

702/1

MERCADO DE EURODIVISAS

ANÁLISIS DE SU EVOLUCIÓN E IMPLICACIONES

Ry. FEE-40.434 M
M X-54-122556-0

Teaia Doctoral presentada por
Emilio Ontiveros Baeza
dirigida por el Catedrático
D. Eduardo Bueno Campos
Universidad Autónoma de Madrid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales
Septiembre, 1.978

INDICE

Pag.

PREFACIO

1ª PARTE: ORIGENES Y ESTRUCTURA DEL MERCADO

I. INTRODUCCION	1
1. DELIMITACION CONCEPTUAL	3
2. MARCO OPERATIVO DEL MERCADO	9
NOTAS AL CAPITULO	14
II. ORIGEN Y FACTORES DETERMINANTES DEL DESARROLLO DEL MERCADO	16
1. ANTECEDENTES	16
2. FACTORES QUE PROPICIAN EL DESARROLLO INICIAL DEL MERCADO.	21
2.1. Desconfianza de las Autoridades monetarias soviéticas respecto al sistema financiero estadounidense ..	23
2.2. Crisis de la libra esterlina	26
2.3. Retorno a la convertibilidad externa de las principales monedas europeas	29
2.4. Déficits de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos	33
2.4.1. Naturaleza y origen	34
2.4.2. Incidencia sobre el mercado	39
2.5. Regulaciones restrictivas del sistema bancario de Estados Unidos	46
2.5.1. Impuesto de equiparación de Intereses (Interest Equalization Tax: I.E.T.)	49
2.5.2. Programa de restricciones crediticias voluntarias	60

2.5.3. Regulación "Q"	69
2.5.4. Regulación "M"	76
3. PONDERACION DE LOS DISTINTOS FACTORES	82
NOTAS AL CAPITULO	86
· III. ESTRUCTURA GEOGRAFICA E INSTITUCIONAL	99
1. ESTRUCTURA GEOGRAFICA	100
2. ESTRUCTURA INSTITUCIONAL	111
2.1. Bancos Centrales	115
2.2. Bancos Comerciales (Eurobancos)	118
2.3. Presencia de la Banca Norteamericana	122
NOTAS AL CAPITULO	132
IV. OFERTA Y DEMANDA DEL MERCADO. FACTORES DETERMINAN- TES DE LOS TIPOS DE INTERÉS	137
1. ORIGEN Y UTILIZACION DE LOS FONDOS	145
1.1. Oferentes	140
1.1.1. Instituciones Oficiales	140
1.1.2. Bancos Comerciales	147
1.1.3. Entidades no financieras	150
1.2. Demandantes	152
1.2.1. Instituciones Oficiales	153
1.2.2. Bancos Comerciales	154
1.2.3. Entidades Privadas no financieras	157

2. FACTORES DETERMINANTES DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA	161
2.1. Factores que afectan a la oferta	161
2.2. Factores que afectan a la demanda	166
3. DETERMINACION DE LOS TIPOS DE INTERES	172
3.1. Factores determinantes	172
3.2. Interdependencia con los tipos de interés naciona - les: análisis estadístico	175
NOTAS AL CAPITULO	186
ANEXO: Mecanismos de arbitraje en el mercado de eurodivisas	197
NOTAS AL ANEXO	221
V. EL MECANISMO DE CREACION Y EXPANSION DE LAS EURO- DIVISAS	230
1. PROCESO DE CREACION DE EURODIVISAS	233
2. PROCESO DE EXPANSION MULTIPLE: EVALUACION DEL COEFICIEN- TE MULTIPLICADOR DE LAS EURODIVISAS	242
2.1. Interpretaciones del proceso expansivo del euromer- cado	250
2.1.1. Interpretación de Milton Friedman	251
2.1.2. Proceso piramidal de depósitos interbanca -- rios	256
2.1.3. Versión de Clendenning: Dependencia de los - redepósitos de los bancos centrales	266
2.1.4. Crítica de los modelos anteriores	271

3. UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL	278
3.1. Principios Básicos	278
3.2. Desarrollo del modelo	284
4. DIMENSION DEL MERCADO	294
4.1. Dimensión bruta y dimensión neta: Definición de criterios de medición	295
4.2. Posiciones interbancarias y doble cómputo	301
NOTAS AL CAPITULO	312
ANEXO	321

2ª PARTE: EVOLUCION E IMPLICACIONES

VI. IMPLICACIONES Y RIESGOS ASOCIADOS DEL MERCADO	331
1. POTENCIAL INFLACIONISTA DEL MERCADO	335
1.1. Incidencia en la oferta monetaria mundial	335
1.2. Capacidad de creación crediticia	345
1.3. Contrastación estadística	347
2. INESTABILIDAD MONETARIA Y MOVIMIENTOS ESPECULATIVOS	353
2.1. Tipificación de las operaciones especulativas	354
2.2. Incidencia del euromercado	357
3. EL MECANISMO DE "TRANSFORMACION": LOS CREDITOS "ROLL-OVER"	366
3.1. Créditos "Roll-Over"	367

4. ENDEUDAMIENTO DE PAISES EN VIAS DE DESARROLLO	389
4.1. Actividad de los paises en vias de desarrollo	391
4.2. Análisis de riesgos y propuestas de cobertura	405
4.2.1. Diferenciación de préstamos	405
4.2.2. Creación de un fondo internacional de seguros.	417
4.2.3. La agencia central de información sobre - - eurodólares	424
4.2.4. Riesgos políticos	431
 NOTAS AL CAPITULO	 438
 ANEXO I.: UN SISTEMA DE INDICADORES PARA EL ANALISIS DEL - RIESGO POLITICO	 454
 ANEXO ESTADISTICO	 462
 VII. PROPUESTAS DE CONTROL O INTERVENCION SOBRE EL MER CADO	 467
1. ACTUACIONES SOBRE EL SISTEMA EUROBANCARIO	470
2. FORMAS DE INTERVENCION DE LOS BANCOS CENTRALES	476
2.1. El problema de "Prestamista en última instancia" ..	476
2.2. Determinación del Banco Central responsable	479
 3. CONTROL MONETARIO	 487
 NOTAS AL CAPITULO	 504

VIII. CRISIS Y CONSOLIDACION DEL MERCADO: ANALISIS DE - LA EVOLUCION DEL MERCADO DE EUROREDITOS EN EL PE RIODO 1970-1977	508
1. DEFINICION DEL MARCO DE EMERGENCIA DE LA CRISIS	512
1.1. La crisis del sistema monetario internacional	512
1.2. Incidencia de la crisis del S.M.I. en el mercado de eurodivisas	525
1.3. Crisis del petroleo y problemas de reciclaje	533
2. CRISIS DEL MERCADO DE EURODIVISAS	544
2.1. Factores determinantes e implicaciones	544
2.2. Indicadores del mercado de eurocréditos en 1974 ...	555
3. RECUPERACION DE LA CONFIANZA Y CONSOLIDACION DEL MERCADO : 1975-1976	564
3.1. Factores impulsores de la recuperación	565
3.2. Consolidación y relanzamiento del mercado	573
3.2.1. Indicadores del mercado de eurocréditos en - 1975 y 1976	573
4. EVOLUCION RECIENTE Y PERSPECTIVAS	594
4.1. Comportamiento del mercado en 1977	595
4.2. Situación actual y perspectivas	603
4.2.1. Situación reciente	643
4.2.2. Perspectivas para el conjunto del año	601
NOTAS AL CAPITULO	673
ANEXO ESTADISTICO	691

IX. CONCLUSIONES

714

BIBLIOGRAFIA

733

PREFACIO

El trabajo que se presenta como Tesis Doctoral bajo el título de "Mercado de Eurodivisas -Análisis de su Evolución e Implicaciones-", trata de recoger el resultado del estudio que desde hace algunos años centré en el área de las finanzas internacionales, y en especial en el tema objeto de esta obra, como una de las disciplinas de mayor interés a lo largo de mi evolución como profesional de la empresa privada y profesor universitario. Desde mi incorporación, en 1972, al departamento exterior de una de las primeras empresas industriales españolas con acceso al mercado de eurodivisas, la inquietud por el tema genérico de la financiación internacional fué cristalizándose en una serie de trabajos, seminarios, publicaciones y, posteriormente, en la realización de la Tesina de licenciado en esta Facultad -"Expansión, Crisis y Consolidación del Mercado de Eurodivisas", Mayo 1976- que, dirigida por el Dr. Durán, obtuvo la calificación de sobresaliente. Este último aspecto unido a mi dedicación exclusiva a las tareas universitarias, contribuyeron a que la preocupación por el tema objeto de estudio se asentara sobre unas bases más rigurosas, disponiendo de una excelente capacidad de contraste derivada de mis explicaciones como profesor de Financiación Internacional. La participación creciente de prestatarios españoles en el mercado de eurodivisas y la escasez de estudios sobre el tema en nuestro país, fueron indudablemente estímulos importantes para la presente investigación.

Justificada en estos términos la elección del área objeto de investigación, el objetivo perseguido en la misma se centra, esencialmente, en el establecimiento de una estructura conceptual suficientemente válida y actualizada que nos permita analizar las implicaciones que la actividad del euromercado comporta y, más concretamente, las derivadas del crecimiento en la actividad del mismo.

El mercado de eurodivisas en su contextura actual, dista bastante de la vigente a finales de la pasada década y -- primeros años de la presente, cuando una parte mayoritaria de los estudios sobre el mercado vieron la luz, limitados forzosamente a otorgar al tema objeto de estudio un tratamiento básicamente descriptivo e institucional, sin apenas referencia a la propia dinámica del mercado y, sobre todo, a las implicaciones derivadas del mismo. La ausencia de una estructura conceptual concebida a priori convirtió al mercado de eurodivisas en un armazón institucional cuyas funciones, mecanismos de actuación e instrumentos crediticios emergían y se iban acoplando al mismo en función del desarrollo del mercado, esencialmente condicionado por la evolución de la economía occidental en su conjunto y básicamente, por la del sistema monetario internacional. En este sentido, la crisis experimentada por el sistema concebido en Bretton Woods y las nuevas -- condiciones creadas por la elevación de los precios del petróleo y los problemas de reciclaje derivados, han remo

delado las coordenadas sobre las que muchos de estos trabajos se habfan asentado. Sirva como referencia importante, la convulsión sufrida por el sistema eurobancario en 1974, forzosamente obviada en los análisis anteriores a esta fecha.

Con estas premisas, en nuestro ánimo ha estado dotar a la presente investigación de un enfoque dinámico que nos permita reflejar la realidad cambiante del mercado desde sus orígenes hasta los momentos presentes, proporcionando los elementos de juicio necesarios para comprender su trayectoria e implicaciones en el amplio contexto del proceso general de internacionalización del capital reseñado anteriormente. Tal aproximación conceptual, no ha de suponer sin embargo, obviar el tratamiento de aspectos estructurales e institucionales necesarios para una visión global del tema objeto del estudio. Así, la estructura de la Tesis descansa en dos bloques fundamentales a través de los cuales se articulan los dos grupos de cuestiones señaladas: La estructura y orígenes del mercado en primer lugar, y el análisis de su evolución e implicaciones, en la segunda parte.

La idea fundamental que preside la primera parte de la obra, -"Orígenes y Estructura del Mercado"- es la de proporcionar los elementos de análisis suficientes para, una vez justificada históricamente la necesidad del mercado, analizar su estructura y mecanismos básicos de actuación.

Tras una introducción delimitadora de los elementos conceptuales básicos y del marco operativo del mercado, fundamentalmente en su segmento a medio plazo o mercado de eurocréditos, en el Capítulo II se analizan los factores determinantes de la emergencia del mercado y, básicamente, de su evolución inicial. La valoración ponderada del conjunto de acontecimientos y factores impulsores hemos pretendido realizarla en un contexto de contraste y discusión con las posiciones mantenidas por los autores más significativos. La sustancial participación del sector de eurodólares en la configuración no solo inicial, sino incluso en la realidad actual del mercado de eurodivisas, justifica las permanentes referencias a éstos, en éste y en la generalidad de los capítulos de esta primera parte.

El marco geográfico e institucional en el que tienen lugar las operaciones en eurodivisas es analizado en el Capítulo III -"Estructura Geográfica e Institucional"- en el que, ante todo, se pretende subrayar el carácter extraterritorial del mercado y la dispersión geográfica como notas definidoras del mismo. Los agentes institucionales y en especial el papel de las entidades eurobancarias, completan la función básicamente descriptiva asignada al Capítulo. La participación de los agentes institucionales como oferentes y demandantes y sus motivaciones básicas, son tratados en el Capítulo IV -"Oferta y Demanda del Mercado. Factores determinantes de los tipos de interés"- donde se estudia

el conjunto de elementos determinantes de los tipos de interés del euromercado y el grado de dependencia de éstos - respecto a los tipos vigentes en los mercados nacionales, así como las nuevas posibilidades de arbitraje que surgen como consecuencia de la definición de esta nueva estructura de tipos de interés a nivel internacional, donde se concreta una buena parte de la capacidad innovadora implícita en el mercado de eurodivisas.

La primera parte de la Tesis se completa con el Capítulo V -"Mecanismos de Creación y Expansión de las Eurodivisas"- considerado de transición entre ambos bloques del estudio, y cuyo campo de estudio se centra en las versiones explicativas del proceso de creación y expansión de recursos en eurodivisas en un marco de contestación a los modelos tradicionales, ofreciendo alternativamente un modelo explicativo de ese proceso expansivo, basado en consideraciones más próximas al comportamiento de los eurobancos, que las vigentes en un sistema bancario doméstico. Las distintas estimaciones de la dimensión del mercado completan el Capítulo, cuyas conclusiones sientan una parte del análisis realizado en la segunda parte, y más concretamente en los Capítulos VI y VII.

Establecidas las coordenadas fundamentales en las que se encuadra la actividad en euromonedas, la segunda parte de la obra bajo una perspectiva lo más actualizada posible, reco-

ge los componentes quizás mas novedosos del estudio que, sin pretender asignarles el carácter de aportaciones propias, -- pensamos constituyen un intento de sistematización y síntesis de dos grupos de cuestiones esenciales para la comprensión global del mercado de eurodivisas. Las constantes que han dominado en su evolución reciente y las implicaciones y riesgos que su actividad lleva implícita, temas genéricos -- agrupados en los tres capítulos siguientes.

En el primero de éstos --"Implicaciones y Riesgos Asociados al Mercado"-- son analizadas las virtuales implicaciones y riesgos implícitos en la actividad del euromercado. El potencial inflacionista que un buen número de autores suelen imputar al euromercado es discutido en este capítulo junto con los riesgos de especulación, transformación de vencimientos e insolvencia de prestatarios soberanos, básicamente de países en vías de desarrollo. En base a los resultados de este análisis, habrá de justificarse el grado de control o intervención oficial al que debería ajustarse la actividad en euromonedas, tema en el que se centra el Capítulo VII --"Propuestas de Control e Intervención sobre el Mercado"-- donde se exponen las posiciones más significativas defensoras del establecimiento de mecanismos mas o menos coercitivos de control e intervención sobre la actividad y participantes en el mercado de eurodivisas. Caracterizado el euromercado por la ausencia de regulaciones restrictivas sobre sus actividades, potenciadora de una amplia libertad en la movilidad de los --

flujos financieros, cualquier intento de intervención sobre el mismo no solo habrá de partir de la consideración real - de su naturaleza, sino de la incidencia que tales controles o restricciones habrán de tener sobre la función distributiva que a nivel internacional tiene de hecho asignada el - - euromercado en los momentos actuales.

El proceso de cambio operado en el mercado de eurodivisas - en los "años de madurez" del mercado (1970-74), en estrecha relación con la evolución del sistema monetario internacional, es en síntesis el objeto del Capítulo VIII. De forma - específica, nuestra atención se centra en el análisis de -- las motivaciones y trascendencia de la crisis eurobancaria de junio de 1974. La importancia de tal convulsión en la -- historia del euromercado, justifica el detenido estudio que se pretende realizar, más aún cuando los diversos indicadores de la actividad del mercado en los últimos meses, especialmente en su segmento a medio plazo, están siendo utilizados progresivamente como elementos rememoradores de aquella gran crisis de confianza. El nivel de recursos canalizados a través del mercado en nuestros días y el grado de compromiso en tal actividad de un número creciente de entidades privadas y públicas, justifica, en nuestra opinión, este intento explicativo que se pretende vaya más allá de la simple síntesis histórica, para enlazar con las implicaciones definidas en el Capítulo VI, sin abandonar el marco general y determinante en última instancia, que supone la cri

sis del sistema monetario internacional en su conjunto.

Cierra nuestro trabajo el conjunto de conclusiones más significativas obtenidas a lo largo del proceso de estudio, de cuyas limitaciones somos conscientes en su capacidad innovadora. Nuestro propósito quedaría cumplido y nuestro esfuerzo remunerado si el trabajo que presentamos, satisfechas -- las exigencias que como tarea investigadora ha de reunir -- fuera, ante todo, útil; en primer lugar, en el marco universitario en el que se concibió y, adicionalmente, en la perspectiva de que la progresiva presencia de la empresa española en el contexto económico y financiero internacional vaya acompañada de intentos esclarecedores de tal realidad. - Nuestro estudio en este área, en modo alguno lo podemos dar como concluido, en la medida que somos conscientes del amplio horizonte de investigación que en el tema de referencia permanece abierto y de la necesidad de profundización -- una vez cubierta una etapa de aprehensión básica -- en áreas específicamente más vinculadas a la realidad empresarial española.

De las insuficiencias y limitaciones de esta Tesis, no puede responsabilizarse a aquellas personas que de un modo u -- otro han prestado su colaboración en el desarrollo de la -- misma. Quiero dirigir mi agradecimiento especial al profesor Bueno Campos, Director de Tesis, quién desde el primer momento prestó todo su interés y ayuda, siguiendo paso a pa

so no solo en el presente trabajo, sino en conjunto de mi actividad como profesor universitario, encontrando permanentemente un apoyo de difícil valoración en estas líneas; al profesor Cañibano, Director del Departamento de Financiación, en el seno del cual una buena parte de las ideas aquí expuestas han sido elaboradas y contrastadas; al profesor Durán Herrera, especialista destacado en los temas de financiación internacional, vinculado a mis trabajos desde sus inicios y cuya proximidad no ha dejado de actuar positivamente; a todos mis compañeros profesores y a mis alumnos, que de diversas formas han estimulado el desarrollo y finalización del presente trabajo.

PRIMERA PARTE

**ORIGENES Y ESTRUCTURA DEL
MERCADO.**

I. INTRODUCCION

Desde el final de la Segunda Guerra Mundial, la actividad económica de los países occidentales ha estado caracterizada por un fenómeno de carácter dual, como es el creciente proceso de internacionalización de las transacciones reales y monetarias, parejo a un proceso no tan progresivo pero evidente, en la difusión del poder económico regido del anterior. La culminación de ambos procesos se hará visible a principios de la presente década con la ruptura del sistema monetario concebido en Bretton Woods y la persistente puesta en cuestión del papel director que el sistema económico estadounidense en su conjunto y, en especial su moneda, tenía atribuido desde entonces. En el contexto de estos últimos años, el desarrollo del mercado de eurodivisas y básicamente su sector en eurodólares, -- actúan como elemento de concreción fundamental, pero no único, en ese proceso de internacionalización de la actividad financiera, con importantes atributos autónomos respecto a las autoridades monetarias norteamericanas. La innovación que el euromercado ha introducido sobre la esfera financiera internacional, no ha consistido en la adquisición de dólares por los bancos europeos, sino en la gestión eficaz en términos económicos de estos dólares en el exterior de los Estados Unidos por el sistema bancario internacional.

Con estas premisas, tratamos de establecer una estructura conceptual suficientemente válida de la actividad en euro

divisas, para insertar en ella, el desarrollo analítico de las implicaciones asociadas al crecimiento de tal actividad. Para ello, y como objeto esencial de este capítulo introductorio, pensamos es necesario establecer los elementos conceptuales básicos sobre los que ha de girar nuestro trabajo, que no por tópicos que puedan resultar, dejan de ser en nuestra opinión, fundamentales. La referencia mayoritaria a los eurodólares, ha de entenderse en un doble sentido: por un lado, el desarrollo del euromercado ha estado desde sus orígenes vinculado estrechamente al comportamiento de la divisa americana, siendo ésta, todavía en nuestros días, la componente más importante del mercado; adicionalmente, el tratamiento metodológico de algunas áreas del mercado se facilita considerablemente mediante el uso como paradigma básico del eurodólar, sin perder por eso el análisis global su necesario rigor.

1. DELIMITACION CONCEPTUAL

Entendemos por eurodólares aquellos dólares depositados (por residentes o no-residentes estadounidenses) en entidades bancarias localizadas fuera de las fronteras de Estados Unidos, incluidas las sucursales extranjeras de los bancos con sede central en este país. Dado que la decisión de crear un depósito en eurodólares no conlleva el desplazamiento físico de los dólares desde Estados Unidos hacia el país donde se materializa el depósito, los activos que se corresponden con la nueva creación de eurodólares, tomarán generalmente la forma de derechos sobre bancos estadounidenses. El criterio, por tanto, de distinción entre un dólar y un eurodólar es la localización geográfica del depósito y no la nacionalidad de su titular. Por consiguiente, los eurodólares son dólares, pero dólares adquiridos y negociados fuera de EE.UU.

El mercado de eurodólares es por tanto, un mercado de recursos financieros en dólares, donde los intermediarios son bancos emplazados fuera del territorio americano y donde las condiciones que rigen son distintas a las del mercado monetario de aquel país.

Hoy el concepto se ha ampliado, y además de eurodólares se habla de euromonedas o eurodivisas con similar imprecisión que cuando se maneja el término original, ya que el prefijo "euro" no limita geográficamente el ámbito del mercado. Ja -

pón o Singapur por ejemplo, a través de los depósitos bancarios en monedas extranjeras, participan de igual forma en el mercado de euromonedas: deberíamos entonces hablar del mercado de "asiadólares" o "asiamonedas". El origen del término "euro" deriva del código abreviado utilizado por las autoridades monetarias de los países de Europa del Este en sus transferencias a la Banque Commercial Pour L'Europe du Nord (Euro-banque), dependiente de la banca estatal soviética.

Por otro lado, no todas las monedas son susceptibles de ser "eurodenominadas". Para que una divisa pueda ser considerada como "euromoneda", ha de reunir dos características básicas:

- a) Ser libremente convertible en otras monedas por no-residentes; y
- b) Que el centro donde se opera con esa divisa no tenga establecidos controles o/y restricciones sobre los depósitos en moneda extranjera.

La primera de las condiciones es necesaria en la medida que una gran parte de los recursos captados en el euromercado - lo son para cubrir necesidades financieras en países distintos al emisor de la moneda. La segunda condición, a cuyo estudio dedicaremos una buena parte del capítulo siguiente, se justifica inicialmente en base a la competitividad carac

terística de este mercado que no permite reducciones en el nivel de actividad de los bancos presentes en el mismo - - "eurobancos"-, vía retenciones de recursos en concepto de reservas sobre depósitos o cualquier otro mecanismo res - - trictivo.

El dólar sigue teniendo un peso operacional cuantitativa - mente muy superior al resto de las euromonedas, como se ve en el cuadro adjunto, debido fundamentalmente a su condi - ción de moneda de reserva y medio de pago en los intercam - bios comerciales y transacciones internacionales. De ahí - que en lo sucesivo, tal como señalabámos en páginas prece - dentes, gran parte de la exposición de este tema se centre en la subespecie del eurodólar como divisa más significati - va en estas operaciones

COMPOSICION POR MONEDA DE LOS PASIVOS EUROBANCARIOS

(Marzo - 1.976)

DOLAR USA	72,0	%
MARCO ALEMAN	15,0	%
FRANCO SUIZO	0,8	%
LIBRA ESTERLINA	0,2	%
OTRAS DIVISAS	<u>12,0</u>	%
TOTAL ..	100,0	%
	=====	

Fuente: Euromoney, Marzo 1.976, p. 53.

El eurodólar como hemos visto, no es una subespecie del dólar, de igual forma que el eurofranco suizo tampoco lo es del franco suizo; es importante matizar la condición de extra territorialidad, ya que el gran volumen de dólares en poder de no-residentes americanos, que sin embargo, no se encuentran depositados en bancos emplazados fuera de USA, no forman parte del mercado de eurodólares, aunque pertenecan a lo que denominaríamos el mercado potencial de eurodólares, ya que sólo es necesario su depósito en un banco situado fuera de USA para que adquieran tal condición. En resumen, las características básicas de los eurodólares podemos sintetizarlas en las dos siguientes: (1)

- 1°.- Constituyen obligaciones de pagos en dólares a corto plazo; y
- 2°.- Estas obligaciones lo son de entidades bancarias localizadas fuera de los Estados Unidos.

En la configuración inicial del euromercado habría que destacar tres elementos igualmente característicos: La importancia específica del papel desempeñado por los bancos, la reglamentación vigente sobre el mismo y el carácter de las operaciones que en el mercado tienen lugar.

Las instituciones bancarias presentes en el euromercado desempeñan básicamente una función de intermediación, en la medida que cualquier operación en eurodólares pone inevita

biamente en juego a un banco situado en Estados Unidos y a un banco emplazado fuera de aquel país. Este papel específico de los eurobancos constituye por sí mismo, una de las razones básicas de los importantes volúmenes manejados en cada operación, necesarios para rentabilizar dicha función intermediadora habitualmente remunerada con estrechos márgenes o diferenciales. (2)

La ausencia de una regulación específica sobre el mercado de eurodivisas es quizás la característica diferenciadora más importante. En efecto, los bancos participantes en el euromercado están sujetos únicamente a la reglamentación de los países donde aquellos se implantan, de ahí la importancia que adquirieron plazas financieras con una legislación flexible y permisiva en términos relativos (Londres, Bahamas, etc.). Sin limitaciones sobre los tipos de interés remuneradores sobre los depósitos y sin exigencias de reservas mínimas sobre éstos, las tasas deudoras y acreedoras son fijadas mediante el juego libre de la oferta y de la demanda. Es precisamente esta ausencia de regulación sobre el mercado, la que otorga un papel particularmente importante a la "calidad" del participante en el mercado, como única garantía del buen fin de las operaciones concertadas.

En tercer lugar, las operaciones realizadas en el euromercado están definidas por consideraciones de rentabilidad,

flexibilidad y seguridad. Inicialmente el euromercado actuaba en gran medida como canal de financiación del comercio internacional, sin embargo, actualmente esta actividad representa escasamente un 25 % del total de sus operaciones. A lo largo de su desarrollo, el mercado ha ido descubriendo funciones propias, teniendo todas ellas como denominador común la de servir de vínculo entre los distintos mercados monetarios nacionales, permitiendo una mayor movilidad de capital. Desde el punto de vista de las operaciones entre bancos comerciales, el mercado de eurodivisas es un mercado bancario internacional que desempeña el papel de un mercado monetario. Igualmente, bajo el prisma de las transacciones financieras con el sector no bancario, se configura como un mercado de crédito. Por tanto, el contenido funcional básico queda sintetizado en su doble carácter de mercado interbancario y mercado de intermediarios. Como principal mercado de fondos a corto plazo, el mercado de eurodivisas es particularmente significativo debido a su alto grado de libertad, flexibilidad y competencia; característica esta última que viene determinada por la elevada magnitud de las operaciones que, sin excesivo riesgo, permite a los eurobancos adoptar estrechos márgenes entre operaciones activas y operaciones pasivas. (3)

2. MARCO OPERATIVO DEL MERCADO DE EUROCREDITOS

Como mercado de crédito, el marco operativo del mercado de eurodivisas se encuentra diversificado en un conjunto de operaciones tipificadas en función de su vencimiento, forma y objeto de las mismas. Independientemente del circuito a corto plazo que el propio mercado interbancario constituye por sí mismo, el denominado mercado de "euroefectos comerciales", de reciente aparición y escasa importancia cuantitativa, está centrado en la financiación de transacciones comerciales con plazos típicos de tres meses, si bien en ocasiones pueden encontrarse vencimientos que alcanzan los cinco años. La financiación a medio plazo es proporcionada por el mercado de eurocréditos que constituye actualmente el segmento de operaciones activas eurobancarias más importante. Su vencimiento tiene como límite inferior habitual los dos años y un máximo no superior, en la generalidad de las operaciones, a quince años; en los últimos años, vencimientos comprendidos entre cinco y siete años han sido los de contratación más frecuente, si bien como tendremos ocasión de analizar en otras partes de este trabajo, la duración de las operaciones de crédito se muestra especialmente sensible a la coyuntura del euromercado. (4) En tercer lugar, el mercado de "euro-obligaciones" o "eurobonos", aparece como el sector más diferenciado con vencimientos que al menos teóricamente, exceden a los concertados en el mercado de eurocréditos. La existen-

cia de un mercado secundario para estas emisiones en las principales plazas financieras es, en nuestra opinión el factor diferenciador básico de este segmento.

Dada la especial atención que en el contexto de nuestro trabajo es prestada al mercado de eurocréditos, creemos importante reseñar esquemáticamente el cuadro operativo básico en el que dichas operaciones pueden formalizarse. La siguiente clasificación no intenta más que establecer el marco de referencia básico sin tratar de abordar aspectos que lo serán en otras partes de esta tesis o que, simplemente exceden los propósitos de la misma. (5)

I. PRESTAMISTA UNICO

- A. Préstamo bancario simple
- B. Línea de crédito

II. GRUPO DE PRESTAMISTAS

A. Eurocréditos sindicados

1. Préstamo bancario sindicado tradicional (tipo de interés flotante).
2. Préstamo bancario sindicado (tipo de interés fijo).
3. Crédito "Roll-over"
4. Línea de crédito "stand-by"

B. Otros eurocréditos concedidos por grupos de bancos.**1. Colocación privada de bonos****2. Certificados de depósito a medio plazo**

De las categorías definidas, los créditos sindicados son en la actualidad los que dominan por número y suma de operaciones concertadas. El primero de los grupos suele concretarse en operaciones con importes relativamente reducidos -en el entorno de los 5 millones \$- y vencimientos equivalentes al límite inferior vigente para los préstamos sindicados o consorciales. El mecanismo institucional de sindicación de préstamos constituye algo ligado específicamente a las características que dominan la actividad crediticia en eurodivisas; define la segunda de las categorías de operaciones que, básicamente en función de sus importes, determinan la asunción por varios prestamistas de cuotas -no necesariamente iguales- en el importe total del préstamo. Las motivaciones básicas que inducen a los eurobancos a constituir estos "consorcios" o "sindicatos" son analizadas en el siguiente capítulo de este trabajo. Los elementos diferenciadores entre las categorías definidas radican en aspectos tales como el carácter -variable o fijo- de los tipos de interés, plazos y formas de disposición del crédito concedido y, modalidades de fijación de vencimientos y tipos de interés. Cabe reseñar dentro de las operaciones incluidas en el grupo II-B que las colocaciones privadas de bonos, a pe-

sar de su proximidad en la formalización jurídica de la misma a las emisiones de eurobonos, (6) no disponen de un mercado secundario, característica fundamental de las euroemisiones y, por tanto, su negociación se ve seriamente marginada del contexto legal vigente en los principales mercados financieros. Precisamente viene a establecerse como ventaja diferencial de este tipo de emisiones la posibilidad de eludir las reglamentaciones legales y ofrecer a los bancos un espectro más amplio de posibilidades de colocación. (7) Los certificados de depósito en eurodólares, introducidos en 1.966, son recibos negociables correspondientes a un depósito en eurodólares con la entidad emisora. Las principales ventajas de este instrumento radican en su capacidad de negociación sobre un mercado secundario activo, casi-liquido y asociado a un rendimiento sensiblemente equivalente a los depósitos a plazo. (8)

Independientemente del análisis más detallado que en los epígrafes que siguen realicemos, podemos sintetizar las principales características del mercado de eurodivisas en las siguientes: (9)

- a) Flexible y de gran dimensión.
- b) Dinámico y bien organizado.
- c) Interbancario e intermediario
- d) Altamente concurrencial

e) Internacional..

f) Libre y transnacional

NOTAS AL CAPITULO I

- (1). MILTON FRIEDMAN. "The Euro-Dollar Market: Some First Principles". Morgan Guaranty Trust Company. New York Octubre 1.969. p. 5.
- (2). El importe mínimo sobre el que suele girar una operación en eurodivisas no es inferior al millón de dólares, siendo frecuentes las sumas de 10 a 50 millones de dólares. Por su lado los diferenciales con los -- que los bancos suelen trabajar pueden situarse a niveles del 1/8 % anual en operaciones interbancarias.
- (3). Para un análisis del nivel de endeudamiento neto por plazos de vencimiento de las operaciones consultense los cuadros n° del capítulo VI.
- (4). Desde los momentos de mayor actividad en el mercado de eurocréditos, en junio de 1.974, los vencimientos han ido reflejando ese proceso de recuperación de la confianza en el euromercado. Así, en 1.975 el plazo medio difícilmente superaba los cinco años, mientras que en la actualidad (2° trimestre de 1.978) el mismo vencimiento promedio ha superado ampliamente los 8 años. Vease para mayor detalle el capítulo VIII.
- (5). Para un análisis detallado del conjunto de operaciones susceptibles de concertarse en todos los segmentos del mercado, pueden consultarse las siguientes obras:
- BRIAN SCOTT QUINN. "The New Euromarkets". Macmillan Londres 1.977. pp. 54-70
 - PAUL EINZIG; B. SCOTT QUINN. "The Euro-Dollar System", 6ª edición. Macmillan. Londres 1.977. pp.19-44

- GERARD BEKERMAN. "Les Euro-Dollars". Presses Universitaires de France. Paris 1.977. pp. 94-102.

- (6). La concreción en un título-valor es idéntica a los -- eurobonos; se trata de una promesa escrita incondicional de pagar a una persona determinada (o a su orden, o al portador) una suma dada a una fecha fija c a la vista.
- (7). Vid. P.A.WELLONS. "Les Emprunts des Pays en Développement sur la Marché des Euro-Dollars". OCDE. Etudes du Centre de Développement. Paris 1.977. p. 30.
- (8). El crecimiento del mercado de Certificados de Depósitos en eurodólares ha sido muy rápido, estableciéndose en 1.977 su dimensión en una cifra próxima a los - 10.000 millones de libras esterlinas.
- (9). G.BEKERMAN. Op. cit. p. 20.

II. ORIGEN Y FACTORES DETERMINANTES
DEL DESARROLLO DEL MERCADO.

Una de las ideas básicas en nuestra opinión, que hemos tratado de dejar sentada en la introducción a este trabajo, es la dinámica cambiante que en la última mitad de este siglo tiene lugar en el ámbito de la financiamiento internacional. Hasta entonces, y más concretamente, una vez mediada la década de los cincuenta, el Sistema Monetario Internacional se mantuvo prácticamente ligado a unos moldes inalterables, sustancialmente idénticos a los emergentes de la Segunda Guerra Mundial, ajustados por la aplicación de los acuerdos derivados de Bretton Woods. La generalización y extensión del Sistema de Eurodólares y Eurodivisas es a todas luces, el cambio institucional de mayor importancia en este período, al que siguieron otras innovaciones derivadas y cuya trascendencia específica remodeló la escena financiera internacional.

Las controversias existentes aún en nuestros días, a veinte años vista de la fecha tomada básicamente como referencia en el desarrollo inicial del mercado, acerca de las motivaciones o acontecimientos determinantes del nacimiento del mercado, nos ha de obligar necesariamente a detenernos en la consideración de las posiciones más influyentes, al tiempo que trataremos de sistematizar nuestra visión del tema. La incidencia que en nuestra opinión tuvo la política monetaria norteamericana, --

justifica igualmente la atención prestada al análisis - del conjunto de regulaciones o medidas emanadas de la - administración americana. Entendemos que el estudio de los mecanismos que dieron lugar y contribuyeron al - desarrollo del sistema es importante -teórica y prácti- camente-, en función de que nos permitirá constatar, - en última instancia, el asentamiento y consolidación de definitiva del euromercado.

I. ANTECEDENTES

El carácter específico y diferenciador del mercado de eurodivisas no viene exclusivamente determinado -- por la localización geográfica, ni aún por el hecho de representar la existencia de depósitos en moneda extranjera, cuya presencia en el marco financiero internacional no es, por otro lado, novedosa.

Los precedentes más remotos pueden situarnos en determinadas prácticas medievales cuyo respaldo financiero inmediato estaba asentado en depósitos en monedas extranjeras; gran parte de las transacciones celebradas en las ferias o mercados de ámbito internacional, tenían como contraprestación documentos de pago girados en una moneda distinta a la del país donde la feria se celebraba. (1).

Los años que sucedieron a la primera conflagración mundial, vienen a significar la referencia histórica convenida para situar los antecedentes más inmediatos de las operaciones en eurodivisas, concretadas esencialmente en el florecimiento, en Berlín y Viena, de transacciones con depósitos en libras esterlinas y dólares estadounidenses. (2) Sin embargo, la existencia de estas opera-

ciones no llegaron a delimitar un auténtico mercado internacional, comparable al mercado de eurodólares en su configuración actual. Las transacciones con depósitos en libras esterlinas y dólares en Europa Central, después de la primera guerra mundial -viene a señalar Paul Eir:ig-, pudieron llegar a afectar a las monedas alemana y austriaca e influir, ciertamente, en las condiciones crediticias de esos países, pero en modo alguno alcanzaron suficiente dimensión, como para producir efectos perceptibles fuera de estos países sobre otras divisas.(3). Su significado básico es el de mercados unilaterales con un alcance estrictamente local, como lo demuestra el hecho de que los tipos de interés cotizados en esos mercados no constituyeran en modo alguno, -- una estructura internacional de tipos en el sentido en que el mercado de eurodivisas lo constituye.

