósitos e inversiones en bancos extranjeros.

Respecto a las salidas de dólares de Estados Unidos, el mercado de eurodólares estimula a los prestatarios extranjeros a utilizar préstamos en esta moneda en lugar de créditos provenientes de fuentes norteamericanas, y la disminución resultante en el crecimiento del crédito que se otorga a extranjeros y la consecuente disminución de la salida de capital tienen un efecto positivo sobre la balanza de pagos de Estados Unidos. Por supuesto, ello también se debe al programa tendiente a mejorar la posición de la balanza de pagos que desde 1965 lleva a cabo el gobierno junto con otras medidas, tales como el Reglamento "Q" del Banco de la Reserva Federal.

Ahora bien, cuando los bancos extranjeros emplean eurodólares para conceder préstamos a prestatarios no resi-

dentes de Estados Unidos y los saldos de eurodólares sólo se transfieren entre ellos mismos, no habrá ningún efecto sobre la balanza de pagos medida por la liquidez. Sin embargo, dichos préstamos sí pueden afectar la balanza de reservas oficiales, de efectuarse una operación con eurodólares que finalmente llegara a manos de una autoridad monetaria, como sucedió en nuestro ejemplo citado en la sección 2.2 del primer capítulo.

El mercado de eurodólares proporciona a los inversionistas no residentes de Estados Unidos un sustituto para el mercado norteamericano de dinero y capital. Considerando que existen grandes ventajas en la utilización del euromercado, que ya fueron enumeradas anteriormente, todo esto ha influido para que las reservas oficiales en el extranjero se hayan incrementado, sobre todo dados los beneficios que representa para los bancos centrales el empleo de dichas reservas en el mercado de eurodólares. Ello ha tenido como consecuencia la disminución de compras de oro entre los bancos centrales, tomando en cuenta que resulta más productiva la utilización de la moneda estadounidense, y ocasionando así el fortalecimiento de la posición internacional del dólar, no obstante que en los últimos años dicha supremacía haya empezado a declinar. En la parte final de este capítulo trataremos más ampliamente este tema.

En todo lo anterior hemos visto la relación de la balanza de pagos respecto del mercado de eurodólares. Pasemos ahora al estudio de la relación con el mercado de capitales, o sea el mercado de eurobonos.

El mercado de capitales —mercado de eurobonos— ha sido una fuente de fondos para las empresas norteamericanas que se interesan en invertir en el extranjero. Al mismo tiempo, dicho mercado ha ofrecido a la comunidad financiera internacional un medio de inversión sumamente atractivo frente a las alternativas que plantea el mercado de valores norteamericano. También ha proporcionado a los prestatarios extranjeros, tanto oficiales como privados, una oportunidad para obtener cuantiosos recur-

sos, los cuales eran conseguidos antes casi exclusivamente en el mercado de Estados Unidos; por tal motivo "las salidas de capital de los Estados Unidos se han reducido como resultado de la creciente capacidad del mercado de eurobonos para satisfacer parte de la demanda extranjera, tanto oficial como privada, de capital a largo plazo, lo cual ha sido beneficioso para la balanza de pagos de Estados Unidos".²⁰

El surgimiento del mercado de eurobonos ha dado lugar a considerables, aunque indeterminadas, demandas de dólares para ser utilizados como un medio de saldar las transacciones de valores internacionales. La mayor parte de las emisiones de eurobonos han sido efectuadas en dólares (el marco alemán es la única otra moneda que se emplea en forma importante en las emisiones). En esta forma, los inversionistas extranjeros, las empresas y, en general, los emisores extranjeros de bonos y las sociedades suscriptoras de ellos han incrementado la demanda de dólares, con lo cual han fortalecido tanto la posición internacional como las operaciones realizadas a través del euromercado.

Tomando en consideración los saldos en dólares de tenedores oficiales y privados en el periodo comprendido entre 1945 y 1957 primeramente, y continuando con el de 1958 a 1968, vemos que durante el primero el saldo de dólares en posesión de instituciones oficiales en el extranjero creció a una tasa anual de 8.3 %, mientras que la tenencia privada aumentaba en un promedio anual de 9.2 %, en tanto que durante el segundo periodo correspondiente al desarrollo del mercado de eurodólares, el promedio de la tasa de crecimiento de las tenencias oficiales de dólares disminuyó a 3.1 % al año, al tiempo que la tenencia de dólares en poder de inversionistas privados fuera de Estados Unidos

²⁰ Klopstock, Fred H., "Efectos de los mercados financieros europeos sobre la balanza de pagos de Estados Unidos", en *Boletín Mensual del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, Vol. XVI, Nº 7, junio de 1970, p. 331.

mostraba un incremento ascendente igual al 21.8 % anual.²¹

Si bien las anteriores estadísticas no son concluyentes, pueden orientar respecto a por qué el desarrollo del mercado de eurodólares ha contribuido a mejorar el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, medida por las reservas oficiales.

Podemos concluir diciendo que, al contrario de lo que algunos piensan, el mercado de eurodólares no es la causa del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos ni de sus problemas, sino que es uno de sus principales efectos.

La balanza de pagos de Estados Unidos es afectada directamente sólo cuando residentes de este país se convierten en prestamistas o prestatarios del mercado de eurodólares, aumentando o disminuyendo el déficit calculado con base en la liquidez.

Respecto a las balanzas de pagos de los países europeos y el mercado de eurodólares, la relación existente tiene lugar debido a los desplazamientos de dinero y capital a través del euromercado entre los diferentes países europeos. En algunos casos la relación ha sido positiva para ellos, al propiciar este mercado el financiamiento de los desequilibrios de sus balanzas de pagos, ya sea el desequilibrio causado por un déficit o por un superávit. En el primer caso, las autoridades del país de que se trate financian su déficit solicitando empréstitos en el mercado; mientras que en el segundo caso, al existir un superávit, éste puede presentar un exceso de reservas no deseadas susceptibles de ser canalizadas al euromercado con la consiguiente utilidad. Sin embargo, a veces los desplazamientos de fondos de un país a otro, a través del mercado, han sido tan considerables que en determinados momentos han tenido un efecto negativo para los países europeos, efecto que se muestra en sus respectivas balanzas de pagos.

²¹ Sneddon-Little, Jane, *op. cit.*, p. 20.

2. EL MERCADO DE EURODÓLARES Y LA POLÍTICA MONETARIA

El crecimiento tan espectacular del mercado de eurodólares ha complicado las operaciones que se realizan en el mercado monetario internacional, y además ha repercutido en la economía de distintos países, principalmente Estados Unidos y Europa Occidental, siendo notoria su influencia en lo referente a la política monetaria.

Anteriormente se ha visto que el mercado de eurodólares opera como una cadena de enlace entre los mercados monetarios de los países europeos y Estados Unidos. También se hizo notar cómo dicho mercado, conforme a su organización, se adapta rápida y eficazmente a los cambios de la oferta y la demanda, por lo que el efecto de la relación existente entre la estructura de tasas de interés de los países desarrollados y del mercado de eurodólares se ha incrementado considerablemente, ya que sólo una pequeña diferencia en las tasas ocasiona grandes desplazamientos de fondos de uno a otro mercado.

Lo anterior se refiere a las tasas de interés por el lado de la oferta del mercado. Por el de la demanda existe también conexión entre la política monetaria, en lo que respecta a la política crediticia de los países, y el sistema del eurodólar, ya que al producirse una pequeña diferencia en la tasa de interés el prestatario recurre al mercado más atractivo. Ello hace que el euromercado, al ofrecer tasas atractivas y una gran flexibilidad en sus operaciones, se muestre como un competidor eficiente de los mercados monetarios nacionales. Por otra parte, cuando la autoridad monetaria de un país lleva a cabo diferentes políticas monetarias, éstas pueden ser evadidas por los residentes efectuando sus operaciones a través del mercado de eurodólares, como se analizará enseguida. Empero, debe aclararse que no es factible la expresión cuantitativa de la influencia que puede tener el mercado del eurodólar en las políticas monetarias nacionales, dada la inexistencia de información estadística.

Volviendo a la influencia del euromercado al permitir una evasión respecto de las políticas monetarias, hay que señalar que, en lo que concierne a Estados Unidos, el impacto de la actividad del mercado de eurodólares en las políticas monetarias llevadas a cabo por la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (máximo organismo de carácter monetario que actúa en Estados Unidos) tiene como resultado que dichas políticas no provoquen los efectos deseados, ya que en la práctica el sistema del eurodólar los contrarresta. Lo anterior se deriva del hecho de que durante los periodos en que las autoridades monetarias norteamericanas han aplicado políticas restrictivas, como sucedió en 1966, 1969 y a principios de 1970, los bancos de Estados Unidos evadieron esas políticas solicitando grandes préstamos en eurodólares, incluso por medio de sus propias sucursales bancarias que actúan en el extranjero, principalmente en Europa, tal como se ve en el cuadro 4 del Apéndice Estadístico. Éste permite apreciar que el volumen de dólares utilizados por residentes norteamericanos, principalmente instituciones bancarias, aumentó en 1969 en 6 400 millones de eurodólares.