Con referencia concreta a los depósitos en dólares mantenidos por bancos europeos hasta tanto se generalizaron las operaciones en eurodólares, al final de la década de los cincuenta, el destino final de -- aquellos era, en la generalidad de los casos, la reinversión en los mercados monetarios estadounidenses y, por lo tanto, en expresión de Clendening, "el mercado en estos depósitos era poco más que un apéndice del -- mercado monetario estadounidense"(4).

2. FACTORES QUE PROPICIAN EL DESARROLLO INICIAL DEL MERCADO

Los últimos años de la década de los cincuenta es el periodo de donde hay que partir en el análisis del mercado. Si a este respecto coinciden las diversas posiciones de los distintos especialistas, no ocurre otro tanto con las causas determinantes del nacimiento del mercado, donde las controversias son abundantes: - cada historiador de los mercados monetarios internacionales tiene su "pet reason" para el impulso que lanzó el mercado, viene a afirmar Geoffrey Bell.(5)

Pensamos que lo esencial a este respecto es situar la necesidad histórica de este mercado, en relación con el proceso de internacionalización de la actividad financiera. En este sentido, lejos de atribuir el nacimiento y desarrollo del mercado a una circunstancia concreta, difícilmente justificable y consistente por sí misma, creemos que es un conjunto de aquéllas, de diversa índole e incidencia las que, conjugadas en un periodo histórico concreto, potencian el desenvolvimiento del mercado.

La escasez de elementos justificativos, susceptibles de cuantificar la respectiva incidencia de cada uno de los argumentos manejados, tiene como resultado

más elocuente, la existencia de múltiples versiones entre importantes autores, a las que se les afecta igualmente, de distinta magnitud de responsabilidad en el crecimiento del mercado de eurodólares y eurodivisas.

El destacado papel desempeñado por las rigideces presentes en el sistema bancario estadounidense es, en nuestra opinión, un factor destacable entre el conjunto de situaciones desencadenantes, y así tratamos de exponerlo más adelante, pero en modo alguno convenimos en atribuirle un papel excluyente. Es más, pensamos que tal protagonismo es, a un tiempo, causa y efecto de algunos de los otros factores señalados. Creemos, por tanto, que las situaciones motivantes guardan una coherencia causal que justifica nuestra posición al respecto.

Un intento de sistematización puramente histórica, prescindiendo de las prácticas ya señaladas con antecedentes remotos, nos lleva a considerar la cadena de acontecimientos ó situaciones específicas que entre otros efectos, contribuyen a la generalización extensiva del mercado en su contextura actual. Estos son los siguientes:

- a) Desconfianza de las autoridades monetarias soviéticas respecto al sistema financiero estadounidense.
- b) Crisis de la libra esterlina de 1.957 y restricciones monetarias británicas.
- c) Restablecimiento de la convertibilidad externa de las principales monedas europeas en 1.958.
- d) Déficits de la balanza de pagos de Estados Unidos.
- e) Regulaciones restrictivas sobre el sistema bancario de Estados Unidos.

2.1. DESCONFIANZA DE LAS AUTORIDADES MONETARIAS SOVIÉTICAS RESPECTO AL SISTEMA FINANCIERO ESTADOUNIDENSE.

En los últimos años de la década de los cincuenta, como efecto derivado de las tensiones de la denominada "guerra fría", las autoridades soviéticas ante el temor de que el gobierno de Estados Unidos decidiera el bloqueo o confiscación de sus activos en dólares, decidieron transferir dichos recursos

desde Estados Unidos hacia los bancos corresponsales que el Gosbank soviético mantenía en Europa: "Moscow Narodny Bank", con sede en Londres y "Banque Commerciale pour l'Europe du Nord", establecida en la capital francesa. Los intentos por parte de estas entidades bancarias de obtener una remuneración para estos saldos en dólares, favoreció palpablemente la iniciación de operaciones financieras en una moneda cuyo papel en los intercambios internacionales era primordial, y adicionalmente, los bancos de Europa Occidental encontraban una demanda suficiente para remunerar satisfactoriamente estos recursos. Reconociendo el destacable papel desempeñado en el desarrollo del mercado de eurodólares por las diferencias en las distintas regulaciones nacionales, Milton Friedman afirma en su aportación más importante al estudio teórico del mercado, que los depósitos inicialmente importantes fueron, efectivamente, los realizados por las autoridades rusas, motivados por las razones ya señaladas. (6) En esta línea de atribución parcial del despegue del mercado a estas decisiones, habría que señalar esencialmente a Sneddon Little (7) y Bell (8), éste último en una posición que consideramos suficientemente ecléctica como para no poder deducir de su trabajo la valoración que

otorga a los distintos factores mencionados. En una posición categóricamente positiva, se sitúan Alan K. Holmes y F. Klopstok (9), Eitman y Stonehill (10) y en nuestro país, Felix Varela, señalando como los recursos en dólares proporcionados por las autoridades soviéticas y demás países de Europa del Este, jugaron el papel de catalizador de nuevos fondos, "al facilitar una elevada masa de negocio a unas operaciones que previamente alcanzaban cifras modestas". (11).

Autores, de tanta incidencia como Einzig, Paul de Grauwe, Sakakibara y Hewson, apenas otorgan importancia en sus respectivos análisis a estas operaciones.

Ante la imposibilidad de cuantificar el volumen de estos recursos transferidos a Europa, y de fijar los momentos concretos en que dichos movimientos tuvieron lugar, es igualmente difícil de determinar que cuantía de esos flujos de capital se colocaron realmente en el mercado manteniendo su denominación original en dólares, y que parte se convirtió en monedas locales. En cualquier caso, pensamos que su incidencia no dejó de ser importante, fundamentalmente desde el punto de vista de su contribución a

la apertura de un marco operativo cuyo principal elemento en común con el sistema de eurodólares -- era básicamente, el aspecto distributivo de liquidez internacional implícito en tales transferencias -- basado en la moneda clave -- "key currency" --, en los intercambios internacionales. Su trascendencia, no sólo en este aspecto, sino también cuantitativa, habría que ligarla muy estrechamente a los acontecimientos que siguieron a estas decisiones y esencialmente, a la cesión del protagonismo de la esterlina en favor del dólar, consecuente con la crisis de 1.957.

2.2. CRISIS DE LA LIBRA ESTERLINA

Un factor, en nuestra opinión insuficientemente destacado en algunos de los análisis sobre el desarrollo inicial del euromercado, son los problemas a que la divisa británica se enfrentó en 1.957. Como consecuencia de una serie de desequilibrios en la balanza de pagos, cuyo desenlace fué la crisis de los cambios de 1.957, las autoridades monetarias británicas arbitraron una serie de medidas restrictivas que impedían el acceso a la financiación en

libras esterlinas de los no-residentes, limitando la financiación comercial en esta moneda a los países pertenecientes al "Área de la esterlina". (12)

Las expectativas de devaluación de la moneda británica generaban un incentivo para los especuladores, que el Banco de Inglaterra (Bank of England) quiso atajar limitando la disponibilidad de recursos en su moneda. De esta forma, y en esta ocasión por el lado de la demanda, los bancos establecidos en la City, se vieron obligados a cubrir el exceso de demanda derivado, con otros signos monetarios, fundamentalmente dólares USA, para los cuales se estableció la correspondiente autorización.

Paul Einzig comienza el prefacio de la primera edición, de su ya clásica obra sobre el sistema de eurodólares, con unas palabras que encierran en sí mismas la significación que para él y otros autores tuvo esta convulsión sufrida por la libra esterlina, en el desarrollo del mercado de eurodólares, al que no duda en calificar como "reforma revolucionaria en el sistema monetario". (13) Este protagonismo determinante que Einzig en 1.973

sigue atribuyendo a la crisis de la moneda británica, es cuatro años más tarde refrendado por Scott - Quinn, coautor de la sexta edición de esta obra.(14)

Mackenzie señala esta decisión de las autoridades británicas como el "acontecimiento decisivo" -- del desarrollo del mercado. Hasta ese año, según este autor, los bancos europeos habían seguido simplemente las prácticas previas a la segunda guerra mundial de reinvertir sus fondos en dólares, en Estados Unidos.(15) En una posición similar se sitúa Paul de Graeve, al señalar la crisis de la esterlina de este año como "el acontecimiento de mayor importancia para mover a los bancos a comprometerse en operaciones en eurodólares a una escala sustancial" (16), en la medida que los bancos británicos encontraron en el dólar USA un sustitutivo de la esterlina.

Lo que es obvio, es que la crisis de la esterlina de este año originó "un despertar de las instituciones bancarias europeas a las ventajas derivadas de la movilización de sus recursos en dólares americanos, junto a las posibilidades que ofrecía su actuación como intermediarios".(17)

2.3. RETORNO A LA CONVERTIBILIDAD EXTERNA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS EUROPEAS.

La recuperación de la convertibilidad externa de las monedas europeas en Diciembre de 1.958 (18). -- fué calificada por el Fondo Monetario Internacional como "quizás el paso más notable desde el término de la segunda guerra mundial hacia el establecimiento de un verdadero sistema multilateral de pagos".

(19). La evolución del sistema monetario internacional desde el final de la II G. M. hasta este año, -- permitió un proceso distributivo de liquidez que motivó a los principales países europeos a establecer dicha convertibilidad.(20)

Desde el punto de vista de nuestro estudio, lo -- realmente significativo del restablecimiento de la convertibilidad, es la liberalización de los movimientos internacionales de capital asociados a la -- misma, estableciendo una mayor comunicación entre -- los mercados financieros y creando las condiciones institucionales necesarias para el desarrollo extensivo de los flujos de capital a corto plazo. Obviamente, la profundización del proceso de liberalización monetaria conllevaría una utilización mas efi-

caz de los activos en divisas.

Como viene a señalar Békerman, el alto grado de liberalización de los movimientos de capitales fué acompañado de un declive en los obstáculos naturales existentes en el sistema, esto es: (21).

- Perfeccionamiento de la información y de las redes de comunicación.
- Reducción de los costes de transferencia.
- Tendencia a la homogeneidad en cuanto a la apreciación de los riesgos y a la evaluación de los rendimientos.

El retorno a la convertibilidad se tradujo de forma palpable en una mayor elasticidad de los movimientos de capitales a los diferenciales de interés y a las anticipaciones de cambios; al poner en práctica los mecanismos que permitían adoptar niveles de endeudamiento importantes con la garantía de conversión de las monedas fuera de su país de origen, ésta creaba el cuadro favorable preciso para el funcionamiento del mercado de eurodivisas.

La estabilidad de los mercados de divisas conseguida, no solo sentó las condiciones mínimas para un mercado de dólares en Europa, sino que contribuyó esencialmente a la creación de otros mercados de eurodivisas distintos del dólar americano: euromarcos alemanes, euroesterlinas, eurofrancos franceses, etc.

La recuperación de la convertibilidad surge pues, en un contexto caracterizado por la tendencia a la internacionalización del capital.(22) Es esto, precisamente, lo que exigió un desarrollo de la circulación financiera internacional y, con ella, una libre convertibilidad de las monedas. Esta exigencia de libre circulación y de plena convertibilidad, -- aunque había estado en la base del Sistema de Bretton Woods no adquirió su mayor plenitud hasta 1958; al tiempo que inicia la expansión del mercado de eurodivisas, aparecen las premisas de la crisis monetaria.(23) Podemos afirmar pues con Huns, que es a partir de este momento cuando se inicia, de alguna forma, la etapa crítica de un proceso que debía culminar en Agosto de 1971 y que iba a servir para poner al descubierto los defectos del Sistema de Bretton Woods.(24) En este sentido, abunda también Felix Varela, cuando, citando a Morris O. Johnson,

señala que la convertibilidad no hubiera sido posible sin el déficit de la balanza de pagos americana, que facilitó los recursos precisos para eliminar el control de cambios y el monopolio oficial de la tenencia de divisas. (25).

Es sobre la base definida por Morris O. Johnson, en la que Sneddon Little se fundamenta al afirmar que "este retorno a la libertad desde los controles de cambio, es el más importante vínculo entre los déficits de la balanza de pagos norteamericana y el desarrollo del mercado de eurodólares". (26)

Nuestra posición descansa en la aceptación de la evidencia de que, el proceso de liberalización en la esfera internacional iniciado en Europa, y cuyos exponentes fueron la recuperación de la convertibilidad externa de las monedas y el relajamiento de los controles de cambio, proporcionó los instrumentos mínimos necesarios para el desarrollo del mercado de eurodivisas, pero entendemos que es necesario establecer sobre esta infraestructura básica, los elementos que diferenciaron el sistema bancario europeo del norteamericano tanto en su dimensión reguladora o legal, como en el mayor nivel de competitividad que el primero fué capaz de asi-

milar. La primera de estas dimensiones es desarrollada extensamente en el apartado siguiente, en base al análisis que para el crecimiento del mercado tuvieron el conjunto de reglamentaciones a que se vieron sometidos los bancos establecidos en Estados Unidos. En las conclusiones al capítulo se exponen lo que creemos sustenta la seguida de nuestras afirmaciones.

2.4. DEFICITS DE LA BALANZA DE PAGOS DE LOS ESTADOS UNIDOS.

Sin duda, una de las tesis más controvertidas sobre la aparición y posterior desarrollo del mercado de eurodólares, radica en el carácter causal atribuido a los déficits que la balanza de pagos norteamericana en su cuenta de capital comienza a presentar en los años cincuenta. El análisis genérico del contexto en que se producen tales déficits, así como su origen y naturaleza, pensamos es necesario para centrar el objetivo de nuestro estudio en las páginas que siguen, esto es, determinar la verdadera incidencia que tales desequilibrios tuvieron en el euromercado, contrastando nuestro

análisis con las conclusiones de los especialistas más destacados. Ambos aspectos se corresponden con los apartados 1 y 2 del presente epígrafe.

2.4.1. NATURALEZA Y ORIGEN

En el apartado anterior ha quedado suficientemente clara la relación, expresada como condición necesaria, de la presencia de déficits en la balanza de pagos de Estados Unidos, para que tuviera efecto la declaración de convertibilidad externa de la mayoría de las monedas europeas. El aspecto distributivo de la liquidez internacional implícito en estos déficits, se presenta pues en esta época -finales de la década de los cincuenta-, como un elemento positivo para el conjunto del sistema monetario internacional, en la medida que existía un apreciable stock de oro en los Estados Unidos respaldando tales déficits (27), pero igualmente iba a suponer, tal como había anunciado Triffin, el principio de una crisis de confianza en el propio sistema que, en últi

no término llevaría al colapso del mismo. - Analizaremos en este apartado la naturaleza y origen de estos déficits en el periodo para nosotros más significativo en el desarrollo inicial del mercado de eurodólares, esto es, desde finales de los cincuenta hasta el establecimiento en 1.963 y 1.964 de las regulaciones internas norteamericanas, que son estudiadas ampliamente en una sección de este capítulo.

Sobre el origen de tales déficits, no es necesario abundar demasiado, sus motivaciones iniciales no descansaban en desequilibrios comerciales, sino en los movimientos de capital derivados de las inversiones de las corporaciones estadounidenses en el extranjero, de los programas de ayuda oficial y, como no, de los ingentes gastos de defensa, en los que la política exterior de la Administración norteamericana se vio comprometida. (28) Por primera vez desde el final de la segunda guerra mundial, en 1.960 las reservas de oro de Fort-Knox eran inferiores a los pasivos monetarios exteriores de los Estados Unidos, lo que se tradujo en una --

primera muestra de esa desconfianza en el dólar USA apuntada por Triffin, concretada básicamente en una elevación del precio oficial del oro en dólares en el mercado londinense (de 35 \$ onza, pasó a 40 \$). Los Estados Unidos llegaron a perder cerca de 1.700 millones de dólares de su reserva metálica, de los que casi 1.000 millones de dólares se registraron durante el último trimestre. El resultado fué la creación del "pool del oro", formado por los bancos centrales europeos con el objeto de defender el precio oficial del metal. Durante los años siguientes, la tónica dominante fué la de una balanza por cuenta corriente con superávits anuales pero decrecientes, superados en la mayoría de los periodos por salidas muy fuertes en la cuenta de capital.

En la época en que la administración Kennedy entró en funciones, en Enero de 1.961, pareció obvio que "la era de la escasez de dólares había llegado a su fin y que, en su lugar, una nueva era de abundancia de dólares había empezado", (29) con un régimen de convertibilidad, ya señalado, que se exten-

da progresivamente a base de unas reservas internacionales alimentadas con la nueva liquidez representada por el dólar como moneda de reserva.

A partir de 1.961, la Administración norteamericana inicia una serie de medidas para frenar la salida de dólares, pero realmente, tal como manifiesta Cohen, todas estuvieron destinadas a desviar selectivamente los gastos, más que a desviarlos con carácter general (devaluación) o a reducirlos (deflación). Efectivamente, los Estados Unidos, lejos de someterse a la disciplina del sistema monetario internacional estableciendo una deflación interior, descargaron todo el peso del ajuste sobre los países deudores. Un conjunto de mecanismos de financiación de los déficits fueron establecidos con el objeto de evitar drenajes directos de las reservas de oro entre los que habría que destacar, la emisión de los llamados "bonos Roosa", créditos "Swaps", etc. (30) La eficacia de estas medidas de ámbito internacional fué a todas luces insuficiente, su objetivo esencial era el restablecimiento de la confian-

za en el dólar y por ende, la del sistema nacido en Bretton Woods. El establecimiento en 1.963, del "Impuesto de Igualación de intereses" (Interest Equalization Tax), al que posteriormente nos referiremos, inicia una serie de restricciones que evidentemente, potenciaron la expansión de un mercado de dólares fuera del marco geográfico estadounidense, y que como veremos, iniciaría lo que entendemos fué un círculo vicioso de desequilibrios en los movimientos de capital, en el que la alimentación del mercado de eurodólares iba a ser el elemento fundamental.

2.4.2. INCIDENCIA SOBRE EL MERCADO.

Como se ha visto en el apartado anterior, los primeros años de vida del mercado de eurodólares estuvieron acompañados de importantes déficits en las transacciones internacionales de los Estados Unidos, que obviamente condujeron al mantenimiento de importantes saldos en dólares con los bancos nor

teamericanos por parte de entidades oficiales y privadas extranjeras. Tal como señalamos precedentemente, la relación causal establecida al respecto, ha constituido una importante fuente de divergencias.

Autores como Eric Chalmers (31), Bertrand Munnier (32), Francis A. Lee y Máximo Eng (33), Steven I. Davis (34) y el propio Clendenning (35), sitúan los déficits de la balanza de pagos norteamericana como uno de los factores con mayor incidencia en el nacimiento y desarrollo del mercado. Por otra parte, en uno de los escasos trabajos publicados en nuestra lengua, se destaca igualmente la aparición por vez primera de un saldo deficitario en la balanza de pagos norteamericana en 1.958 como "decisivo en el nacimiento del mercado", constituyendo el factor principal, aunque no único, del rápido desarrollo de este mercado. (36)

Frente a estas posturas, la posición de Eisuke Sakakibara reflejada en todas sus publicaciones, ocupa el ángulo opuesto de la polémica. Su tesis se sintetiza en la total

inversión de la relación causa-efecto defendida por el primer grupo de autores, atribuyendo el deterioro de la balanza de pagos norteamericana a los flujos de salida de capital estadounidense, resultante de las regulaciones restrictivas impuestas en aquel país. Así, "es completamente lógico afirmar que los déficits de la balanza de pagos norteamericana fueron el resultado, y no la causa, de la rápida expansión de los mercados de eurodivisas". (37) Si bien la posición de este autor conceptualmente, no es completamente original, (38) si es cierto que su formulación, al estar inmersa en el contexto de las implicaciones del mercado, le otorga una mayor vigencia.

Creemos que en la actualidad, con las experiencias deducidas del comportamiento del mercado en los últimos años -esencialmente desde 1.970 a nuestros días-, es posible reafirmar la necesidad histórica del mercado de eurodivisas y, por lo tanto, su viabilidad independientemente de los déficits de las balanzas de pagos del país emisor de la principal moneda de reserva. Verdaderamente cuestionable no es, por tanto, la autonomía

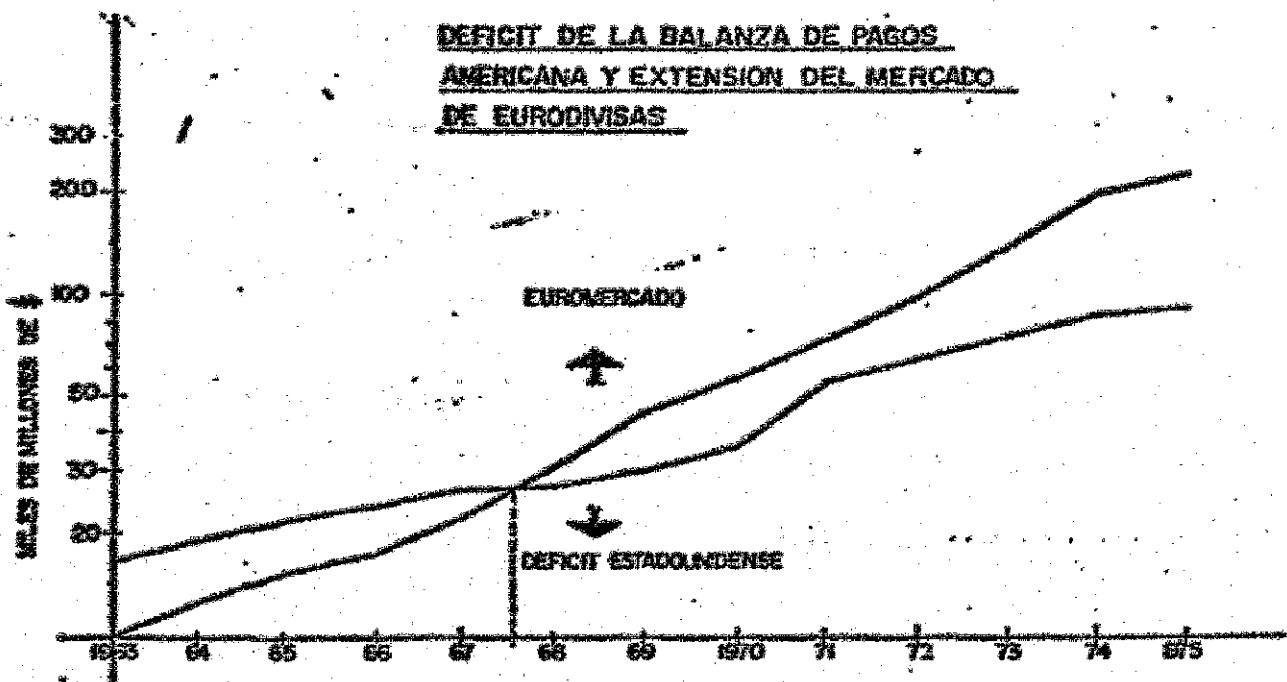
del nacimiento del mercado respecto a los déficits de la balanza de pagos USA, sino la incidencia de éstos en el crecimiento y desarrollo de aquél, y viceversa.

Es obvio, que desde un punto de vista crono-lógico, el desarrollo inicial del euromer-cado coincide con los primeros signos de dete-rioro del equilibrio exterior de los Estados Unidos. En este sentido, podemos pués afir-mar que la creación, en su contextura actual, del mercado de eurodivisas se ha visto favo-recida por tales movimientos de capital, pe-ro no necesariamente en su extensión. Esto es, el déficit ha constituido una circunstancia favorable, al igual que el resto de los factores señalados, sin ser una condición excluyente para el desarrollo y expansión del euromercado.

El gráfico adjunto nos ilustra el comporta-miento anual conjunto del volumen de recur-sos del mercado de eurodivisas y del déficit estadounidense: (39) Hasta 1.967, la dimen-sión del mercado de eurodivisas era inferior al déficit exterior americano, lo que de al-guna forma se traduce, como ya señalamos, en

un incremento de la oferta de dólares des -
tinada a invertirse en el euromercado. A me -
diados de este año, se produce la intersec -
ción de ambas curvas, igualándose la dimen -
sión del mercado con el déficit acumulado.
A partir de este año, el ritmo de progre -
sion del mercado es apreciablemente supe -
rior a los incrementos en los déficits de -
la balanza de pagos.

En 1.968, el incremento de los depósitos en
eurodólares era de 8.800 millones de dóla -
res, mientras que la balanza norteamericana
tanto sobre la base de liquidez como sobre
la base oficial, resultaba positiva.



A partir de este momento, podemos decir con Békerman que "el euromercado se desolidariza de la balanza de pagos americana para seguir con una amplia independencia". (40) La correlación disminuye progresivamente, a excepción del ejercicio de 1.971, en que ambas curvas se aproximan bajo el efecto conjugado del fuerte deterioro de la situación exterior norteamericana -conducente a la inconvertibilidad del dólar en Agosto de 1971- y del efecto compulsivo producido en los mercados de cambios -flotación del marco alemán en Mayo e instauración del doble mercado de cambios en París, también en Agosto-. La evolución subsiguiente, analizada en un capítulo posterior, viene a remarcar la independencia ya citada en ambas curvas.

En periodos recientes, tal como veremos en el capítulo ocho, la progresión que han seguido las actividades crediticias eurobancarias, han sido claramente superiores a los saldos deficitarios acumulados en los Estados Unidos. Adicionalmente, es obvio que aún dirigiéndose a Europa una parte importante de esos dólares no tienen porqué si -

tuarse de forma general en depósitos en euro dólares, sino que parte de los mismos son de hecho convertidos en moneda nacional y posteriormente reinvertidos en Estados Unidos por los bancos centrales.

Admitiendo la contribución parcial que los déficits de la balanza de pagos norteamericana tuvieron en la dimensión inicial del mercado (esencialmente en los últimos años de los cincuenta), pensamos no es en modo alguno válido relacionar de forma directa la existencia de un mercado en una eurodivisa determinada a los desequilibrios en la balanza de pagos del país emisor de la divisa correspondiente.

El rápido crecimiento operado en el mercado de euromarcos alemanes, compatibilizado con una situación claramente excedentaria de la posición exterior de la República Federal Alemana, es una muestra suficientemente representativa.

En este sentido, la posición de Mayer (41) es más taxativa. Reconociendo la participación relativamente importante de fondos ofi-

ciales en el mercado, la expansión que ha experimentado el mercado de eurodólares en concreto, ha sido el resultado de la oferta de fondos privados en depósito. Las fuentes básicas de donde han derivado estos fondos, son esencialmente para este autor: 1) La colocación sobre el euromercado de fondos en dólares mantenidos dentro o fuera del marco estadounidense; 2) Incrementos mundiales en la proporción de liquidez mantenida en dólares y, 3) Incrementos generales, tanto dentro como fuera de EE. UU. de la liquidez en sí misma.

En este contexto, la interrelación entre el crecimiento del mercado de eurodólares y el déficit de la balanza de pagos de los EE.UU. se mantendrá dependiente de como y en que extensión, estas tres fuentes se vean influidas por el déficit. En lo que respecta a la primera de ellas, Mayer considera que el déficit estadounidense "ha tendido probablemente a retardar el crecimiento del mercado", en la medida que siendo aquel responsable de las medidas y programas restrictivos adoptados por las autoridades americanas, ha limitado las transferencias de fondos por residentes americanos desde EEUU al mercado de eurodólares.

2.5. REGULACIONES RESTRICTIVAS DEL SISTEMA BANCARIO DE EE.UU.

Los esfuerzos realizados por los EE.UU. en los años sesenta para controlar las salidas de capital, fueron una consecuencia de la rápida expansión de las inversiones en el extranjero. Entre 1.960 y 1.965 las inversiones norteamericanas en el extranjero, crecieron de 85.600 millones \$ a 120.400 millones \$ (es decir, una media de cerca de 6.000 millones \$ por año). La principal contribución a este incremento, fué el crecimiento de las inversiones directas, desde 31.900 millones \$ en 1.960 hasta 49.500 millones \$ en 1.965.(42) Este crecimiento estuvo acompañado por un déficit continuo en la balanza de pagos, por una pérdida de reservas y por una acumulación de pasivos líquidos, que fomentaba toda una serie de perturbaciones, tanto en EE.UU. como en el extranjero. Estas perturbaciones fueron la base justificativa para que las autoridades económicas estadounidenses introdujeran una serie de medidas, diseñadas para mejorar la balanza por cuenta de capital.

Son numerosos los autores y especialistas que

descargan la responsabilidad del desarrollo del mercado de eurodólares en ese conjunto de disposiciones legales emanadas de la Administración Estadounidense.

Sin ánimo de ser exhaustivos en la exposición de posiciones de los autores citados, creemos que la posición de Milton Friedman (43) es suficientemente elocuente al respecto. Para este autor son estas diferencias entre las reglamentaciones estadounidenses y europeas, las que han de desempeñado el papel más determinante en el desarrollo del mercado. Aún reconociendo factores precursores -- que contribuyeron en el desenvolvimiento inicial, tales como las decisiones de las autoridades monetarias de Europa del Este ya comentadas, Friedman asienta básicamente su razonamiento sobre la existencia de la "Regulation Q" y con carácter secundario los controles de cambio tanto directos como indirectos, concretados legalmente en la "Interest Equalization Tax" y el "Voluntary Foreign Credit Restraint Program", cuyo carácter voluntario fué posteriormente transmutado por decisión del presidente Johnson. No es de extrañar pues, el calificativo de "innecesarias e indeseables" con que -- Friedman habitualmente ha venido caracterizando -

a este conjunto de medidas.

Nuestra posición al respecto, reflejada con detalle al final de este apartado, admitiendo la incidencia sustancial que estas restricciones tienen sobre el euromercado, no llega a identificarse totalmente con la generalidad de los autores citados. -- Pensamos que -- como hemos anunciado repetidas veces --, no sólo no es posible el establecimiento de la relación causal en una sola dirección, sino que en este caso concreto, la efectividad que sobre el mercado tuvieron tales regulaciones dependió esencialmente de la paralela liberalización y competitividad operada en el sistema bancario europeo, cuyo exponente más significativo fue la ausencia de intervencionismo oficial.

Lejos pues de destacar la significación que estas medidas tienen en el desarrollo del mercado de eurodólares, lo que hacemos es enmarcarlas en un cuadro referencial que consideramos básico. Consecuentemente, hemos tratado de estudiar con detalle el contenido y motivación específica de cada una de dichas medidas.

Esta política monetaria restrictiva se articuló

básicamente en cuatro disposiciones:

1. El impuesto de igualización de intereses ("Interest Equalization Tax").
2. Reglamentación de los tipos de interés acreedores, concretada en la "Regulation Q".
3. El programa de restricciones voluntarias de créditos a no residentes (Voluntary Foreign Credit Restraint Program)'
4. El establecimiento de reservas mínimas sobre depósitos extranjeros "Regulation M".

2.5.1. IMPUESTO DE EQUIPARACION DE INTERESES (INTEREST EQUALIZATION TAX : I.E.T.)

Propuesta en Julio de 1.963 por el presidente Kennedy, esta disposición fué suscrita finalmente el 2 de Septiembre de 1.964 por el presidente Johnson, aplicable con efectos retroactivos a la fecha de su anuncio (18.7.1963). (44) La implantación del I.E.T. su-

ponía la primera medida significativa en la política de control de los flujos del capital estadounidenses. (45) El objetivo de la misma, al igual que el del programa voluntario y los mandatos de control que le siguieron, era esencialmente el fortalecimiento de la balanza de pagos estadounidense reduciendo las salidas netas de capital, las cuales, en la primera mitad de 1.968 empezaron a mostrar signos de rápido crecimiento. (46)

Lo que realmente preocupaba a las autoridades USA, era el creciente recurso al mercado de Nueva York de prestatarios procedentes de los países europeos industrializados con una situación exterior deficitaria, los cuales esperaban satisfacer sus propias necesidades de capital en un mercado de capitales eficiente. (47) En 1.960 las nuevas emisiones en los Estados Unidos por parte de estos países fueron relativamente insignificantes, pero en 1.962 las adquisiciones norteamericanas de nuevas emisiones de valores procedentes de Europa Occidental se habían elevado a 200 millones de dólares, -

duplicándose en los seis meses siguientes.

La cuantía del impuesto sobre las compras de bonos extranjeros era equivalente a elevar el coste de la financiación en un 1 %, más tarde reducida en marzo de 1.969 al 0,75 %. (48) Como su propia denominación sugiere, el I.E.T. equiparaba los costes de la financiación en EE.UU. con los costes existentes en otros centros financieros. Aún para aquellos países industriales que el tipo de interés a largo plazo se distanciaba con respecto al tipo U.S.A. en más de un 1 % (por ejemplo Alemania y Gran Bretaña) el I.E.T. actuaba de hecho como un veto a las necesidades de financiación de los mismos. Canadá siguió manteniendo hasta 1.970 un endeudamiento superior a los 1.000 millones de dólares, mientras que los países de Europa Occidental se mantuvieron prácticamente marginados del mercado, tal como ilustra el cuadro 1. (49) El atractivo, en términos de interés relativo, que hasta 1.963 presentaba el mercado de Nueva York, fue precisamente el punto esencial de actuación de las autoridades americanas con el fin de

Cuadro n° 1

BONOS EMITIDOS EN EE.UU. POR PRESTATARIOS EXTRANJEROS 1960-71

(En millones de dólares)

ARO	TOTAL	CANADA	OTROS PAISES DESARROLLA - DOS (a)	ISRAEL	OTROS PAISES SUBDESARRO - LLADOS	INSTITUCIONES BANCARIAS INTERNACIONALES (b)
1.960	631	340	60	42	28	160
1.961	661	376	202	60	23	-
1.962	1,272	573	421	46	31	200
1.963	1,392	791	531	-	65	5
1.964	1,310	451	101	93	115	150
1.965	1,640	1,063	203	97	126	200
1.966	1,655	1,238	37	120	84	175
1.967	2,170	1,344	42	203	71	510
1.968	2,014	1,259	-	174	111	470
1.969	1,306	1,091	100	137	98	-
1.970	1,405	904	-	188	14	300
1.971	1,343	635	-	237	46	125

(a) Incluye a Islandia y Finlandia, exentas del I.E.T.

(b) Además de los créditos, al BIRD y al Banco de Desarrollo Interbancario, los concedidos a la CECA -35 M. \$ - en 1.960 y 25 en 1.962 -, a Eurofina - 5M. en 1.963 - y al Banco Asiático de Desarrollo - 50 M. en 1.971 - ;

FUENTE: Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (BIRD) (50)

reducir las salidas de capital.

Con la implantación del I.E.T. las autoridades monetarias americanas confiaban en que la debilitación de la capacidad de endeudamiento en USA, forzaría a los países de Europa Occidental a desarrollar sus propios mercados de capitales y, de esta forma, posibilitar la movilización de fondos netamente europeos, en lugar de americanos, para financiar las inversiones de estos países. Consecuentemente, se suponía que este proceso incidiría favorablemente sobre la balanza de pagos U.S.A.

Concebida en el momento de su promulgación como una medida temporal cuya caducidad se situó el 31.12.1965, la I.E.T. fué revisada y prorrogada en su vigencia hasta el 30 de Junio de 1.974. Inicialmente, no fué de aplicación a los préstamos bancarios en general o a otros préstamos con vencimiento entre uno y tres años, pero en febrero de 1.965 su ámbito de aplicación fué ampliado abarcando también a estas operaciones. Quedaban exentos Canada, los países subdesarro

llados (con algunas excepciones) y un límite máximo de 100 millones de dólares para los prestatarios japoneses. Igualmente, quedaban amparadas en la exención, las inversiones directas en el extranjero, la financiación de exportaciones USA y los préstamos bancarios concedidos por las sucursales extranjeras de los bancos estadounidenses a prestatarios extranjeros. Por otro lado, sobre la adquisición de títulos-acciones de la misma procedencia, se estableció un recargo del 15 %.

Las consecuencias que la implantación de esta medida trajo consigo, cabe enfocarla -- desde dos puntos de vista. Por un lado, evaluar los resultados obtenidos en función del objetivo perseguido por las autoridades USA, esto es, el grado de saneamiento que sobre la balanza de pagos se produjo. En segundo lugar, y aquí radica el fin último de esta exposición, constatar como el mercado de eurodólares se vió parcialmente estimulado en su dinámica de expansión por la puesta en escena de esta regulación.

Respecto al primero de los aspectos señala -

dos, es evidente que la tasa tuvo efectos inmediatos e importantes sobre la compra de títulos extranjeros. Así, las salidas de capital en 1.964 ligadas a adquisiciones de títulos extranjeros no llegaron a superar el volumen de 1.962, esto es, algo más de mil millones de dólares. De compradores netos de títulos en 1.962, los Estados Unidos pasan a ser vendedores netos bajo el efecto del I.E.T., hasta 1.967, en que de nuevo -- cambió esta tendencia como consecuencia directa de la reducción de la tasa de igualación. En cualquier caso, tal como reflejó Bekerman (51), el objetivo de la I.E.T. era demasiado limitado para que su éxito implicara un restablecimiento de la balanza de pagos de Estados Unidos.