Similamente, en periodos de política expansionista, a través de la cual se lleva a cabo una liberación del crédito, es decir una disminución de las tasas de interés y un aumento en el volumen de préstamos, y, como consecuencia, un aumento de liquidez, se produce una fuga de capital de los Estados Unidos. Aquí es donde interviene nuevamente el euromercado, porque éste es el que, ofreciendo tasas de interés y oportunidades de inversión atractivas, capta ese incremento de liquidez provocado por la política monetaria dictada por las autoridades norteamericanas.

Sin embargo, no hay que pensar que el mercado de eurodólares únicamente tiene influencia sobre el mercado monetario de Estados Unidos, sino que es el mercado a través del cual se enlazan los mercados monetarios de Estados Unidos y de los países europeos, con lo que los efectos de uno provocan consecuencias en los otros.

Debido a la sensibilidad con que responden los movimientos financieros internacionales a los cambios de las tasas de interés, "y en un mundo de monedas convertibles con enormes corrientes de fondos canalizadas a través de los mercados de divisas, el vínculo principal que liga a los mercados monetarios es el tipo de interés de los eurodólares".²²

Desde 1969 los cambios en el volumen de los eurodólares usados por los bancos de Estados Unidos eran factores importantes en la transmisión de los efectos de la política monetaria estadounidense a Europa. Como antes habíamos dicho, fue en este año cuando los empréstitos de eurodólares se incrementaron, determinando que la tasa de interés de los eurodólares subiera a niveles sin precedentes en la historia financiera del mundo. Por ejemplo, la tasa de interés por operaciones a tres meses de plazo era en noviembre de 1968 de aproximadamente 7 %, en tanto que en junio de 1969 era de entre 11 y 12 %; después bajó en octubre del mismo año a 9 %, y en noviembre volvió a subir a su nivel anterior. El factor dominante en este aumento en la tasa de interés de los eurodólares fue la creciente escasez crediticia impuesta en el mercado norteamericano, con el objeto de combatir la inflación, por medio del Reglamento "Q" que mantuvo una tasa de 6 ¼ % obligatoria. Ello hizo que se incrementara la demanda de eurodólares en forma espectacular.*

Otro factor que contribuyó al rápido incremento de las tasas de interés fue el programa de restricciones voluntarias al crédito extranjero, que obliga a los prestatarios del exterior, incluidas las subsidiarias de compañías norteamericanas, a recurrir a las sucursales extranjeras de los bancos estadounidenses. Como éstas operan en el mercado de eurodólares para la obtención de créditos, la demanda de eurodólares se vio incrementada. Por otro lado, durante el periodo

²² *Monthly Economic Letter*, del First National City Bank, Nueva York, agosto de 1969.

* En diciembre 31 de 1969 el máximo interés que podía ser pagado por los bancos estadounidenses en depósitos de 100 000 dólares o más era de: 1-29 días, no paga interés; 30-59 días, 5 ½ %; 60-89 días, 5 ¾ %; 90-179 días, 6 %; 180 ó más días, 6 ¼ % anual.

se hizo más intenso el uso del mercado de eurodólares por prestatarios norteamericanos, precisamente en momentos en que la demanda de eurodólares por parte de prestatarios del resto del mundo también se incrementaba vigorosamente.

Recapitulando, se ve que el alza de la tasa de interés de los eurodólares, provocada principalmente por las condiciones existentes en la economía norteamericana, tuvo como consecuencia una influencia perturbadora para las economías de los distintos países europeos, ya que fondos tanto en monedas nacionales como en monedas extranjeras salieron hacia el mercado de eurodólares, vía mercado de divisas, dados los niveles de las tasas de interés.

Considérese ahora otro periodo ilustrativo, el que va de 1970 a 1971. Durante él hubo una disminución en las tasas de interés en los Estados Unidos provocada por una política expansionista impuesta por la Reserva Federal; ese elemento, aunado al retorno de eurodólares por parte de los bancos norteamericanos, hizo que disminuyeran las tasas de eurodólares, creando así un incentivo para que los residentes de los países europeos contrataran empréstitos en esa moneda. Pero, además, se produjeron algunos problemas en Europa debido a que "la entrada de dinero impidió los esfuerzos de las políticas monetarias de varios países europeos tendientes a controlar la inflación, tal como sucedió principalmente en Alemania".²³

Todo el análisis anterior sugiere que las influencias recíprocas entre los mercados monetarios de Estados Unidos y Europa, influencias que se transmiten a través del mercado de eurodólares y que en algunos casos provocan crisis, se deben fundamentalmente a problemas estructurales de las economías inmiscuidas en esta relación, y no a la propia existencia del euromercado, como algunos han sugerido.

La creciente movilidad de capital internacional resultante del mercado de eurodólares tiene naturalmente im-

²³ Hunt, Lacy H., "Recurrent Crisis Plague World Monetary System", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, agosto de 1971, p. 6.

portantes consecuencias. Por una parte, aumenta la fuerza que implica una diferencia en las tasas de interés entre países, limitando así la autonomía nacional respecto de la política monetaria; es decir, la autoridad monetaria de un país no puede fijar determinada tasa de interés libremente, sino que debe establecerla en correspondencia con las tasas de interés que rigen en el mercado internacional. De no proceder así, existe el riesgo de que la diferencia entre las tasas ocasione una salida o una entrada de capital que, en un momento dado, pudiera tener importantes consecuencias económicas para el país de que se trate. Esto es cierto para todos los países, principalmente europeos, e incluso también para Estados Unidos. Aunque el mercado de eurodólares es considerado como de una gran magnitud en relación con otros, es asimismo cierto que es pequeño en relación con el volumen de la oferta total de Estados Unidos y, por lo mismo, las autoridades monetarias de ese país pueden neutralizar en algunos casos los efectos monetarios internos procedentes del euromercado. Por otra parte, en los países más pequeños donde el tamaño del mercado de eurodólares es muy superior al del mercado nacional, los movimientos de capital provocados por aquél pueden llegar a ser determinantes para la economía.

Además, debido al *status* del dólar como moneda de reserva, los flujos de capital hacia adentro o hacia afuera de Estados Unidos no tienen un efecto inmediato y directo sobre las reservas oficiales de este país, a diferencia de lo que ocurre en los demás países.

Todo esto implica que el "mercado de eurodólares tiende a incrementar el grado en que la política monetaria de Estados Unidos influye sobre las economías del resto del mundo, mientras que las políticas monetarias de estos países no tienen el mismo efecto en la economía norteamericana".²⁴

²⁴ Gilbert, Milton, "Statement before the Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Economic Committee, U. S. Congress", 22 de junio de 1971.

3. EL MERCADO DE EURODÓLARES Y OTROS PROBLEMAS ECONÓMICOS

3.1. INVERSIONES DIRECTAS Y TRANSMISIÓN DE TECNOLOGÍA

La inversión extranjera directa y su consecuente transmisión tecnológica en los países europeos ha sido llevada a cabo principalmente por lo que se conoce como empresas multinacionales.

El desarrollo de las empresas multinacionales es relativamente reciente, pues data del periodo de la posguerra. Este desplazamiento de los factores de la producción hacia el extranjero, por medio del cual las grandes compañías salen del mercado nacional y entran a competir en el plano internacional, es motivado por la necesidad que tienen de encontrar un mayor mercado a sus productos para obtener las ventajas que representan las economías de escala, o también para aprovechar factores de la producción que en otros países son más abundantes, con lo cual disminuyen los costos.

El volumen de las inversiones en la pasada década ha causado asombro y problemas a las autoridades de los respectivos países europeos.

Analizando la inversión norteamericana, por ser la principal, se ve que tuvo un incremento de poco menos de 7 000 millones de dólares en 1960 a 24 000 millones en 1970, por lo que toca exclusivamente a Europa.²⁵

La enorme magnitud de la inversión extranjera directa implica para la economía que la recibe movimientos significativos y nuevas fuentes de capital. Consecuentemente, las instituciones financieras se adaptan a las necesidades requeridas. Tanto las implicaciones que la inversión extranjera tiene para la economía del país como los cambios que ocasiona en las instituciones y mercados financieros que la abastecen representan generalmente un incremento en el nivel tecnológico del país receptor de dicha inversión.

²⁵ Committee for Economic Development, *The United States and the European Community Policies for a Changing World Economy*, noviembre de 1971.

Durante los últimos años de la década de los cincuenta los mercados nacionales constituyeron la fuente tradicional de capital para cualquier empresa deseosa de expandirse en el extranjero. Sin embargo, a causa de la salida de capitales en gran escala y de las restricciones gubernamentales resultantes de ésta, las empresas e instituciones financieras tuvieron que buscar nuevas fuentes de capital en otros mercados diferentes, como es el caso del mercado de eurodólares que se desarrolló más allá y por encima de las fronteras nacionales.

Sería imposible tratar del crecimiento de las empresas multinacionales y de sus implicaciones económicas y tecnológicas sin relacionar dicho examen con el crecimiento y desarrollo del mercado de eurodólares.

La OFDI (Office of Foreign Direct Investment) y otras reglamentaciones vigentes bajo el programa de la balanza de pagos de Estados Unidos, originalmente voluntario, pero con fuerza estatutaria desde 1968, privaron a las empresas multinacionales norteamericanas de sus fuentes nacionales de fondos para inversiones directas en el extranjero, forzándolas a operar en los mercados de capitales situados en otros países, principalmente en el mercado de eurodólares, con objeto de financiar sus operaciones en el extranjero. Y este mercado "ha probado a través de la última década ser la más importante fuente de fondos para las corporaciones multinacionales de todo el mundo, ya se trate de financiamientos a corto, mediano o largo plazo".²⁶

La penetración estadounidense en la economía europea ha llegado a un nivel que algunos consideran dramático, y afirman que "la tercera potencia industrial del mundo después de los Estados Unidos y de la URSS podría ser muy bien, dentro de quince años, no ya Europa, sino la industria americana en Europa".²⁷

²⁶ Jordis-Lohausen, Sacha, "Multinational Corporation and International Finance", discurso pronunciado en *Salzburg Assembly: Impact of the New Technology* (SAINT), Austria, 17 de marzo de 1971.

²⁷ Servan-Schreiber, Jean-Jacques, *El Desafío Americano*, Editorial Plaza y Janés, S. A., Barcelona, 1969, p. 19.

Entre las razones del éxito de las inversiones norteamericanas en Europa, nos señala Servan-Schreiber, se cuentan las siguientes: Primero, la escala de sus operaciones y las consecuencias estructurales que se derivan de ese hecho. Es sabido que de las 500 empresas más grandes del mundo, 340 son estadounidenses. Por otra parte, actualmente más del 80 % de las grandes firmas norteamericanas cuentan con establecimientos o subsidiarias en Europa. Segundo, la existencia de grandes diferencias en lo que respecta al margen de rentabilidad a favor de las empresas norteamericanas, debido a su alta especialización y su gran volumen de ventas, con frecuencia más elevado que el de las empresas europeas de mayor magnitud. Tercero, las estimaciones conocidas ponen de relieve que la industria norteamericana canaliza a la investigación alrededor del 6 % del valor agregado, en tanto que la europea sólo le dedica el 2 %. Cuarto, las empresas norteamericanas aprovechan las libertades arancelarias que existen en los países europeos, principalmente en los países del Mercomún, y además están localizadas donde las estructuras fiscales gravan en menor grado las actividades industriales y comerciales en comparación con algunos países europeos y también con Estados Unidos.

Dos son las cuestiones principales que preocupan a las autoridades de los respectivos países europeos acerca de la inversión extranjera directa de origen norteamericano en Europa. Por una parte, lo que se ha dado en llamar la "brecha tecnológica" entre los países europeos y sus empresas nacionales, y las empresas norteamericanas establecidas en Europa. Es decir que, debido a un mayor nivel tecnológico, las empresas estadounidenses están logrando controlar cada vez más una mayor parte del mercado europeo. Entendemos por nivel tecnológico lo que J. K. Galbraith ha llamado "tecnestructura", esto es todo complejo integral tanto de adelantos científicos y tecnológicos como de las formas de organización de la producción. Así pues, el temor de las autoridades radica en que, debido a su avance tecnológico y a que la inversión se encuentra

localizada en los sectores clave de la economía, puede llegar el momento en que las empresas europeas se queden rezagadas y que la dominación norteamericana llegue a ser mayor, hasta el día en que Europa se convirtiera en un satélite de Estados Unidos.

El segundo aspecto que más preocupa a las autoridades europeas es la "significativa asimetría que se advierte entre las inversiones de los europeos en los Estados Unidos, que suelen tener carácter financiero, y las de los americanos en Europa, que constituyen, casi siempre, una toma de control".²⁸ Es decir que las inversiones en Europa son directas, lo que permite el control real de las empresas, contrariamente a los activos financieros a largo plazo de europeos en Estados Unidos, que están representados por obligaciones e inversiones en valores financieros.

El problema de la inversión extranjera y su consecuente transmisión tecnológica en Europa es un tema tan amplio que rebasaría los límites del presente trabajo. Sin embargo, se ha optado por presentar la problemática en términos generales, siempre teniendo en mente el propósito principal de mostrar cómo a través del mercado de eurodólares ha sido posible efectuar dichas inversiones y las consecuencias que éstas a su vez traen consigo.

3.2. EL MERCADO DE EURODÓLARES Y EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

Es indiscutible el hecho de que el mercado de eurodólares forma parte importante del sistema monetario internacional. Ahora bien, la pregunta que surge inmediatamente es si la existencia de aquél tiene alguna influencia en el segundo y, en su caso, cuál vendría a ser ese tipo de influencia y la forma en que podría ser controlada de tener carácter negativo para el sistema monetario internacional.

Se ha visto que el mercado de eurodólares ha elevado el grado de movilidad del capital y, por otra parte, que consi-

²⁸ Servan-Schreiber, Jean-Jacques, *op. cit.*, p. 26.

stituye una concentración de fondos líquidos que pueden ser transferidos de un país a otro con gran rapidez. Considerando las dos características anteriores, se ha dicho que el mercado de eurodólares tiene una influencia negativa en el sistema monetario internacional, ya que introduce en él un elemento de inestabilidad debido a la gran concentración de fondos y a la liquidez que pueden éstos tener, lo cual propicia movimientos especulativos en contra o a favor de una determinada moneda en anticipación de ajustes de los tipos de cambio. Por tal motivo en algunos momentos la especulación puede precipitar dichos ajustes. Cabe citar varios ejemplos de lo anterior: en el momento de la crisis por la que atravesaba el marco alemán en noviembre de 1968, en el lapso de tres semanas fueron convertidos a dicha moneda alrededor de 2 400 millones de dólares, de los cuales una buena parte provenían del mercado de eurodólares. Por otra parte, fueron convertidos también a marcos alemanes 4 000 millones de dólares en un periodo de diez días a principios del mes de mayo de 1969, en cuyo caso se estima que aproximadamente la mitad procedían del mismo mercado. En ambos casos el flujo de dólares aceleró las presiones hacia la revaluación de la moneda alemana, afectando a la vez la estabilidad de monedas que en ese tiempo eran consideradas vulnerables, tales como la libra esterlina y el franco francés. Lo mismo ha sucedido durante los últimos movimientos especulativos en el sistema monetario internacional que han venido produciéndose desde principios de mayo de 1971 hasta los primeros meses de 1973 y que culminaron con las dos devaluaciones oficiales del dólar por una parte y, por la otra, con la devaluación real de la misma moneda. Por lo primero se entiende que el dólar norteamericano se devaluó en términos del oro. Por devaluación real del dólar se entiende la que éste sufrió en relación con el valor de las principales monedas de los países industrializados, tales como los países de Europa Occidental, Japón y Canadá.

Esta crisis de 1971-1973 a que nos hemos referido fue la culminación de una serie de crisis que desde el principio

de la década de los sesenta habían venido sucediéndose una tras otra, como los movimientos especulativos en contra del marco alemán en 1961, 1968, 1969, 1971 y 1972; del franco francés en 1968 y 1969; de la libra esterlina en 1961, 1964, 1967 y 1968; de la lira italiana en 1963; del yen japonés en 1971 y 1972; y del dólar norteamericano en 1960, 1968, 1971, 1972 y 1973.

Las recurrentes crisis monetarias y los movimientos especulativos hacen pensar, y con razón, que urge una reestructuración del sistema monetario internacional.

Aventurándonos, podemos afirmar que en esta nueva estructura se deberán tener presentes los puntos siguientes:

1. Nuevos mecanismos de ajuste de los desequilibrios en las balanzas de pagos.
2. La posibilidad de que el rango de fluctuación entre las paridades de las monedas sea mayor, para tratar de lograr ajustes automáticos de acuerdo con las fuerzas del mercado.
3. La utilización eficaz de los Derechos Especiales de Giro, para con ello incrementar la liquidez internacional, tratando de que sean distribuidos en una forma más equitativa entre todos los países.
4. Aunándonos a la opinión de Robert Triffin, creemos que el organismo internacional adecuado para llevar a cabo esta nueva estructura monetaria deberá ser el Fondo Monetario Internacional.
5. Por último, consideramos que el sistema monetario internacional deberá ser más internacional en el sentido estricto de la palabra, es decir que la importancia del dólar norteamericano como única moneda de reserva internacional deberá ir disminuyendo hasta igualarse con otras monedas que deberán ir emergiendo. De este modo se contaría con monedas multina-

cionales de reserva, lo que significaría en el fondo el futuro previsible que nosotros consideramos del sistema monetario internacional.

Volviendo al tema inicial del elemento de inestabilidad que implica el mercado de eurodólares para el sistema monetario, debe observarse que la causa fundamental de los desequilibrios monetarios no es directamente atribuible a la existencia del euromercado, sino a la propia estructura del sistema internacional en el cual actúan políticas monetarias nacionales independientes que no se complementan entre sí, y a los considerables volúmenes de dinero que está más o menos libre de todo control. En otras palabras, la existencia de los eurodólares no es la causa fundamental de los problemas monetarios; simplemente constituye un mecanismo que en algunos casos ayuda a que los efectos se presenten en las diferentes economías. Dentro de este contexto, el mercado de eurodólares sí ejerce una acción perturbadora dentro del sistema monetario al elevar la movilidad de fondos.