Si cuestionables fueron los efectos que el I.E.T. tuvo sobre la balanza de pagos estadounidense, no ocurrió así respecto a los euromercados, y en especial para el mercado de eurobonos. Efectivamente, en 1.963 ya -- era apreciable el desarrollo de que gozaba el mercado de eurodólares, en especial en lo que a operaciones de corto plazo se re --

fiere. La extensión de la capacidad de financiación a operaciones a medio y largo plazo, encontrará en el anuncio de la I.E.T. un auténtico "disparador", tal como señala Cairncross. (52)

7

Para obviar los efectos del I.E.T., los prestatarios comenzaron a lanzar en Europa obligaciones denominadas en dólares. El proceso que se iniciaba era exactamente el inverso al prevaleciente veinte años antes, cuando inmediatamente después de la guerra, el control de los cambios limitaba el acceso de los emisores extranjeros al mercado europeo; entonces, la plaza financiera de Nueva York era el principal centro de abastecimiento de recursos financieros extranjeros. La implantación del I.E.T. tuvo pues, como más inmediata consecuencia el desplazamiento de una parte sustancial de la demanda de recursos financieros del mercado americano a las plazas europeas que operaban en dólares.

Sin llegar a suscribir de forma total el carácter vinculante y exclusivo que Bekerman atribuye a esta medida en el nacimiento del

mercado "euro-obligatorio", es obvio que la reacción contra la reglamentación estadounidense contribuyó esencialmente en el ritmo de crecimiento del mercado.

El verdadero impacto del I.E.T. sobre el -- mercado de eurobonos queda reflejado claramente en el cuadro 2 , en cierto modo complementario con el anterior, donde destaca la participación creciente en este mercado de compañías no americanas. La inflexión al respecto que presenta 1.968 es debida, al carácter obligatorio que adoptan las disposiciones sobre inversiones directas norteamericanas en el extranjero, registrándose en consecuencia un importante aluvión de compañías estadounidenses al mercado de euroemisiones. El cómputo de los restantes ejercicios nos muestra una participación media de compañías no americanas superior al 50 % de las nuevas emisiones. Las empresas estatales, sujetas igualmente a los efectos restrictivos del I.E.T. muestran también una participación significativa en el mercado. Los organismos internacionales y los gobiernos -- contrariamente, desempeñan un papel menos -

Cuadro n° 2

EMISIONES EN EUROBONOS

(Cifras en millones de dólares USA)

	<u>1.963</u>	<u>1.964</u>	<u>1.965</u>	<u>1.966</u>	<u>1.967</u>	<u>1.968</u>	<u>1.969</u>	<u>1.970</u>	<u>1.971</u>	<u>1.972</u>	<u>1.973</u>	<u>1.974</u>	TOTAL 1.963-1.974
EMISIONES TOTALES	164	719	1041	1142	2002	3573	3156	2966	3642	6335	4169	2008	30917
- Prestatarios:													
Compañías USA.....	-	-	358	439	562	2096	1005	741	1098	1992	874	110	9275
Otras compañías.....	25	108	319	376	575	603	917	1065	1119	1759	1309	605	8680
Empresas estatales.	60	185	110	118	442	349	682	594	848	1170	923	526	6027
Gobiernos.....	53	293	189	108	303	500	564	351	479	1019	659	407	4945
Organizaciones in- ternacionales.....	6	135	55	101	120	25	68	215	98	395	404	350	1990
DENOMINACION DE LA - MONEDA:													
Dólar USA.....	102	495	726	921	1780	2554	1723	1775	2221	3908	2447	996	19638
Marco Alemán.....	-	280	203	147	171	914	1338	688	786	1129	1001	259	6836
Florín Holandés.....	-	-	-	-	-	-	17	391	298	393	721	753	4443
Otras.....	62	34	112	74	51	105	78	112	337	905			

Fuente: Morgan Guaranty Trust Company, World Financial Markets, New York, 1975.

importante reflejando la exención de que estaban favorecidas.

Queda pues evidenciado, el carácter determinante que el anuncio y posterior aplicación del I.E.T. en el marco legal estadounidense tuvo sobre la generalización de las emisiones en eurobonos, única alternativa al bloqueo de facto que aquélla disposición establecía para los prestatarios extranjeros. En realidad, constituía una de las principales paradojas de la escena monetaria internacional que el I.E.T., una de las más importantes involuciones del proceso de liberalización económica de postguerra, potenciara la creación de un mercado europeo de capital unificado, el cual tanto Estados Unidos como las autoridades europeas esperaban crear en los años cincuenta. Si bien es cierto que -- incluso antes de 1.963 habían existido condiciones favorables, el I.E.T. supuso, con palabras de Park, "un shock que forzó la aceleración de la internacionalización de las inversiones bancarias y el desarrollo del mercado de eurobonos". (53)

2.5.2. PROGRAMA DE RESTRICCIONES CREDITICIAS VOLUNTARIAS.

Un estímulo importante en el desarrollo y crecimiento del mercado de eurodólares apareció por el lado de la demanda, con el establecimiento del "Voluntary Foreign Credit Restraint Programme" el 10 de febrero de 1.965.(54) A través del mismo, la administración estadounidense trataba de limitar la expansión de activos extranjeros mantenidos por bancos comerciales USA e instituciones financieras no bancarias. (55) El programa solicitaba de estas entidades el establecimiento de un límite máximo en las concesiones de crédito a extranjeros y en las inversiones en bonos de igual procedencia, de acuerdo con una serie de guías fundamentales, enunciadas por el Sistema de Reserva Federal. El objetivo del programa era evidentemente más ambicioso que el perseguido por el "Interest Equalization Tax", en la medida en que el control sobre los flujos de capital a corto plazo se extendía a los activos con vencimientos superiores al año.

Las regulaciones contenidas en el V.F.C.R.P. cabe distinguirlas básicamente, en función -- del tipo de entidades a las que iban dirigidas, esto es, bancos e instituciones finan -- cieras no bancarias.

a) ENTIDADES BANCARIAS

En el caso concreto de las instituciones bancarias, el programa solicitaba que los -- créditos a extranjeros durante el ejercicio de 1.965, no excedieran del 105 % de la ci -- fra alcanzada en 31 de Diciembre de 1.964. -- La financiación comercial a exportadores no teamericanos y los créditos a países subdesa -- rrollados gozaban de un sistema de priorida -- des. Adicionalmente, se solicitaba que los -- recursos financieros poseidos por los bancos en el extranjero en forma de depósitos en dó -- lares e inversiones, sus valores no sólo no se incrementarán sino que tratarán de redu -- cirlos progresivamente.

El ámbito de aplicación de las directrices -- contenidas en el V.C.R.P. no alcanzaba a las sucursales extranjeras de bancos comerciales,

en la medida que sus recursos fueran obtenidos de fuentes igualmente exteriores -tales como la aceptación de depósitos en eurodólares- y no incrementarán el flujo de salida de recursos estadounidenses.

En 1.966, las normas básicas del programa -- fueron revisadas, en el sentido de ampliar el porcentaje de expansión de créditos al 10 % de la cifra correspondiente a 31 de Diciembre de 1.964, establecida con carácter progresivo: 106 % durante el primer trimestre, 107 % durante el segundo y 108 % durante el tercero. Los bancos cuya base al 31-12-1964 fuera reducida gozaban de un 1 % más, a añadir al porcentaje de expansión.

A lo largo de 1.967 las líneas generales del V.C.R.P. se mantuvieron esencialmente inalteradas. El límite expansivo permaneció en el 109 %, y las sucursales extranjeras fueron orientadas a no utilizar más del 20 % de su margen disponible de expansión en el trimestre. En los últimos meses de este año se establecieron las normas que iban a prevalecer

a lo largo de 1.968, manteniendo idénticas - restricciones que en 1.967 y requiriendo que los créditos a países desarrollados de Europa Occidental no superaran el nivel alcanzado en 31 de Octubre de ese año. La devaluación de la libra esterlina en Noviembre de 1.967 motivó el establecimiento, para el año siguiente, de un conjunto de normas más restrictivas que venían a sustituir a las inicialmente propuestas. El porcentaje de expansión quedó reducido al 103 %, solicitando de los bancos el bloqueo en la concesión de nuevos préstamos a los países europeos industrializados, así como la renovación de los anteriormente otorgados. De todas estas restricciones quedaba exenta Canadá, a partir del 1° de Marzo de 1.968.

b) ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS

A las entidades financieras no bancarias se les recomendaba igualmente que los activos (56) mantenidos a lo largo de 1.965 no superaran la cifra total alcanzada en Diciembre de 1.964, estableciendo como objetivo a largo plazo la reducción progresiva de tales

inversiones. El 21 de Junio de este año se -
revisaron estas recomendaciones, sugiriendo
que si estas inversiones excedían a las man-
tenidas a fines de 1.963 o 1.964, deberían -
reducirse hasta alcanzar el nivel inferior -
de estos dos años. Se estableció igualmente,
para este tipo de entidades, un límite de in-
versiones en títulos-valores a corto plazo -
(menos de cinco años) a lo largo de 1.965, --
equivalente al 5 % del nivel alcanzado en Di-
ciembre de 1.964. Este límite se amplió en -
Junio de 1.965 cubriendo igualmente aquellos
préstamos e inversiones con vencimientos has-
ta de diez años.

Durante 1.966, las recomendaciones fueron re-
visadas, sugiriendo que las inversiones de -
fondos en el extranjero se mantuvieran a los
niveles mínimos posibles, consistentes con -
las necesidades operativas de las entidades,
debiendo, en cualquier caso, no superar el -
nivel de 30 de Septiembre de 1.965. Por otro
lado, para los créditos e inversiones con --
vencimientos no superiores a diez años, el -
límite se fijaba en el 10 % de la cifra de -
31 de Diciembre de 1.964. Finalmente, las in

versiones y créditos en países desarrollados (a excepción de Japón y Canadá) deberían limitarse a un volumen equivalente al 105 % -- del nivel alcanzado en 30 de Septiembre de 1.965.

La aplicación del V.F.C.R.P. a este tipo de entidades, fué básicamente simplificada en 1.967 mediante el establecimiento de una tasa límite para todos los activos financieros con vencimientos inferiores o iguales a diez años, así como los préstamos e inversiones realizadas en países desarrollados, a excepción siempre de Japón y Canadá. El porcentaje máximo fué del 105 % sobre las cifras de 30 de Septiembre de 1.966. A finales de este año se proponía el tipo de 109 % para 1.968 sobre igual base que en el periodo anterior.

La validez de las anteriores propuestas fué rápidamente anulada, al anunciarse el 1° de Enero de 1.968 un programa más restrictivo. El límite de expansión se establecía en un 95 % respecto a 31 de Diciembre de 1.967. Al igual que en el caso de las entidades bancarias, Canadá quedaba exenta del programa a --

partir del 1º de marzo de ese año. (57)

El otro cambio notable en el VFCRP tuvo en 1.970 cuando se establecían límites separados para créditos destinados a la financiación de exportaciones y bienes y servicios estadounidenses. Anunciado el 17 de diciembre de 1.969, establecía un límite del 1 por ciento de los activos totales - en 31.12.1968 para los créditos a la exportación iguales o superiores a 250.000 dólares con vencimientos a partir de un año. La abolición de este techo el 11 de noviembre de 1.971, junto con una revisión de la fórmula de cálculo de los límites VFCRP, representó una suavización importante de estas limitaciones sobre la actividad crediticia de los bancos comerciales norteamericanos: los créditos a la exportación quedarían nuevamente fuera del ámbito limitativo y se establecía un nuevo tope de un millón de dólares para la situación prevaleciente antes del 11 de noviembre .

Desde el punto de vista de los resultados, la presión de la demanda interna de fondos destinados a prestatarios nacionales contribuyó esencialmente en su primer año de vigencia a la consecución parcial de los objetivos del programa. La disminución de los créditos bancarios a cierto

plazo durante 1.965 en 300 millones de dólares -- frente al crecimiento en 1.500 millones del año anterior, es suficiente elocuente al respecto. -- Los objetivos establecidos para 1.968 fueron, también, sobradamente alcanzados. (58)

En cualquier caso, es importante tener presente -- que la adopción del programa comentado fué concebido por las autoridades estadounidenses no de -- forma aislada, sino básicamente reforzando a otros dos conjuntos de medidas: el I.E.T., ya comentado en páginas anteriores y el "Foreign Direct Investment" (FDI) que regulaba la oferta de fondos de -- las corporaciones no financieras norteamericanas a sus sucursales y filiales en el extranjero. (59)

Un intento de cuantificación de los efectos del -- VFCRP sobre las balanzas de pagos de los EE.UU., permite obtener como conclusión general su impacto positivo sobre determinadas partidas, que ex -- presamente trataron de mejorarse, al tiempo que -- detectar efectos "indirectos o perversos sobre -- otras partidas de la balanza de pagos, tendentes a compensar los efectos directos, de tal forma -- que tales controles fueron ineficaces virtualmente como instrumentos para mejorar la balanza de -- pagos USA". (60)

En lo que respecta a las consecuencias sobre el mercado de eurodólares, es evidente que el "Voluntary Foreign Credit Restraint Programm", contribuyó de forma importante a la expansión inicial del mercado de eurodólares, y así lo reconocen la generalidad de los especialistas. La demanda de recursos a corto y medio plazo en dólares, se vió canalizada por el V.F.C.R.P., - - hacia Europa, contribuyendo de esta forma a la elevación de los tipos de interés del euromercado.

2.5.3. REGULACION "Q"

Del conjunto de medidas que la Administra -
ción U.S.A. estableció como medio de sanea -
miento de su posición financiera externa, -
la Regulation "Q" es sin duda, la afectada -
de un carácter más determinante en lo que a
la incidencia sobre el mercado de eurodóla -
res se refiere, equivalente en las operacio -
nes a corto plazo, a lo que el "Interest -
Equalization Tax" supuso para la generaliza -
ción del mercado de eurobonos.

Establecida por el Federal Reserve System -
en 1.933, la Regulation "Q" prohibía el pa -
go de intereses por el sistema bancario es -
tadounidense a los depósitos a menos de - -
treinta días (demand deposits) y establecía
el tipo máximo de interés abonable a depósi -
tos con vencimientos superiores.

El tipo máximo establecido en la época de -
su promulgación, se fijó en el 3%, poste -
riormente reducido al 2,5% en 1.935, lími -
te en el que permaneció hasta su ulterior -
modificación en 1° de Enero de 1.957, situán

dolo nuevamente en el nivel original del - -
3%. Las alteraciones sufridas desde esta fe-
cha, están reflejadas en el cuadro 3

Por una disposición de 15 de Octubre de 1.962,
quedaban exentos de la regulación los depósi-
tos superiores a treinta días -"time deposits"-
cuyos titulares fueran gobiernos extranjeros,
autoridades monetarias y financieras de ta-
les gobiernos y determinadas instituciones -
financieras de carácter internacional, por -
un periodo de tres años. En Octubre de 1.965
fué prorrogada dicha exención por un periodo
adicional de tres años. A su vencimiento, el
15 de Octubre de 1.968, este tipo de depósi-
tos quedaban permanentemente excluidos de --
los términos de la Regulación "Q".

El ámbito de aplicación de la regulación se
concretaba exclusivamente en los bancos y su
cursales operantes en EE.UU., sin afectar a
las sucursales que aquéllos mantenían en el
extranjero, proporcionando de esta forma a -
los eurobancos tal como señala Bell -una - -
puerta abierta para atraer depósitos con ven-
cimientos inferiores a los treinta días (61)
y siendo igualmente competitivos en la remu-

Cuadro n° 3

TIPOS MAXIMOS DE INTERESES ABORABLES SOBRE DEPOSITOS A MAS DE TREINTA DIAS EN EE.UU.

Periodo Efectivo	De 30 a 60 días	De 60 a 90 días	De 90 a 180 días	Más de 180 días
Anteriores al 1 de Enero de 1957	1%	1%	2%	2,5%
1-Enero-1957 a 31-Diciembre-1961	1%	1%	2,5%	3%
1-Enero-1962 a 16-Julio-1963	1%	1%	2,5%	3,5%
17-Julio-1963 a 23-Noviembre-1964	1%	1%	4%	4%
24-Noviembre-1964 a 5-Diciembre-1965	4%	4%	4,5%	4,5%
6-Diciembre-1965 a 19-Julio-1966	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
20-Julio-1966 a 25-Septiembre-1966:				
- Vencimientos múltiples	4%	4%	5%	5%
- Vencimiento simple	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
26-Septiembre-1966 a 17-Abril-1968:				
- Vencimiento múltiple	4%	4%	5%	5%
- Vencimiento simple:				
> 100.000 \$	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
< 100.000 \$	5%	5%	5%	5%
18-Abril-1968 a 31-Diciembre-1968:				
- Vencimiento múltiple	4%	4%	5%	5%
- Vencimiento simple:				
> 100.000 \$	5,5%	5,5%	6%	6,5%
< 100.000 \$	5%	5%	5%	5%

neración de los "time deposits" en dólares--.

(62)

Durante gran parte de su vigencia, la Regulation "Q", no fué apenas operativa en su espíritu restrictivo, ya que los tipos de intereses del mercado monetario de Nueva York permanecían inferiores a los límites permitidos por la Regulación. Sin embargo, su revisión privó a los bancos estadounidenses de la ocasión de ofrecer tipos de interés más atractivos, necesarios para competir con los eurobancos.

El impulso de los mercados de eurodólares, quedaba así dependiente de las épocas en que los topes de la Regulación se hacían efectivos. Así, en 1.966 y 1.969, al reducir el Federal Reserve el tipo de crecimiento de la oferta monetaria, y elevarse las tasas de interés en el mercado monetario, los topes de la Regulación "Q" actuaban como un auténtico bloqueo a la remuneración competitiva de los depósitos, produciéndose un flujo de salida de fondos hacia los euromercados, en muchas ocasiones estimulado por la

propia banca estadounidense, al recomendar a sus clientes la colocación de fondos en su - cur - sa - le - s europeas. El subsiguiente endeudamiento por parte de estos "domestic banks" - en el mercado de eurodólares, forzaba el alza de los tipos de interés del mismo, lo que a su vez estimulaba a los depositantes e inver - so - re - s todavía presentes en el mercado norte - a - me - ri - ca - no, a redepositar sus capitales en el mercado de eurodólares, beneficiándose así - de los diferenciales prevalecientes.

La incidencia de esta regulación en la dinámica expansiva del mercado de eurodólares es algo hoy incuestionable por la generalidad - de los especialistas en el tema. Sin embargo, reafirmandonos en las ideas básicas expues - ta - s en la introducción de este capítulo, pen - sa - mos no se debe atribuir a aquéllas la ma - te - rn - ida - d exclusiva en el nacimiento del mer - ca - do del mer - ca - do: En contraste con las -- conclusiones nuestras, la posición de Oscar Altman creemos es suficientemente representa - tiva de esa corriente de opinión, citada en - la introducción de este trabajo, que de forma maximalista atribuye al endurecimiento de

la política monetaria norteamericana, la - -
total responsabilidad del nacimiento del mer-
cado. Las dos conclusiones a las que este --
autor llega son básicamente las siguientes:
(63)

1°.- El mercado de eurodólares es de natura-
leza temporal y existe sólo en base a -
las limitaciones y tipos de interés im-
puestos por la Regulación "Q".

2°.- Los Estados Unidos deberían abolir la -
Regulación "Q", o al menos elevar sus -
tancialmente los topes de los tipos de
interés sobre todo los depósitos a pla-
zo de extranjeros, en orden a limitar -
o a destruir el mercado de eurodólares.

Esta posición, a todas luces extrema, se ha
visto contestada por varios autores. Así - -
Geoffrey Bell, en el análisis que sobre la -
efectividad de la Regulación "Q" realiza, se-
ñala lo infundado y gratuito de la afirma --
ción de "algunos autores que pensaban que la
abolición por el Federal Reserve de la Regu-
lación "Q" destruiría el mercado de eurodóla
res". Reconociendo el carácter estimulante -

que la medida tuvo, señala igualmente, que - "no fué la razón fundamental de su desarrollo", sino que esta hay que buscarla en la ausencia de controles sobre el mercado y la consiguiente libertad operativa reinante en él. (64)

En la misma línea de contraste con las conclusiones de Altman, se manifiesta Clendenning, al afirmar respecto a esta regulación que "estas limitaciones por sí mismas, no fueron suficientes para atribuirse el completo desarrollo del mercado de eurodólares".(65) Para este autor, tan importante como la Regulación "Q" fué la falta de disposición -- por parte de los bancos norteamericanos a aceptar cortos márgenes en sus operaciones, en contraste con la avidez de los bancos -- europeos dispuestos desde el primer momento a concertar operaciones con márgenes auténticamente competitivos.

Si los Estados Unidos hubieran abolido la Regulación "Q" o hubieran elevado sustan -- cialmente el límite de los tipos de interés en los comienzos de la vida del mercado de

eurodólares, su crecimiento y desarrollo probablemente se hubiera visto restringido. El incentivo para los titulares de depósitos en dólares de situarlos en los bancos europeos se hubiera reducido y, por tanto, también lo hubiera hecho la oferta disponible de dólares para su utilización en el mercado de eurodólares. Ya que el principal estímulo para la expansión durante las primeras etapas surgió del lado de la demanda, esta reducción en la oferta de depósitos en dólares USA habría restringido el desarrollo del mercado. (66)

2.5.4. REGULACION "M"

La Regulación "M", de aplicación al sistema bancario de Estados Unidos especifica el volumen de recursos que los bancos han de mantener en concepto de reservas sobre depósitos. (67) Hasta 1.969, esta regulación no afectó a las reservas mantenidas por bancos americanos contra depósitos procedentes de bancos extranjeros o de sus propias filiales o sucursales en el exterior.

En Septiembre de 1.969, el "Federal Reserve - - Board" somete a revisión el ámbito de aplica - - ción de tal reglamentación, cuya incidencia sobre el sistema bancario en el proceso de captación de depósitos del exterior, podemos desglosar en tres aspectos fundamentales.

Inicialmente, los bancos americanos se vieron obligados a incorporar a los depósitos a la vista sujetos a la obligación de mantener reservas, los cheques emitidos a favor de sus filiales extranjeras.

Se estableció un coeficiente del 10 % sobre los siguientes conceptos:

- a) Préstamos a los bancos estadounidenses de -- sus filiales extranjeras que superaran el nivel medio alcanzado en el curso de las cuatro semanas anteriores a 28 de mayo de 1.969.
- b) Activos adquiridos por las filiales extranjeras proporcionados por la matriz, y superiores al mismo nivel medio señalado en a).
- c) Préstamos concedidos por las filiales extranjeras a los residentes americanos que exce -

dían, bién a las sumas con vencimiento el 25 de junio, o bién a la suma media con vencimiento en el curso de las cuatro semanas anteriores al 28 de mayo de 1.969.

En tercer lugar, se estableció un coeficiente de reservas sobre los préstamos concedidos a los bancos con sede en Estados Unidos por la banca extranjera. Su nivel se situaba en los siguientes términos:

- 3 %, para los préstamos inferiores al 4 % de los depósitos sujetos a reservas.

- 10 %, para los préstamos superiores al 4 % de los depósitos sujetos a reservas.

Este coeficiente era solo de aplicación a los nuevos préstamos, de tal forma que si el nivel global de préstamos de las filiales se mantenía inferior al nivel del periodo tomado como base, había una reducción igual a la parte no sujeta a reserva.

El resultado directo de esta medida fué incrementar el coste efectivo del endeudamiento en el mercado de eurodólares de los bancos estable

cidos en Estados Unidos, en función, 1) del canal de endeudamiento utilizado, y 2) del nivel de participación previa de los bancos en el euromercado. Si bien un banco podría pagar el tipo de mercado sobre recursos en eurodólares, solo una fracción de los fondos allí captados podrían ser empleados como préstamos bancarios. De esta forma, el coste real o tipo efectivo sobre eurodólares habría que obtenerse previo ajuste del vigente en el mercado con las posibilidades de préstamo y la Regulación "M" permitía. Esto es:

$$\text{Tipo efectivo sobre eurodólares} = \frac{\text{Tipo de mercado sobre eurodólares}}{1 - \text{coeficiente de reservas}}$$

En el cuadro se ilustran los distintos costes efectivos resultantes con las modalidades de aplicación de la regulación comentada.

El balance final de estas medidas condujo a una drástica reducción del abastecimiento de fondos externos a los bancos situados en EE.UU. en especial con origen en sucursales extranjeras. Entre final de 1.969 y 1.974, los activos de sucursales extranjeras sobre sus oficinas princi-

COSTE EFECTIVO DE ENDEUDAMIENTO EN

EURODOLARES POR LOS BANCOS U.S.A.

RO.

ENDEUDAMIENTO DE BANCOS MIEMBROS DEL "FEDERAL RESERVE".	Coefficiente de reservas exigido	Tipo de Interés en el mercado de eurodólares (%)	Coste Efectivo
PRESTAMOS A BANCOS MIEMBROS:			
De sucursales en el extranjero			
Base mínima	0,0	10,25	10,250
Base máxima	10,0	10,25	11,379
De bancos extranjeros (excepto sucursales propias)			
Depósitos a la vista	10,0	10,25	11,369
Depósitos a plazo			
Base mínima	3,0	10,25	10,567
Base máxima	10,0	10,25	11,389

Fuente: Federal Reserve Bank of Cleveland. "The Euro-dollar Market".
Economic Review. Abril 1970. p. 8

Cuadro n° 4

pales en USA, descendieron desde 14.000 millones de dólares a algo menos de 4.000 millones. Como proporción del total de activos de estas sucursales, la reducción es aún más importante: al final de 1.969, este endeudamiento de las casas centrales suponía un 37 % del total de activos de las sucursales, cayendo al 4 % al final de 1.971, proporción que se ha mantenido prácticamente hasta el momento. (68)

En este marco restrictivo, el estímulo por parte de las entidades bancarias norteamericanas en el exterior para la captación de depósitos fuera de su país, dejó de ser una opción más a considerar, convirtiéndose en un prerequisite para su normal desenvolvimiento en la oferta de financiación a las compañías no bancarias americanas, con inversiones en el exterior y su posterior participación en la actividad interbancaria a nivel internacional.

3. PONDERACION DE LOS DISTINTOS FACTORES

Hemos tratado en este capítulo de documentar lo que entendemos fué el contexto en el que mercado de - - eurodólares apareció. El peso específico que la moneda norteamericana tiene en el euromercado justifica que -- hayamos centrado nuestra atención en las bases de nacimiento y desarrollo del mismo. La referencia al resto - de las eurodivisas importantes hubiera supuesto un análisis similar, si bien en gran parte la generalización inicial del mercado en eurodólares potenció por sí mismo, en una importante medida, el desarrollo del mercado - en el resto de las eurodivisas.

Factores o acontecimientos habitualmente tratados de forma aislada, son para nosotros partes de un todo que hemos calificado como la necesidad de internacionalización de los flujos de capital.

Pensar en la eficacia relativa sobre el mercado, de las decisiones de la Unión Soviética de transferir - sus saldos en dólares a las plazas europeas, sin una -- posterior y generalizada convertibilidad de las monedas de estos países sería absolutamente irreal. De la misma forma que descansar las argumentaciones sobre el retorno a la convertibilidad sin considerar que lo que real-

mente sirvió de puerta a la misma, fueron los depósitos - por cuenta de capital de la balanza de pagos norteamericana, entre cuyas motivaciones básicas -sobre todo en -- los primeros años del sesenta-, habría evidentemente que destacar, el nivel de competitividad alcanzado por algunas plazas financieras europeas respecto al mercado de Nueva York.

La respuesta pues a esa necesidad de internacionalización y liberalización, sin ser completamente autónoma, fué esencialmente asumida por el sistema bancario europeo, que supo adaptarse a las nuevas condiciones -- creadas y aprovechar racional y eficazmente no sólo las condiciones anteriormente enunciadas, sino lo que ya señalamos en la sección anterior de forma especial, esto es, -- el conjunto de medidas de política monetaria arbitradas por las autoridades estadounidenses; exponentes -- de un proceso intervencionista contradictorio con la definición liberal que del sistema financiero habían enunciado los propios dirigentes norteamericanos, pero a su vez, esencialmente consecuente con la naturaleza de las relaciones establecidas en Bretton Woods, y el papel -- que entonces se asignaron los Estados Unidos.

Los resultados de estas regulaciones, efectivamente no respondieron a los propósitos con que habían sido establecidas. Como ya tuvimos ocasión de analizar an-

teriormente, los efectos además de contrarios a los fi -
nes perseguidos, redundaron en la consolidación de un --
mercado auténticamente sustitutivo del de Nueva York. --
Los controles instaurados en esta época generaron un pro
ceso encaminado a eludir dichos controles, produciendo -
una ampliación del volumen de transacciones en eurodóla-
res. Los activos de las sucursales extranjeras de los --
bancos de los Estados Unidos crecieron a un ritmo impor-
tante, especialmente en los últimos años de la década. -
De 15.700 millones de dólares en 1.967 pasaron a 41.100
millones en 1.969, en tanto que el número de sucursales
extranjeras dió un salto de 295 a 459 en el mismo perio-
do.

La destacada incidencia de este conjunto de medi-
das sobre el desarrollo -no el nacimiento- del mercado,
es pues evidente. La demanda de la "divisa clave" en mo-
do alguno se vió frenada, sino que únicamente sufrió una
desviación hacia el entonces incipiente mercado de euro-
dólares libre de regulación y control alguno.

En cualquier caso, y pensamos es este aspecto el
que nos interesa analizar: diferencialmente respecto de
los planteamientos de una buena parte de los autores ya
citados, el marco operativo básico de un mercado de dóla-
res en Europa, ya había quedado asentado años anteriores.

a la primera de las restricciones americanas. El sistema bancario europeo, cuando se empiezan a sentir los primeros efectos del "I.E.T.", ha asumido totalmente la función de intermediación que tan extensivamente iba a desempeñar a partir de 1.963, y es precisamente en este aspecto, con la correlativa racionalidad que en el comportamiento de las operaciones bancarias supone, donde radica, en nuestra opinión, el elemento determinante de la dinámica expansionista del mercado a partir de estos años. Es decir, frente al intervencionismo presente en el sistema bancario estadounidense, en Europa se asiste a una consolidación del proceso liberalizador iniciado en 1.958, cuya consecuencia más evidente, para el tema que nos ocupa, es un incremento de la competitividad de los eurobancos sobre sus competidores norteamericanos.

Podemos concluir pues, que el creciente volumen de las transacciones internacionales agregadas en capital a corto plazo, y de forma específica, las centradas en el mercado de eurodivisas, fueron la consecuencia de la internacionalización de las actividades económicas de los principales países europeos, y no el resultado directo de la implantación de controles de capital, los cuales potenciaron un proceso de desviación geográfica de esas transacciones hacia las zonas económicas donde tales controles no existían.

NOTAS AL CAPITULO II

(1). Para un análisis histórico detallado de los fenómenos más importantes en la finanzas internacionales puede consultarse además de las referencias de la nota (2), las siguientes obras:

- PAUL EINZIG. "History of Foreign Exchange" Tomo I. Macmillan, Londres 19.
- STEVEN DAVIS. "The Euro-banks: its origins, magement and outlook". Macmillan, Londres 1.976.

(2). Puede consultarse a este respecto:

- P. EINZIG. "The euro-dollar system" - 5^a ed. Macmillan, Londres 1.973. cap. 1.
- J. SNEDDON LITTLE. "The Euro-dollar Market: its nature and impact". New England Economic Review. Mayo/ junio 1.969, p. 4.
- JULIEN KOSZUE. "Les Euro-dollars, Euro-divises" Banque. Agosto 1.964, pp. 508-515.
- LESLIE MURPHY. "International Financing of Corporate Growth". Henri Schroder Wag Co. Ltd. Londres Abril 1.976.
- GEORGE BOLTON "Emergence of the Eurodollar Market". en The Eurodollar. Rand McNally. Chicago 1.970. - - pp. 2-15

(3). P. EINZIG. "The Euro-dollar System". 5^a ed. p. 4.

- (4). E.W. CLENDENING. "The Euro-dollar Market". Clarendon Press. Oxford 1.970. p. 21
- (5). GEOFFREY BELL. "The Euro-Dollar Market and the International Financial System". Macmillan. Londres 1.973 p. 8.
- (6). MILTON FRIEDMAN. "The Euro-Dollar Market: Some first Principles". The Morgan Guaranty Survey. New York. - Octubre 1.969. p. 5.
- (7). JANE SWEDDON LITTLE. "The Euro-Dollar Market: Its nature and Impact". New England Economic Review. Federal Reserve Bank of New York. Noviembre 1.960. p. 26.
- (8). GEOFFREY BELL. Op. cit. p.8
- (9). ALAN K. HOLMES Y F. KLOPSTOC. "The Market for Dollars Deposits in Europe". "Monthly Review. Federal Reserve Bank of New York. Noviembre 1.960.
- (10). DAVID K. EITMAN Y ARTHUR I. STONEHILL. "Multinational Business Finance". Addison Wesley. 1.973. p. 100
- (11). FELIX VARELA PARACHE. "Eurodólares". Guadiana de Publicaciones. Madrid, 1.969. p. 34.
- (12). "La utilización de la esterlina fué doblemente limitada. Se convirtió en una moneda menos disponible en razón a las restricciones cuantitativas y, sobre todo, en una divisa costosa en razón al elevado precio del dinero en el mercado de Londres. El tipo del 7 % al cual se realizaban las operaciones de descuento, era completamente excepcional para la época, no sólo en el caso del Reino Unido, sino para la mayor parte

de los mercados nacionales. Dos medidas obstaculizaron la disponibilidad de la Libra Esterlina:

- 1) La prohibición de girar letras de cambio sobre la base de créditos extendidos en esterlinas, con relación a transacciones comerciales.
 - 2) La supresión de las facilidades de descuento para los no-residentes". - GERARD BEKERMAN. "Euro-Dollars". Presses Universitaires de France. Paris - 1977. p. 8.
- (13). PAUL EINZIG. "The Euro-Dollar System". 5ª edición. - p. 26.
- (14). PAUL EINZIG & BRIAN SCOTT QUINN. "The Euro-Dollar System". 6ª ed. Macmillan. Londres, 1.977. p. 5.
- (15). GEORGE MACKENZIE. "The Economics of the Eurocurrency System". Macmillan. Londres 1.976. p. 88.
- (16). PAUL DE GRAUVE. "El desarrollo del mercado de Eurodivisas". Finanzas y Desarrollo. F.M.I. New York 1.975 p.14.
- (17). E.W. CLENDENING. Op. cit. p. 23.
- (18). Esta decisión implicaba, como señala Juan Sardá, un amplio grado de libre convertibilidad, con respecto a los no-residentes, a las paridades establecidas. - Se conservaban restricciones para las transacciones financieras de los residentes y también algunas por cuenta de no-residentes. De hecho, se estableció un sistema de convertibilidad limitada, distinto de la

- convertibilidad para el dólar americano que, sin embargo, permitía una considerable ampliación en las transacciones financieras internacionales. - JUAN SARDA. "La Crisis Monetaria Internacional". Ariel. Ariel. Barcelona, 3^a ed. Noviembre 1.974. p. 39.
- (19). F.M.I. Annual Report 1.969. Washington D.C. F.M.I. -- 1.959. p. 3.
- (20). Los antecedentes de tal decisión han sido claramente enunciados por el profesor JOAQUIN MUNS: "Desde el término de la guerra hasta aproximadamente 1.958, el sistema monetario internacional vivió pendiente del problema de la escasez de dólares, es decir, de lo que podríamos denominar el aspecto de reparto de la liquidez internacional, que la contienda había acumulado en algunas zonas, especialmente los Estados Unidos... conseguido a base de una combinación de "donaciones" u transferencias norteamericanas (hasta 1.952 sobre todo) y de déficits de la balanza de pagos de Estados Unidos (a partir de 1.950)". - JOAQUIN MUNS. Introducción a "Crisis y Reforma del Sistema Monetario Internacional". Instituto de Estudios Fiscales. - Madrid 1.975. p. 14.
- (21). GERARD BEKERNAN. Op. cit. p. 7
- (22). Vid. PHILIPPE ZARIFIAN. "Inflation et crise monétaire" Editions Sociales, Paris 1.975. pp. 216-220
- (23). En la obra ya citada de Zarifian, se efectúa un análisis bastante riguroso de las necesidades para las economías capitalistas desarrolladas, de potenciar este proceso de internacionalización de sus actividades fi

nancieras. Es en este contexto, y analizando el rol desempeñado por los EE.UU., en el que este autor - - situa la vuelta a la convertibilidad en 1.958 como - - condición fundamental para el desenvolvimiento del - - mercado de eurodivisas.

- (24). De hecho, Robert Triffin, señalaba ya en 1.959 en -- dos artículos publicados en la *Quartely Review* de la Banca Nazionale del Lavoro, que a pesar de su aparente solidez, el sistema iniciado después de la guerra y culminado con los acontecimientos cambiarios de -- 1.958, era fundamentalmente débil. Posteriormente en otro lugar, venía a manifestar que la demanda de reservas crecía más rápidamente que su oferta y llegaba al planteamiento del siguiente dilema: "O bien -- los déficits de la balanza de pagos norteamericana -- proporcionaba esa liquidez o el sistema se vería -- guiado al colapso por falta de ella". - ROBERT TRIFFIN. "Gold and the dollar crisis. The future of convertibility". Yale University Press, 1.960. La versión castellana es del año 1.962, "El oro y la crisis del dólar". Fondo de Cultura Económica. Los capítulos VI y VII aparecen reproducidos en la obra colectiva: "Crisis y Reforma del Sistema Monetario Internacional". Instituto de Estudios Fiscales. Madrid 1.975; de cuya introducción realizada por el profesor Joaquín Muns, hemos extraído las referencias un-

teriores (pp. 15 y 16; 263 y siguientes).

(25). FELIX VARELA. Op. cit. p. 35.