Por otra parte, el problema de que los eurodólares introducen un elemento de inestabilidad en el sistema monetario estructurado en la conferencia de Bretton Woods no es de naturaleza insoluble e incluso ya se han planteado las posibles soluciones, como lo sería la regulación del euromercado.

En un discurso ante la Asamblea General del Banco de Pagos Internacionales, el 14 de junio de 1971, el Presidente del banco, Dr. J. Zijlstra, hizo la siguiente declaración: "Cada vez se aprecia más claramente que el mercado de euromonedas está necesitado de guía y fiscalización. El grupo de Gobernadores que se reúne con regularidad en Basilea tomó la resolución de crear un comité de estudio, bajo mi presidencia, para examinar el problema y dar un mandato a una comisión permanente que pueda recomendar medidas para su adopción por los Gobernadores. Confío en que éstos se hallarán, así, en condiciones de poner el mercado de euromonedas en mejor armonía con el

adecuado funcionamiento del sistema monetario internacional”.

Este estudio del mercado se ha iniciado recientemente y es, por tal motivo, demasiado pronto para considerar cuáles podrían ser los resultados de cualquier supervisión multilateral sobre este mercado.

Sin embargo, se examinará cuáles podrían ser los controles directos para la supervisión conjunta del mercado de eurodólares.²⁹

1. Controles sobre las posiciones de moneda extranjera de bancos comerciales frente a no residentes

Dicho control puede ser solamente sobre la parte neta de tales posiciones en moneda extranjera de bancos frente a los no residentes. En su forma neta, este instrumento es utilizado de vez en cuando por los principales países europeos y, ciertamente, también por varios otros. Por ejemplo, un banco central puede ordenar a los bancos comerciales que mantengan una posición de equilibrio en moneda extranjera frente a los no residentes, para que de esa manera el mercado de crédito nacional no se vea afectado por una posición tanto deudora como acreedora. Algunas otras veces a los bancos les es permitido o se les alienta a lograr una posición de desequilibrio en moneda extranjera “vis-à-vis” de no residentes cuando ello le conviene al banco central, por razones tanto de política monetaria como por política de su reserva.

2. Control sobre la salida hacia el euromercado de fondos no bancarios propiedad de residentes

Este instrumento es muy útil para los países que tengan algún mecanismo de control de cambios. De hecho, es comúnmente usado en mayor o menor medida por los países europeos. Como ejemplo puede citarse los controles,

²⁹ Gilbert, Milton, *op. cit.*, p. 7.

del programa de balanza de pagos de Estados Unidos, sobre las tenencias de activos líquidos en el extranjero por parte de empresas norteamericanas. Otro ejemplo sería el control general en Inglaterra sobre las salidas de capital propiedad de residentes, excepto a través de lo que se conoce como mercado de inversiones en dólares, donde se tiene que pagar una determinada prima para obtener moneda extranjera.

3. Control sobre empréstitos en el extranjero de residentes no bancarios, incluyendo las solicitudes en el mercado de eurodólares

Es también una forma de control de cambios que ha sido útil en los países europeos. De hecho, durante 1970 tanto Francia como Inglaterra han actuado restringiendo operaciones crediticias en moneda extranjera a las empresas e inversionistas, cuando existen en sus países regulaciones bancarias encaminadas a una política restrictivista. El principal país europeo donde no existe este control es Alemania. Si hubieran implantado las autoridades alemanas dicho control, el país habría estado capacitado para limitar los fuertes empréstitos solicitados en el mercado de eurodólares, que tanto afectaron su economía.

Algunas de las autoridades monetarias son escépticas acerca de la eficacia de dichos controles cuando se utilizan en largos periodos de tiempo. Además, muchas consideran que el objetivo de dichos controles debería ser la solución de problemas específicos pero sin que se pierdan los beneficios que representa el mercado.

Por otra parte, se ha sugerido que las operaciones del euromercado se regulen y supervisen al igual que se hace con los bancos comerciales en un sistema nacional. Obviamente se trata de un contrasentido, ya que la existencia del euromercado se debe a la relativa ausencia de controles sobre las operaciones en moneda extranjera y a las múltiples regulaciones de las operaciones en moneda nacional.

“La regulación conjunta supranacional del mercado de eurodólares plantea muchos y difíciles problemas. Las reglamentaciones legales difieren grandemente de país a país, lo mismo que su interés en el futuro funcionamiento del mercado. Se hace así necesario, entre otras cosas, asegurar que el mercado de eurodólares, en la actualidad situado en su mayor parte en Londres, no sea trasladado a otros sitios donde pudiera escapar total o parcialmente a su regulación”.³⁰ Al respecto, se piensa que los centros financieros a los que pudiera trasladarse el sistema serían Tokio o Singapur.

Mucho se ha dicho sobre la vigilancia y control del euromercado. Sin embargo, como hemos expuesto anteriormente, esa tarea lleva consigo grandes peligros, razón por la que las autoridades deben obrar mesurada y cautelosamente, como declaró Sir Leslie O'Brien, entonces Gobernador del Banco de Inglaterra: "...en último término, la estabilidad del mercado depende del juicio, la prudencia y autodisciplina de los que participan en él. Los controles externos tendrán que aplicarse en forma muy hábil para que refuercen las cualidades del mercado, en lugar de debilitarlas”.³¹

Las autoridades que estudian dichos controles son las siguientes: Banco de Pagos Internacionales, Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos, Comunidad Económica Europea y autoridades monetarias de diversos países.

4. EL MERCADO DE EURODÓLARES Y SU FUTURO

En una perspectiva general, el mercado de eurodólares tiene como méritos principales haber incrementado la movilidad de capitales tanto a corto como a largo plazo y haber asegurado la utilización eficiente de los mismos.

³⁰ First National City Bank, *Monthly Economic Letter*, Nueva York, julio de 1971.

³¹ The Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Londres, junio de 1971.

A la vista de todos aquellos que aprecien las virtudes de las economías de mercado y los beneficios de la competencia internacional, la existencia de un mercado de fondos que pueden ser transferidos y utilizados libremente presenta ventajas de las que se benefician tanto el comercio internacional como la economía en su conjunto.

Sin embargo, el mercado de eurodólares ha estado sujeto a muchas críticas, que analizaremos con el objeto de hacer una evaluación. Dichas críticas se pueden resumir en tres puntos principales: ³² se considera que el mercado ocasiona serios riesgos bancarios; que es una fuente de inflación y, por último, que introduce un elemento de inestabilidad en el funcionamiento del sistema monetario internacional.

1. Riesgos bancarios del euromercado

Se ha sostenido que los riesgos que se presentan en el mercado de eurodólares son mucho mayores que aquellos que los bancos aceptan cuando conceden créditos en moneda nacional, o que los riesgos que acostumbraban tomar antes de que el mercado entrara en operación.

Existen tres argumentos en apoyo de esta tesis. El primero se refiere a las transferencias de fondos entre el depositante original y el receptor final, ya que, aparte del último de los bancos que forman la cadena interbancaria, ninguno de los intermediarios conoce la identidad del prestatario final y el grado de riesgo que constituye para el sistema. Por lo tanto la falla de ese prestatario o de cualquiera de los intermediarios podría desatar una reacción en cadena de consecuencias desastrosas para el sistema. El segundo temor se centra en el hecho de que, debido al amplio campo geográfico de acción del mercado y a la fuerte competencia que existe, el prestamista final no conoce el grado de endeudamiento de su cliente y la solvencia de éste, o al menos tendrá un conocimiento menor que si se tratara de un sistema nacional.

³² Ferras, Gabriel, *The European Dollar Market*, publicado por el Institut d'Études Bancaires et Financières, París, diciembre de 1969, p. 16.

Finalmente, se sostiene que el mercado de eurodólares al extender al mediano y hasta el largo plazos, el vencimiento de créditos originalmente a corto plazo, está elevando el riesgo inherente de las operaciones financieras.

Analizando los tres argumentos anteriores se observa que el de los riesgos debidos a la existencia de una cadena de intermedios en diferentes países no es válido, ya que cada banco puede escoger con entera libertad a sus clientes, y a primera vista no es fácil ver por qué un banco puede ser menos cuidadoso a este respecto que otro por el hecho de que la moneda involucrada sea el dólar o porque la contrapartida de la operación se encuentre en el extranjero. Tal vez existen casos particulares en los cuales se haya actuado con imprudencia, pero no hay razón para culpar a todo el sistema. Además, la mayoría de las transacciones se llevan a cabo entre los bancos más fuertes de Europa Occidental y de Estados Unidos, al igual que con empresas de reconocido prestigio. Por otra parte, la estrechez de los márgenes de utilidad que perciben los eurobancos podría indicar que ellos mismos no consideran que están asumiendo riesgos considerables.

Similamente, en el caso de los riesgos que corre el prestamista final, es muy difícil ver por qué pudieran ser más grandes que los riesgos que se toman en transacciones bancarias ordinarias. No obstante que existe el peligro de casos de insolvencia, los cuales han ocurrido y continuarán ocurriendo, el riesgo no puede ser diferente del aceptado en los negocios bancarios que se efectúan regularmente en un sistema nacional. Solamente sería más serio si el prestamista final en el euromercado no observara tanta prudencia como en sus operaciones ordinarias de crédito. Y así, aunque sea cierto que los bancos que actúan como intermediarios no conocen el grado del riesgo que asumen con sus transacciones en el contexto de la cadena interbancaria, no existe una razón para creer que ello hace aquél más grande. De otra manera sería difícil comprender cómo ha alcanzado sus presentes dimensiones el mercado de eurodólares.

Por otra parte, tenemos la reciente tendencia en lo que concierne a la distribución geográfica de los créditos. Tal vez sea cierto que la existencia de créditos que van más allá de las fronteras nacionales y de diversas fuentes de fondos dan la posibilidad a un prestatario de endeudarse sin que sus prestamistas tengan un total conocimiento de su situación financiera; sin embargo, este riesgo se reduce a un mínimo debido al hecho de que las empresas que reciben dichos créditos son generalmente corporaciones de gran magnitud y de una confianza reconocida internacionalmente.

Otra fuente de riesgos que frecuentemente se menciona es la relacionada con el alargamiento gradual de los vencimientos de las inversiones. Con toda probabilidad, fondos originalmente colocados a corto plazo en el mercado serán en forma gradual convertidos en inversiones a largo plazo, sobre todo en la etapa en que los fondos pasan de una entidad bancaria a una no bancaria. Una cierta proporción de los activos en dólares de los bancos que actúan en el mercado está formada, sin duda, por inversiones a largo plazo; sin embargo, el alargamiento de vencimientos no es peculiar del sistema del eurodólar, sino que se encuentra también en mayor o menor medida en otros sistemas. Además, se puede decir con cierto grado de seguridad que no hay razón para asumir *a priori* que los bancos sean menos prudentes cuando efectúan sus operaciones en dólares norteamericanos que al hacer otras similares en su propia moneda. Al extender el vencimiento de las inversiones, los bancos toman en consideración el incremento en el riesgo que involucra la operación.

Hay, sin embargo, un aspecto del mercado de eurodólares que no tiene paralelo en los mercados nacionales; consiste en que los depósitos entre bancos son transferidos sucesivamente de país a país, y pueden ser realizados en diversas monedas. Mientras que en un mercado nacional la expectativa de retiros de depósitos en gran escala es una contingencia poco común, salvo en tiempos de graves crisis políticas o económicas, la posibilidad es menos remota en

el mercado de eurodólares por razones relacionadas con cambios en la paridad de las monedas, así como con los riesgos relacionados con el control de cambios.

Se verá ahora la segunda crítica que se le hace al mercado que estudiamos.

2. El mercado como fuente de expansión monetaria

El segundo y muy mencionado tipo de problema que, en opinión de algunos, presenta el mercado de eurodólares, es el de que trae consigo una expansión del crédito y, a su vez, presiones inflacionarias. Hasta cierto punto se trata de una conjetura, puesto que un análisis cuantitativo del mismo no se puede llevar a cabo dada la limitación estadística. Nos basaremos, por tanto, en algunas reflexiones concernientes al efecto que el mercado tiene sobre la oferta de dinero y sobre la capacidad para conceder créditos.

Por lo que toca a la oferta de dinero, es necesario distinguir entre las repercusiones que las transacciones del mercado tienen en los países europeos y, por otro lado, en relación con Estados Unidos. Se podría decir que, dentro del área europea, el efecto global de las transmisiones de dólares de país a país es neutral y, por lo tanto, no implica ninguna presión inflacionaria para ellos. En cambio, la situación es muy diferente respecto a la relación con Estados Unidos, ya que, como se ha visto anteriormente, cuando un residente norteamericano opera en el mercado de eurodólares, la base monetaria de Estados Unidos permanece sin cambio, mientras que cuando un residente norteamericano pide un crédito en eurodólares y lo traslada a su país, entonces la base monetaria europea se reduce, teniendo en cuenta que los bancos centrales no compran ni venden oro a la Tesorería de Estados Unidos, supuesto que no está fuera de la realidad. Tomando en consideración que la situación descrita ha prevalecido en los últimos años, consecuentemente la tendencia ha sido deflacionaria en términos generales y de ninguna manera inflacionaria, al menos como efecto de las actividades del mercado.

Por otro lado, en cuanto a la capacidad para conceder créditos por parte de los sistemas bancarios, el mercado de eurodólares sí tiene un efecto decididamente expansionario. En primer lugar, debido a que en el proceso de creación de los eurodólares los depósitos en los Estados Unidos permanecen invariables, en tanto que en los bancos europeos los depósitos aumentan, razón por la cual los mismos dólares sirven de base para la creación de crédito tanto en Estados Unidos como en Europa. Además, como el mercado incrementa la movilidad de fondos y altera la distribución geográfica de los mismos, probablemente aumente el volumen de crédito que puede ser concedido con una base monetaria determinada.

Según los argumentos anteriores, se considera que tiene que ocurrir determinada expansión del crédito; sin embargo, no se sabe hasta qué punto, ya que no se puede cuantificar de una manera confiable. Fred H. Klopstock³³ estimó en marzo de 1968 que, por cada eurodólar, existía un efecto multiplicador en el volumen de depósitos de 1.5 a 1.9; sin embargo, este cálculo está sujeto a muchas reservas, ya que no se conoce el uso que un prestatario de eurodólares dará a su dinero: puede colocarlo en un banco europeo, depositarlo en una cuenta en Estados Unidos, o bien cambiarlo por otras monedas diferentes. En el primer caso los eurodólares regresan al mercado y en los otros dos éstos abandonan el sistema. La probabilidad de estos dos últimos casos explica por qué el efecto del multiplicador es relativamente pequeño. (Ver el diagrama de flujo del mercado de eurodólares en la gráfica 2 del Apéndice Estadístico.)

3. *El mercado como un elemento de inestabilidad*

En el punto 3.2 de este segundo capítulo se examinó esta cuestión con mayor amplitud. Según lo había expuesto, se trata de uno de los temas más controvertidos acerca

³³ Klopstock, Fred H., *op. cit.*, p. 333.

del mercado. Sin embargo, dentro de un consenso muy amplio, el euromercado representa un elemento de inestabilidad para el sistema monetario internacional. Empero, como se ha explicado, es posible atenuar tal desventaja a través de controles directos e indirectos para supervisar las operaciones en eurodólares. En esta forma, el mercado dejará de ser un medio por el cual los movimientos especulativos se dirijan hacia aquellos países en los que el futuro de la paridad de sus monedas se muestre incierto. Sin embargo, consideramos que dicha supervisión y control del euromercado será muy difícil de incrementar, por las dificultades y peligros que presenta, y porque no existe ningún banco central supranacional que vigile el euromercado o que lo regule en la misma forma en que se hace en un mercado nacional.

Antes de terminar el análisis de las ventajas y desventajas que se atribuyen al mercado de eurodólares, habrá que aclarar que muchas de las críticas que se le hacen están fuera de lugar, ya que, después de todo, no es más que un mecanismo y, como tal, puede intensificar algunas reacciones psicológicas, aumentar el movimiento de fondos o incrementar diferencias entre las tasas de interés. No puede, empero, ser la causa de desequilibrios estructurales en las economías, sino que únicamente manifiesta el efecto de éstos.

Otra observación es que, a pesar de todas las críticas que se han hecho, el mercado ha salido adelante e incluso ha sobrevivido con renovado vigor a las diferentes crisis por las que ha atravesado el sistema monetario, y que han afectado a todas las principales monedas del mundo. Por otra parte, se ha especulado bastante ante la promesa hecha por las autoridades del Sistema de la Reserva Federal a principios de 1973, de que se permitirá una mayor libertad en las actividades financieras internacionales en el mercado de Nueva York y que se suprimirán los controles de la balanza de pagos. Sin embargo, se considera que el euromercado, al menos en su mayor parte, permanecerá alejado de

Wall Street por el temor de la reimplantación de controles en el futuro.

Por lo tanto, cabe pensar que el mercado de eurodólares continuará cambiando y adaptándose. Esperamos, por nuestra parte, que no solamente podrá sobrevivir, sino que continuará creciendo, ya que como indica Altman, "... el mercado ha llegado a ser una parte integral de los mercados financieros internacionales y que, a menos que el mundo se encamine hacia la autarquía financiera, sus funciones tendrán que ser realizadas por él mismo o por otro similar".³⁴

Asimismo, se puede prever, tomando en cuenta los últimos acontecimientos políticos y económicos, que las demás monedas que actúan en el euromercado y que por ahora tienen un volumen de operaciones reducido en comparación con el eurodólar, van a incrementar sus actividades en forma más acelerada, principalmente el euromarco y el eurofranco suizo, así como también el euroyén japonés.

³⁴ Altman, Oscar L., *op. cit.*, p. 17.

Conclusiones

HEMOS EXAMINADO DETENIDAMENTE las características principales del mercado de eurodólares, su origen, creación, desarrollo histórico y funcionamiento, así como las consecuencias que provoca en relación con los problemas de balanza de pagos, política monetaria, inversión extranjera y transmisión tecnológica.

Debemos definir, por último, si los cambios producidos por este mercado han contribuido positiva o negativamente al desarrollo del sistema monetario internacional. Por tal motivo, resumiremos a continuación las consecuencias principales del euromercado para ponderar si sus ventajas superan a las desventajas que presenta y si se obtiene un saldo a su favor. Habrá que ver, asimismo, si éste es suficiente para superar el riesgo de una agravación de sus desventajas, la que podría traer como consecuencia una crisis aguda en todo el sistema.