(26). JANE SNEDDON LITTLE. Op. cit. p. 5.

(27). El conjunto de pasivos monetarios exteriores de los Estados Unidos se elevaba en 31 de diciembre de - - 1.958 a 16.840 millones de dólares, frente a unas - reservas en oro de 20.580 millones. Datos extraídos de "International Financial Statistics", citados -- por J. Muns. Op. cit. p. 15.

"Los años anteriores a 1958 fueron los años de la - llamada "escasez de dólares", cuando la salidas de dólares -aproximadamete 1.500 millones al año, por término medio- era realmente bien recibida por el - resto del mundo como un medio de reaprovisionar las agotadas reservas nacionales". B.J. COHEN. "Balance of Payments Policy" Penguin. 3^a ed. Londres 1969. - p. 149.

(28). Sobre los presupuestos básicos en los que los prog - gramas de ayuda norteamericana se fundamentaban, -- así como las motivaciones últimas del resto de los movimientos de capital, puede consultarse la obra - de MICHEL HUDSON. "Super-Imperialismo" Dopesa. Barcelona 1973. pp. 75 y sgtes.

(29). B.J. COHEN. Op. cit. p. 150.

(30). "A partir de 1961, los gobiernos europeos fueron animados a emplear sus reservas de dólares en pagos anticipados sobre deudas a largo plazo frente a los Estados Unidos o para invertir en títulos especiales a medio plazo, denominados en sus propias monedas (Dobnos Roosa), mejor que convertirlas en oro. Además, - las autoridades empezaron a intervenir activamente - para sostener el dólar tanto en el mercado al contado como en el mercado a plazo, empleando monedas extranjeras puestas a su disposición por medio de una red recién creada de acuerdos de créditos intergubernamentales recíprocos ("swaps"), para estimular los esfuerzos cooperativos en apoyo del precio del oro - en mercados privados ("pool del oro") y para girar - sobre las líneas de crédito del F.M.I. - B.J. COHEN. Op. cit. p. 154.

(31). ERIC CHALMERS. "International Interest Rate War" Macmillan. Londres 1972. p. 35.

(32). BERTRAND MUNIER. "Le Cambisme et le Jeu Monétaire International". Presses Universitaires de France. París 1970. p. 63.

(33). FRANCIS A. LEE; MAXIMO ENG. Op. cit. p. 432.

- (34). Op. cit. p. 23
- (35). Op. cit. p. 5
- (36). A. GISBERT; M. SARTORIUS. "Eurodólares y Eurobonos". Anaya. Madrid 1970. p. 24
- (37). EISUKE SAKAKIBARA. "El Mercado de Eurodólares en perspectiva". Finanzas y Desarrollo. Septiembre 1975.p.13
- (38). KINDLEBERG, DPUES Y SALANT. en "The Dollar and World Liquidity: A minority View". Economist 5-2-1976, ya señalan de forma general como el proceso de intermediación financiera internacional es la causa y no el resultado de los déficits de la balanza de pagos norteamericana sobre la base de liquidez; posteriormente la hipótesis ha sido confirmada por otros autores (Mederer, Bernstein, Machlup).
- (39). GERARD BEKERNAN. Op. cit. p. 62
- (40). Ibid. p. 63.
- (41). HELMUNT MAYER. "Some Tehorétical Problems Relating to the Euro-Dollar Market". Princeton University Press. Princeton 1970. p. 7.

- (42). A. CAIRNCROSS. "Control of Long Term International Capital Movements". Brookings Institution, Washington 1973, p. 27.
- (43).. Op. cit. p. 5.
- (44). Apesar de que su entrada en vigor se aplazó 14 meses a partir de la fecha de su anuncio el I.E.T., tuvo un impacto significativo sobre los flujos de capital durante el periodo julio 1963-septiembre 1964 tal como han demostrado entre otros WILLIAN H. BRANSON. "Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments". OCDE. Amsterdam, 1968.- RAYMOND D. HILL, Jr.; WILLIAN H. BRANSON "Capital Movements in the OECD Area: An Econometric Analysis". OCDE. Economic Outlook. Paris. Diciembre 1971.
- (45). Las circunstancias que rodearon la implantación del IET, así como sus efectos inmediatos han sido discutidos por R. COOPER, en "The Interest Equalization Tax: An experiment in the Separation of Capital Markets". Yale University. Economic Growth Center, Paper n°73.
- (46). La cifra de inversiones en el exterior se acercaba a los 4.000 millones de dólares mensuales y la compra de títulos-valores extranjeros se duplicaba en comparación con la cifra de 1962, próxima al millón de dólares anuales. CAIRNCROSS. Op. cit. p. 30
- (47). A. CAIRNCROSS. Op. cit. p. 31
- (48). El presidente de los EE.UU. gozaba de la facultad de alterar el tipo aplicable dentro de un límite máximo del 1,5 %.
- (49). Emisiones destacables fueron las de Gran Bretaña y Japón en 1965; Bélgica y Noruega en 1964. En 1965 y 1966 -

hubo otras emisiones dispersas finalizando en 1969 con una realizada por Japón. Con todo, si comparamos con las emisiones concurrentes en el mercado de eurodólares, las cifras del cuadro son insignificantes.

- (50). International Bank to Reconstruction and Development. "Suppliers Credits from Industrialized to Developing Countries" Washington, 1967.
- (51). GERARD BEKERMAN " Le marché Euro-obligatoide". Banque n° 362. Mayo 1977 p.542.
- (52). Op. cit. p. 34.
- (53). YOON S. PARK. " The euro-bond market: Function and structure Praeger, New York, 1974. p. 10.
- (54). Para una completa discusión del W.F.C.R. , pueden consultarse los trabajos de ANDREW F. BRIMMER.
- "Capital Outflows and the US. Balance of Payments: Review and Outlook". Trabajo presentado al Federal Reserve Bank of Dallas. Dallas, Texas 11 Febrero 1970.
 - "Commercial Bank Lending Abroad and the US. Balance of Payments" en The International Monetary System in Transition. Trabajo presentado a la conferencia organizada por Federal Reserve Bank of Chicago. Marzo 1972. pp. 76-91.
 - "American International Banking: Trends and Prospects" Bankers Association for Foreign Trade. Boca Raton. Florida. Febrero 1973.
- (55). A ambos tipos de instituciones se les requería a "otorgar absoluta prioridad a las necesidades de crédito para exportación de bienes y servicios USA y, dentro de las categorías de financiación restantes, otorgar la -

más alta prioridad a créditos e inversiones en los países menos desarrollados". Board of Governors of the Federal Reserve System. Annual Report, 1965. Washington, 1966. p. 23.

(56). Los activos afectados, todos con un vencimiento no superior a un año, eran esencialmente:

- a) Depósitos en dólares y moneda extranjera mantenidos en bancos extranjeros y en sucursales extranjeras de bancos norteamericanos.
- b) Bonos a corto plazo de gobiernos extranjeros.
- c) Papel comercial exterior y créditos a compañías financieras.

(57). Adicionalmente, los bancos comerciales fueron requeridos a "no conceder nuevos préstamos con vencimientos superiores a un año, durante 1968" a los países desarrollados de Europa Occidental. Federal Reserve System. Annual Report 1967. p.21.

(58). El Sistema de la Reserva Federal decidió precisamente no convertir el programa en "mandatory" en 1968 "en vista del grado de cooperación demostrado por las instituciones financieras desde el comienzo del programa". Federal Reserve System. Annual Report, 1968. p. 57.

(59). El también programa voluntario FDI, administrado por el Departamento de Comercio, solicitaba a las corporaciones no financieras el establecimiento de restricciones sobre sus inversiones en el extranjero. Aunque este programa mantuvo durante todo el año 1967 su carácter voluntario, "las restricciones sobre los flujos de inversiones directas se hicieron fuertemente rígidas durante ese período, "hasta tal punto que el propuesto programa voluntario demandó para 1968 una limitación de las in-

versiones directas del 100 por cien de la media del periodo comprendido entre 1962 y 1964".

- RICHARD HERRING; THOMAS D. WILLET. "The Capital Control Program and US. Investment Activity Abroad". Southern Economic Journal. Vol. 39 Julio 1972. p. 58.

(60). JOHN HEWSON; EISUKE SAKAKIPARA. "The Impact of US Controls on Capital Outflows on the US. Balance of Payments: An Exploratory Study". Staff Papers. Vol. 22. n°1. Marzo 1975. pp. 37-60.

(61). Op. cit. p.9.

(62). E. W. CLENDENING. Op. cit. p. 18.

(63). OSCAR ALTMAN. "Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies". International Monetary Fund. Staff Papers. Octubre 1963. p. 78.

(64). G. BELL. Op. cit. p.12.

(65). Op. cit. p. 19.

(66). E. W. CLENDENING. Op. cit. p. 20.

(67). Establecida por la "Federal Reserve Act" del Consejo de Gobernadores del sistema de la Reserva Federal el 17 de Agosto de 1937, no fué hasta agosto de 1963 cuando, revisada y ampliada, contempló las condiciones regulatorias específicas del establecimiento de sucursales bancarias en el extranjero.

(Fed. Reg. 13.409, 20-8-1969, Federal Reserve Bulletin - 657 (1969)).

Amplios detalles, de la mecánica de aplicación de esta regulación, aparecen en:

- STUART W. ROBINSON, Jr., "Multinational Banking". -
3rd ed. A.W. Sijthoff Leiden. 1974.

(68). G.MACKENZIE. Op. cit. p. 108.

III. ESTRUCTURA GEOGRAFICA E

INSTITUCIONAL.

1. ESTRUCTURA GEOGRAFICA

Geográficamente, tanto el mercado de eurodólares como los referentes al resto de las eurodivisas, no poseen un emplazamiento determinado. La propia naturaleza de estos mercados, así como la diversidad de participantes internacionales en los mismos, no nos permite concretar la actividad en eurodivisas en un país específico o en un centro financiero determinado. De hecho, más que de un mercado o mercados debería hablarse de un sistema de comunicación. Consecuentemente con las precisiones establecidas respecto al prefijo "euro", transacciones en cualquier eurodivisa pueden llevarse a cabo en cualquier país a excepción del de origen de la moneda. El desarrollo en la presente década de lo que se ha dado en denominar mercado del "asia-dólar", en centros tan alejados del viejo continente como Nassau, Beirut, Tel-Aviv, Hong-Kong o Singapur, es ilustrativo de la potencial atomización geográfica del mercado de eurodivisas. El mercado de divisas asiáticas de Singapur, que representaba un total de activos de 1.000 millones de dólares en 1.971 y de 5.000 millones en Junio de 1.976, supone de hecho una extensión significativa del mercado de eurodivisas. (1) Nassau y Panamá igualmente contabilizaron en los últimos años importantes volúmenes de actividad en euromonedas.

Geográficamente podemos distinguir cuatro áreas principales en las que se centra la actividad del principal sector del euromercado, esto es, del mercado de eurodólares: Reino Unido - Estados Unidos - Europa Occidental - Canadá. Como áreas que denominaríamos periféricas (ver figura 1) con el carácter de menores, estarían países como Japón y otros asiáticos - Bahamas y América Latina - Europa del Este y Oriente Medio - África.

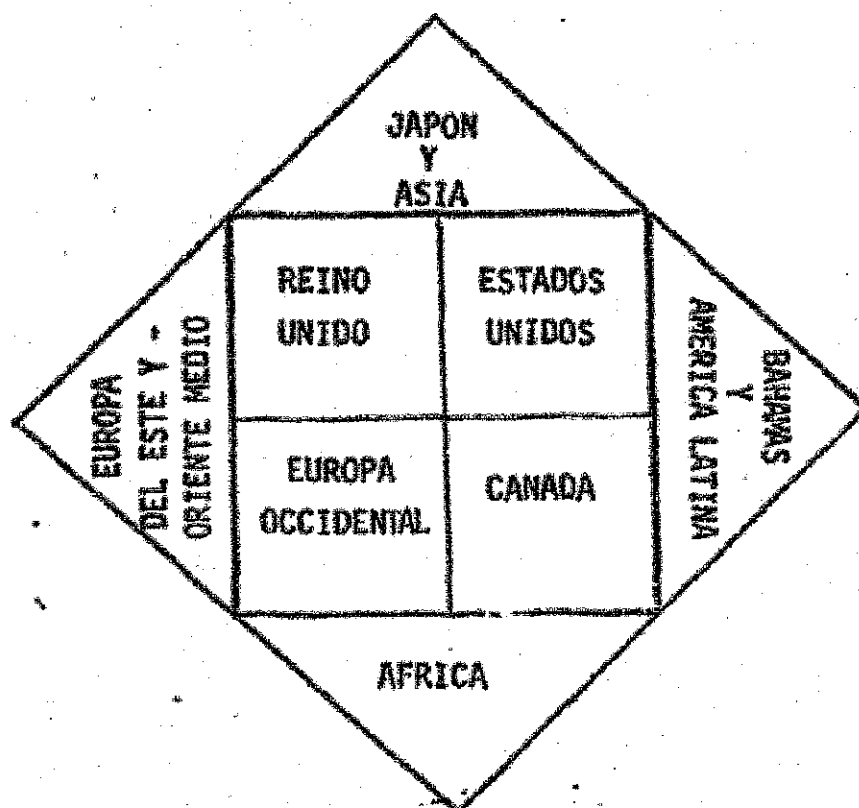


Fig. nº 1

Una estimación de la dimensión bruta del mercado de eurodivisas aparece en el cuadro 1, donde el volumen de activos de los bancos presentes en el euromercado está sectorizado geográficamente. La actividad en --

ESTRUCTURA GEOGRAFICA DE LA DIMENSION BRUTA ESTIMADA DEL MERCADO DE EURODIVISAS

(Cifras en miles de millones de \$ a fin de cada año)

	AÑO 1.972		AÑO 1.973		AÑO 1.974	
	IMPORTE	% DEL TOTAL	IMPORTE	% DEL TOTAL	IMPORTE	% DEL TOTAL
1. MERCADO EUROPEO						
A. - Activos externos de los Bancos comerciales: (1)	132	62	188	59	214	56
• Bélgica	(14)	(6)	(24)	(8)	(32)	(8)
• Francia	(16)	(7)	(28)	(9)	(32)	(8)
• Alemania	(3)	(1)	(7)	(2)	(8)	(2)
• Italia	(19)	(9)	(24)	(8)	(13)	(3)
• Holanda	(5)	(2)	(9)	(3)	(12)	(3)
• Suecia	(1)	(0)	(2)	(1)	(2)	(1)
• Suiza	(16)	(8)	(10)	(3)	(12)	(3)
• Gran Bretaña	(56)	(26)	(84)	(26)	(103)	(27)
B. - Mercado Interbancario de Londres: (2)	21	10	34	11	36	9
C. - Otros mercados internos británicos: (2)	5	2	10	3	15	4
D. - Otros mercados internos Europeos: (2)	14	7	20	6	22	7
E. - SUB-TOTAL:	127	61	252	79	292	77
2. MERCADOS NO EUROPEOS						
F. - Bahamas e Islas Cayman (2)	18	8	33	10	44	12
G. - Canadá (1)	6	4	12	4	14	4
H. - Japón (1)	10	6	16	5	19	5
I. - Panamá (2)	1	1	2	1	4	1
J. - Singapur (2)	3	1	6	2	10	2
3. TOTAL GENERAL	212	100	321	100	383	100

Fuentes: (1) Banco de Pagos Internacionales

(2) Bankers Trust Company

Recopilación efectuada por Steven I. Davis: "The Euro-Bank", pag. 25.

Los países no europeos, no llega en ninguno de esos tres años a superar el 20 % a excepción de 1.574, en el que los países europeos totalizan el 77 % del total.

De los países europeos, Gran Bretaña, con una participación próxima al 30 % -sin considerar el mercado interbancario de Londres-, mantiene en la City, lo que muy bien podríamos denominar la capitalidad internacional del mercado de eurodivisas. Efectivamente, el centro financiero más antiguo de Europa, ha sido de nuevo a partir del final de la década de los cincuenta, el mercado donde se ha polarizado el mayor volumen de actividad bancaria internacional. Las interminables crisis monetarias y económicas por las que Gran Bretaña ha atravesado y el declinante papel desempeñado por la libra esterlina como moneda comercial y de reserva, no han sido óbice para que el sistema financiero británico diera cabida al mercado paralelo más importante a nivel internacional.

Independientemente de los factores históricos, una serie de ventajas institucionales y de infraestructura han posibilitado este papel dominante de Londres: la actitud favorable de las autoridades monetarias británicas, el nivel de especialización técnica de sus instituciones y personal, la existencia de un sistema de comunicación fluido, la eficacia del mercado de divisas y, co-

mo no, la presencia de un buen número de bancos europeos y japoneses ya establecidos en esta plaza antes de la expansión del euromercado.

En 1.975 el número de bancos extranjeros establecidos en Londres doblaba a los de cualquier otro centro financiero del mundo. En 1.976, entre los 244 bancos extranjeros establecidos en Londres procedentes de 54 países diferentes, se encontraban 97 de los 200 más importantes del mundo. Otros 87, sin tener representación directa, mantenían participaciones en consorcios bancarios londinenses. En conjunto, 333 bancos extranjeros estaban representados en Londres, de los que más del 45 % tenían filiales estables. (2) El cuadro 2 pone de manifiesto la rápida evolución del proceso apuntado. A finales de 1.977 los activos totales de los bancos establecidos en Londres totalizaban 191.000 millones de libras esterlinas - de los cuales, 103.000 millones correspondían a bancos extranjeros (ver cuadro 3); de éstos, casi 53.000 millones correspondían a bancos americanos y 15.000 a bancos japoneses. En este año, debido fundamentalmente al incremento apreciable en la actividad del mercado de eurodivisas, un importante número de bancos procedentes de Europa, América del Sur y, sobre todo de Oriente Medio, se establecieron en la City. La incidencia de la banca extranjera establecida en Londres se hace aún más evidente, al -

Cuadro n° 2

BANCOS EXTRANJEROS EN LONDRES

ANOS	TOTAL	NORTEAME- RICANOS	JAPONESES	EUROPEOS	RESTO
1.870	10	--	--	2	8
1.914	29	3	1	8	17
1.950	53	7	4	19	23
1.960	77	10	8	28	31
1.966	103	14	12	34	43
1.967	109	15	12	37	45
1.968	125	23	12	39	51
1.969	144	32	12	45	55
1.970	159	37	13	50	59
1.971	172	40	15	53	64
1.972	202	55	19	60	73
1.973	226	53	21	76	76
1.974	248	61	23	84	80
1.975	244	57	23	86	78
Activos totales (*)	71.8	36.8	12.1	22.8	

(*) Cifras en miles de millones de libras esterlinas.

Fuente: Financial Times, 26.4.76 (extraído de "The Banker")

observar su participación relativa en depósitos en moneda extranjera. A Octubre de ese mismo año, de un total de 123.245 millones de libras esterlinas, poco más del 18% de los depósitos habían sido captados por bancos de nacionalidad británica, justamente la mitad de la proporción asignada a los bancos norteamericanos.

Cuadro n° 3

PARTICIPACION DE LA BANCA EXTRANJERA EN LONDRES

EN DICIEMBRE DE 1.977

(cifras en millones de £)

BANCO S	ACTIVOS TOTALES	DEPOSITOS EN MONEDA EXTRAJ.
TOTAL BANCOS ESTABLECIDOS EN R.UNIDO	191.425	123.245
- Británicos	78.895	22.995
- Americanos	52.723	46.492
- Japoneses	15.304	14.950
- Otros extranjeros	35.683	31.227
- Consorcios	8.819	7.589

Fuente: Euromoney, Enero 1.978, pag. 76

La especialización interbancaria del mercado de eurodivisas de Londres, otorga a la City el carácter de centro principal en todas las transacciones de eurodepósitos, permitiendo la negociación de operaciones en volúmenes y plazos difíciles de concertar en el resto de las plazas financieras. (3) Paradojicamente, a pesar de que el desarrollo del mercado de eurodólares ha incrementado sustancialmente el uso internacional del dólar, reduciendo el papel que la esterlina venía desempeñando en las finanzas internacionales, este proceso ha potenciado simultáneamente la importancia relativa de la plaza financiera de Londres desplazando a la de Nueva York, hecho que viene a demostrarnos, cómo el uso internacional de una moneda y la importancia internacional de un centro financiero, no han de ser necesariamente idénticos. (4)

París, Francfort, Amsterdam, Zurich, Basilea, Ginebra, Milán y Viena son por este orden, los principales centros, con un volumen de transacciones considerablemente inferior al de Londres. Toronto y Montreal son igualmente receptores de importantes flujos de dólares USA, sin embargo, estos últimos, tal como señala Einzig (5), difícilmente pueden ser considerados como mercados, ya que normalmente, todos los depósitos en dólares USA recibidos por los bancos canadienses, son rápidamente reinvertidos en algún centro financiero extranjero.

Cuadro n° 4

CENTROS	Oficinas Representativas	Subsidiarias	Sucursales	Construcciones Multinacionales Financieras	TOTAL
LONDRES	93	61	209	65	449
NUEVA YORK	56	41	63	9	179
HONG KONG	54	43	33	19	149
SINGAPUR	40	13	47	11	111
SAO PAULO	59	21	12	10	102
NASSAU	--	26	65	5	96
TOKIO	52	4	40	--	96
FRANKFURT	50	9	32	4	95
SYDNEY	49	9	4	25	87
BEIRUT	52	15	16	3	86
BRUSELAS	20	21	21	12	74
MEJICO	62	5	2	2	71
LUXENBURGO	2	37	11	9	59
RIO DE JANEIRO	31	13	8	3	55
BUENOS AIRES	35	9	13	2	58
DJAKARTA	32	1	11	8	52
ZURICH	17	13	8	5	43
LOS ANGELES	8	13	21	2	44
GINEBRA	4	23	9	10	46
CHICAGO	14	4	20	6	44
JOHANNESBURGO	23	12	--	6	41
CARACAS	36	1	3	1	41
SAN FRANCISCO	5	13	20	2	40
MADRID	34	4	3	1	42
MELBOURNE	13	5	6	17	41
TEHERAN	33	3	1	2	39
PAHAMA	6	14	15	3	38
BOGOTA	22	7	3	1	33
MANILA	19	1	4	7	31
MILAN	14	7	10	--	31
BANGKOK	4	8	8	8	28

Fuente: "Who is Where" publicado por The Banker Research Unit, y recopilado por Steven I. Davis. "The Euro-Bank", pag. 28

El cuadro 4, nos proporciona a Septiembre de 1.975, las formas de establecimiento bancario adoptadas en treinta y dos centros financieros mundiales. Con un total de 449 establecimientos, desde oficinas representativas hasta bancos consorciales, Londres duplica el número de los mismos establecido en Nueva York con 179 y en Hong Kong con 149. En el total de Londres, se encuentran 86 consorcios, y 61 subsidiarias, categorías en las que se encuentran tipificados los denominados eurobancos. La importancia relativa de las plazas financieras europeas puede también apreciarse en el cuadro 5, en el que aparecen tres de los indicadores más importantes en la categorización de la actividad financiera internacional, a finales del mismo año.

El papel desempeñado por los Estados Unidos es obviamente fundamental, el conjunto de disposiciones comentadas en el capítulo anterior, la ligazón de la balanza de pagos de aquel país con el euromercado y la presencia activa de las compañías multinacionales norteamericanas en el exterior, son factores que han impulsado el endeudamiento de prestatarios de los Estados Unidos en el mercado de eurodólares. Con cierta razón se ha tratado de caracterizar este aspecto afirmando que, "Europa presta a todos los bloques, mientras que los Estados Unidos toman dinero de todos los bloques". (6)

Cuadro n° 5

PLAZAS FINANCIERAS EUROPEAS

PLAZAS	Número de Bancos Extranjeros	Pasivos de los Bancos en divisas Extranjeras. (Junio-75, en miles de millones de \$) (*)	Número de firmas extranjeras cotizando en Bolsa.
LONDRES	244	388,5	389
PARIS	145	31,38 (1)	169
FRANCFURT	95	6,91	120
LUXEMBURGO	62	24,60	462
ZURICH	53	247,40	379
VIENA	52	3,90	22
BRUSELAS	43	1,90	166
MILAN	31	11,30	1
AMSTERDAM	18	--	331
COPENAGUE	15	0,95	4
OSLO	4	0,30	6
ESTOCOLMO	3	1,34	0
MADRID	--	--	3

(*) Cifras para la totalidad de bancos de cada país, excluido el Banco Central

(1) Marzo de 1.975

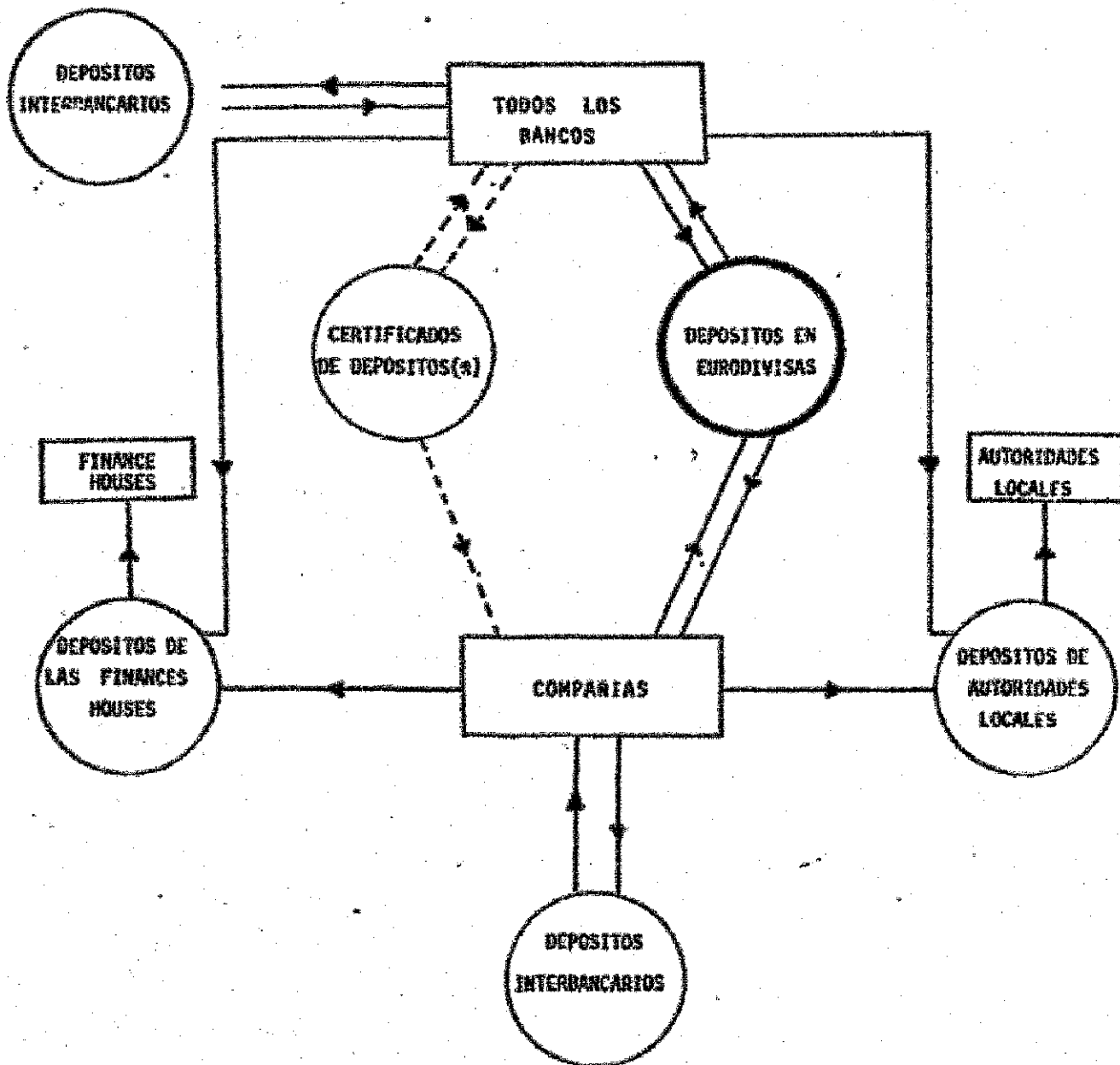
Fuente: "VISTOR" Special Eurobanque, Diciembre 1.975, pg.71

2. ESTRUCTURA INSTITUCIONAL

El mercado de eurodivisas forma parte de lo que se ha dado en denominar, mercados monetarios paralelos - frente a los mercados clásicos o tradicionales, cuyas - insuficiencias como mercados monetarios mayoristas han - posibilitado la emergencia de los primeros. El diagrama adjunto (fig. 2) concebido en el contexto del sistema - financiero británico, nos ilustra la posición de los par- ticipantes primarios en estos mercados.

La estructura institucional, dentro de la cual el mercado de eurodivisas opera, es básicamente la mis- ma que la de cualquier mercado monetario con los mismos participantes, ésto es, bancos comerciales, bancos cen- trales, empresas y sujetos individuales.

Existe, sin embargo, una diferencia fundamental señalada por Clendening, (7) que radica en el hecho de - que el mercado de eurodivisas opera con fondos a nivel internacional, tanto entre los poseedores originales y - los usuarios finales, como entre los propios bancos co- merciales entre sí; mientras que en el seno de un merca- do monetario nacional, los movimientos interbancarios de fondos tienen como marco limitativo el de la economía -

MERCADOS MONETARIOS PARALELOS

Los círculos representan mercados

Los rectángulos representan operadores primarios en los mercados

* Existe un mercado secundario

— Cmb. New5

--- Venta de instrumentos negociables de depósito

Fuente: G.V. Forrest "Understanding Money" Oxford Educational Systems. p. 15

Gráfico n° 2

nacional en la que operan. Consecuentemente, el mercado de eurodólares (o de cualquier otra eurodivisa), agrupará a instituciones de varios países, mientras que un mercado monetario nacional estará normalmente dominado por las instituciones financieras nacionales.

El carácter institucional del mercado queda igualmente ilustrado por las profundas interrelaciones mantenidas con el mercado de divisas o de cambios, de tal forma que, a efectos puramente prácticos, algunos autores consideran el mercado de eurodólares (o de cualquier otra eurodivisa), desde sus comienzos como una parte integrante de aquél. (8) Frecuentemente, las transacciones de depósitos en moneda extranjera están ligadas a transacciones en el mercado de divisas, formando parte, en numerosos casos, de operaciones de arbitraje espacial, o de arbitraje en el tiempo, las cuales obviamente, solo pueden llevarse a cabo en el mercado de divisas. Complementariamente, el importante desarrollo de los mercados de eurodivisas ha potenciado las operaciones de arbitraje no solo cuantitativamente, sino también contribuyendo al perfeccionamiento y sofisticación de las mismas, como veremos más adelante.

Donde quizás el mercado de eurodivisas manifiesta de una forma más destacada su asentamiento en la es-

cena financiera internacional en los últimos años, es en el crecimiento en el número y diversidad de bancos que hoy son activos en las operaciones a medio plazo, fundamentalmente en las que comportan una base "roll-over". Los agentes operantes originalmente, no eran más que un pequeño grupo de bancos americanos, a través de sus oficinas en Londres junto con algunas compañías inversoras de Nueva York y algunos bancos industriales británicos (Merchant banks). La situación hoy, ha cambiado radicalmente. Hace un año se estimaba en no menos de 450 (9) las instituciones que eran activas -con diferentes grados de experiencia y participación-, en el segmento de medio plazo comentado.

Al lado de las sucursales extranjeras tradicionales, de los corresponsales y agentes, el euromercado ha potenciado la creación de nuevas formas bancarias de establecimiento. Entre ellas, las filiales especiales y los bancos comerciales son las más destacables. Esta última modalidad permite a entidades bancarias intercambiar sus técnicas sobre ciertas categorías de financiación o sus movimientos sobre determinados mercados o clientes, al mismo tiempo que cumplen el principal objetivo atribuido a dichos consorcios en la distribución del riesgo en las operaciones activas.

2.1. BANCOS CENTRALES

El mercado de eurodivisas es un mercado creado, organizado y regulado por bancos comerciales, en cuyo crecimiento la actividad tutelar de los bancos centrales ha tenido una escasa incidencia. Sin embargo, es obvio que el mercado ha nacido y ha mantenido un ritmo de expansión en la medida que los bancos centrales de los principales países afectados, han adoptado una posición abiertamente permisiva respecto al mantenimiento por parte de sus bancos comerciales, de un marco operativo en divisas distintas a las de emisión oficial. Es más, el crecimiento del mercado en los primeros años de los sesenta e incluso a su nivel actual, está indudablemente relacionado con la forma en que estas instituciones han afrontado alguno de los acontecimientos o factores propulsores del mercado. (10)

Independientemente de las prácticas regulatorias sobre el mercado, los bancos centrales han reaccionado de distintas formas tanto a la existencia del mercado en sí, como a su crecimiento. En primer lugar, tal como tendremos ocasión de analizar en el capítulo 4 de este trabajo, los bancos centrales han tenido una presencia activa en el mercado, dis-

poniendo de los mecanismos bancarios en la misma forma que otros participantes, esto es, a través del depósito de sus reservas en divisas, fundamentalmente en dólares, en el mercado (11) o, menos frecuentemente, mediante el endeudamiento en el mismo. En segundo lugar, algunos bancos centrales, y especialmente el Banco de Pagos Internacionales (BIS) (12), han actuado con el fin de mitigar temporalmente los efectos perturbadores del mercado, bien a través de la colocación temporal de fondos de los bancos centrales en el mercado, o a través de medidas destinadas a sostener temporalmente las retiradas de fondos del mercado, por parte de los bancos comerciales. En tercer lugar, los bancos centrales han perseguido en ocasiones aislar sus propias economías de los efectos del mercado o, en cualquier caso, limitar tales efectos. En otros casos, han actuado no solo permitiendo, sino estimulando el uso de los recursos del mercado dentro de su propio ámbito de influencia. Los efectos de estas políticas llevadas a cabo por los bancos centrales han sido en ocasiones más importantes desde el punto de vista de las condiciones monetarias nacionales, mientras que en otras ocasiones, sus principales consecuencias han sido halladas sobre la balanza de pagos y el nivel de reservas monetarias.

La participación de los bancos centrales en el euro mercado como usuarios/destinatarios de los recursos del mismo, será tratada detenidamente en el capítulo siguiente, en el que analizaremos los mecanismos de oferta y demanda que han motivado la presencia de estas entidades en el mercado. Anticipamos muy sintéticamente, que su actuación como oferentes, de importancia sustancial en los primeros años de los sesenta, no ha ido acompañada por el lado de la captación de recursos, en tanto banca central estrictamente, si bien es cierto, que la participación de algunos gobiernos o agencias gubernamentales han captado en los últimos años importantes sumas con las que financiar proyectos nacionales. (13)

En resumen, podemos decir que el aspecto más importante de las relaciones entre los bancos centrales y el mercado de eurodólares, está ligado a la capacidad autónoma de decisión de los primeros sobre la política monetaria interna; en la medida que el euromercado es susceptible de incidir en un sentido o en otro-, sobre los instrumentos convencionales de política monetaria interna, puede decirse que el desarrollo del mismo puede actuar como elemento limitativo de esa libertad de actuación inter

vención de la banca central-. El conjunto de medidas que los bancos centrales han tomado en diferentes momentos, para aislar a sus circuitos financieros y economías de la influencia del mercado, son una muestra representativa.

2.2. BANCOS COMERCIALES (EUROBANCOS)

El importante crecimiento experimentado durante la pasada década en el comercio e inversión internacional, ha dado lugar a una nueva generación de instituciones financieras internacionales. Desde la Segunda Guerra Mundial se ha asistido a un proceso de internacionalización de la actividad económica sin precedentes, al que ha ido asociado un proceso de características similares en la actividad financiera, caracterizada específicamente por el desarrollo de una red de mercados paralelos en depósitos y préstamos en moneda extranjera, de fácil acceso que ha possibilitado la emergencia de nuevas instituciones bancarias.

Este proceso de internacionalización ha tenido como resultado más elocuente, la desvalorización de las estructuras tradicionales de los sistemas bancarios

nacionales europeos. Una creciente concentración en los negocios bancarios se ha puesto de manifiesto - en la práctica totalidad de los países capitalistas, simultáneamente con los esfuerzos promocionales bancarios, para ofrecer la más amplia y universal gama posible de provisión de servicios. Como resultado, la división tradicional del trabajo entre varios tipos de grupos bancarios ha sido gradualmente abandonada. (14) Los casos de Gran Bretaña y Francia son elocuentes, pero también es de aplicación en el caso de Alemania Federal, donde las diferencias entre bancos comerciales, cooperativas e instituciones -- del sector público han dejado prácticamente de existir.

El mercado de eurodivisas ha sido sin duda alguna, - un factor decisivo en el rápido desarrollo del sistema bancario internacional y modelo ampliamente reconocido para otros mercados monetarios regionales (15), representando un éxito en los esfuerzos por - trascender a nivel internacional, las restricciones situadas sobre los sistemas bancarios nacionales.

En el caso del mercado de eurodivisas, la significación de los denominados "eurobancos" o sistema euro bancario, radica no tanto en su importancia física, como en el hecho de que tal fórmula se aproxima a -

un microcosmos bancario internacional sin la base interna o doméstica que caracteriza a otras instituciones, cuya actividad internacional puede ser incluso superior en términos absolutos. En este orden de ideas, podemos definir con S.I. Davis (16) a los "eurobancos", como aquellas instituciones bancarias internacionales con una base de capital propio, con un cierto grado de autonomía en su dirección, con sede ejecutiva en Londres o cualquier otro importante centro financiero internacional con actividades en eurodivisas y cuya actividad principal está relacionada, directa o indirectamente, con la captación de depósitos y la realización de préstamos en eurodivisas a/de entidades bancarias o no bancarias.