El mercado de eurodólares ha tenido las siguientes consecuencias:

1. Ha producido una estructura de tasas de interés más internacional en el sentido estricto de la palabra, es decir, sujeta al libre juego de las fuerzas del mercado.
2. Ha fomentado una mayor movilización y un eficiente aprovechamiento de fondos a nivel internacional.

3. Ha reducido las diferencias entre los niveles de las tasas de interés a nivel nacional, logrando con ello una mayor estabilización de las mismas.
4. Ha propiciado la inversión extranjera y su consecuente transmisión tecnológica en todo el mundo, principalmente en Europa.
5. Con relación a los problemas de balanza de pagos, si bien es cierto que ha ayudado a resolver algunos desequilibrios, también lo es que presenta problemas para algunos países que participan directamente en el mercado.
6. Ha contribuido a disminuir la eficiencia de las políticas monetarias nacionales.
7. Ha coadyuvado al financiamiento del comercio internacional, resolviendo parcialmente problemas de liquidez internacional.
8. Ha revolucionado los mercados monetarios internacionales tanto por sus nuevas técnicas financieras como por la flexibilidad de las mismas.
9. Ha introducido en el sistema monetario un elemento de inestabilidad.
10. Es indiscutiblemente una fuerza que ha fortalecido la posición internacional del dólar norteamericano, no obstante que en los últimos años dicha supremacía haya empezado a declinar.

En cuanto a las desventajas señaladas, recordemos que debe considerarse que el mercado de eurodólares, si bien crea problemas de balanza de pagos y ayuda a disminuir la eficacia de las políticas monetarias de los países relacionados directamente con él, también es cierto que esos pro-

blemas no son, fundamentalmente, atribuibles a su existencia, sino que se deben a profundos desajustes estructurales en las economías de los países.

Finalmente, respecto al elemento de inestabilidad que introduce en el sistema monetario y a las dificultades que implica su posible supervisión, son estos factores los que presionan a los países para que sumen sus esfuerzos a fin de llevar a cabo una restructuración del sistema monetario que consideramos impostergable.

Por lo tanto, tomando en consideración todo lo anterior, pensamos que los beneficios indiscutibles que presenta el mercado de eurodólares superan a sus desventajas, e incluso con sus fallas y a pesar de ellas estimamos que dicho mercado ha sido positivo para el desarrollo del sistema monetario internacional.

Apéndice Estadístico

Cuadro 1
EMISIÓN DE EURO BONOS POR NACIONALIDAD DEL PRESTATARIO

(En millones de dólares)

	1968	1969	1970	1971	1972
Estados Unidos	1 923.8	926.6	724.7	1 113.5	1 776.6
Reino Unido	150.7	210.0	231.8	461.4	871.5
Instituciones internacionales y europeas	25.0	40.0	143.1	147.5	401.2
Canadá	20.0	227.5	122.0	203.8	351.7
Sudáfrica	55.0	25.0	86.6	211.2	255.0
Dinamarca	40.8	118.9	92.3	153.2	206.3
Australia	25.0	91.0	87.3	100.3	204.3
Francia	120.3	116.5	246.8	209.3	185.2
Suecia	—	—	65.0	80.5	170.3
Finlandia	37.5	31.4	48.9	94.2	153.7
Holanda	180.0	143.1	223.1	203.6	124.8
México	92.0	45.0	—	27.3	111.0
Japón	170.0	246.0	108.3	121.9	106.0
Brasil	—	—	—	—	96.0
Noruega	24.4	—	90.8	45.0	92.4
España	—	25.0	—	97.0	86.0
Nueva Zelanda	34.4	25.0	—	43.9	64.2
Singapur	—	—	—	10.0	51.0
Hungría	—	—	—	25.0	50.0

(Continúa)

Cuadro 1 (Concluye)

(En millones de dólares)

	1968	1969	1970	1971	1972
Italia	75.0	155.0	312.3	122.3	50.0
Suiza	—	60.0	—	51.6	35.0
Austria	81.2	30.0	—	—	30.0
Argelia	—	—	—	—	25.0
Malasia	—	—	—	—	24.8
Grecia	—	—	—	—	20.0
Israel	—	—	—	—	20.0
Luxemburgo	—	20.0	15.0	15.0	20.0
Panamá	—	—	—	—	20.0
Alemania	—	190.0	79.7	33.2	19.6
Islandia	—	6.2	—	10.0	15.0
Venezuela	25.0	—	—	—	15.0
Jamaica	—	—	—	—	10.0
Argentina	25.0	—	50.0	—	—
Bélgica	20.0	—	—	—	—
Hong Kong	—	—	—	15.0	—
Irlanda	—	45.0	42.3	40.0	—
Portugal	5.0	—	—	—	—
<i>Total</i>	3 130.1	2 777.2	2 770.0	3 635.7	5 661.6

FUENTE: White, Weld and Co., Londres.

08
Cuadro 2

EMISIÓN DE EURO BONOS POR TIPOS DE PRESTATARIOS

(En millones de dólares)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Gobiernos nacionales	95.1	254.7	224.4	239.7	227.4	227.5	573.6
Instituciones gubernamentales nacionales	133.6	380.1	354.6	506.3	440.8	611.3	701.6
Gobiernos municipales	35.0	62.0	141.3	287.0	150.2	377.1	431.3
Instituciones internacionales y europeas	101.0	155.0	25.0	40.0	143.1	147.5	401.2
Compañías industriales y financieras:							
Bonos directos	470.5	817.7	599.8	622.7	1 568.7	1 977.3	2 443.1
Bonos con garantía	20.0	20.0	82.5	250.0	50.5	50.0	60.0
Bonos convertibles	222.0	227.0	1 727.5	831.5	189.3	245.0	1 050.8
Total	1 077.2	1 916.5	3 130.1	2 777.2	2 770.0	3 635.7	5 661.6

FUENTE: White, Weld and Co., Londres.

Cuadro 3

EMISIÓN DE EURO BONOS POR TIPOS DE MONEDAS *

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Dólares norteamericanos	837.2	1 716.3	2 361.5	1 630.5	1 733.0	2 188.0	3 288.0
Marcos alemanes	146.3	148.8	662.5	1 053.6	542.2	807.4	1 149.6
Francos franceses	—	12.2	20.3	—	—	46.8	465.3
Florines holandeses	—	—	—	33.1	390.8	290.0	392.9
Franco Luxemburgo	—	—	—	—	—	16.0	142.8
Libras esterlinas/Marcos alemanes	19.6	20.2	28.8	—	—	36.0	99.0
Dólares/Marcos alemanes	—	—	—	—	—	—	35.7
Coronas/Marcos alemanes	—	—	—	—	—	—	32.2
Unidades en Moneda Europea (ECU)	—	—	—	—	50.0	85.0	30.0
Libras esterlinas	—	—	—	—	—	—	26.1
Unidades Europeas de Cuenta (EUA)	74.1	19.0	57.0	60.0	54.0	166.5	—
<i>Total</i>	<i>1 077.2</i>	<i>1 916.5</i>	<i>3 130.1</i>	<i>2 777.2</i>	<i>2 770.0</i>	<i>3 635.7</i>	<i>5 661.6</i>

FUENTE: White, Weld and Co., Londres.

* Equivalente en millones de dólares.

Cuadro 4

VOLUMEN NETO DEL MERCADO DE EURODÓLARES

(En miles de millones de dólares)

	1966	1967	1968	1969	1970
<i>Fuentes</i>					
Estados Unidos	1.1	1.7	3.2	3.8	4.2
Europa Occidental ^a	8.4	9.6	13.2	18.3	21.0
Bancos (incluye bancos centrales)	5.6	5.6	8.0	8.5	11.3
Particulares, empresas, etc.	2.8	4.0	5.2	9.8	9.7
Resto del mundo	5.0	6.2	8.6	15.4	20.8
	<u>14.5</u>	<u>17.5</u>	<u>25.0</u>	<u>37.5</u>	<u>46.0</u>
<i>Usos</i>					
Estados Unidos	4.4	5.2	9.5	16.5	12.7
Europa Occidental ^a	6.3	6.9	7.9	11.6	17.4
Bancos (incluye bancos centrales)	2.6	2.8	3.2	6.0	7.3
Particulares, empresas, etc.	3.7	4.1	4.7	5.6	10.1
Resto del mundo	3.8	5.4	7.6	9.4	15.9
	<u>14.5</u>	<u>17.5</u>	<u>25.0</u>	<u>37.5</u>	<u>46.0</u>
<i>Posición neta^b</i>					
Estados Unidos	+3.3	+3.5	+6.3	+12.7	+8.5
Europa Occidental ^a	-2.1	-2.7	-5.3	-6.7	-3.6
Bancos (incluye bancos centrales)	-3.0	-2.8	-4.8	-2.5	-4.0
Particulares, empresas, etc.	+0.9	+0.1	-0.5	-4.2	+0.4
Resto del mundo	-1.2	-0.8	-1.0	-6.0	-4.9

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anual* de los respectivos años, Basilea, Suiza.^a Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Holanda, Inglaterra, Suecia, Suiza.^b El signo negativo indica que el país o el área de que se trate es un oferente neto del mercado, en tanto el signo positivo indica que es un usuario neto.