Si bien es cierto que existen un buen número de características comunes entre los eurobancos y las sucursales de bancos americanos en el extranjero, los primeros mantienen una identidad específica basada esencialmente en factores tales como una estructura de dirección diferenciada, capital propio y necesidad de atraer fondos bajo su propia razón social.

En la generalidad de los casos, estos bancos han sido establecidos por otras instituciones financieras desde principios de los años sesenta, específicamente para operar en los mercados de eurodivisas y de

eurobonos. Las estructuras de propiedad de los mismos varían desde las subsidiarias de propiedad total, a los bancos consorciales con una docena o más de accionistas. En la mayoría de los casos, los accionistas fundadores han sido bancos comerciales, si bien es cierto que otro tipo de instituciones, tales como compañías de seguros, bancos industriales y corporaciones industriales, han contribuido también al establecimiento de eurobancos. Numericamente, la mayoría de los eurobancos tal como aquí hemos tipificado, son de propiedad consorcial con participación de dos o más accionistas; un número también importante, tienen el carácter de subsidiarias o filiales, con participación al cien por cien de otras instituciones financieras.

Los objetivos y estrategias de estos bancos varían ampliamente. La mayor parte de los bancos consorciales establecidos inicialmente, lo fueron con el fin de posibilitar a sus accionistas la participación en el mercado de eurocréditos a medio plazo, sin los cuales el acceso era prácticamente imposible. Más recientemente, los consorcios han perseguido en su establecimiento la especialización en áreas geográficas específicas (Países Nórdicos, América Latina, Europa del Este, etc.) o en sectores funcionales

les también concretos, ligados en la mayoría de las ocasiones, a proyectos finalistas de financiación.

(17)

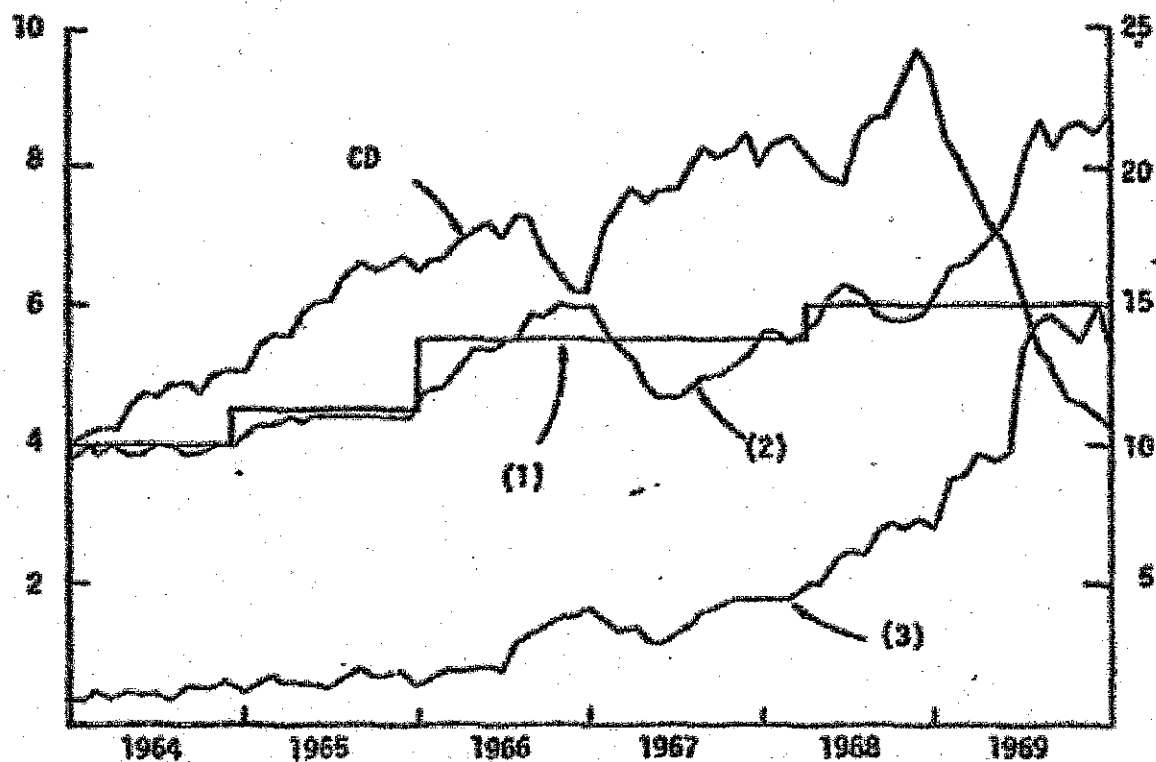
2.3. PRESENCIA DE LA BANCA NORTEAMERICANA

Como se vió en el capítulo 2, el conjunto de regulaciones impuestas por las autoridades norteamericanas, contribuyó directa o indirectamente al crecimiento del mercado de eurodólares. Algunas de estas reglamentaciones, tales como la Regulación "Q", (18) actuaron como estímulo esencial en la presencia de los bancos americanos en el euromercado, -- con el fin de captar recursos, incluso para la financiación de sus operaciones domésticas. En este contexto, los bancos americanos establecidos físicamente en los principales centros financieros de Europa, se convierten en las principales instituciones del euromercado.

A medida que los tipos de interés sobre los fondos federales sobrepasan a los de eurodólares, se crea un estímulo para el endeudamiento a corto plazo de la banca americana en el euromercado, y viceversa.

COMPARACION DE LOS TIPOS DE INTERES

- (1) Límites de la Regulación "Q" sobre CD. de 90 a 179 días.
 (2) Papel Comercial (4-6 meses)
 (3) Pasivos de las sucursales bancarias norteamericanas en el extranjero.



Fuente: G. McKenzie. op. cit. p. 97.

Así, en periodos de restricciones crediticias internas, los bancos estadounidenses y particularmente - aquellos con sucursales en el extranjero, recurren al mercado de eurodólares. Tal situación empieza a generalizarse ampliamente a partir de 1.965, a raíz de la escalada de los EE.UU. en el conflicto del Su-deste Asiático, cuando los gastos militares crecen a un nivel suficiente para situar al presupuesto federal ante un déficit, que tiene como consecuencia más directa, un creciente endeudamiento por parte - del gobierno y un alza en los tipos de interés. A - pesar de esto, y dada la situación de pleno empleo en el país, el Federal Reserve emprende una política monetaria restrictiva, con el fin de frenar las presiones inflacionistas, que se traduce igualmente en un extraordinario crecimiento de los tipos de in-terés.

Paralelamente a las citadas alzas en los tipos de - interés, un conjunto de factores adicionales estimu-laron la corriente de endeudamiento en el exterior bien directamente, o a través del mercado de eurodi-viisas. En 1.966 y 1.968, pero particularmente duran-te 1.969, los tipos de interés sobre instrumentos - de inversión tales como el papel comercial y las le-tras del Tesoro USA, alcanzaron los tipos de inte -

rés máximos permitidos para certificados de depósitos en los términos de la Regulación "Q". El resultado fué, una caída masiva en el volumen de certificados de depósito (ver gráfico 3), un endeudamiento bancario en ascenso con las sucursales en el extranjero y un importante crecimiento en el número de estas últimas, tendencia ésta que ha continuado desde entonces.

Este proceso creciente de "sucursalización" (ver cuadro 6) bancaria no tiene, sin embargo, sus orígenes exclusivos en la actividad de eurodólares. - Tal como señalamos anteriormente, a raíz de la Segunda Guerra Mundial, se producen importantes incrementos en la actividad comercial e inversora a nivel internacional, cuyo exponente más destacable es el creciente arraigo y consolidación de las compañías multinacionales y, en este sentido, la banca americana ha seguido a sus clientes estableciendo sucursales, creando filiales, etc., al objeto de servirlos directamente. Este estrecho contacto ha posibilitado el ofrecimiento por parte de los bancos, de un conjunto de servicios no disponibles en tiempos anteriores introduciendo en la comunidad bancaria internacional, una competitividad adicional por la captación de las operaciones deriva-

SUCURSALES EXTRANJERAS DE LOS BANCOS MIEMBROS

DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM

Cuadro n° 6

FIN DE AÑO	Número de Bancos con Sucursales en el Exterior	Número de Sucursales	Número de países	Activos totales en millones \$	Incremento anual en activos totales.
1.960	8	124	33		
1.961	8	135	35		
1.962	10	145	39		
1.963	10	160	42		
1.964	11	180	45		
1.965	13	211	50	9.102	--
1.966	13	244	53	19.384	36,1
1.967	15	295	54	15.658	26,4
1.968	26	373	57	23.018	47,0
1.969	53	459	60	41.120	78,6
1.970	79	532	66	52.611	27,9
1.971	91	577	67	57.051	27,5
1.972	107	627	73	77.437	15,5
1.973	125	699	76	121.866(*)	

Fuente: "Annual Reports" (1.960-1 973)

Board of Governors of the Federal Reserve System

das de esas compañías multinacionales emergentes, - agudizada entre 1.965 y 1.973 cuando, sobre las compañías norteamericanas, se impusieron restricciones, sobre el volumen de recursos que podían captar en - Estados Unidos para su inversión en el exterior (Voluntary Credit Restraint Program).

Vemos por tanto, como la presencia creciente de la banca norteamericana en el extranjero es el resultado de la combinación de dos tipos de fuerzas, por - un lado la necesidad de obtención de recursos en el exterior para la cobertura de operaciones naciona - les y, por otro, proporcionar a las compañías multi - nacionales con base central en los Estados Unidos - los servicios bancarios necesarios. En este contex - to se explica que, de 1.960 a 1.974, se pasara de so - lo ocho bancos norteamericanos con presencia en el extranjero, a través de 124 sucursales con activos por un total de 3.000 millones de dólares, a 129 -- bancos con sucursales extranjeras, con un total de activos por 155.000 millones de dólares. (19)

En el cuadro 6 se recoge la evolución del número de sucursales y los recursos por ellas manejados en el extranjero poniendo de manifiesto lo que afirmába - mos más arriba. Desde finales de 1.965 a 1.973, el

número de sucursales bancarias americanas en el extranjero. creció más del 200 %, pasando de 211 a casi 700 establecimientos. El proceso apuntado queda más claramente demostrado en los balances totales, los cuales, durante el mismo periodo crecieron desde poco más de 9.000 millones de dólares a 122.000 millones en 1.973. Dejando a un lado el excepcional incremento experimentado en 1.969 (78,6 %) (20), -- los activos totales han experimentado un crecimiento medio del 30 % anual.

La rápida expansión señalada tanto en el número de sucursales en el exterior, como en el volumen de negocio de las mismas, no solo refleja el comportamiento de las grandes compañías bancarias americanas, sino también la creciente participación de los bancos de pequeña y mediana dimensión en la escena financiera internacional; en conjunto, estas últimas mantenían en 1.974 un total de 130 sucursales en el exterior. Un análisis de la distribución regional de la presencia de la banca norteamericana en el extranjero, nos refrenda el nivel de crecimiento alcanzado en los años sesenta y primera mitad de los setenta, consecuentemente con la tendencia ya señalada, que en este periodo siguen las inversiones directas de las corporaciones industriales estadou-

nidenses. En términos promedios, durante los años - que van de 1.965 a 1.972, los activos de las sucursales bancarias norteamericanas en Europa Occidental totalizaron un 70 % del total de activos de -- las sucursales extranjeras y de éstas, un 53 % fueron localizados en Gran Bretaña e Irlanda. (21)

La posición relativa, en los últimos años de los - bancos americanos, es ilustrada igualmente en los - cuadros 7 y 8. En la clasificación de los 75 ban - cos managers más importantes del mercado de eurodi - visas en el periodo 1.973 a 1.976, (cuadro 7) los - primeros lugares en la dirección de préstamos han sido ocupados sistemáticamente por bancos america - nos; los beneficios derivados de las actividades - internacionales de los trece bancos principales, -- (cuadro 8) pasaron de 478 millones de dólares en - 1.973 a 836 millones a finales de 1.975, con una - tasa anual media de crecimiento en el periodo - - 1.970 a 1.975 del 36 %. La tendencia demostrada en estos años ha persistido a lo largo de 1.977 (ver cuadro pag.) aunque ya en este último perio - do, tres bancos europeos -Morgan Grenfell, Deutsche Bank y Dresdner Bank-, han entrado a formar parte - de los diez principales eurobancos de este año.

Cuadro 7 (Número de Préstamos dirigidos)

	1976	1975	1974	1973		1976	1975	1974	1973
1 Citicorp Manhattan Ltd.	10				11 American Express				
Citicorp Manhattan Bank NA	4				International Banking Co	1			
Citicorp Bank Ltd	6				Argentine Republic				
Total	20	(15)	20(1)	24(1)	Calcutta				
2 Citicorp International					Central Bank				
Bank Ltd.	14				SAI AMERICA	2			
Citicorp International					Asia Bank Ltd	4			
Group	11				Total	7	4(1)	4(1)	13(1)
Total	75	15(1)	24(1)	30(2)	12 Bank of Montreal	4	3(1)	14(1)	13(1)
3 Bank of America					13 American Republics				
NT & SA	23				Bank SA	2		2(1)	3(2)
Bank of America SA	1				14 Banco de España	2		3(1)	11(1)
Total	24	10(5)	21(3)	34(1)	15 Banque Nationale de Paris	2	5(2)	12(2)	16(2)
4 Wells Fargo Bank NA	13				16 Banque de l'Union				
Wells Fargo Bank Ltd.	2				Européenne	2	4(1)	9(1)	3(2)
Total	20	6(2)	4(1)	11(2)	17 Ban Océania				
5 Manufacturers Hanover					Investment Bank Ltd.	2			
Bankers Trust	1				18 Merrill Lynch International				
Manufacturers Hanover	3				Bank Ltd.	2	4(1)	3(1)	2(2)
Trust Company	15				19 Citicorp Bank Ltd.	1			
Manufacturers Hanover Ltd.	19	6(1)	24(2)	29(4)	Quon Pacific	2			
Total	14	2(1)	14(1)	22(1)	Total	3	12(2)	17(3)	19(5)
6 Chemical Bank	5				20 Citicorp Central Bank				
Bankers Trust Co.	14				21 Banco Hispano				
Bankers Trust	9				Americano SA	2		4(1)	6(2)
International Ltd	14	12(3)	10(1)	20(7)	22 Bank of Tokyo Ltd	1			
Total	13	4(1)	20(4)	31(7)	Bank of Tokyo Trust Co.	1			
7 Morgan Guaranty Trust					Total	2			
Co. of New York	12				43 Banque Arabe et				
Compagnie Financière de la	12	4(1)	2(1)	14(1)	Internationale				
Deutsche Bank AG	12	2(1)	9(1)	17(1)	44 Banque Commerciale pour				
Wendelsche Landesbank	12	2(1)	9(1)	17(1)	Europe du Nord				
Société Générale de	1				(Eurobank)	4	1(1)	3(1)	3(2)
Société Générale	11				45 Bayerische Vereinsbank AG	1			
Total	12				Bayrische Vereinsbank	1			
8 Abn-Amro Bank Nederland					International SA	2	3(1)	2(1)	2(2)
SV	11	1(1)	2(1)	12(1)	Total	4	3(1)	2(1)	2(2)
9 Canadian Imperial Bank					46 Credit Suisse				
of Commerce	10		2(1)	22(1)	Credit Suisse	2			
Royal Bank of Canada	7				(London Branch)	1			
Royal Bank of Canada	1				Total	4		1(1)	4(2)
International	1				47 Deutsche				
Royal Bank of Canada	1				Gen. Gesellschaft	4			3(2)
(Panama Branch)	1				48 Euro-Latin American Bank				
Royal Bank of Canada	1				Ltd. EULABANK	4			
(France)	1				49 First Boston (Europe) Ltd.	4	6(7)	3(1)	6(2)
Total	10	4(1)	7(1)	15(1)	50 First International				
10 Midland Bank Ltd.	2				Bankers Ltd.	4			
11 Toronto-Dominion Bank	2				51 Inter-union Banque	4			
Toronto-Dominion	1				Bankers Ltd.	4			
(New York Agency)	1				52 London and Continental				
Total	9	4(1)	9(1)	13(2)	Bankers Ltd.	4			
12 Continental Illinois					53 National Westminster				
National Bank	9	11(4)	8(1)	11(1)	Bank Group	1			
& Trust Co. of					National Westminster	1			
Chicago	1				Bank Ltd.	2			
13 Commerzbank	1				Total	4	4(1)	4(1)	12(1)
International SA	1				54 Republic National Bank				
Commerzbank AG	2				of New York	4			
Total	9	1(1)	5(1)	12(1)	55 Société Centrale de Banque	1			
14 Brno Ltd	2	6(2)	5(1)	9(1)	Société Centrale de Banque	1			
15 Marine Midland Bank	2	1(1)	2(1)	4(2)	Total	4			
16 Cn. du Littoral	7				56 Wobaco Investments Ltd.	4			
Credit Lyonnais	1				57 Crocker National Bank	2			
(London Branch)	1				Crocker Mid-America				
Total	8	3(1)	15(1)	16(1)	International Bank	1			
17 Lloyd's Bank California					Total	1	1(1)	3(1)	12(1)
Lloyd's Bank	1				58 Banco Espanol de Credito	2		2(1)	3(2)
International Ltd	7				59 Banco Central SA	2		4(1)	4(2)
Total	8	3(1)	9(1)	17(1)	60 Banco de Venezuela SA	2		2(1)	3(1)
18 OBAF: Union de Banques					61 Banque de l'Indochine et				
Arabes et Françaises	5	3(1)	4(1)	10(1)	de Suez SA	2			
19 Bank of Nova Scotia	6				62 Banque de Paris et des				
Bank of Nova Scotia	1				Paris-Bas	3	2(1)	10(1)	3(2)
International	7		3(1)	4(2)	63 Credit Commercial de				
Total	7		3(1)	4(2)	France	3	3(1)	13(1)	5(2)
20 Dresdner (South East					64 Banque Européenne de				
Asia) Ltd	3				Credit SA BEC	2	1(1)	2(1)	6(2)
Dresdner Bank AG	3				65 Dillon Read & Co. Inc.	2	2(1)	3(1)	3(2)
Dresdner Bank AG	1				66 European Brazilian Bank	3	4(1)	4(1)	6(2)
(London Branch)	1				67 European Banking Co. Ltd.	2	1(1)	3(1)	4(2)
Total	7		3(1)	7(1)	68 Hambro Bank	2	10(2)	9(1)	4(2)
21 First Chicago Ltd.					69 Hypobank International SA	2			
First Chicago	2				70 Kuwait International				
Panama SA	1				Investment Co. SAK	1			
First Chicago Asia	1				71 Norddeutsche Landesbank				
Manhattan Bank PTF Ltd.	1				International SA	2			
Total	7	7(1)	8(1)	27(5)	72 Rabenbank International				
22 International Mexican Bank					Bank NV	1			
(INTERMEX)	7				73 Standard Chartered Bank Ltd.	1			1(2)
23 Security Pacific National					74 United International				
Bank	6				Bank Ltd.	3			
Security Pacific National	1				75 Western American Bank Ltd.	1	3(1)	4(1)	2(2)
Bank (Nassau Branch)	1								
Total	7	1(1)	1(1)	7(1)					
24 Libra Bank Ltd.	6	3(1)	10(1)	13(1)					
25 Barclays Bank									
International Ltd	4								
Barclays Merchant	1								
Bank Ltd.	1								
Barclays Bank SA Paris	1								
Total	6	4(1)	3(1)	8(2)					

(*) Las cifras entre paréntesis indican la clasificación en los años anteriores.

Fuente: Anex Euro money Syndication Guide, Euro money, septiembre 1976, pp. 25-26.

Cuadro n° 8

BENEFICIOS INTERNACIONALES DE LOS PRINCIPALES BANCOS AMERICANOS

BANCOS	Millones \$ 1973	% de los Beneficios totales	Millones \$ 1974	% de los Beneficios totales	Millones \$ 1975	% de los Beneficios totales	Tasa anual ponderada de crecim. 1.970/75 %	Crece- miento 1.970/75 %
BANK AMERICA CORP.	52.6 E	24.0 E	74.4	29.0	123.7	41.0	37.7	66.3
CITICORP	152.0	60.0	193.0	62.0	243.6	70.0	33.2	26.2
CHASE MANHATTAN CORP.	68.0	39.0	89.0	47.0	101.0	56.0	26.9	13.5
MANUF. MANOVER CORP.	35.9	36.0	59.9	47.2	67.5	49.5	42.7	12.7
J.P. MORGAN & Co.	68.0	45.9	80.0	45.0	116.1	60.0	35.2	43.9
BANKERS TRUST NY CORP.	26.4	40.0	37.0	52.0	39.6	62.0	38.4	7.0
CHEMICAL NY CORP.	13.0	18.5	31.3	34.0	44.4	45.0	42.0	41.9
FIRST CHICAGO CORP.	11.0	12.0	3.0	3.0	35.9	34.0	97.0	1096.7
CONTINENTAL ILLINOIS CORP.	17.3	20.0	3.8	4.0	15.5	13.0	64.9	307.9
CHARTER NEW YORK CORP.	13.4	41.9	25.0	63.0	26.6	59.0	48.4	6.4
FIRST NATIONAL BOSTON CORP.	6.2	10.0	5.0	9.5	6.8	16.0	15.6	36.0
MELLS FARGO & CO.	7.5	17.0	6.0	12.0	7.7	13.7	21.5	28.3
SECURITY PACIFIC CORP.	7.2	12.0	8.9	16.0	8.5	13.0	112.0	(4.5)
TOTAL	477.5	34.2	616.3	37.8	835.9	47.7	36.4	35.6

E = ESTIMADO

Fuente: Salomon Brothers' United States Multinational Banking: Current and Prospective Strategies.
Euromoney, Septiembre 1.976, pag. 24

NOTAS AL CAPITULO III

- (1). Para un estudio detallado de estos sectores del mercado, pueden consultarse:

MARK BORSUK. "The Future Development of Offshore Capital Markets in Asia". Federal Reserve Bank of New York. 1973.

P.A. WELLONS. "Les Emprunts des pays en développement sur le marché de euro-dollars". OCDE. Paris 1977. - - pp. 23-25.

- (2). WILLIAM HALL. "City's status maintained". Financial Times. 26-4-1976. p. 21.

- (3). La importancia de las operaciones interbancarias es determinante. El 87 % de las transacciones en eurodólares en la plaza de Londres son operaciones interbancarias. El proceso piramidal que siguen los depósitos interbancarios es analizado en el Capítulo cinco.

- (4). PAUL EINZIG; BRIAN SCOTT QUINN. "The Euro-Dollar System". - 6^a edición. Macmillan. Londres 1977. p. 54.

La contrastación histórica de esa situación es subrayada por Einzig al señalar la experiencia en la década de los cincuenta en relación con el uso internacional de la esterlina, teniendo como centro financiero principal el mercado de Zurich.

- (5). Ver a este respecto las razones expuestas por EINZIG en la 5ª edición de "The Euro-Dollar System". Londres - 1.972. p. 26.
- (6). FRANCIS A. LEE. "International Financial Markets". Praeger. New York 1.975. p.437.
- (7). EUGENE W. CLENDENING. "The Euro-Dollar Markets". Clarendon Press. Oxford 1.970. p. 15.
- (8). PAUL EINZIG. "The Euro-Dollar System". Macmillan. -- Londres 1.972. 5ª edición. p. 15.
- (9). A.A. WEISMULLER. "Trends in medium-term lending". - Euromarkets conference. The Banker. Enero 1.976. - - p. 261.
- (10). Tal es el caso, ya señalado en el capítulo 2 de la - respuesta por parte de las autoridades monetarias -- europeas, a las restricciones emanadas de la Administración estadounidense. El hecho de que incluso en - la generalidad de los países europeos, no se establecieran requisitos de reservas sobre depósitos en moneda extranjera, es suficientemente justificativo de - la actitud liberal de estas autoridades en relación -- ción con sus homólogas norteamericanas.
- (11). Se ha estimado que desde 1.960 hasta finales de 1.962 los depósitos totales en eurodólares crecieron desde

aproximadamente 2.000 millones a 5.000 millones de dólares. De esta suma, aproximadamente dos tercios representan depósitos hechos directamente o a través del Banco de Pagos Internacionales (BIS). (ver nota n° 12).

- (12). El Bank for International Settlements, -Banco de Pagos Internacionales-, localizado en Basilea, fué establecido a raíz de la Primera Guerra Mundial con el fin de administrar los pagos en concepto de reparaciones de guerra. Inmediatamente después de la I. -- Guerra Mundial se convirtió en el agente de la Unión Europea de Pagos cuya tarea fué colaborar con los -- países en la organización de su balanza de pagos internacional en ausencia de la convertibilidad monetaria.

En el cuadro funcional de centro de estudio y de información sobre los problemas monetarios internacionales, el BIS ha establecido un sistema de evaluación estadística sobre el volumen de transacciones en eurodivisas. Con este fin, el BIS utiliza los datos recibidos de los ocho países europeos más importantes a este respecto (Alemania Federal, Francia, Italia, Holanda, Reino Unido, Suecia, Suiza, Bélgica) y de Canadá y Japón.

Para un análisis más detallado de sus actividades, ver H.H. SCHLOSS. "The Bank Ford International Settlements". Bulletin of the Schools of Business of New York University, números 65-66. Septiembre 1.970.

- (13). La relativa correspondencia que fundamentalmente en los primeros años del mercado, se dá entre países -

industrializados y oferentes de depósitos en eurodivisas, cambia por completo -como era de esperar- por el lado de la demanda, donde la participación de entidades gubernamentales de países en vías de desarrollo, ha sido sin duda una nota dominante de la actividad crediticia del mercado en los últimos años.

(14). E.F. PARLZER. "Internationalization of Banking by Foreign Bases and Addresses". en The Development of Financial Institutions in Europe. 1.956-1.976. - - - Sijthoff 1.977. p. 167.

(15). URSEL STEUBER. "International Cooperation and Competition among banks in Europe". en The Development of Financial Institutions in Europe. 1.956-1.976. - - - Sijthoff 1.977. p. 172.

(16). STEVEN I. DAVIS. "The Euro-Banks". Macmillan, Londres 1.976. p. 22.

(17). STEVEN I. DAVIS. Op. cit. p. 30.

(18). Los efectos de la Regulación "Q" para la banca comercial estadounidense, traducidos en su participación en la captación de ahorro en forma de depósitos, fué un descenso entre 1.945 y 1.961 del 53.5 al 39.9 por ciento.

G. HACKENZIE. "The Economics of the Eurocurrency System". Macmillan. 1.977. p. 95.

(19). ANDREW F. BRINMER Y FREDERIKC R. DAHL. "Growth of - American International Banking". Trabajo presentado en las sesiones conjuntas de la American Economic - Association y la American Finance Association, San Francisco, California. 28-12-1.974. p. 5.

(20). El extraordinario incremento experimentado en este año es resultado principalmente, de la política cre- diticia restrictiva seguida por las autoridades mo- netarias americanas y el relativamente elevado ni- vel de refinanciación de las casas centrales de los bancos estadounidenses con sus sucursales en el ex- tranjero.

(21). El mayor incremento tuvo lugar en 1.969. En este -- año, los activos totales de sucursales bancarias -- norteamericanas en Gran Bretaña se elevó aproxima- mente en un 88 %, alcanzando los 24.703 millones de dólares, y en el conjunto de Europa continental, el incremento fúe del 57 %, es decir, 6.464 millones de dólares, lo que venía a suponer una participa- ción del 76 % sobre los activos totales de las su- cursales extranjeras.

URGEL STEVBER. Op. cit: p. 20.

IV. OFERTA Y DEMANDA DEL MERCADO.
FACTORES DETERMINANTES DE LOS
TIPOS DE INTERES.

Los capítulos anteriores han intentado analizar los aspectos que no por preliminares dejan de ser fundamentales, como son las razones de la emergencia y desarrollo del mercado de eurodivisas y, adicionalmente, su configuración o caracterización básica. Llegados a este punto, pensamos existen suficientes elementos de juicio como para imbricar la realidad objeto de nuestro estudio, en el contexto que le es propio, como es el de un mercado activo. La estructura institucional diseñada páginas atrás ha de cobrar por tanto, su dimensión dinámica, definiendo no solo los agentes institucionales oferentes y demandantes, sino estableciendo también las motivaciones a que ambas fuerzas responden; condiciones básicas sobre las que asentar el proceso de formación de los precios en un mercado como el analizado, cuyo producto principal son recursos líquidos en monedas extranjeras.

Si se ha dado en establecer como uno de los elementos más significativos del mercado de eurodivisas su capacidad para definir una estructura específica de tipos de interés a nivel internacional, la configuración de la misma y las relaciones de dependencia respecto a las vigentes en otros mercados monetarios, ha de constituir un aspecto importante de nuestro estudio en el presente capítulo. En este último sentido, creemos también justificada la inclusión como anexo, de un estudio sobre

Las relaciones del euromercado con los mercados de divisas a futuros y más concretamente, las posibilidades adicionales que el desarrollo del mercado de eurodivisas -- abre a las operaciones de arbitraje.

1. ORIGEN Y UTILIZACION DE LOS FONDOS

Los principales oferentes y demandantes de cursos en eurodivisas podemos agruparlos de la siguiente forma:

a) Instituciones Oficiales:

Bancos Centrales, Organizaciones monetarias internacionales, Gobiernos y otras entidades de carácter oficial.

b) Bancos Comerciales

c) Entidades no financieras:

Empresas e Inversores individuales.

analizaremos sucesivamente su función como oferentes y demandantes.

1.1. OFERENTES

1.1.1. INSTITUCIONES OFICIALES

La participación activa de los bancos centrales en el mercado de eurodivisas podemos di-

ferenciaria en dos componentes básicos: inversiones directas e inversiones indirectas. - Aunque ambas formas de intervención tienen varias características comunes, son importantes los aspectos en los que difieren, y por tanto, susceptibles de ser tratados separadamente. - La experiencia y documentación disponible nos obliga, una vez más, a concretar nuestro análisis en el eurodólar como eurodivisa más representativa. La participación, si no exclusiva, al menos mayoritaria, de los bancos centrales europeos, justifica también las permanentes referencias a este tipo de instituciones.

INVERSIONES DIRECTAS

Consisten básicamente de transferencias de activos en dólares desde el mercado monetario norteamericano al mercado de eurodólares. Tales transferencias tienen como motivación fundamental, la posibilidad de obtener rendimientos más elevados en este último mercado que en el de Nueva York, bien directamente, ó a través del Banco de Pagos Internacionales.

El objetivo perseguido por estas entidades --

con las colocaciones de sus fondos a corto plazo, radica exclusivamente en la obtención de un rendimiento sobre sus reservas en la divisa invertida; en el caso concreto de eurodólares, tal como vimos en los primeros epígrafes, esta corriente se ve estimulada por el diferencial existente entre el mercado no-teamericano de fondos a corto plazo y el de depósitos de eurodólares, a favor de este último. Adicionalmente, y como condiciones igualmente determinantes de las colocaciones, hay que señalar con Clendenning, (1) las de liquidez y seguridad en la inversión. Las razones políticas, en el caso de los países de Europa del Este, comentados anteriormente, contribuyeron también a este proceso.

INVERSIONES INDIRECTAS

Las inversiones indirectas de los bancos centrales en el mercado de eurodólares se concretan generalmente bajo la forma de acuerdos "swap" entre el banco central y los bancos comerciales nacionales. En esencia, tal tipo de acuerdos consiste en vender (comprar) dólares al contado a los bancos comerciales domésticos,

comprándoles (vendiéndolos) simultáneamente a plazo a los mismos bancos, a un tipo superior (inferior) al precio "forward" vigente en el mercado. De esta forma, el tamaño de la prima (descuento) sobre el precio en el mercado a plazo determina cuantos dólares al contado desearán comprar (vender) los bancos comerciales.

El fin último que los bancos centrales persiguen en este tipo de transacciones, es aislar el mercado monetario interno del desenvolvimiento de la balanza de pagos y, en este sentido, han sido utilizadas como un sustituto de las políticas de esterilización. (2)

La principal diferencia entre los efectos de los acuerdos "swap" y las inversiones directas en eurodólares, radica en que mientras los primeros alteran la posición de liquidez en la moneda nacional de los bancos comerciales, las inversiones directas no tienen incidencia sobre la liquidez nacional. Así, una venta de dólares al contado al sector bancario nacional, reduce las reservas en moneda nacional con el banco central, pero al mismo

tiempo incrementa su posición de liquidez en moneda extranjera por igual importe. En principio, podría argumentarse consecuentemente, que el efecto neto sobre las reservas bancarias domésticas es nulo, de tal forma, que los acuerdos "swap" son idénticos a las inversiones directas en eurodólares por los bancos centrales en lo que a sus efectos sobre la liquidez de la economía nacional respecta. Sin embargo, si hay establecidos requisitos sobre reservas, la venta de dólares al contado a los bancos nacionales limitará las posibilidades de creación crediticia interna, ya que cualquier incremento en la financiación doméstica habrá de ser compensado por un incremento en las reservas en el banco central o, si los bancos comerciales tienen exceso de reservas, por un decremento en las mismas. Cualquiera que sea el caso, la venta de dólares al contado a los bancos comerciales reducirá el potencial de crédito nacional, aún en el caso de que al mismo tiempo, los bancos domésticos experimentaran un incremento en sus reservas en moneda extranjera. Un argumento similar puede ser desarrollado cuando los bancos centrales com -

pren dólares "spot" a los bancos nacionales. Podemos concluir con De Grauwe (3), que las transacciones "swap" entre la banca central y los bancos comerciales son similares a las operaciones de "open-market", activadas para compensar los efectos monetarios de los flujos de reservas. Una venta de dólares al contado, por el banco central reduce la liquidez interna, mientras que una compra la incrementa. En la medida que existe un efecto sobre la liquidez del resto del sistema, las transacciones "swap" son idénticas a las inversiones directas en el euromercado por los bancos centrales.

Menos frecuente es la participación indirecta de la banca central en el mercado de eurodivisas, vía depósitos directos en sus bancos comerciales sin exigencia alguna a futuros, utilizada básicamente en momentos en que, atendiendo a objetivos de política de balanza de pagos, es necesario neutralizar los flujos de entrada de capitales a corto plazo. (4)

La importancia cuantitativa de estas colocaciones se hizo evidente sobre todo, en los prolegómenos del euromercado. En 1963, se estimaba que, al menos dos tercios de los fondos situados en los mercados de eurodivisas provenían de bancos centrales. De un volumen próximo a los 2.000 millones de dólares a mitad de los 60, se pasó a 4.000 millones en 1969 y 11.000 en 1970, (5) pero en estos años la participación relativa no llegó a superar el 20% del volumen neto del mercado. (6) De esta cifra, entre un 30 y un 40% tuvieron su origen en bancos centrales europeos pertenecientes al Grupo de los Diez. (7) En lo que respecta a las operaciones "swap" realizadas en dólares, han sido efectuadas básicamente por las autoridades monetarias alemanas, italianas y suizas y, en una magnitud mucho menor por los bancos centrales de Francia y Holanda. (8)

Adicionalmente, el Banco de Pagos Internacionales (BIS) ha sido también en ocasiones, un importante oferente de fondos en el mercado de eurodólares. La mayor parte de sus recursos procedían de los depósitos de los Bancos Centrales pero en ocasiones, y con el fin de esta

bilizar el mercado, el BIS ha empleado dólares obtenidos en acuerdos swaps con el "Federal Reserve System" de Nueva York; de esta forma y por períodos breves, la oferta disponible en el mercado de eurodólares se ha visto incrementada por el crédito del propio "Federal Reserve System". (9)

1.1.2. BANCOS COMERCIALES

Independientemente de este papel de intermediarios en la colocación de fondos recibidos de los bancos centrales, los bancos comerciales pueden generar eurodivisas a través de la inversión de parte de sus propias reservas operativas, e incluso comprando la divisa en el mercado de cambios.

En la inversión de parte de sus propios fondos, los bancos comerciales toman en consideración los tres factores básicos antes señalados, de liquidez, seguridad y rendimiento, si bien el primero de ellos primará frente a los otros dos, contrariamente al planteamiento de las inversiones de bancos centrales.

La flexibilidad y diversidad de vencimientos a los que pueden concertarse las distintas operaciones de depósitos son otros tantos estímulos. Al igual que los bancos centrales, los bancos procedentes de países con mercados monetarios escasos en instrumentos financieros internacionales, encuentran en el euromercado oportunidades de inversión adicionales para sus excedentes de liquidez.

(10)

En este último sentido, es importante destacar el papel desempeñado por algunos bancos suizos. En este país, donde los bancos comerciales reciben importantes volúmenes de fondos (en ocasiones muy volátiles) procedentes de muy diversos lugares del mundo, el mercado tanto de letras del Tesoro como de papel comercial no son lo suficientemente amplios para absorber la totalidad de los flujos. En su lugar, los bancos suizos acuden al mercado de eurodivisas en busca de activos suficientemente líquidos. Igualmente, otros bancos comerciales europeos también aprecian las oportunidades adicionales que el euromercado ofrece, permitiendo ajustar la relación

de vencimientos medios de sus pasivos al vencimiento medio de sus activos. (11) Adicionalmente, cuando los bancos comerciales se enfrentan a una atmósfera de alta liquidez nacional y bajos tipos de interés, pueden transferir el exceso de fondos en forma de la divisa correspondiente, al mercado situado en un proceso expansivo. La utilización en particular de dólar en los flujos hacia el euromercado, facilitó considerablemente este tipo de transferencias en los momentos de expansión del mercado, dado el nivel relativamente alto de demanda de esta moneda. (12)

En la mayoría de las inversiones realizadas por los bancos comerciales, estas irán acompañadas de las correspondientes operaciones de arbitraje de interés, bien entre la eurodivisa respectiva y la moneda local, o bien, entre esa eurodivisa y otra moneda también eurodenominada. (13)

Es importante destacar dentro de los oferentes bancarios, el importante peso específico que los bancos USA han adquirido como oferentes de eurodólares, consecuentemente con las

restricciones emanadas de la política monetaria norteamericana. En páginas anteriores, se analizó el proceso de sucursalización llevado a cabo por la banca americana y la creciente participación de la misma en el volumen de recursos totales captados y situados en Europa Occidental.

1.1.3. ENTIDADES NO FINANCIERAS

Empresas e inversores individuales son también importantes oferentes de eurodivisas, especialmente en lo que a eurodólares se refiere.

La remuneración de los depósitos en el mercado de eurodólares ha estado habitualmente, por encima de la obtenida sobre las monedas nacionales, gozando de una mayor flexibilidad en importes y vencimientos. De esta forma, los inversores individuales y empresas han encontrado en el mercado de eurodólares mayor liquidez, rendimiento y seguridad que en el mercado estadounidense; la creciente oferta de fondos por parte de las grandes compa-

ñías norteamericanas es buena prueba de ello. Corporaciones tales como Standard Oil of New Jersey, Shell, Unilever, y Volkswagen, tuvieron una participación realmente importante en los años finales de la década de los sesenta.

Entre estos inversores no bancarios, han tenido una especial importancia las grandes compañías de seguros norteamericanas. Aunque parte de sus reservas son mantenidas en dólares en bancos establecidos en EE.UU., estas empresas colocan una parte sustancial de sus recursos en el mercado de eurodólares. (14)

Hasta 1.965 las compañías residentes en Estados Unidos situaron importantes sumas de dólares en Europa y Canadá, sin embargo, en respuesta a la implantación del programa voluntario de mejora de la balanza de pagos, una parte importante de esos fondos fueron repatriados. Desde entonces, la mayoría de los fondos en eurodólares han sido situados en el mercado por residentes extranjeros (incluyendo las filiales de las compañías norteamericanas en el exterior).

1.2. DEMANDANTES

La relativa facilidad para establecer la participación en la oferta del mercado de los distintos agentes no se corresponde con la cuantificación de los destinos, básicamente debido a la amplitud y diversidad de estos. Un aspecto sin embargo, es posible destacar en contraste con la oferta: la mayoritaria incidencia del sector privado; bancos comerciales y entidades no bancarias, priman sobre las entidades oficiales en el proceso de captación de fondos del euromercado.

En los años del desarrollo inicial del mercado, una parte realmente mayoritaria de préstamos se realizaban con el fin de obtener financiación para las operaciones de comercio internacional. (15) El comercio era considerado como el "natural purpose" del mercado de eurodólares, e incluso países tales como Francia, que habían establecido restricciones sobre el endeudamiento en el mercado por razones de política monetaria interna, no trataba normalmente de limitar el uso comercial de esta financiación. (16)

1.2.1. INSTITUCIONES OFICIALES

Sería necesario distinguir inicialmente en este grupo, los gobiernos y entidades oficiales de los propios bancos centrales. Las posibilidades crediticias alternativas y en ocasiones más favorables, no han forzado la presencia de los bancos centrales en el euromercado por el lado de la demanda. Las facilidades disponibles a través del Fondo Monetario Internacional y por medio de los acuerdos "swap" entre los propios bancos centrales, han actuado como modalidades sustitutivas de los créditos a corto y medio plazo del euromercado.

Su actuación podría cifrarse indirectamente, a través de determinadas operaciones con sus bancos comerciales, estimulantes del endeudamiento en moneda extranjera, y más concretamente, en eurodivisas. Los acuerdos "swap", ya comentados al hablar de la oferta, habría que situarlos en esta línea. Obviamente, el tamaño de este tipo de operaciones ha estado básicamente limitado por el volumen de fondos mantenidos en el exterior por los bancos comerciales y la capacidad de endeudamiento de los mismos.

En términos comparativos, los gobiernos, em -
presas públicas, etc., han sido importantes -
captadores de recursos. Las razones fundamen -
tales que pueden llevar al sector público co -
mo tal, a endeudarse en el euromercado pod -
mos sintetizarlos en los siguientes:

- a) Necesidad de incrementar sus reservas
de divisas.
- b) Obtener financiación para los déficits
de la Balanza de Pagos.
- c) Consolidar la deuda externa a corto --
plazo con financiación a largo plazo -
(mercado de eurobonos)

1.2.2. BANCOS COMERCIALES

La actuación de los Bancos comerciales en el
mercado de eurodepósitos y eurocréditos se --
sintetiza esencialmente en la intermediación
entre los oferentes iniciales y los destinatá
rios finales, si bien, un importante volumen

de recursos en eurodivisas es utilizado para fines específicos, como un instrumento monetario adicional.

Los fines que los bancos comerciales pueden perseguir en su endeudamiento en el mercado son los siguientes: (17)

- a) Obtener un rápido rendimiento por medio de transacciones interbancarias abriendo y cerrando operaciones a los tipos más favorables posibles y en el menor tiempo posible. Un gran número de bancos solo mantienen interés en este tipo de operaciones, siempre y cuando su clasificación en el mercado les permita operar con tipos de interés básicos, esto es, los vigentes para instituciones de primera categoría ("first-rate names").
- b) Actuaciones sin finalidad de obtención de un rendimiento a corto plazo, prestando al coste de los recursos captados, por consideraciones de prestigio, volumen de operaciones, mantenimiento en una clasifi

cación determinada o, simplemente, como forma de penetración en el mercado.

- c) Iniciar algún tipo de operaciones de arbitraje -espacial o en el tiempo- utilizando los recursos disponibles en el euromercado. (ver anexo)
- d) Financiar operaciones de comercio exterior en condiciones más favorables que las disponibles en los mercados domésticos.
- e) Realizar operaciones "swap" con moneda local, con el fin de mejorar la posición de liquidez o posibilitar la financiación a clientes nacionales, cuando existen expectativas de restricciones crediticias. (tales como las experimentadas en los EE.UU. en el periodo 1.968-71)
- f) Financiar una expansión de la actividad económica interna. (caso de Japón hasta 1.969)

En un número importante de operaciones, las sumas captadas en depósito por los bancos pasan

sin modificación a formar parte de una operación activa determinada, en un periodo de tiempo apenas unas horas, garantizando de esta forma la posibilidad de adecuación entre los tipos de interés por un lado y entre los respectivos vencimientos, por otro. De forma progresiva, sin embargo, el proceso de "transformación" de vencimientos, operado en el mercado a medio plazo con base en los denominados créditos "roll-over" (ver capítulo 6), otorga una mayor flexibilidad al proceso de encaje de recursos de uno y otro signo por parte de los eurobancos, y tal identidad entre depósitos y operaciones de préstamo desaparece por absorción de los recursos por el pool de fondos interbancarios.

1.2.3. ENTIDADES PRIVADAS NO FINANCIERAS

Las empresas privadas no financieras son junto con los bancos comerciales, los principales usuarios de recursos en eurodivisas, si bien la finalidad de los mismos es sustancialmente diferente, utilizándolos para la financiación no sólo del comercio internacional, -

sino también en numerosas ocasiones para inversiones nacionales.

Un intento de sintetizar el papel desempeñado por el mercado para este sector no bancario, nos lleva a reflejar las siguientes funciones básicas:

- a) Financiación de importaciones y exportaciones de bienes y servicios.
- b) Financiación de proyectos de inversión.
- c) Financiación de necesidades de capital circulante.
- d) Cobertura de los riesgos de cambio.
- e) Absorción de los excedentes de tesorería constituidos por encajes en divisas extranjeras.
- f) Inversión transitoria de capitales o créditos en espera de destino.
- g) Beneficiarse de las reglamentaciones fiscales diferenciales.

En el cuadro I se recoge la incidencia que desde el punto de vista de los orígenes y los destinos han tenido los principales agentes institucionales participantes en el mercado de eurodivisas, en el periodo 1.967/1.970. Un cambio importante a reseñar desde el último periodo por el cuadro de referencia, es la participación decreciente en términos relativos, de la demanda de prestatarios norteamericanos al tiempo que la participación europea se ha incrementado, absorbiendo no solamente los fondos remitidos por el mercado americano, sino incluso incrementando sustancialmente el volumen de los préstamos. Un aspecto fundamental explicativo de este cambio de tendencia radicaría en que, "mientras en 1.969 el mercado de eurodólares poseía una tendencia progresiva a convertirse en un anexo del sistema bancario americano, en 1.970 la iniciativa pasó en cierta medida de las filiales extranjeras de los bancos americanos a los bancos de otros países". (18)

ESTIMACION DE LA IMPORTANCIA NETA DEL

MERCADO

En 31.12 de cada año y en 10⁹ \$.

	1.967	1.968	1.969	1.970
FUENTES:				
- Estados Unidos	1,7	3,2	3,8	4,2
- Países europeos informantes al B.I.S. (*)	9,6	13,2	18,3	21,0
. Bancos (incluidos Bcos. Centrales)	(5,6)	(8,0)	(8,5)	(11,3)
. Agentes no bancarios	(4,0)	(5,2)	(9,8)	(9,7)
- Resto del Mundo	6,2	8,6	15,4	20,8
T O T A L	17,5	25,0	37,5	46,0

EMPLÉOS:

- Estados Unidos	5,2	9,5	16,5	12,7
. Sucursales extranjeras - de Bancos Americanos	--	(6,0)	(12,8)	(7,5)
- Países europeos informantes al B.I.S.	6,9	7,9	11,6	17,4
. Bancos	(2,8)	(3,2)	(6,0)	(7,3)
. Agentes no bancarios	(4,1)	(4,7)	(5,6)	(10,1)
- Resto del Mundo	5,4	7,6	9,4	15,9
T O T A L	17,5	25,0	37,5	46,0

SITUACION NETA:

- Estados Unidos	- 3,5	- 6,3	- 12,7	- 8,5
- Países europeos informantes al B.I.S.	2,7	5,3	6,7	3,6
. Bancos	(2,8)	(4,8)	(2,5)	(4,0)
. Agentes no bancarios	(-0,1)	(0,5)	(4,2)	(-0,4)
- Resto del Mundo	0,8	1,0	6,0	4,9

(*) Los países europeos que informan al B.I.S. (Bank for International Settlements) son: Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Holanda, Reino Unido, Suecia y Suiza¹

Fuente: 41 Informe Anual. BIS

2. FACTORES DETERMINANTES DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA

2.1. FACTORES QUE AFECTAN A LA OFERTA

Al analizar los distintos factores determinantes de la oferta del mercado de eurodivisas (y en concreto del de eurodólares), la referencia a algunos de los elementos señalados en el capítulo 2, como contribuyentes al nacimiento y desarrollo inicial del mercado es obligada. En efecto, algunas de las partes de esa totalidad han seguido vigentes en años subsiguientes a los tipificados como iniciales en la existencia del mercado y, por lo tanto, se han convertido en elementos esenciales en la determinación del volumen de recursos inyectados al mercado. De entre éstos, los déficits de la balanza de pagos americana son quizás los más característicos. Nuestra posición acerca del papel específico desempeñado por tales déficits quedó, pensamos que suficientemente clara, en la atribución de la magnitud de responsabilidad correspondiente en el nacimiento y expansión inicial. La no aceptación del carácter excluyente atribuido por distintos autores (19) a estos déficits, no supone tal como afirmábamos, eludir la incidencia relativa que sobre el volumen de recursos ofrecidos en el mercado tienen las distin-

tas posiciones de la balanza de pagos estadounidense.

De igual forma que parte de estos déficits se han manifestado en un proceso de acumulación de depósitos, detentados por residentes no americanos y por lo tanto, traducidos en un incremento de la oferta en el euromercado, el desarrollo del mercado ha actuado de estimulante de esos déficits atrayendo fondos en depósito adicionales. Así, la persistencia de los saldos negativos en la balanza de pagos no ha de revestir la importancia inicial, dado que el mercado posee un volumen amplio de depósitos que en este sentido podríamos calificar como autónomos.

A un nivel de mayor concreción, los factores específicos que van a incidir de forma directa sobre la oferta del mercado de eurodólares serán:

a) Los diferenciales existentes entre los tipos de interés sobre eurodólares y:

a.1. Los tipos de interés sobre depósitos a plazo y otros activos monetarios en el mercado monetario de Estados Unidos.

a.2. Los tipos de interés vigentes en mercados -

nacionales distintos a EE.UU., para activos similares.

a.3. Los tipos de interés sobre el resto de las eurodivisas.

-) El conjunto de expectativas respecto a los movimientos en los tipos de cambio al contado.
-) Medidas de política monetaria emanadas de los distintos países con incidencia sobre el euromercado: control de flujos de capital a corto plazo, limitaciones sobre los tipos de interés, etc.
-) Otros factores de orden no económico que primen la colocación de dólares en Europa, respecto del mercado estadounidense.

Respecto al primer grupo de factores, evidentemente, el signo del diferencial existente entre los tipos de interés en el euromercado y los vigentes en el mercado estadounidense, actuará como determinante básico de la corriente de fondos en inversión hacia Estados Unidos o hacia Europa (o cualquier otro euromercado), dado por supuesta la homogeneidad necesaria en los activos monetarios respectivos.

Prescindiendo de la valoración que a este factor -- hay que otorgarle en la primera fase del desarrollo del mercado (antes incluso de la convertibilidad de las principales monedas europeas), podemos afirmar con Cladening, que a partir del momento en que los bancos centrales europeos adoptan políticas destinadas a facilitar y estimular la tenencia privada de saldos en dólares USA, "este diferencial jugó un papel vital en la determinación del destino inversor de los fondos en dólares, ya sea en el mercado USA o en el mercado de eurodólares". (20) Es precisamente en este punto, donde nosotros apoyábamos parte de nuestras conclusiones respecto al proceso expansivo originado en el sector en dólares del mercado de eurodivisas; obviamente, la dirección de estos flujos habría de reflejarse en la composición del saldo por cuenta de capital de la balanza de pagos norteamericana.

Igualmente, la no equivalencia entre los tipos de interés del mercado de eurodólares y los de otros mercados nacionales a excepción de los EE.UU., dará ocasión a que previa ponderación del margen "forward", se genere un flujo de fondos en arbitraje de interés, entre eurodólares y activos monetarios nacionales que, caso de favorecer a los primeros, incremen

te la oferta del mercado. (21) El proceso sería similar, si el diferencial en la remuneración de depósitos existe respecto a los correspondientes a otras eurodivisas. (22)

En segundo lugar, los movimientos especulativos entre divisas que tengan por mediador al dólar USA, -- pueden ser elementos que alteren la oferta del mercado de eurodólares. Así, una tendencia especulativa sobre el tipo de cambio "spot" de una determinada moneda, genera movimientos de fondos sin cobertura de interés que pueden traducirse en flujos de entrada en el mercado de eurodólares. En sentido contrario, si los movimientos especulativos son contra el dólar USA, la oferta de eurodólares probablemente se reducirá en la medida que los poseedores de esta moneda tenderán a su conversión por otras.

Adicionalmente las medidas de política monetaria arbitradas por los distintos países con participación activa en el euromercado, pueden tener una incidencia importante sobre los niveles de oferta del euro mercado. De las experiencias concretas existentes, cabe destacar las actuaciones ya señaladas en otra parte de este capítulo (pág. 142), que los bancos -- centrales de Alemania Occidental, Italia y Suiza --

han llevado a cabo al objeto de regular la actividad con depósitos en moneda extranjera. Así, los acuerdos "swap", los depósitos directos en bancos comerciales, el establecimiento de coeficientes de reservas sobre depósitos de no residentes en divisas y la prohibición de remunerar a estos últimos pasivos, son medidas que "han tenido un impacto indirecto sobre la oferta de eurodólares, incrementando el volumen de tenencias privadas de depósitos en dólares fuera de los EE.UU. y desmotivando la conversión de dólares en otras divisas para inversiones en activos domésticos". (23) En cualquier caso, la condición última para que estos fondos sean canalizados hacia el mercado de eurodólares depende, teóricamente, de los diferenciales en los tipos de interés antes comentados. En este contexto, el conjunto de disposiciones adoptadas por las autoridades estadounidenses (capítulo 2, págs. 41-82) han tenido indudablemente, importantes efectos directos e indirectos sobre la oferta del mercado, como tuvimos ocasión de apreciar.

2.2. FACTORES QUE AFECTAN A LA DEMANDA

La diversidad de instrumentos crediticios sobre los

que se asientan las operaciones activas del mercado de eurodivisas nos habrían de obligar a pormenorizar el análisis de la demanda de recursos del euromercado en función de aquéllos. Al igual que en el caso de la oferta, en un intento de agrupación de los distintos factores (24), podemos reseñar los siguientes:

- a) Diferenciales existentes entre el tipo de interés sobre préstamos en eurodólares y:
 - a.1. Préstamos de riesgo equivalente en EE.UU.
 - a.2. Préstamos de riesgo equivalente en otros países distintos de EE.UU., considerando el margen "forward".
 - a.3. Los tipos de interés sobre el resto de las eurodivisas, considerando el margen "forward"
- b) Disponibilidad crediticia en EE.UU.
- c) Disponibilidad crediticia en otros países participantes en el euromercado.
- d) Conjunto de expectativas respecto a los movimientos en los tipos de cambio al contado.

- e) Medidas de política económica tendentes a restringir el volumen de créditos otorgado a no-residentes.

Respecto a la incidencia relativa del primer grupo de factores, pensamos que su explicación es paralela a la argumentación desarrollada por el lado de la oferta. El tipo de interés para operaciones activas en el mercado de eurodólares, ha de tener como inmediata referencia sus substitutos para operaciones de características similares: (vencimientos, riesgo, etc.). Así, en primera instancia, el diferencial existente respecto a los tipos sobre préstamos en dólares concedidos por la banca estadounidense han de ser considerados como factores de fundamental incidencia sobre la demanda del mercado. (25) De igual forma, el diferencial entre los tipos de interés más o menos el margen "forward" correspondiente, sobre préstamos en el mercado de eurodólares y los concedidos por bancos comerciales establecidos en países distintos de EE.UU., determinarán la extensión en que los prestatarios accederán al euromercado como substituto del sistema bancario nacional correspondiente. El mismo proceso es igualmente válido en el caso de alternativas de endeudamiento en diversas euromone -

das, consideración hecha del flujo de fondos en arbitraje entre eurodólares y la eurodivisa correspondiente.

Los movimientos especulativos que sobre el tipo de cambio "spot" del dólar USA existan, actuarán sobre la demanda del mercado de forma contraria a como -- quedó señalado en el caso de la oferta. Así, la presión especulativa contra esta moneda incrementará la demanda de créditos en esta divisa y probablemente la concretada en el mercado de eurodólares, en anticipación de una depreciación en su relación de intercambio. Si, por el contrario el proceso especulativo tiene lugar contra otras divisas, las respuestas se concretarán en el endeudamiento en aquellas eurodivisas.

Las limitaciones en la captación de financiación en dólares por extranjeros en el mercado norteamericano es igualmente un factor de considerable incidencia en la demanda del mercado, que ha quedado suficientemente tratado en otras partes de este trabajo.

(26) Recordemos simplemente las restricciones que el Voluntary Foreign Restraint Programme estableció sobre la capacidad de endeudamiento de extranjeros en el mercado estadounidense.

Adicionalmente, las limitaciones derivadas de las medidas de política monetaria de EE.UU., han actuado claramente como elementos de reorientación forzosa de la demanda de financiación en dólares hacia el euromercado. No está de más recordar como dato suficientemente representativo de esta situación, la importancia que la propia banca norteamericana ha tenido en la demanda del mercado de eurodólares. La regulación "Q", entre otras tuvo como efecto destacable, la pérdida de competitividad del sistema bancario norteamericano en relación con el mercado de eurodólares. La alternativa a tal situación, fue compensar la escasez de oferta en el mercado de New York con la captación de recursos en el euromercado, incrementando de esta forma la demanda global de este último y, por tanto, incidiendo sobre el diferencial entre los tipos de interés entre ambos mercados. La imposición del "Interest Equalization Tax" y del "Voluntary Foreign Credit Restraint Programme" han sido igualmente importantes estímulos en la demanda de recursos procedentes del euromercado. (27)

En síntesis, tanto los factores determinantes de la oferta como los influyentes sobre la demanda del mercado, pueden ser agrupados en dos categorías básicas: (28)

- A) Condiciones y Políticas Oficiales, que influyen - sobre el volumen de tenencias privadas de depósitos en dólares USA (en el caso de la oferta), o/y que determinan la capacidad de los bancos en los países participantes para, especialmente en los EE.UU., satisfacer la demanda a ellos dirigida -- por prestatarios residentes y no-residentes.
- B) La existencia de un diferencial suficiente, en favor del mercado de eurodólares, para inducir a los poseedores de recursos a situarlos en él, en lugar de Nueva York u otros mercados financieros domésticos (en el caso de la oferta), o/y para atraer a los prestatarios (en el caso de la demanda).

3. LA DETERMINACION DE LOS TIPOS DE INTERES

3.1. FACTORES DETERMINANTES

En el establecimiento de una estructura internacional de tipos de interés, es donde el mercado de eurodivi-
sas plasma su verdadero carácter y sintetiza a un -
tiempo el grado de excepcionalidad que el desarrollo
del mismo ha constituido en la actividad financiera -
internacional. (29) Es precisamente a través de la -
creación de esta estructura de tipos de interés a ni-
vel internacional, en la que el sistema de eurodólares
ha sido capaz de influir sobre la asignación interna-
cional de recursos financieros activos, sobre el com-
portamiento en los tipos de interés nacionales y, en
última instancia, sobre los tipos de cambio.

Cohérentemente con la naturaleza ya definida del mer-
cado, los tipos de interés del mismo son la resultan-
te de las distintas funciones de oferta y demanda ac-
tuantes sobre el mismo. La concurrencia y transparen-
cia del mercado, lleva implícita esa capacidad de absor-
ción de las posibles desviaciones entre plazas finan-
cieras distintas, debido esencialmente a la fluidez -
y celeridad con que la información se mueve en el mer-
cado. Por tanto, a diferencia de algunos mercados na-

cionales, donde el costo del crédito puede no reflejar la disponibilidad de fondos en razón de las regulaciones nacionales, las tasas del mercado de eurodivisas reflejan directamente los recursos disponibles en el mercado. La independencia en la formación de los tipos de interés quedará garantizada en la medida que en la oferta y demanda global del mercado, se reúnen ofertas y demandas procedentes de diferentes países.

El grado de independencia en la determinación de los tipos de interés atribuido al mercado de eurodivisas ha de ser, sin embargo, matizado por la relación de interdependencia existente entre los tipos sobre eurodivisas y la moneda nacional correspondiente. Así, en el caso del mercado de eurodólares, su vinculación con la estructura de tipos vigente en los Estados Unidos es obvia, y así tratamos de dejar constancia de ello en el análisis de los factores que afectan a la oferta y a la demanda en el mercado de eurodólares. El hecho de que ambos mercados operen en la misma moneda, junto con la existencia de un mínimo de libertad en los movimientos de capital entre ambos mercados, ha de justificar la vinculación en los tipos de interés de ambos mercados. Así, en la medida que no existan obstáculos institucionales u

legales que interfirieran en la libertad de movimientos en los flujos de capital, podemos afirmar que el mercado de eurodólares se caracterizará por una elevada elasticidad de oferta de fondos en arbitraje --bis-a-bis con el mercado de los Estados Unidos.

Desde el punto de vista del prestamista, el mercado monetario estadounidense actuará como alternativa al mercado de depósitos en eurodólares, proporcionando los tipos de interés mínimos sobre los de este último. Cuando los tipos de interés domésticos se elevan, así lo harán los correspondientes al mercado de eurodólares y viceversa. (30)

En la óptica del prestatario, en ausencia de regulaciones, la principal diferencia entre el mercado local de EE.UU. y el mercado de eurodólares, es la exigencia por parte del sistema bancario norteamericano a los bancos comerciales de mantener saldos compensatorios, lo que se traduce en una elevación efectiva del coste de los fondos captados, frente a la ausencia de tal requisito en el sistema eurobancario; por lo tanto, el prestatario estará en disposición, habitualmente, de satisfacer un tipo de interés más elevado sobre préstamos en el euromercado. Igualmente, la tendencia señalada ha de verse reforzada por la ausencia de exigencias sobre coeficientes de reser-

vas para los eurobancos, lo que obviamente también proporciona respecto al sistema bancario norteamericano una ventaja diferencial, que ha de traducirse en la competitividad de los tipos de interés sobre depósitos. En síntesis, tanto los intermediarios financieros, como los prestatarios finales de fondos en eurodólares, tienden a manejar tipos de interés en el euromercado con un "spread" sobre los tipos domésticos.

3.2. INTERDEPENDENCIA CON LOS TIPOS DE INTERES NACIONALES: ANALISIS ESTADISTICO.

La vinculación entre los tipos de interés nacionales, y los vigentes en el euromercado es obvia, en la medida en que como hemos señalado en diferentes ocasiones, la mercancía objeto de las transacciones del mercado de eurodivisas es homogénea con aquellas transactadas en los mercados domésticos. Ahora bien, con lo afirmado, no hacemos sino plantear el problema ya que si obvia es la anterior afirmación, no lo es tanto la determinación real del grado de dependencia entre ambas tasas. Un conjunto de factores de diversa índole inciden en el comportamiento ya no sólo de una y otra tasa, sino

también sobre el diferencial existente entre ellas. Pensamos por tanto, es importante conocer cual ha sido esa conducta en los años de vida del euromercado, concretándonos una vez más en el mercado de - - eurodólares.

Con este fin, hemos manejado dos series de datos sintetizadas en los gráficos 1 y 2 y que muestran la -- evolución comparada de las tasas de interés a tres meses (31) sobre eurodólares y las aplicables con ac tivos sustitutivos en el mercado de EE.UU.

El primer conjunto de datos han sido extraídos del trabajo realizado por Clendening (32), utilizando como tipos de interés representativos del mercado monetario americano, los vigentes sobre letras del Te soro -"Treasury bills"- y Certificados de depósito a plazo negociables.

Durante el periodo cubierto por estos datos, la tasa del eurodólar demuestra haber seguido tanto al - tipo de interés de las Letras del Tesoro como el de los Certificados de depósito negociables de los EE. UU., este último de forma mas estrecha. La razón de esta última dependencia radica en que ambos instrumentos de crédito son sustitutivos casi perfectos:

**COMPORTAMIENTO DE LOS TIPOS DE INTERES SOBRE EURODOLARES A TRES MESES,
LETRAS DEL TESORO USA, CERTIFICADOS DE DEPOSITO NEGOCIABLES, USA.**

(1962 - 1967)

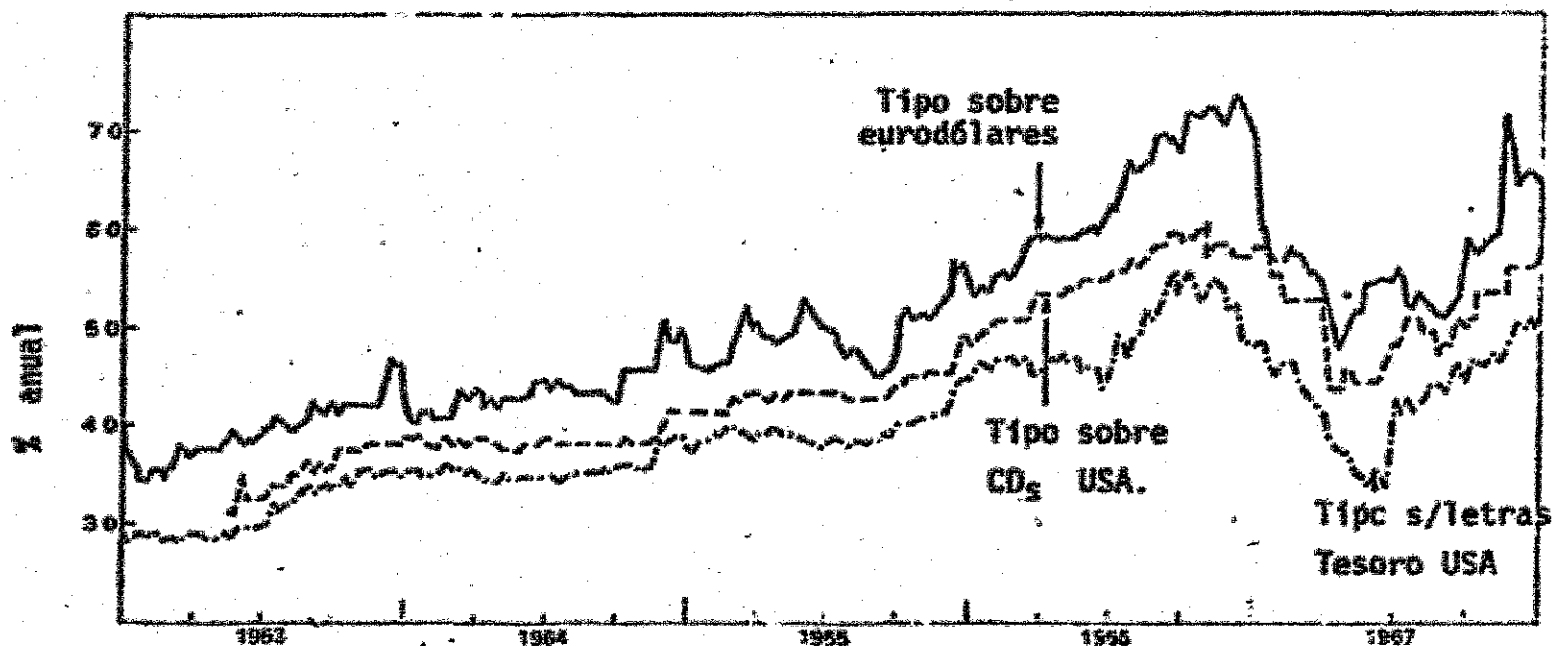


Gráfico n° 1

Fuente: E.X. CLENDENNING. Op. cit. p. 85

ambos son esencialmente depósitos mantenidos con bancos comerciales.

En base a esta competitividad, la relación entre los tipos sobre eurodólares y los de CD americanos es la comparación más válida en la observación de la interdependencia de ambas tasas. El hecho de que la tasa de eurodólares haya estado habitualmente a un nivel superior (33) a la de los CD, parece probar la afirmación de que el tipo de interés sobre depósitos a plazo (34) abonado por los bancos americanos, imponen un límite inferior sobre la estructura de tipos en eurodólares.

Sin embargo, a la vista del gráfico n° 1 puede deducirse que el diferencial entre los tipos sobre eurodólares y los de corto plazo en el mercado USA, ha variado considerablemente a lo largo del período considerado. Si bien este hecho puede llevarnos a cuestionar la dependencia total de los eurotipos sobre las tasas del mercado americano, las cifras también nos indican que en los momentos en que la variación del tipo sobre eurodólares es mayor que la correspondiente a los tipos USA., aquellas vuelven, generalmente en el intervalo de un corto período de tiempo, a mantenerse en una relación de consistencia con los

tipos a corto plazo en EE.UU. (35) Tal hecho es fácil de constatar especialmente respecto a los CD, - limitando la posible independencia señalada.

La amplitud que el diferencial presenta durante la segunda mitad de 1.956, es justificada por Clendening (36) en la combinación de una fuerte demanda de fondos en eurodólares por parte de los bancos estadounidenses y una reducción de la libertad de movimientos de capital hacia el euromercado, debida a el VCFRP. Este último aspecto fué particularmente significativo en la medida que evitó una salida de fondos de EE.UU., que podría haber servido para compensar el impacto de la amplia demanda norteamericana de eurodólares.

En el gráfico n° 2 se comparan los tipos sobre certificados de depósito (de 60 a 90 días) en Estados Unidos, con los tipos sobre eurodólares para vencimientos similares. A lo largo del periodo considerado en el gráfico, el tipo sobre CD ha proporcionado un límite mínimo efectivo al tipo de eurodólares, - el cual se ha mantenido consistentemente por debajo de aquel.

**TIPOS DE INTERES SOBRE EURODOLARES Y
CERTIFICADOS DE DEPOSITO USA**

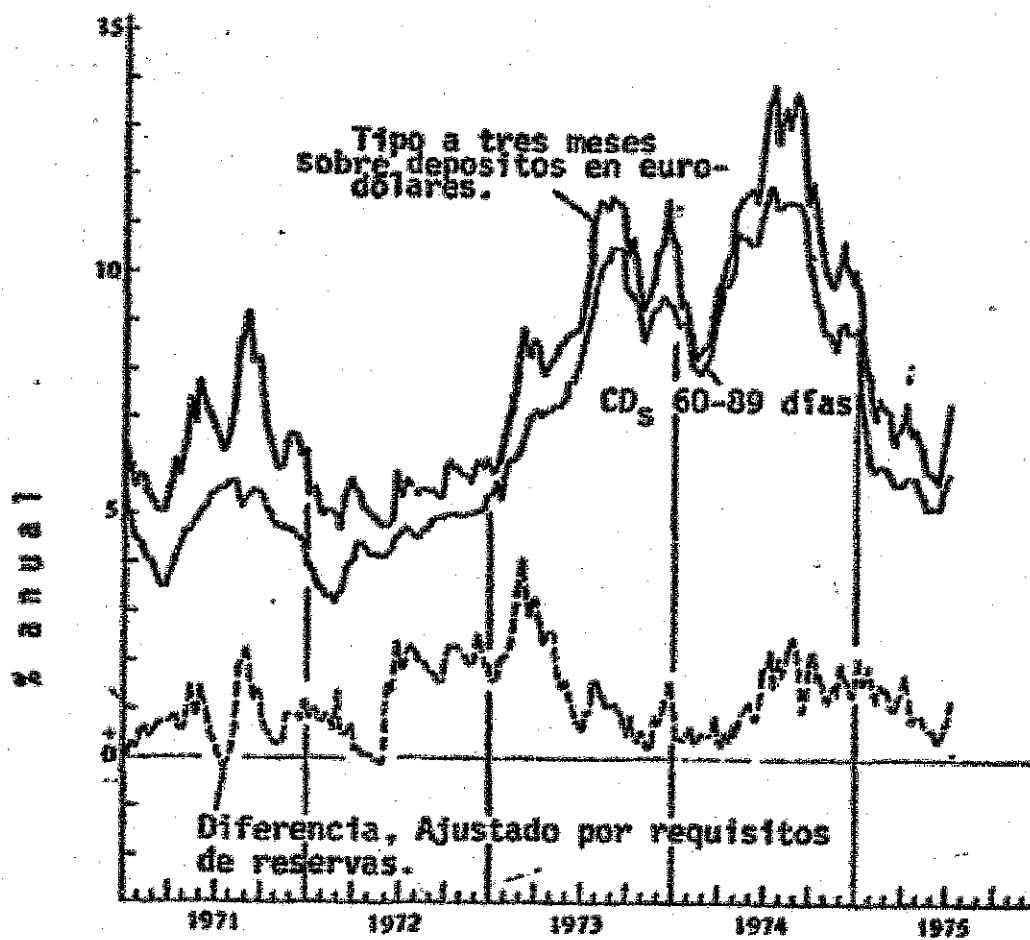


Gráfico n° 2

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve -
System, Division of International Finance.
Selected Interest and Exchange Rate. 4.11.74.

Constatado este hecho, la cuestión básica en este -- momento, es examinar los elementos que han determina-- do las fluctuaciones en el tamaño del diferencial -- de la tasa de eurodólares sobre la del mercado inter-- no estadounidense. (37) La línea punteada del gráfico nos muestra este diferencial entre ambas tasas, una vez considerados los requisitos de reservas sobre los CD. Dos tipos de factores institucionales parecen -- haber tenido una incidencia especial sobre estas -- fluctuaciones.

En primer lugar, el conjunto de regulaciones emanadas de las autoridades estadounidenses sobre el sistema bancario de aquél país y sobre los movimientos inter-- nacionales de capital. Respecto a las primeras, las repetidas Regulaciones "Q" y "M" fueron sin duda las más importantes. (38) Con todo, atribuir exclusiva-- mente a estas medidas el mantenimiento del diferen-- cial entre ambas tasas supondría, tal como señalamos en otra parte de este trabajo, que su abolición -- habría de ir acompañada de la anulación del "spread", cosa que evidentemente no ha ocurrido. (39)

En segundo lugar, la inestabilidad del mercado de -- cambios ha actuado indudablemente como factor pertur-- bador de la consistencia en el comportamiento de los diferenciales. Así ha ocurrido en la generalidad de

las crisis monetarias del sistema monetario internacional, cuya nota dominante fueron los movimientos especulativos en función de la depreciación del dólar USA, contra otras monedas importantes. Tal fué la motivación del incremento operado en el tipo de interés del mercado de eurodólares frente al de los CD. USA en Agosto de 1.971 cuando, en anticipación de una devaluación del dólar frente a las monedas denominadas fuertes, el mercado de eurodólares a medio plazo sufrió un alza importante en el volumen de demanda. (40) Es evidente pues, que el tipo de interés sobre eurodólares tiende a manifestar un diferencial positivo frente al vigente en EE.UU., cuando en los mercados de divisas se concretan las expectativas de depreciación de la moneda americana; de igual forma, un fortalecimiento del dólar USA -- suele ir acompañado de una rápida reducción de la prima señalada. Así, a comienzos del 1.973 con los mercados de cambios en calma y los tipos de interés a corto plazo en USA firmes, el diferencial descendió a un nivel inusual del 1,8%. Poco después, la inestabilidad haría su presencia en los mercados y en los últimos días de febrero, el diferencial alcanzaría los dos puntos. (41)

La crisis que sobrevino de forma específica en el -

mercado de eurodólares a mediados de 1.974, y cuyo exponente más característico fué la insolvencia de los Bancos Herstatt y Franklin (42), tuvo como consecuencia una ampliación entre los dos tipos de interés. Los temores sobre adicionales pérdidas en el mercado de cambios y la posibilidad de insolvencias generalizadas en el mercado de eurocréditos, originó un flujo de entrada de dólares en el mercado de Nueva York, que obviamente determinó la presión alcanzada de los tipos del euromercado.