84

Cuadro 5

ESTIMACIÓN DEL VOLUMEN DEL EUROMERCADO

(En miles de millones de dólares)

Al final del periodo	Área europea informante *					No localizado	Total
	Total	Bancos ¹	Particulares, empresas, etc.	Estados Unidos	Resto del mundo		
<i>Usos</i>							
1969	15.0	7.0	8.0	16.8	12.0	0.2	44.0
1970	24.0	9.0	15.0	13.1	19.0	0.9	57.0
1971	32.8	13.7	19.1	8.3	28.9	1.0	71.0
1972	37.9	17.1	20.8	9.6	43.1	0.4	91.0
<i>Fuentes</i>							
1969	21.7	9.5	12.2 ²	4.1	17.6	0.6	44.0
1970	27.7	13.5	14.2 ²	4.5	24.0	0.8	57.0
1971	32.4	16.4	16.0 ²	6.1	31.4	1.1	71.0

1972	34.2	16.4	17.8 ²	6.9	47.9	2.0	91.0
<i>Posición neta</i> ³							
1969	-6.7	-2.5	-4.2	+12.7	-5.6	-0.4	—
1970	-3.7	-4.5	+0.8	+ 8.6	-5.0	+0.1	—
1971	+0.4	-2.7	+3.1	+ 2.2	-2.5	-0.1	—
1972	+3.7	+0.7	+3.0	+ 2.7	-4.8	-1.6	—

FUENTE: Bank for International Settlements, *Informe Anual*, 18 de junio de 1973, Basilea, Suiza.

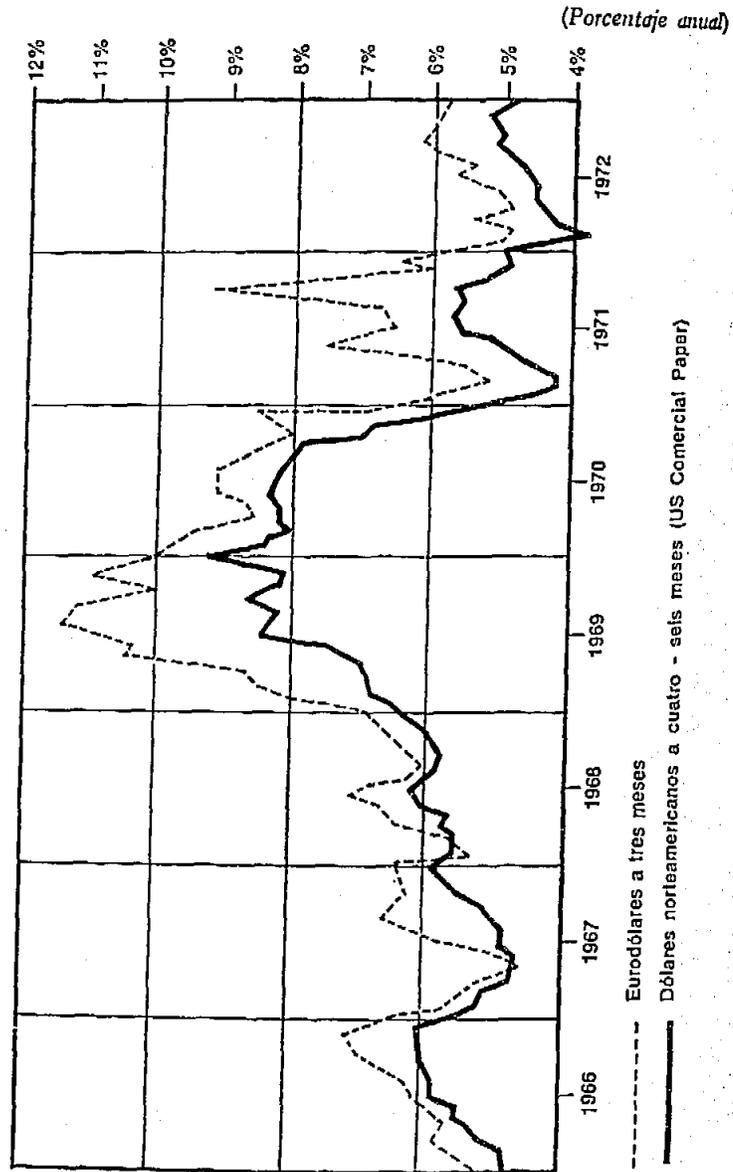
¹ Incluye: a) "Usos", las conversiones bancarias de moneda extranjera a moneda nacional y los fondos de monedas extranjeras suministrados por los bancos informantes a los bancos comerciales de los países de la moneda nacional de que se trate (por ejemplo, euromarcos depositados en bancos alemanes); b) "Fuentes", depósitos de las instituciones monetarias oficiales del área, las conversiones bancarias de moneda nacional a moneda extranjera y los fondos de monedas extranjeras obtenidos por los bancos informantes de los bancos en los países de la moneda de que se trate (por ejemplo, fondos recibidos en euromarcos de bancos alemanes).

² Incluye fondos fiduciarios en la medida en que son transmitidos por bancos suizos a otros bancos dentro del área en que no son reportados como pasivos frente a instituciones no bancarias fuera del área por los mismos bancos suizos.

³ El signo negativo indica que el país o el área de que se trate es un proveedor neto del euromercado, en tanto el signo positivo indica que es un usuario neto.

* Alemania, Bélgica, Francia, Inglaterra, Italia, Holanda, Suecia y Suiza.

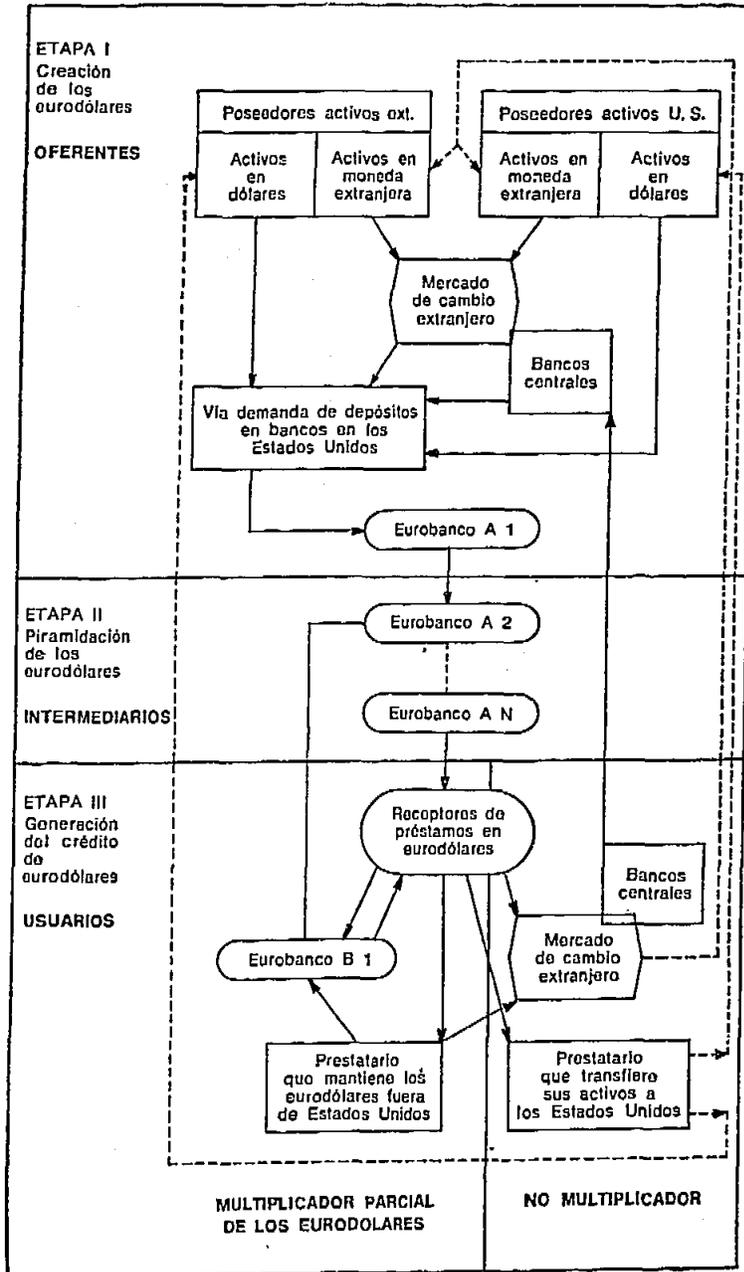
Gráfica I
 TASAS DE INTERÉS EN LONDRES Y NUEVA YORK



FUENTE: First National City Bank, Londres.

Gráfica 2

DIAGRAMA DE FLUJO DEL MERCADO DE EURODÓLARES



FUENTE: Williams, Eric C., "The Eurodollar Market", *Economic Papers*, Federal Reserve Bank of Cleveland, junio de 1970, p. 14.