Durante 1.975 y 1.976, el fortalecimiento de la moneda norteamericana en relación con el resto de las monedas importantes y la renovada confianza depositada en el mercado de eurodivisas por los inversores, ha vuelto a estrechar los márgenes entre ambos tipos de interés.

Podemos concluir por tanto, afirmando la interdependencia existente no solo entre los tipos de interés del dólar USA en el mercado doméstico y en el euromercado, sino generalizar tal conclusión al resto de las eurodivisas. Como hemos visto, en una situación de libertad a los movimientos de capital y de ausencia de condiciones monetarias nacionales restrictivas, el grado de dependencia entre ambas

tasas se agudiza, dependiendo esencialmente de la elasticidad de demanda que el mercado de eurodólares tenga para la captación de fondos en arbitraje procedentes básicamente de EE.UU. La realidad sin embargo, nos ha demostrado como la existencia de regulaciones restrictivas han potenciado la autonomía creciente de los tipos de interés del euromercado en relación con el mercado de Nueva York, y por tanto, hoy no es posible otorgar al mercado de eurodólares el carácter de "mero apéndice del mercado a corto USA" (43) como tampoco sería real aplicar tal conclusión al resto de los mercados de eurodivisas.

TIPOS DE INTERES SOBRE EURODIVISAS

		<u>\$ USA</u>	<u>£</u>	<u>F.F.</u>	<u>S.F.</u>	<u>D.H.</u>	<u>F.H.</u>	<u>\$ C.</u>	<u>Y</u>
A) A TRES MESES									
	1976								
Diciembre	31	5.00	15.75	12.63	1.50	4.60	6.38	8.25	--
	1977								
Septiembre	28	7.00	6.63	9.13	2.75	3.94	4.00	7.19	5.25
Octubre	5	7.00	5.81	9.38	2.53	3.94	4.75	7.19	4.31
	12	7.25	5.50	9.38	2.66	3.94	4.75	7.56	4.50
	19	7.13	4.94	9.50	2.00	4.00	4.88	7.56	4.63
	26	6.88	5.38	9.56	2.06	4.00	4.88	7.31	4.25
Noviembre	2	7.06	5.30	10.44	2.00	3.94	4.88	7.31	3.63
	9	7.25	5.25	13.00	2.05	4.00	6.38	7.69	4.00
B) A SEIS MESES									
	1976								
Diciembre	31	5.19	15.38	12.88	2.06	4.81	6.25	8.25	--
	1977								
Septiembre	28	7.25	7.13	10.25	2.94	4.06	5.31	7.31	5.63
Octubre	5	7.38	6.63	10.13	2.88	4.00	5.35	7.56	4.69
	12	7.63	6.13	10.13	2.84	3.94	5.06	7.59	4.75
	19	7.63	5.69	10.25	2.75	4.00	5.13	7.94	4.88
	26	7.25	6.00	10.50	2.75	4.00	5.06	7.56	4.50
Noviembre	2	7.50	6.25	11.25	2.31	3.94	5.13	7.56	4.39
	9	7.50	6.00	13.13	2.31	4.00	6.63	7.69	4.50

Fuente: Economic Analysis Section, National Westminster Bank, Londres, Diciembre 1977.

NOTAS AL CAPITULO

- (1). EUGENE W. CLENDERING. "The Euro-Dollar Market". Clarendon. Oxford 1.970. p. 45
- (2). PAUL DE GRAUVE. "monetary Interdependence an International Monetary Reform". Saxon House. Lexington 1.976. pag. 48.
- (3). Op. cit. p.49
- (4). La aplicación concreta de esta política por parte del Bundesbank a los bancos comerciales alemanes, es ilustrada por GEOFFREY BELL en, "The Euro -Dollar Market - and the International Financial System". Macmillan, -- Londres 1.973. p. 26.
- (5). R. DE VRIES. "Statement in the Balance of Payments - - Mess". Hearings (22-6-71) Joint Economic Committee, - - Washington D.C. 1.971. p. 281.
- (6). La cifra de dimensión neta del mercado en este año fué, según la estimación A., del cuadro ,cp. V de 57.000 millones de dólares..
- (7). Entre las razones de tal disminución en la participación relativa podemos señalar las siguientes:

- a) Disminución de las operaciones "swap" en Italia, - Suiza y Alemania.
- b) La obligación, a partir de 1.964 de los bancos comerciales de depositar los dólares adquiridos a -- través de operaciones swaps, con el Banco Central, en bonos del tesoro USA y no en eurodólares.
- c) La no aplicación a partir del 15-10-62 a los depósitos de instituciones oficiales, de la Regulación "Q" y, por lo tanto, el interés de estas en situar sus dólares en depósitos en Nueva York.

A este respecto puede consultarse:

- FREDERIK MACHLUP. "The Euro-Dollar System and Its - Control". International Monetary Problems, American Enterprise Institute, Washington DC. 1.972. p. 28
- F. KLOPSTOCK. "Statement in the Balance of Payments - Mess". Hearings, 22-6-71, Joint Economic Committee -- Washington DC. 1.971. p. 276.

- (8). El Bundesbank introdujo esta técnica en 1.958 y su -- uso revistió una considerable importancia durante el periodo 1.958-1.963 y desde noviembre de 1.967 a septiembre de 1.969. Al final de 1.968, las operaciones "swap" habían totalizado 1.900 millones de dólares. - El objetivo perseguido por parte de las autoridades - germanas en este tipo de operaciones fué compensar los incrementos de reservas de divisas.

Por su parte, las autoridades italianas introdujeron este tipo de operaciones a final de 1.957. Siendo especialmente significativas durante el periodo 1.963-65, moviéndose la suma por este concepto, en el entorno -

de 1.300 a 1.500 millones de dólares. En contraste con el caso alemán, la finalidad principal en su utilización fué la de compensar las salidas de reservas de divisas. Así por ejemplo, en 1.972 se compraron dólares al contado a los bancos nacionales vendiéndose a plazo con descuento, con el fin de compensar los grandes flujos de salida de reservas de divisas. Las autoridades suizas hicieron uso de transacciones swaps en la década de los sesenta con los bancos domésticos en una forma similar a la señalada en el caso italiano. Una información más pormenorizada puede obtenerse en la consulta de los siguientes trabajos:

- MILTON GILBERT; WARREN McCLAM. "Regulations And Policies Relating to the Eurocurrency Market" en The Eurodollar. Rand McNally Company. Chicago 1.970. pp. 348-412
- GABRIEL TERRAS. "Central Banks and the Eurodollar Market". En The Eurodollar. pp. 84-103.
- PAUL DE GRAUWE. Op.Cit. pp. 50-52.

(9). Vid. F.H. KLOPSTOCK. "The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues". Essays in International Finance. Princeton University. Marzo 1.968. pp. 1-28

Un análisis adicional del aspecto comentado puede encontrarse en :

- FRANK E. MORRIS; JANE S. LITTLE. "The Eurodollar Market Today: Size, Scope and Participants" en The Eurodollar. pp. 43-67, especialmente pp. 60 y 61.

(10). Este último aspecto es sistemáticamente señalado por numerosos autores, entre otros:

- FELIX VARELA. "Eurodólares". Guadiana de Publicaciones, Madrid 1.969. p. 94.

- E.W. CLENDENING. Op. cit. p. 96.

- F.E. MORRIS; J.S. LITTLE. Op. cit. p. 59.

(11). PAUL EINZIG. "The Euro-Dollar System". Macmillan Londres 1.974 - 5ª edición. p. 24.

(12). F.E. MORRIS; J.S. LITTLE. Op. cit. p. 60

(13). Vid. Anexo a este capítulo.

(14). PAUL EINZIG; BRIAN SCOTT QUINN. "The Euro-Dollar System". Macmillan. Londres 1.977 - 6ª edición. p. 21

(15). G. CARROLL MATENSON. "The Euro-Dollar Market". Bankers Publishing Company. Boston 1.964. p. 16.

Puede también consultarse:

- FRED H. KLOPSTOCK. "The International Money Market. Structures, Scope and Instrumentes". Journal of Finance. Mayo 1.965. p. 38.

(16). F.E. MORRIS; J.S. LITTLE. Op. cit. p. 63.

(17). PAUL EINZIG; B.S. QUINN. Op. cit. p. 38

Una completa relación de objetivos de las instituciones bancarias en su actividad en el euromercado, es señalada por G. BEKERNAN. en "Les Euro-Dollars". DUF. París 1.977. pp. 83-85.

(18). Banco de Pagos Internacionales. informe anual n° 41 - junio 1.971.

(19). Vid. Capítulo II. pp.

(20). E.W. CLENDENING. Op. cit. p. 60.

(21). En el Anexo se establece el marco general en el que las operaciones de arbitraje pueden tener lugar en relación con el euromercado.

(22). Tanto unos movimientos como otros, solo fueron posibles a partir de 1.958 una vez superada la convertibilidad externa de las principales monedas europeas y permitiendo a los residentes de los países europeos correspondientes al desplazamiento de fondos hacia otros mercados.

(23). E.W. CLENDENING. Op. cit. p. 59.

(24). Distintos autores, hacen enumeración extensiva de fac

tores que consideramos, al igual que en el caso de la oferta, susceptibles de ser tratados agregadamente en los epígrafes señalados.

- OSCAR L. ALTMAN. "Euro-Dollars: Some Further Comments" I.M.I. Staff Papers. Vol XII. n° 1 - Marzo 1.965.

- E.W. CLENDENING. Op. cit. pp. 62-67.

- F.H. KLOPSTOCK. Op. cit. pp. 1-28

(25). También aquí, CLENDENING, otorga la máxima importancia a estos diferenciales, sobre todo en las etapas iniciales del desarrollo del mercado en las que la demanda de dólares se centraba en la necesidad de cobertura financiera del comercio exterior de los Estados Unidos. "Los controles de cambio y la ausencia de convertibilidad externa en Europa, restringía la conversión de eurodólares en monedas nacionales para uso en la financiación de la actividad doméstica.

- E.W. CLENDENING. Op. cit. pp. 65-66.

(26). Vid. Capítulo II - pp.

(27). En este sentido, en la segunda década de los sesenta, la incidencia del VFCRP ha dejado en un segundo plano la importancia relativa de los diferenciales entre el eurodólar y el dólar USA, en la determinación de la demanda en la primera por parte de no residentes estadounidenses.

(28). E.W. CLENDENING. Op. cit. p. 62.

(29). La aparición de una estructura internacional de tipos de interés que son distintos de -y frecuentemente independientes- los tipos de interés nacionales, es algo completamente nuevo. Sin paralelo en la historia económica moderna.

- PAUL EINZIG. "Te Euro-Dollar System" - 5ª edición.
p. 4.

(30). Se prescinde del impuesto sobre utilidades en EE.UU. que gira sobre ingresos pagados a extranjeros. La presencia de esta tasa tenderá a situar los tipos sobre eurodólares por debajo del nivel de los tipos en el mercado monetario norteamericano. Sin embargo, los depósitos en los bancos comerciales han quedado exentos de este impuesto desde 1.966 (Public Law 89-809, Sec. 102). Esta ley exime del pago del impuesto a los depositantes bancarios, en la medida que el poseedor extranjero no participara en negocios en EE.UU. y destinen los rendimientos obtenidos en el exterior de los EE.UU. La exención fué inicialmente establecida para un periodo limitado de tiempo, pero su vigencia ha continuado renovándose a la expiración de cada periodo.

En principio, los rendimientos derivados de depósitos en eurodólares deberían también estar sujetos a impuesto sobre los beneficios en el país de residencia del titular. Sin embargo, en la práctica no es habitual, ya que la identidad nominal del depositante no es proporcional al país de residencia del titular y el propio depositante se muestra remiso a declararlos a - -

efectos fiscales.

- R. RODRIGUEZ; E. CARTER. "International Financial Management". Prentice Hall. New Jersey 1.976. p. 477.

(31). La elección de los tipos de interés a tres meses se fundamenta en su fácil disponibilidad y comparación en la totalidad de los mercados.

(32). Op. cit. pp. 82-91,

(33). Aún en el caso, como señala CLENDENING, de ajustar el tipo sobre CD en un 1/2 por ciento anual por la diferencia en la capacidad de negociación. Op. cit. p. 84.

(34). En el sistema bancario USA, el tipo de interés sobre depósitos a plazo es algo inferior al de los certificados de depósito.

(35). En un análisis matemático de esta relación, HENDERSHOTT, concluye que el tipo sobre eurodólares se ajustaba -- completamente a los cambios en el tipo de interés de las letras del Tesoro USA, a lo largo de un periodo aproximado de un año (durante el periodo 1.957-64).

- P.H. HENDERSHOTT. "The Structure of International Interest Rates: The U.S. Treasury Bill Rate and the Euro-Dollar Deposit Rate". Journal of Finance, vol. XXII, 1.967. pp. 455-465.

Este análisis es objetado por CLENDENING al afirmar -

que en base a las limitaciones impuestas por la disponibilidad de los datos, "ha sido conducido sobre la base de supuestos excesivamente simplificados y no realistas". Entre estos, la consideración como único rendimiento alternativo a los titulares de eurodólares y como único coste alternativo para los prestatarios de estos fondos, de la tasa sobre letras del Tesoro. Adicionalmente, la imposición en febrero de 1.965 del VCFRP, ha hecho variar el diferencial entre ambos tipos a favor de los eurodólares.

- E.M. CLENDENING, Op. cit. p. 86.

(36). Ibid. p. 87

(37). Este es el planteamiento que preside el análisis estadístico realizado por R. RODRIGUEZ Y E. CARTER, en su ya comentada obra, pp. 478-480.

(38). La Regulación "Q", al imponer límites máximos sobre los tipos de interés que los bancos comerciales USA podrían abonar sobre depósitos, convirtió al euromercado en una solución a la captación de recursos por parte de los bancos norteamericanos.

La Regulación "M", hacía más rentable el uso de los euromercados, debido a que los fondos captados no estaban sujetos a coeficientes de reservas tal como ocurría sobre los fondos domésticos.

El conjunto de regulaciones establecidas con el fin de controlar las salidas de capital estadounidense, restringían la utilización de recursos domésticos en

la financiación de operaciones exteriores. Su consecuencia principal, fué contribuir a la segmentación del mercado de dólares a favor del euromercado.

Vid. Capítulo II. pp.

- (39). Los límites establecidos por la Regulación "Q", fueron abolidos en 1.973, y el conjunto de regulaciones destinadas a controlar los outflows de capital estadounidense, fueron también eliminados en enero de 1.974.

La única justificación que podría respaldar el mantenimiento de la diferencia, bajo estas premisas, radicaría en las preferencias de algunos prestamistas para mantener sus depósitos en dólares en una plaza o en otra, atendiendo a motivaciones no estrictamente económicas (riesgos de confiscación, por ejemplo).

- (40). Tal proceso de canalización de la demanda de dólares hacia el euromercado con el fin de financiar la adquisición de las "harder currencies", tiene su fundamento esencial en la existencia de controles sobre salidas de capital de EE.Uu. o, una vez desaparecidos éstos, en las políticas que impiden el acceso al mercado monetario de este país a los no-residentes, tal como ocurrió en 1.974.

- (41). P. EINZIG; B.S. QUINN. Op. cit. p. 64.

- (42). En el Capítulo VIII, hacemos un estudio detallado de las causas y consecuencias de la crisis apuntada.

(43). Esta es la calificación originalmente utilizada por CLENDENING (Op. cit. p. 90), en un contexto condicional, que sin embargo se ha generalizado ampliamente en la literatura sobre el tema, en muchas ocasiones haciendo abstracción de las condiciones en que su autor la formuló.

ANEXO: Mecanismos de arbitraje en el
mercado de eurodivisas.

Uno de los efectos más importantes de la existencia de los mercados de eurodivisas, ha sido un incontestable crecimiento en la movilidad internacional de los capitales. Los euromercados no solo han incrementado el volumen y la sensibilidad de los recursos financieros con uso internacional, sino que, adicionalmente, han permitido a los cambistas emprender transacciones de mayor importancia que en periodos precedentes y en una gama de operaciones posibles más completa y diversificada.

La gran variedad de vencimientos ligados a las operaciones en eurodivisas ha proporcionado a los bancos nuevas modalidades en la gestión de sus tesorerías respectivas, permitiendo una mayor flexibilidad en el proceso de adaptación entre volúmenes y vencimientos de sus compromisos y activos y derechos.

En el análisis realizado en el epígrafe 3 se puso de manifiesto la relación de dependencia existente entre la estructura de tipos de interés nacionales y los vigentes sobre el mercado de eurodivisas. La existencia de diferencias entre ambos podía suponer, de no existir obstáculos institucionales y legales que lo impidieran, un aliciente para la existencia de flujos de capital a corto plazo hacia el centro financiero primado. La naturaleza internacional del euromercado y la ausencia relativa

de mecanismos de control nacionales, son elementos potenciadores importantes, tanto de la oferta de fondos en arbitraje, como de la libertad de movimientos de los mismos a nivel internacional.

En este sentido, el desarrollo del mercado de eurodivisas ha venido a añadir cierta complejidad a la actividad cambiaria, "multiplicando las combinaciones de operaciones en las cuales los mismos jugadores pueden participar". (1) Este enriquecimiento operativo viene caracterizado sintéticamente por los siguientes elementos:

- a) Incremento de las gamas de tipos de interés ofrecidos a los arbitrajistas, tanto para sus colocaciones como para la adquisición de posiciones pasivas.
- b) Aparición de nuevas modalidades en las operaciones de arbitraje de tasas de interés.
- c) En definitiva, los fondos en eurodivisas se han convertido desde el punto de vista de los agentes participantes en los mercados de cambios, en instrumentos de un vasto mercado de recursos líquidos internacionales.

El objeto de este anexo es estudiar la mecánica básica -- de las operaciones de arbitraje, tomando como pivote de -- las mismas la estructura de tipos de interés definida -- por el mercado de eurodivisas, poniendo de manifiesto la amplitud de esas "nuevas posibilidades" en la realidad -- actual del euromercado. Para ello, creemos importante -- sentar el marco analítico en el que las operaciones de -- arbitraje de interés se asientan como elementos esencia- -- les determinantes de los tipos de cambio "forward", esto es, la Teoría de la Paridad de los Tipos de Interés. -- Sentado lo que podríamos denominar la infraestructura -- conceptual del anexo, será el momento de estudiar los me- -- canismos concretos implicados en el mercado de eurodivi- -- sas y, más concretamente en el sector de eurodólares.

7. DETERMINACION DEL TIPO DE CAMBIO A PLAZO: TEORIA DE LA PARIDAD DE LOS TIPOS DE INTERES

La formación del tipo de cambio a futuros viene esencialmente determinada por las operaciones de hedging, especulación y arbitraje de intereses, que constituyen las operaciones determinantes de la oferta y demanda del mercado de divisas a plazo. La importancia relativa de las operaciones de arbitraje hace que se les atribuya un carácter determinante en el proceso equilibrador de los distintos mercados. Así, la idea de que los mercados de divisas a plazo están dominados por las operaciones de arbitraje de interés, base fundamental en la formulación por Keynes de su "Tract on Monetary Reform" (2) es todavía la explicación más generalizada de la determinación del tipo de cambio "forward".

Analíticamente, tanto la formación del tipo de cambio a plazo, como el correspondiente margen "forward", vienen determinados por la denominada Teoría de la paridad de los tipos de interés, que describe las relaciones de equilibrio entre los tipos de interés y los tipos de cambio. La proposición básica de la misma puede enunciarse así: en situación de equilibrio, el margen forward a un plazo dado en el cambio de dos divisas, expresado como descuento o prima porcentual sobre el tipo de cambio -

al contado, será igual a la diferencia entre los tipos de interés a dicho plazo en los dos mercados financieros correspondientes.

Tal como señala Van Belle (3), dicha teoría - - constituye un caso especial de la ley económica que afirma que, en ausencia de costes transaccionales, idénticos bienes serán vendidos a precios idénticos en diferentes segmentos de un mismo mercado. En nuestro caso, los bienes son activos financieros a corto plazo situados en el mercado internacional. La existencia de diferentes precios para idénticos bienes en varios submercados, proporciona la oportunidad para realizar operaciones rentables de arbitraje, las cuales desplazarán los bienes.

Siendo:

r_A y r_B : El tipo de interés a tres meses en los países A y B respectivamente - (expresados en tantos por ciento trimestral).

X_0 = Tipo de cambio al contado en el país B - (número de unidades monetarias de B que se entregan por una unidad monetaria de A en el mercado de cambios al contado).

X_t = Tipo de cambio a tres meses en el país B, definido de modo análogo.

En base a lo anterior $(1 + r_A)$ y $(1 + r_B)$, serían respectivamente, los valores finales resultantes de invertir una unidad monetaria del país A y del país B en activos a tres meses en los países respectivos.

Si $r_B > r_A$, los inversores del país A convertirían esa unidad monetaria en moneda del país B, invirtiéndola en activos a tres meses en este país y simultáneamente, venderán a tres meses la cantidad de moneda del país B de que espera disponer en dicho plazo al tipo de cambio X_t , con lo que la unidad monetaria inicial se convertirá, al vencer el trimestre, en $\frac{X_0}{X_t} \cdot (1 + r_B)$ en términos de moneda del país A. La ventaja de una u otra forma de inversión dependerá del signo dominante en la expresión:

$$1 + r_A \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{X_0}{X_t} \cdot (1 + r_B)$$

Lógicamente, a medida que el primer término de esta expresión sea inferior al segundo, existirán desplazamientos de capitales a tres meses desde el país A al B, y en sentido contrario, siempre que el segundo término sea superior al

primero. La igualdad de ambos términos nos determinará el equilibrio.

Estos desplazamientos apuntados, generarán una demanda de la divisa en el país B al contado y una oferta a plazo (para la posterior conversión, una vez vencido el plazo de la inversión, que se traducirá en la obtención de un descuento a plazo de aquella, parejo con la prima al mismo plazo de la moneda de A. Los movimientos de capitales hacia B, persistirán, siempre que el rendimiento neto de la inversión medido por la diferencia de intereses entre ambos países, sea superior al descuento a plazo de la moneda B. Estos movimientos -integrantes en su totalidad de operaciones de arbitraje- tenderán en su totalidad a reducir la ventaja relativa apuntada, hasta alcanzar la situación de equilibrio, (4)

$$1 + r_A = \frac{X_0}{X_t} (1 + r_B)$$

o lo que es lo mismo:

$$\frac{X_t}{X_0} = \frac{1 + r_B}{1 + r_A}$$

Siendo $T_1 = \frac{X_t - X_0}{X_0}$ el margen de futuros (prima o descuento), la relación de equilibrio también vendrá definida por

$$1 + T_1 = \frac{X_t}{X_0} = \frac{1 + r_B}{1 + r_A}$$

esto es,

$$(1 + T_1)(1 + r_A) = (1 + r_B)$$

considerando que $T_1 \cdot r_A$ es un término de segundo orden - de pequeña magnitud, y por tanto despreciable, podemos simplificar la anterior ecuación, y tendremos:

$$T_1 = r_B - r_A$$

expresión que se corresponde con el enunciado de la teoría analizada, esto es, el premio o descuento "forward" tiende a ser igual a la diferencia de los tipos de interés de los dos países afectados al plazo correspondiente. La moneda - del país con el tipo de interés más alto tiende a cotizarse con un descuento en el mercado de divisas, a plazo, en comparación con su tipo al contado actual.

Las conclusiones derivadas de la teoría analizada son, sin embargo, dependientes de tres hipótesis básicas - cuya validez en la realidad deben ser seriamente cuestionadas, como son: (5)

1°.- La oferta de fondos en arbitraje es suficientemente elástica para obtener la paridad de los tipos - de interés en un corto periodo de tiempo.

2°.- Las expectativas respecto del nivel futuro del tipo de cambio al contado no originarán movimientos especulativos.

3°.- La ausencia de barreras artificiales -tales como - el control de cambios-, que interfieran la libertad de movimientos a nivel internacional de los fondos en arbitraje.

En el mundo real las expectativas respecto al valor futuro del tipo de cambio al contado, puede dar origen a operaciones especulativas tanto en el mercado forward como en el de contado. Tal como veremos en el capítulo 6, si tiene lugar a través del mercado a plazo, se originará una compra o venta a plazo de la divisa sujeta a presión especulativa, lo que se refleja en el tipo de cambio a futuros

en la manifestación de una prima o descuento (descuento o prima intrínseca) con relación al valor de la paridad de interés. (6) Si la oferta de fondos en arbitraje fuera perfectamente elástica y los fondos tuvieran completa libertad de movimientos entre los mercados monetarios, esta prima o descuento intrínseco sería rápidamente eliminado por los flujos de arbitraje. Sin embargo, si la oferta no es perfectamente elástica, es posible que los flujos en arbitraje de cobertura de interés serán insuficientes para restablecer el equilibrio de la paridad de interés y, por lo tanto, el diferencial de cobertura podría persistir entre los dos países afectados.

La presencia de otros factores, tales como las interferencias gubernamentales en la forma de controles de cambios, podrían afectar igualmente a la libre movilidad de fondos en arbitraje y, por lo tanto, dificultar el ajuste del tipo de cambio "forward" a su posición de equilibrio con la paridad de interés. La capacidad autónoma de estos factores en la obstaculización del cumplimiento del I.P.T. no es sin embargo, decisiva para algunos autores. (7)

La hipótesis decisiva respecto a la validad del IPT es por tanto, la concerniente a la elasticidad de -

la oferta de fondos en arbitraje, y así, Clendening (8) señala como aún en el caso de que existieran movimientos especulativos y también estuvieran vigentes los mecanismos de control o interferencia gubernamental sobre la movilidad internacional de capitales, una oferta perfectamente elástica de fondos en arbitraje podría permitir el funcionamiento del mercado de cambios a futuros, en una forma tal que se verificara el IPT, sin embargo, como el propio Clendening reconoce, la existencia de una oferta de fondos en arbitraje perfectamente elástica es altamente improbable en el mundo real, en base al alto coste de oportunidad del arbitraje comparado con usos alternativos de los mismos fondos. Esto es así, en la medida que existe una pérdida de utilidad y liquidez, y un incremento en el riesgo asociado con los aumentos sucesivos de inversión en el mismo mercado. Adicionalmente, con frecuencia se establecen algún tipo de restricciones o limitaciones por los bancos centrales sobre las operaciones de arbitraje realizadas por los bancos comerciales.

Podemos concluir por tanto, que si bien existe una tendencia al ajuste del tipo de cambio "forward" a su paridad de interés, tal como se evidencia en el Teorema, es cierto también, que pueden darse situaciones en las que resulte un persistente diferencial entre dos --

países. La posibilidad de que así ocurra, depende fundamentalmente de la presencia de fuertes presiones especulativas de naturaleza desestabilizadora, que originen una oferta (demanda) altamente elástica de divisas a plazo - en una situación donde existe una oferta de fondos en arbitraje menos que perfecta.

2. OPERACIONES DE ARBITRAJE

En principio, el tipo de cambio de una moneda - deberá ser el mismo en todas las plazas en las que cotice. Sin embargo, las discrepancias existentes entre los diversos mercados pueden ofrecer la opción a beneficiarse de las mismas, comprando la divisa en el mercado donde está vendiéndose al menor precio y vendiéndola en - - aquel donde prevalece el precio superior. La naturaleza de estas operaciones se conoce con el nombre de arbitraje.

En esencia consiste en aprovechar el desfase -- existente entre los cambios de una moneda sobre dos o -- más mercados para comprar sobre una de las plazas y vender en la otra, es decir, es el mecanismo que hace que - dos mercados físicamente separados, sean en sentido económico un mismo mercado.

El arbitraje pues, es un proceso operante en -- los mercados libres que tiende a igualar los tipos de -- cambio en los distintos mercados, ligando igualmente en este proceso de equilibrio las distintas tasas de inte - rés en el mercado de dinero. Tal como señalan R. Rodríguez y E. Carter (9), la motivación de los arbitrajistas para obtener un beneficio en los mercados financieros --

sin incurrir en riesgos de cambio, genera un mecanismo - que sirve como lubricante para mantener las relaciones - en esos mercados.

Como características fundamentales de las operaciones de arbitraje hay que reseñar, la ausencia de riesgo alguno, no necesitar de ningún capital inicial y ser eliminada una vez efectuada. El mayor o menor éxito en una operación de este tipo, radica fundamentalmente en la celeridad con que se ejecute con base en una observación acertada. Las características apuntadas diferencian netamente las operaciones de arbitraje de la pura especulación.

Las operaciones de arbitraje podemos clasificar las básicamente, de la siguiente forma:

1. ARBITRAJE EN EL MERCADO "SPOT"

1.1. Arbitraje bilateral

1.2. Arbitraje multilateral

2. ARBITRAJE EN EL MERCADO "FORWARD"

2.1. Arbitraje de intereses ("covered interest arbitrage").

De las modalidades señaladas, son estas últimas las que en el contexto del euromercado revisten especial interés, dada la simplicidad de las primeras.

En esencia, la base fundamental en las operaciones de arbitraje en el mercado "forward" ha quedado suficientemente explicitada en el análisis de la Teoría de la paridad en los tipos de interés, efectuado en el epígrafe anterior. Señalábamos entonces, que el capital a corto plazo tenderá a desplazarse de un país a otro en busca de mayores rendimientos. El mecanismo del mercado de cambios a futuros, permite que esa búsqueda de mayores rendimientos pueda divorciarse de todo riesgo cambiario especulativo; esto es, el agente económico que transfiera fondos de un país a otro buscando los rendimientos más elevados de la inversión, puede cubrir sus operaciones en divisas al contado mediante operaciones a futuros a sentido inverso y, por tanto, no asumirá una posición abierta neta en divisa extranjero. Podemos, por tanto, definir con Tsiang (10), la cobertura del interés del arbitraje como una transferencia internacional de fondos al contado dedicados a la inversión a corto, cubierta mediante una simultánea operación a futuros por la misma cuantía y en dirección inversa. Esa operación no altera la posición neta y el riesgo cambiario del agente, característica ésta que la diferencia de la "cobertura",

"hedging" y especulación.

En el arbitraje de intereses, por lo tanto, una posición en el mercado de contado es cancelada contra -- una posición en el mercado de futuros, a diferencia del arbitraje examinado anteriormente, en el que se mantiene una unificación en el tiempo.

En base a lo anterior, podemos sintetizar con Weston (11), los flujos básicos que estas transferencias de fondos conllevan:

a) Flujo de salida de arbitraje

Tiene lugar cuando el tipo de interés diferencial favorece al país extranjero y es superior al descuento forward o, siendo el diferencial negativo, - presenta una prima forward muy grande.

b) Flujo de entrada en arbitraje

Tiene lugar cuando el diferencial entre los tipos de interés respecto al país extranjero es negativo y no esté compensado por una prima forward, o el diferencial es positivo y está compensado por un mayor descuento forward.

El proceso apuntado, tiende al equilibrio de los diferenciales entre los tipos nacionales de interés y los tipos de cambio de futuros, creando la línea de la paridad de los tipos de interés, si bien, la posición teórica de equilibrio no es fácil de ser alcanzada en la práctica debido a la variedad de barreras artificiales y a la interferencia gubernamental, ya que como vimos en el apartado anterior, la insuficiencia de los fondos disponibles para el arbitraje, los costes y fricciones del mismo, el conocimiento imperfecto del mercado, las operaciones de hedging y la especulación cuando existen expectativas al alza o baja de la moneda, explican las diferencias entre los márgenes "forward" determinados por la oferta y la demanda de los mercados en cada momento y los márgenes "forward" de equilibrio señalados por la paridad de intereses.

El gráfico adjunto, generalizado en la mayoría de los textos sobre el tema, ilustra el proceso apuntado, proporcionando un método gráfico de determinación de las oportunidades de arbitraje de intereses.

Generalizando, tal como se vió en el epígrafe anterior, en las operaciones de arbitraje en el mercado a plazo, existen incentivos para intervenir en las monedas con mayores tasas de interés, hasta el punto en que el descuento de esa moneda en el mercado a plazo es inferior al diferencial de intereses. Si el descuento sobre el mercado a plazo de la divisa con más alto tipo de interés es superior al diferencial, se invertirá pues, en la moneda con menor tipo de interés beneficiándose, por lo tanto, de la excesiva prima a plazo de esta moneda.

Es importante subrayar, antes de terminar este epígrafe, las dos premisas básicas que toda operación de arbitraje de intereses debe reunir:

- a) Toda transacción debe iniciarse y finalizarse con la misma moneda.
- b) Solo pueden compararse tipos aplicables a iguales períodos de tiempo (meses, trimestres, etc.).

3. ARBITRAJE EN EL MERCADO DE EURODIVISAS

Es evidente que una de las consecuencias de la aparición y desarrollo de un mercado de depósitos en moneda extranjera es la creación de nuevas paridades de interés entre los tipos internacionales de interés y adicionalmente, entre ellos y los tipos nacionales. Esto ha incrementado sustancialmente la probabilidad de importantes y permanentes desviaciones de los tipos de cambio "forward" respecto de algunas de sus paridades de interés, pues como señala Einzig (12), un tipo de cambio forward no puede ser idéntico más que a una sola paridad de interés al mismo tiempo, de forma que si existen diversas paridades de interés diferentes para cada plazo, la tasa estará necesariamente sobrevalorada con relación a algunas de ellas e infravalorada con relación a otras. Cuando las desviaciones entre las diferentes paridades de interés no son excesivamente importantes, las tasas a plazo pueden establecerse entre ellas de tal forma que no exista prima o descuento intrínseco suficiente con relación a cada paridad de interés, que justifiquen transferencias de fondos en arbitraje. Pero si estos diferenciales se incrementan, las tasas a plazo pueden alejarse considerablemente de algunas paridades y originar movimientos de fondos en un sentido o en otro y, en ocasiones, en los dos al mismo tiempo.

Mientras que en épocas anteriores, todas las paridades estaban basadas en las tasas de interés nacionales, desde la aparición de las tasas sobre depósitos en moneda extranjera, las paridades entre las diferentes eurodivisas, y entre ellas y las tasas de interés nacionales, están basadas total o parcialmente sobre los tipos de interés internacionales. Esto explica porque esta aparición ha aumentado las desviaciones entre las diferentes paridades de interés, ya que los factores que eran susceptibles de modificar los tipos de interés internacionales no influyen en forma determinante en las tasas nacionales, e inversamente, las paridades de interés basadas total o parcialmente sobre las tasas de eurodivisas tienen poca tendencia a comportarse de acuerdo las unas con las otras. Es por esto que los diferenciales más frecuentes, más importantes y más permanentes entre los tipos de cambio a plazo y algunas de sus paridades de interés, proporcionan de esta forma oportunidades para efectuar operaciones en arbitraje.

Si los tipos de interés sobre eurodivisas, fueran simplemente otro conjunto de tipos de interés del país de origen de la divisa en cuestión, no habría dificultad alguna en la determinación de una única paridad de interés a la cual se ajustara el tipo de cambio forward. En cualquier país existe una serie más o menos amplia de tipos -

de interés sobre valores de igual vencimiento, reflejando el diferente grado de riesgo asociado a cada tipo de valor. Sin embargo, ya que las estructuras de tipos de interés a corto plazo en todos los países están determinadas básicamente por los mismos factores, estas diferencias en función del riesgo deberían ser aproximadamente iguales en todos los países. Por lo tanto, si comparamos valores equivalentes entre dos países cualesquiera, los diferenciales por riesgo se cancelarían permitiendo, por tanto, la determinación de una única paridad de interés entre los dos países.

El carácter de semi-independientes que en el capítulo anterior atribuímos a los tipos de interés sobre eurodivisas -y en concreto sobre eurodólares- respecto de cualquier país en particular, aún en el caso de EE. UU., pondrá de manifiesto la existencia de desviaciones entre ambas estructuras de tipos de interés y, por tanto, la posibilidad de otra paridad de interés independiente a la que puedan ajustarse los tipos de cambio a plazo. Si repetimos este razonamiento a otras eurodivisas, también existirá la posibilidad de otra paridad de interés adicional -el diferencial entre los tipos sobre eurodólares y los tipos sobre otras eurodivisas- para la cual el tipo de cambio a plazo podría ajustarse. Así, el desarrollo del sector de la euroesterlina en los primeros años

del mercado de eurodivisas, permitió que las paridades entre los eurodólares y aquellas empezaran a jugar un papel importante en la determinación del tipo de cambio a plazo entre la libra esterlina y el dólar USA.(13)

Por lo tanto, viene a concluir Clendening (14), ya que el tipo de cambio a plazo puede ajustarse en un momento determinado a una sola paridad, la posibilidad de diferenciales de cobertura persistentes entre algunos de los sectores del euromercado aparece como muy probable.