Bibliografía

LIBROS

- BROVEDANI, BRUNO, *Bases analíticas de la política monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), México, 1961.
- EINZIG, PAUL, *The Euro-Dollar System*, Macmillan Co., Londres, 1970.
- KLOPSTOCK, FRED H., *El mercado monetario internacional: estructura, amplitud e instrumentos*, CEMLA, México, 1965.
- LAGUNILLA, ALFREDO, *Mercado de dinero y capitales*, SELA, México, 1963.
- MACILUP, FRITZ, "La creación de eurodólares: una historia de misterio" y "Los prestidigitadores y sus conejos", en *Análisis sobre el mercado de eurodólares*, CEMLA, México, 1971.
- POSTHUMA, S., "El sistema monetario internacional", CEMLA, México, 1964.
- Reading in International Financial Management*, editado por STONEHILL, ARTHUR I., Goodyear Publishing Co., California, U.S.A., 1970.
- SAYERS, RICHARD S., *Modern Banking*, Oxford University Press, Londres.
- SERVAN-SCHREIBER, JEAN-JACQUES, *El desafío americano*, Plaza y Janés, S. A., España, 1969.

- The Euro-Dollar*, editado por PROCHNOW, HERBERT V., Rand Mac Nally and Co., Chicago, 1970.
- TRIFFIN, ROBERT, *El oro y la crisis del dólar*, Fondo de Cultura Económica, México, 1962.
- Vida internacional de las monedas*, CEMLA, México, 1964.
- UNCTAD, *Los problemas monetarios internacionales y los países en desarrollo*, CEMLA, México, 1966.

REVISTAS Y PUBLICACIONES PERIÓDICAS

- ALTMAN, OSCAR L., "Foreign Markets for Dollars, Sterling and Other Currencies", en *International Monetary Fund Staff Papers*, noviembre de 1962.
- "Canadian Markets for U. S. Dollars", *International Monetary Fund Staff Papers*, diciembre de 1961.
- "Recent Developments in Foreign Markets for Dollars, and Other Currencies", en *International Monetary Fund Staff Papers*, marzo de 1963.
- "Euro-Dollars: some Further Comments", en *International Monetary Fund Staff Papers*, marzo de 1965.
- "Eurodólares: ¿Qué significan realmente?", *Finanzas y Desarrollo*, FMI-BIRF, marzo de 1967.
- ATKIN, JOHN, "Eurodollar Interest Rates", *The Banker*, Londres, enero de 1973.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Forty-Third Annual Report*, Basilea, Suiza, junio de 1973.
- BARTH, ALFRED W., "A Commercial Banker's View of International Liquidity", *International Banker's Review*, Vol. VII, 1966.
- BRIMMER, ANDREW F., "Eurodollars and the U. S. Balance of Payments", *Euromoney*, Vol. 1, Nº 7, Londres, diciembre de 1969.
- CAMPBELL, MARY, "Term Structure of the Eurocurrency Market", *The Banker*, Londres, abril de 1973, p. 372.
- CHASE MANHATTAN BANK, N. A., "Euro-Dollar Financing: A Guide for Multinational Companies", Nueva York, 1968.

- DAVIS, STEVEN I., "A Buyer's Market in Eurodollars", *Harvard Business Review*, Cambridge, Mass., mayo-junio de 1973, p. 119.
- DIRKS, FREDERICK C., "Funcionamiento del mercado bancario y monetario en los Estados Unidos", *Finanzas y Desarrollo*, FMI-BIRE, septiembre de 1970.
- DONGES, J. B. y KASPER, W., "Mayor flexibilidad de los tipos de cambio y su importancia para los países en desarrollo: Un recuento", *Trimestre Económico*, FCE, México, octubre-diciembre de 1970.
- EINZIG, PAUL, "Statics and Dynamics of the Euro-Dollar Market", *Economic Journal*, septiembre de 1961.
- "Some Recent Developments in Official Forward Exchange Operations", *Economic Journal*, junio de 1963.
- "Some Recent Changes in the Euro-Dollar System", *Journal of Finance*, septiembre de 1964.
- "Euromarkets: Financial Times Survey", *The Financial Times*, Londres, 8 de marzo de 1971 y 5 de marzo de 1973.
- FEDERAL RESERVE BANK OF CLEVELAND, "The Eurodollar Market", *Economic Papers*, junio de 1970.
- FERRAS, GABRIEL, *The European Dollar Market*, Institut d'Études Bancaires et Financières, París, diciembre de 1969.
- FIRST NATIONAL CITY BANK, *Monthly Economic Letter*, varios números.
- FRIEDMAN, MILTON, "El mercado de eurodólares: algunos principios fundamentales", *Boletín Mensual*, CEMLA, México, agosto de 1970, pp. 361-369.
- GILBERT, MILTON, "The future of the international monetary system", *Euromoney*, Vol. 1, Nº 6, Londres, noviembre de 1969.
- "Statement before the Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Economic Committee, U. S. Congress", 22 de junio de 1971.
- HUNT, LACY H., "Recurrent Crisis Plague World Monetary System", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, agosto de 1971.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Financial Statistics*, varios números, Washington, D. C.
- JORDIS-LOHAUSEN, SACHA, "Multinational Corporation and International Finance", discurso pronunciado en *Salzburg Assembly: Impact of the New Technology (SAINT)*, Austria, 17 de marzo de 1971.
- KLOPSTOCK, FRED H., "Efectos de los mercados financieros europeos sobre la balanza de pagos de los Estados Unidos", *Boletín Mensual*, CEMLA, México, julio de 1970, pp. 323-332.
- "Creación de dinero en el mercado de eurodólares: un comentario sobre las opiniones del profesor Friedman", *Boletín Mensual*, CEMLA, México, septiembre de 1970, pp. 431-435.
- MACHLUP, FRITZ, "Five Errors about the Eurodollar Market", *Euromoney*, Londres, julio de 1972, p. 8.
- O'BRIEN, R. S., "The Euro-Currency Market", *Journal of the Institute of Bankers*, Londres, agosto de 1971.
- OSSOLA, RINALDO, "El debate sobre el sistema monetario internacional", *Boletín Mensual*, CEMLA, México, marzo de 1966.
- REIERSON, ROY L., "The Euro-Dollar Market", *Bankers Trust Company*, Nueva York, julio de 1964.
- "Turbulence in the International Exchange Markets", *Bankers Trust Company*, Nueva York, abril de 1971.
- "The Latest Monetary Crisis", *Bankers Trust Company*, Nueva York, mayo de 1971.
- SALAS-PORRAS, CARLOS, "The Euro-Funds Market", *Unpublished Papers*, Columbia University, Graduate School of Business, noviembre de 1970.
- SEIPP, WALT, "The Euro-Currencies in 1973", *Conference Financial Time-Investors Chronicle*, Londres, 20 de febrero de 1973.
- SNEDDON-LITTLE, JANE, "The Euro-Dollar Market: Its Nature and Impact", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, mayo-junio de 1969.

- SCHWEITZER PIERRE-PAUL, "Análisis de la situación financiera mundial", *Boletín Mensual*, CEMLA, México, marzo de 1966.
- SILBERMAN, LEE H., "The Euro-Commercial Paper Carper", octubre de 1970.
- The Economist para América Latina*, Suplemento Especial, "Los Nuevos Internacionalistas: La Banca en el Mundo", Vol. 3, Nº 25, Londres, diciembre de 1969.
- UNITED CALIFORNIA BANK, "1971 Forecast: The Outlook for Money Markets and Interest Rates", noviembre de 1970.
- WALTERS CASSEL, A. A., "The Longer Term Future for the Euromarkets", *Conference Financial Times - Investors Chronicle*, Londres, 20 de febrero de 1973.
- WELLES, CHRIS, "Eurodollar: Using the Multinational Currency", *Corporate Financing*, marzo-abril de 1970.

Índice

	<i>Página</i>
PRESENTACIÓN	VII
INTRODUCCIÓN	1

Capítulo I

EL MERCADO MONETARIO INTERNACIONAL DESPUÉS DE 1957: SURGIMIENTO DEL MERCADO DE EURODÓLARES	3
1. Mercado de eurodólares	5
1.1. Definición	5
1.2. Características	5
1.3. Proceso de creación de los eurodólares	6
2. Origen y evolución del mercado de eurodólares	14
2.1. Desarrollo histórico	14
2.2. Controversia teórica sobre el origen de los eu- rodólares	17
3. Estructura del mercado de eurodólares	27
3.1. ¿Quiénes actúan en el mercado?	27
3.2. Funcionamiento del mercado de eurodólares	29
3.2.1. Financiamiento a corto plazo	30
3.2.2. Financiamiento a mediano plazo	32
3.2.3. Financiamiento a largo plazo	33
3.3. Dimensión y distribución geográfica del mer- cado de eurodólares	38
	95

Capítulo II

CONSECUENCIAS DEL MERCADO DE EURODÓLARES . . .	41
1. El mercado de eurodólares y la balanza de pagos .	43
2. El mercado de eurodólares y la política monetaria .	50
3. El mercado de eurodólares y otros problemas económicos	55
3.1. Inversiones directas y transmisión de tecnología	55
3.2. El mercado de eurodólares y el sistema monetario internacional	58
4. El mercado de eurodólares y su futuro	64
CONCLUSIONES	73
APÉNDICE ESTADÍSTICO	77
BIBLIOGRAFÍA	89