Un factor de suma importancia en el incremento de la oferta y movilidad de fondos en arbitraje, ligado al desarrollo del euromercado y más específicamente a la presencia en el mismo de un número creciente de bancos, viene dado por la propia naturaleza de las funciones de intermediación desempeñadas por los eurobancos. En efecto, al menos teóricamente, el amplio cometido de estas entidades como intermediarios financieros a nivel internacional, posibilita un aspecto esencial del marco operativo del euromercado como es la extensión de los riesgos asociados a los movimientos internacionales de capital a corto plazo. La ampliamente desarrollada red de bancos internacionales operantes en el euromercado, permite que cada banco se adecue a los tipos de transacciones especí

ficas que su estructura, implantación y experiencia les permite. Obviamente, esta posibilidad de adecuación entre transacciones emprendidas y nivel de riesgo para el que las entidades están dispuestas a aceptar, estimula los citados movimientos de capital y, adicionalmente, - amplía las oportunidades de arbitraje de interés tendiendo a incrementar la oferta y la movilidad internacional de fondos en arbitraje.

En periodos anteriores al desarrollo del mercado de eurodivisas, la insuficiencia de recursos disponibles para este empleo era el principal responsable de - la amplitud y duración de los diferenciales entre los tipos de cambio a plazo y sus paridades de interés.(15) La disposición de importantes volúmenes de fondos en la forma de depósitos en eurodivisas tiende a reducir la - divergencia entre los tipos de cambio a plazo y sus paridades de interés que, en última instancia, es el estímulo básico de los arbitrajistas. Con todo, las desviaciones inevitables debidas al número creciente de paridades de interés y a sus diferenciales, dificulta sustancialmente el mantenimiento de un equilibrio más o menos estable.

El término "arbitraje" es utilizado por Einzig en un sentido amplio, abarcando tanto a lo que podría -

denominarse "arbitraje de prestatarios" como al "arbitraje de prestamistas".(16)

El desarrollo del mercado de eurodólares ha modificado los siguientes tipos de arbitraje en sentido -- amplio: (17)

- a) Arbitraje en el espacio, con el fin de obtener una ventaja de las diferencias existentes entre las tasas sobre eurodólares fijadas en un momento determinado sobre diferentes mercados.
- b) Arbitraje de interés, entre eurodólares y otras -- eurodivisas.
- c) Arbitraje de interés, entre eurodólares y las in -- versiones tradicionales a corto plazo.
- d) Arbitraje en el tiempo, entre eurodólares a largo y a corto plazo.
- e) Arbitraje en el tiempo, entre eurodólares a corto o a largo plazo por un lado y el resto de las -- eurodivisas a corto o a largo plazo, por otro lado.

- f) Arbitraje en el tiempo, entre eurodólares a corto o a largo plazo por un lado y las operaciones swap en dólares a corto plazo, por otro.
- g) Arbitraje de prestamistas o de prestatarios, cubiertas o no, entre eurodólares y las otras eurodivisas.
- h) Arbitraje de "contra operadores", de comerciantes y de especuladores entre eurodólares y otras posibilidades.

Existirán flujos de arbitraje en el espacio -bajo sus conocidas formas bilateral, triangular o multilateral- siempre que los tipos de interés sobre una eurodivisa determinada sean susceptibles de ser modificados por factores de naturaleza estrictamente local que afectan a determinados centros financieros. (18) Por su parte, las formas de arbitraje entre eurodólares y el resto de las eurodivisas son más frecuentes; dado que el sector de eurodólares es el más amplio, las operaciones de arbitraje tienden a ajustar los tipos de interés sobre otras eurodivisas a las vigentes sobre eurodólares, una vez considerado el tipo de cambio "forward".

El tercer tipo de posibilidad de arbitraje, es -

sin ninguna duda, el más obvio ya que todas las transferencias de dólares (o cualquier otra divisa) al mercado de eurodólares (o de cualquier otra eurodivisa) puede constituir por sí misma una operación de arbitraje, siempre que la motivación básica de la misma sea la existencia de un diferencial a favor del euromercado. En sentido contrario, cuando el diferencial sea a favor del mercado nacional, se producirá un flujo de salida del sector correspondiente del mercado de eurodivisas hacia el mercado doméstico en cuestión.

La forma principal de arbitraje en el tiempo, -- Einzig la tipifica como el endeudamiento a corto plazo y la concesión de créditos a un plazo superior. Pensamos que por muy amplia que resulte la aceptación que este autor otorga al término arbitraje, este tipo de operaciones está más próximo, en nuestra opinión, a las operaciones de especulación sobre tipos de interés que al arbitraje propiamente dicho. La operación queda de hecho "abierta" al riesgo de alteración de los tipos de interés en el sentido opuesto al estimado, contraviniendo la condición básica de toda operación de arbitraje, en el sentido de ser cancelada una vez iniciada. Así, en la última edición de la obra de este autor, se condiciona la obtención de rentabilidad sobre una operación de este tipo, a la existencia de una curva de rendimientos normal, es decir, --

con tipos de interés a largo plazo más elevados que los correspondientes a plazos inferiores. Efectivamente, el riesgo de pérdida existirá, tal como en esta edición de la obra se reconoce, cuando los tipos de interés se modifiquen en sentido inverso al señalado mientras el arbitrajista mantiene una posición abierta. De hecho, - - transacciones del tipo de la comentada, pensamos entran conceptualmente en el mecanismo de "transformaciones", - tan recurrido en su utilización en el mercado de créditos a medio plazo en los últimos años. (19)

Se puede afirmar, en síntesis, que en el mercado de eurodivisas, las operaciones de arbitraje han encontrado un nuevo canal a través del cual pueden fluir los fondos en arbitraje, incrementando tanto el volumen de los flujos como la diversidad de los mismos procedentes de otros canales. El incremento en el volumen de recursos en arbitraje, facilita por un lado el ajuste de los tipos de cambio a plazo al equilibrio definido por la paridad de tipos de interés, mientras que la diversidad de flujos de fondos en arbitraje tiende a adecuar el tipo de cambio "forward" a la paridad con el eurodólar y con los tipos de interés domésticos. Ya que el tipo de cambio "forward" puede solo ajustarse a una paridad en un momento determinado, este proceso de adecuación origina la posibilidad de desarrollo de un diferen

cial persistente entre el país en cuestión y el de origen de la eurodivisa, proporcionando un estímulo para la existencia de fondos adicionales en arbitraje. Obviamente, como condición básica hay que señalar, la disponibilidad de fondos para este tipo de destino y la ausencia de mecanismos restrictivos o de control, que interfirieran la necesaria movilidad internacional de capitales.

NOTAS AL ANEXO CAPITULO IV

- (1). BERTRAND MUNIER. "Le cambisme et le jeu monétaire international". Presses Universitaires de France. Paris 1970. p. 118.
- (2). J.M. KEYNES. "Monetary Reform". Harcourt Brace and Co. New York 1924. pp. 125-151.
- (3). JOHN VAN BELLE. "Non Comparable Assets and the Simultaneity of Inward and Outward Covered Interest Arbitrage". Federal Reserve Bank of New York. Research Paper n°706. 1976. p. 2.
- (4). La total exactitud de esta condición de equilibrio ha sido cuestionada por Tsiang entre otros autores, en base a tres aspectos fundamentales. En primer lugar, los tipos de interés a corto plazo en los dos países considerados, no son entes definibles univócamente; existen diferentes clases de tipos de interés a corto en los países. En segundo lugar como en un principio señaló Keynes, la tasa de beneficio de esas operaciones de arbitraje deben sobrepasar un cierto mínimo para que sean suficientes para inducir a los arbitrajistas a realizar tales operaciones; es decir, existe una especie de 'mínimo razonable' por parte de los arbitrajistas (Keynes lo situó en 1/2 % anual). Con todo, para Tsiang, la insuficiencia más importante de la teoría analizada consiste en la necesaria limitación que, incluso cuando no existen restricciones oficiales a los movimientos de capital a corto plazo, la teoría solo es aplicable en la medida que los fondos en arbitraje no se agotan, ya que en la práctica dichos fondos disponibles y susceptibles de desplazarse en la búsqueda de beneficios, no son una cantidad limitada

y no siempre es adecuada a las necesidades del mercado.

- S.C. TSIANG. "La Teoría de los Cambios y los Efectos de la Intervención del Gobierno en el Mercado de Cambios a futuros". Información Comercial Española -- Septiembre 1971. p. 64.

(5). E.W. CLENDENNING. Op. cit. p. 99.

(6). Cuando una divisa registra, en el mercado a plazo, - un descuento menor o una prima mayor que el correspondiente a la paridad de intereses, se dice que está a prima intrínseca en dicho mercado. Análogamente, cuando una divisa registra un descuento mayor o una prima menor que el señalado por la paridad de interés se dice que está a descuento intrínseco en el mercado a plazo. Es obvio que una prima intrínseca atrae fondos hacia el país cuya moneda la registra y que - un descuento intrínseco los rechaza.

(7). Spraos sitúa la justificación de este aspecto en la experiencia de los rígidos controles que entraron en vigor en Gran Bretaña en los años cincuenta.

- J. SPRAOS. "The Theory of Forward Exchange and Recent Practice". Manchester School of Economics and Social Studies. XXI. (1953). pp. 87-117.

(8). Op. cit. p. 100.

(9). RITA RODRIGUEZ; EUGENE CARTER. "International Financial Management" Prentice Hall. p. 104.

(10). Op. cit. p. 65

- (11). J.F. WESTON; B.W. SORGE. "Guide to Financial Management" McGraw Hill. 1977, p. 91
- (12). PAUL EINZIG. "The Euro-Dollar System". 5ª edición p. 45.
- (13). Einzig señala como en los primeros años de los sesenta, el tipo de cambio a plazo entre el dólar y la es terlina tuvo una tendencia a situarse entre las pari dades de los tipos de eurodólares con tipos de inte rés sobre créditos concedidos a las autoridades loc es británicas, y las tasas sobre los depósitos gira dos por las compañías financieras de ventas a plazos, asociadas a los grandes bancos ingleses. Los tipos - sobre la euroesterlina estaban ampliamente determina dos por estas dos tasas, aunque la relación fuera re cíproca.
Op. cit. p. 48.
- (14). Op. cit. p. 106.
- (15). Hasta el momento en que el mercado de eurodólares po sibilita la inyección de fondos en volúmenes impor - tantes, los departamentos de cambios se veían -normal mente obligados a conceder un cierto capital circu - lante y todos los fondos suplementarios necesarios - para las operaciones rentables de arbitraje debían - obtenerse de la tesorería del banco en cuestión, lo que les obligaba a la fijación de un tipo mínimo de salida muy elevado.
- (16). Es decir, la decisión de los prestamistas o de pres - tatarios distintos a los arbitrajistas de endeudarse y prestar según las modalidades más ventajosas, te - niendo en cuenta los tipos de cambio a plazo.

- (17). En la presente clasificación confeccionada en base a la diferenciación establecida por EINZIG en la 5ª edición de su obra (p. 46) no hemos introducido, por carecer de significación real en los momentos actuales, las operaciones de arbitraje entre eurodólares y el oro a plazo, suprimidas en la síntesis que de este capítulo se hace en la 6ª edición de la misma obra, realizada por BRIAN SCOTT QUINN (1977).
- (18). Así por ejemplo, como viene a señalar EINZIG, en ocasiones es más conveniente comprar eurodólares en Suiza y venderlos contra esterlinas en Londres, mientras que en otras, será más interesante cambiar eurodólares por euroesterlinas en Suiza. Evidentemente, en ocasiones la transacción se canaliza a través de diversos mercados intermediarios antes de su destino final. Op. cit. p. 47.
- (19). Véase el capítulo siete de este trabajo, en el que el estudio de los mecanismos de "transformación" de vencimientos se realiza en el contexto de la crisis del 74 y de las operaciones especulativas que en gran medida la provocaron.

V. MECANISMO DE CREACION Y
EXPANSION DE LAS EURODIVISAS.

Definimos en las primeras páginas de este trabajo el mercado de eurodivisas como un mercado monetario paralelo, que surge en base a una serie de motivaciones específicas y dispone de un conjunto de factores característicos, diferenciales de los sistemas monetarios tradicionales. La diferente consideración que de estos se ha hecho por distintos autores, así como el rápido crecimiento que el euromercado ha experimentado en los últimos años, ha originado un conjunto de proposiciones divergentes sobre la naturaleza del proceso de creación y expansión de sus recursos, que afecta a la propia esencia del euromercado y, a lo que creemos más importante, la consideración sobre las implicaciones de ésta.

Una aproximación a estas supuestas implicaciones nos enfrenta de inmediato al problema base que este capítulo trata de analizar: la naturaleza del proceso de creación y expansión del mercado de eurodivisas. Una parte realmente mayoritaria de estudios enfoca el tema bajo la óptica analítica de las técnicas aplicables a los sistemas bancarios nacionales. En particular, el análisis basado en el "multiplicador" o coeficiente de múltiple expansión, originalmente desarrollado para explicar un proceso similar en un sistema bancario cerrado. Frente a estas posiciones, la conceptualización del mercado de eurodivisas como ente suficientemente diferenciado, ha poten-

ciado otro grupo de análisis que, prescindiendo del concepto de multiplicador en su validez a nuestro mercado, tratan de señalar una estructura analítica específica para el mismo.

De la validez teórica de unas u otras posiciones, así como de su resistencia al contraste empírico, podrá deducirse la consistencia de ese conjunto de implicaciones, riesgos y, en última instancia, la necesidad de control por el que se ha venido abogando desde que, en Ju - nio de 1.974, se produjera la primera crisis de confianza en el sistema, aspectos todos ellos analizados en otra parte de este trabajo.

El objeto de este capítulo se centra por tanto, en el estudio del proceso señalado, concluyendo con la exposición de un modelo de equilibrio con el que nos identificamos analíticamente y con una toma de posición respecto a la cuestión, no menos debatida, de la dimensión del mercado.

1. EL PROCESO DE CREACION DE EURODIVISAS

A pesar de que las transacciones en eurodólares - (o cualquier otra euromoneda) se llevan a cabo fuera del marco geográfico estadounidense (o del país en cuestión), cada depósito de eurodólares (eurodivisas) tiene su origen y continúa estando asociado con un depósito en un banco residente en Estados Unidos (o en el país en cuestión).

Nos interesa aquí ilustrar el mecanismo básico en el que la formación de depósitos -inflows primarios del sistema- tiene lugar en el mercado de eurodivisas, subrayando la ligazón permanente ya señalada con el sistema bancario originario de los recursos, así como las posibles implicaciones que en el resto de los sistemas bancarios nacionales pueda tener. Se completa la explicación del proceso con la inclusión, en el Anexo a este capítulo, de un desarrollo práctico de las secuencias típicas en la cadena operativa del mercado.

Sea el caso de dos países A y B (que bien podríamos identificarlos con EE.UU. y cualquier otro país europeo), cuyas respectivas monedas vienen representadas por α y β . El tipo de cambio vamos a suponer que es fijado en $1\alpha = 1\beta$, y por razones de simplicidad en el razonamiento inicial, también supondremos que no existe ningún

tipo de control sobre los flujos de fondos entre ambos países.

Analicemos en primer lugar, el caso de un exportador privado del país B con un volumen de facturación adecuado por el correspondiente importador de A, equivalente a x unidades monetarias, esto es, $x.u.$, considerando que la denominación de las transacciones lo son en la moneda del país A. También por razones de simplicidad, supondremos que la cancelación de la deuda se realiza a través del banco H localizado en A, donde el importador mantiene en depósito parte de sus activos líquidos.

Las distintas situaciones que pueden originarse en base a la operación de cancelación de la deuda, quedan sumariadas esquemáticamente a continuación. El empleo, en modo alguno novedoso, de los operadores contables facilita sensiblemente la comprensión de las alteraciones sufridas en ambos sistemas bancarios que, en última instancia es el fin que perseguimos.

La amortización de la deuda por parte del importador, da lugar inicialmente, a un mero cambio en parte de la titularidad del depósito en el banco H, en valor de $x.u.$ El sistema bancario, no ha sufrido ninguna variación cuantitativa en el volumen de sus recursos y sus pa

sivos siguen concretados en el país A. Las diversas opciones que al exportador se le presentan respecto al destino de esos recursos, dan lugar a las situaciones que -- contemplamos seguidamente:

SITUACION I:

El exportador decide mantener la totalidad de sus recursos en el país A, debido por ejemplo, a un mayor rendimiento relativo de dichos fondos respecto al país B. Esta es la situación del esquema que sigue:

		BANCO "H"	
		Depósito del importador	-x.d
		Depósito del exportador	+x.d

Esquema n° 1

SITUACION II:

En el caso de que el exportador desee repatriar los fondos a su país, los venderá al banco K, localizado en B.

Si no existiera una demanda privada para dichos recursos en este país, el banco central, BCB, intervendría depositándolos en el banco central del país importador BCA. La situación, reflejada en el esquema n° 2, muestra como -- los depósitos y reservas han descendido en el sistema -- bancario del país A, para incrementarse en el del país B. Adicionalmente, la posición de reservas en moneda extranjera del BCB ha mejorado en la misma proporción.

BANCO "H"			
-x.α	Reservas	Depósito - del exportador	-x.α

BANCO "K"			
+x.	Reservas	Depósito - del exportador	+x.α

B. C. A.		
	Reserva del Bco. A	-x.α
	Depósito del B.C.B.	+x.α

B. C. B.		
+x.	Depósito en BCA	
	Reserva del Bco. K	+x.α

Esquema n° 2

SITUACION III

Supongamos que el exportador previera la necesidad de la divisa en el futuro, pero hasta entonces, buscara un destino rentable para esos recursos. En el caso de que el tipo de interés sobre depósitos de iguales características ("time deposits") fuera superior en el país B, tendría que considerar adicionalmente los costes derivados del cambio inicial en $x.\beta$ unidades monetarias, y el inverso cuando acaeciera la necesidad, los cuales pueden llegar a compensar el diferencial en el tipo de interés. Esto es, siendo r_B y r_A los tipos de interés para depósitos de iguales características en los países B y A respectivamente, y X_0 y X_t los tipos de cambio al contado y a plazo en el país B, tendría que verificarse la siguiente desigualdad derivada del "Teorema de la paridad de los tipos de interés": (1)

$$1 + r_B > \frac{X_0}{X_t} (1 + r_A)$$

La solución alternativa a la anterior es contratar la apertura de un depósito en "euro- α ", en un banco localizado en el país B. La situación queda reflejada en el esquema número 3. El banco K tiene ahora activos adicionales de $x.\alpha$, los cuales, sopondremos por el momento, que

están depositados en el banco H. En el país A se ha operado únicamente un cambio en la titularidad del depósito. La reducción en el depósito que mantenía el exportador, ha sido compensada por el incremento en la cuenta del banco K. Dado que la oferta y la demanda de la moneda α son iguales, no existe necesidad de intervención de ninguno de los bancos centrales. Si bien no ha existido ningún cambio en los activos monetarios de los sistemas bancarios nacionales, en términos reales, la posición del banco K en moneda extranjera ha mejorado; dispone de una suma adicional en moneda extranjera igual a $x.\alpha$, a la que podría darle un destino rentable. Los dos usos principales serían, financiar la importación de bienes procedentes del país A o, vender en el mercado de divisas a cambio de moneda nacional.

BANCO H		
	Depósito del exportador	- $x.\alpha$
	Depósito del Banco K	+ $x.\alpha$

	BANCO K		
+ x. <	Depósito en el Banco H	Depósito del exportador	+ x. <

Esquema n° 3

Dos importantes distinciones podemos establecer de lo examinado hasta el momento:

- a) Tanto en la situación III como en la I no se ha operado cambio alguno en las posiciones de liquidez internacional de cada país, a diferencia de lo ocurrido en la II.
- b) En la situación III, la posición de activos totales del banco B ha mejorado de igual forma que ocurrió en la II. Sin embargo, los activos del banco H han permanecido inalterables, mientras que en la situación previa disminuyeron. En la situación I, vimos que no se producía ninguna modificación en los respectivos balances bancarios.

SITUACION IV

A diferencia de la situación anterior, supongamos que el deseo de mantener un depósito en la moneda α en el país B, no está respaldado por la disposición de suma alguna en aquella moneda. Supongamos que la motivación básica del, en este caso demandante de eurodepósitos en α , es la diferencia de rendimientos entre la divisa α y la β . La satisfacción de esta demanda por parte del banco K, exigirá el cambio de la suma equivalente de moneda β por la correspondiente α . Como resultado, las reservas del banco K mantenidas en moneda β con el banco central BCB disminuirán, pero serán compensadas con un incremento en los activos en moneda α mantenidos con el banco H. Aunque se ha producido una modificación en la estructura de su activo, el total de derechos y obligaciones no ha sufrido alteración -tal como se refleja en el esquema n° 4-, en contraste con el sistema bancario del país A, cuyos depósitos y reservas se han incrementado

B. E. A.		
	Reservas del Banco K	+ $x \cdot \alpha$
	Depósito del BCB	- $x \cdot \alpha$

BANCO K		
+ $x \cdot \beta$	Reservas en el BCB	Depósito en moneda nacional
		- $x \cdot \beta$
+ $x \cdot \alpha$	Depósito en el Banco H	Depósito en eurosdivisas
		+ $x \cdot \alpha$

BANCO B			
Reservas		Deposito del Banco A	

B. C. A.			
Deposito en BCA		Reservas Banco B	1.000

Si el mercado de divisas denotara un incremento persistente en la demanda de la moneda α , las autoridades (BCB) se verán obligadas a intervenir con el fin de mantener el tipo de cambio entre α y β . El resultado sería lógicamente, un descenso en las reservas denominadas en por parte del BCB y la correspondiente reducción de activos contra el Banco Central del país A (BCA).

En el anexo a este capítulo desarrollamos, en base a un caso práctico el proceso descrito aquí de forma sintética.

2. EL PROCESO DE EXPANSION MULTIPLE: EVALUACION DEL COEFICIENTE MULTIPLICADOR DE LAS EURODIVISAS.

En páginas anteriores hemos analizado el mecanismo básico a través del cual se genera un eurodepósito, prescindiendo de las secuencias subsiguientes originadas en la búsqueda por parte de los intermediarios financieros - en nuestro caso los bancos H y K- de un rendimiento, a ser posible superior a la remuneración de sus pasivos en eurodivisas.

Nuestro anterior razonamiento ha contemplado pues, únicamente lo que hemos denominado el proceso de creación de una euromoneda determinada, pero no el proceso más controvertido de expansión de esas euromonedas. En primera instancia, este proceso de expansión dependerá básicamente de:

- a) Que el destinatario de las operaciones activas derivadas de esos recursos sean entidades bancarias o no bancarias.
- b) Que los recursos sean o no cambiados en otra moneda por el banco prestamista o por el prestatario.
- c) Cual sea el fin último para el que el prestatario ha adquirido los fondos.

Tradicionalmente, el proceso de expansión múltiple de los activos bancarios se ha estudiado en relación con la aparición de un exceso de liquidez en el sistema.

Ante un cambio de este orden, tal como señala el profesor Rojo, (2) el sistema buscará un nuevo equilibrio aumentando el volumen de sus activos sobre los sectores no monetarios de la economía y poniendo a disposición de éstos, como contrapartida, un mayor volumen de depósitos. Un exceso neto de liquidez en el sistema induce, por tanto una expansión del activo bancario total y, paralelamente, del total de depósitos bancarios.

El exceso neto de liquidez bancaria -seguimos el discurso del profesor Rojo- puede manifestarse en forma de un encaje superior al deseado por los bancos; aunque también puede presentarse como un exceso de los activos líquidos que formen parte de la segunda línea de liquidez bancaria. (3)

De forma sucinta, el proceso puede ser explicado de la siguiente forma:

Supongamos que el sistema bancario se encuentra, en un momento dado, con un encaje total superior al nivel deseado por los bancos, a la vista del volumen y estructu

ra de sus depósitos, prescindiendo en este momento, - de las causas que haya podido originar tal situación.

(4) Los bancos comerciales enfrentados con este exceso de encaje -que denominamos So-, buscarán un nuevo equilibrio ampliando sus tenencias de activos rentables. Supongamos para simplificar, que el exceso neto de encaje se encuentra concentrado en un solo banco - del sistema, que procederá a adquirir sus activos rentables, de acuerdo con sus preferencias, entregando - como contrapartida depósitos a la vista hasta una cuantía total igual a So. Las personas a cuyo favor se -- han abierto estos depósitos derivados, supongamos los retiran íntegramente para abrir depósitos primarios - en otros bancos o para liquidar deudas con sus acreedores, quienes hacen, a su vez, nuevos depósitos primarios en los demás bancos. Ocurrirá sin embargo, que si el público desea mantener una relación aproximadamente estable entre el dinero legal que retiene en -- sus bolsillos y el volumen de depósitos bancarios que detenta, al ampliarse éstos últimos deseará retener - más dinero legal en mano. Por lo tanto, una parte del exceso de encaje, So, saldrá del sistema bancario fil^{tr}ándose hacia el público en forma de dinero legal.

Así tendremos:

c = Coeficiente de filtración hacia dinero -

legal.

$So.c$ = Suma filtrada inicialmente.

$So.(1-c)$ = Resto del exceso de caja del primer banco que pasa a engrosar el encaje de los demás bancos a través de:

$So.t$ = Depósitos primarios a plazo; y

$So.(1-c-t)$ = Depósitos primarios a la vista.

Siendo:

W_1 y W_2 = Coeficientes marginales de retención de caja sobre depósitos a la vista y a plazo, respectivamente.

Las reservas de caja exigidas por los nuevos depósitos serán entonces:

$$So [W_2 \cdot t + W_1 \cdot (1-c-t)]$$

y el nuevo encaje o exceso de liquidez que ahora experimentará el sistema:

$$So [1-c-W_2 \cdot t - W_1 (1-c-t)]$$

Los bancos intentarán eliminar este exceso de liquidez adquiriendo activos rentables por dicho importe y generando, como contrapartida, nuevos depósitos derivados que, una vez retirados por sus titulares determinarán nuevas filtraciones de dinero legal hacia el público, nuevos depósitos primarios a la vista y a plazo y, por tanto, nuevos excesos de caja en otros puntos del sistema. El proceso de expansión continuará hasta que se haya eliminado íntegramente el exceso neto de encaje; en parte, a través de las filtraciones de dinero legal hacia el público; en parte, como retención necesaria para seguir las prácticas o normas legales vigentes, ante el aumento registrado en el volumen total de depósitos.

El cuadro n° 1 muestra el proceso apuntado, paso a paso; cada columna constituye una progresión geométrica decreciente de razón igual a $\frac{1}{n}$, siendo $n > 1$. A medida que el proceso avanza, el exceso neto de encaje del sistema va desapareciendo. Cuando se alcanza la nueva posición final del equilibrio con un encaje efectivo igual al deseado, la expansión total de los activos rentables en poder de la banca habrá sido un múltiplo del inicial exceso neto de encaje, esto es:

$$E = So. \frac{1}{L}$$

PROCESO DE EXPANSIÓN MÚLTIPLE DEL CRÉDITO BANCARIO

	I	II	III	IV	V	VI
	<u>EXCESOS NETOS DE ENCAJE</u>	<u>EXPANSIÓN DE ACTIVOS RENTABLES</u>	<u>FILTRACIÓN DE DINERO LEGAL HACIA EL PÚBLICO</u>	<u>DEPOSITOS PRIMARIOS A PLAZO EN OTROS BANCOS</u>	<u>DEPOSITOS PRIMARIOS A LA VISTA EN OTROS BANCOS</u>	<u>RESERVAS DE CASH EXIGIDA POR LOS DÍFICILES DEPOSITOS</u>
SECUENCIA 1	S_0	S_0	$S_0 \cdot c$	$S_0 \cdot t$	$S_0 (1-c-t)$	$S_0 [u_2 t + u_1 (1-c-t)]$
SECUENCIA 2	$S_0 [1-c-u_2 t - u_1 (1-c-t)]^{(*)}$	$S_0 \cdot u_2$	$S_0 \cdot u_2 \cdot c$	$S_0 \cdot u_2 \cdot t$	$S_0 \cdot u_2 (1-c-t)$	$S_0 \cdot u_2 [u_2 t + u_1 (1-c-t)]$
SECUENCIA 3	$S_0 \cdot u_2^2$	$S_0 \cdot u_2^2$	$S_0 \cdot u_2^2 \cdot c$	$S_0 \cdot u_2^2 \cdot t$	$S_0 \cdot u_2^2 (1-c-t)$	$S_0 \cdot u_2^2 [u_2 t + u_1 (1-c-t)]$

$$\text{Expansión total de los activos rentables (suma col. II)} \dots \dots = \frac{S_0}{1-u_2} = \frac{S_0}{c + u_2 t + u_1 (1-c-t)} = S_0 \frac{1}{k}$$

$$\text{Expansión total de los depósitos a plazo (suma columna IV)} \dots \dots = \frac{S_0}{1-u_2} \cdot t = S_0 \frac{t}{k}$$

$$\text{Expansión total de los depósitos a la vista (suma columna V)} \dots \dots = \frac{S_0}{1-u_2} \cdot (1-c-t) = S_0 \frac{1}{k} (1-c-t)$$

$$\text{Expansión total del dinero legal en manos del público (suma columna III)} \dots \dots = \frac{S_0}{1-u_2} \cdot c = S_0 \frac{c}{k}$$

$$\text{Incremento de los requerimientos de reservas de caja como consecuencia de la expansión de los depósitos (suma columna VI)} \dots \dots = \frac{S_0}{1-u_2} [u_2 t + u_1 (1-c-t)] = S_0 \frac{1}{k} (d-c)$$

(*) A partir de este momento, la expresión $[1-c-u_2 t - u_1 (1-c-t)]$ se simboliza por k

siendo

$$L = c + W_2 \cdot t + W_1(1-c-t)$$

y,

$$K = \frac{1}{L}, \text{ el denominador}$$

multiplicador del crédito bancario, que nos indica en sentido estricto, la expansión total de los activos bancarios rentables para un exceso inicial neto de encaje o, en nuestro caso la constitución de un depósito primario en eurodivisas.

Derivando K , respecto de c , t , W_1 y W_2 , tendremos:

$$\frac{\partial K}{\partial c} < 0 \quad ; \quad \frac{\partial K}{\partial t} > 0$$

$$\frac{\partial K}{\partial W_1} < 0 \quad ; \quad \frac{\partial K}{\partial W_2} < 0$$

lo que nos indica que, para un exceso inicial de caja, la expansión total de los activos bancarios rentables será mayor cuanto menores sean los coeficientes marginales de retención de caja, W_1 y W_2 . Igual ocurrirá, - -

cuanto más bajo sea el coeficiente marginal de filtración hacia dinero legal en manos del público (c), y, en fin, cuanto mayor sea la propensión marginal a desviar fondos hacia depósitos a plazo (t), que exigen -- una retención de caja mucho menor que los depósitos a la vista.

Vemos por tanto, que para que el mecanismo de multiplicación tenga lugar, es necesario que los recursos derivados de las operaciones activas (créditos) sean depositados parcial o totalmente en algún punto del sistema bancario. Es decir, es preciso que el sistema bancario considerado globalmente, recupere todo o parte de los fondos generados. Pero siendo esta condición necesaria no podemos considerarla como suficiente, ya que no podrá existir multiplicación del crédito, sino es a condición de que los bancos persigan conceder el máximo de su capacidad crediticia por un lado, y por otro, que en el público exista una demanda suficiente de crédito.

Situado conceptualmente el proceso de múltiple expansión, es el momento de verificar su validez a nivel internacional y más concretamente el sistema bancario particular que constituyen los eurobancos.

2.1. INTERPRETACIONES DEL PROCESO EXPANSIVO DEL EUROMER- CADO.

Como quedó apuntado en la introducción a este capítulo, la explicación del proceso expansivo del mercado y más concretamente, la importancia cuantitativa del mismo es, sin duda uno de los aspectos más debatidos respecto al funcionamiento del sistema de eurodivisas.

La relativamente reciente generalización del marco operativo del mercado junto a la ausencia de bases estadísticas fiables pueden ser, en nuestra opinión, las razones básicas de la diversidad de enfoques. - La escasez de datos sobre las operaciones eurobancarias, especialmente los referidos a inflows primarios y al comportamiento de los eurobancos en el establecimiento de reservas mínimas, junto a la falta de información acerca de las preferencias monetarias del público, vienen a ilustrar lo señalado y a justificar parcialmente, el carácter intuitivo que domina en algunas de las posiciones.

En un intento de sistematización las hemos reunido en tres grupos principales:

2.1.1. INTERPRETACION DE MILTON FRIEDMAN

La interpretación mas difundida del proceso - expansivo del euromercado es sin duda, la debida a Milton Friedman, recogida en su conocido trabajo "The Euro-Dollar Market: Some First Principles" (5), tomado como referencia inevitable en la generalidad de las discusiones.

El eje fundamental alrededor del cual gira la concepción de este autor sobre el mercado de eurodivisas, es la consideración de los euro bancos como parte de un sistema de reservas - fraccionales. En este contexto es en el que - hay que situar la ilustrativa conclusión de - que, la principal fuente de eurodólares es la pluma de un contable - "a bookkeeper's pen"-. - Así, según Friedman, la expansión de los depósitos en eurodivisas puede ser explicada por un proceso análogo al señalado en el apartado anterior para un sistema bancario nacional. - La única diferencia estribaría en que, en el caso del sistema de eurodólares, por ejemplo, las reservas son mantenidas en un banco comercial estadounidense en lugar de en un banco -

central. En esta línea y en ausencia de requisitos sobre reservas, el valor del multiplicador es potencialmente muy amplio, como también viene a señalar Geoffrey Bell, (6) negando la posible relación entre la creación de depósitos en eurodólares y el aumento del déficit de la balanza de pagos norteamericana o la disminución de reservas oficiales de los bancos centrales extranjeros. La principal conclusión derivada del estudio del profesor Friedman, es la atribución al sistema de capacidad de creación monetaria y por ende, responsabiliza parcialmente al mercado de la generación de tensiones inflacionistas a nivel mundial.

Sin cuestionar en principio la estructura analítica básica aplicada, es importante señalar diferencialmente los factores que en el sistema de eurodivisas determinan el nivel de los coeficientes de filtración o efectivo (c) y los marginales de retención de efectivo en concepto de reservas (w), ya que como señala Klopstock, (7) algunas de las proposiciones del profesor Friedman confunden lo que es posible con lo que sucede en la realidad. Reconociendo que teóricamente la creación de crédito y depósito puede ser

tratadas en el caso de Estados Unidos y en el sistema de eurodólares de forma similar, en la práctica actual -señalaba Klopstock- las fuerzas impulsoras de la expansión monetaria en ambos sistemas difieren en importantes aspectos.

En lo que respecta al coeficiente marginal de retención en concepto de reservas, con carácter general viene a admitirse su escasa dimensión. Las razones fundamentales las situaríamos en las siguientes: (8)

En primer lugar, una gran proporción de depósitos en eurodivisas son retirados a fecha fija o previo aviso. De esta forma, la posibilidad de giros imprevistos es prácticamente nula y por tanto, los bancos no necesitan mantener saldos líquidos en cobertura de estos pasivos. Aún en el caso de depósitos susceptibles de ser retirados con aviso previo, las reservas mantenidas con los bancos americanos pueden mantenerse a un mínimo nivel, en la medida que las reservas en moneda local pueden convertirse en dólares (o en cualquier otra moneda), en función de este tipo de necesidades. Por último, un eurobanco puede también captar fondos de otro euroban-

co o de sus corresponsales en el país de origen de la eurodivisa.

Sobre la base de este reducido nivel de reservas y aplicando mecánicamente el modelo tradicional del multiplicador, el mercado de eurodivisas podría presentar un potencial expansivo muy amplio, coherente con la posición de Friedman. En la realidad sin embargo, como ha señalado Klopstock, sólo una pequeña proporción de los fondos generados en el sistema, son recuperados por el mismo en concepto de nuevos depósitos. En la base de su argumentación está la -- consideración de los eurobancos como intermediarios financieros no estrictamente bancarios y, por tanto, con mas altos coeficientes de -- filtración, a diferencia del sistema bancario americano (en el caso de eurodólares), donde -- las fugas del sistema bajo la forma de incrementos en tenencias de efectivo por el público no bancario, son limitadas y susceptibles de -- estimarse.

En el análisis de una cartera de activos de un eurobanco cualquiera, normalmente una parte dominante de esos activos está formada por depó-

sitos en sucursales bancarias estadounidenses - en el exterior, las cuales trasvasan gran parte de estos saldos a sus oficinas centrales. Este tipo de depósitos captados con el fin señalado, raramente retornan al mercado de eurodólares, ya que son generalmente utilizados en el mercado - estadounidense. (9)

Otra parte importante de la cartera de activos de los eurobancos está formada de colocaciones en otros bancos extranjeros, entre los que hay que destacar los emplazados en Asia y Latinoamérica, cuyos recursos son destinados en una gran parte a la financiación de obligaciones comerciales con los Estados Unidos y países terceros.

Por fin, una parte difícil de cuantificar de -- eurodólares es convertida en moneda local o en terceras monedas, en el mercado de divisas. Una de las características más destacadas que diferencian al euromercado del sistema bancario norteamericano es, según este autor, que los fondos situados en el mercado fluyen de forma continua hacia el mercado de divisas.

La conclusión, por tanto, a la que llegamos con

las aportaciones de Klopstock es obvia: Una es casisima porción de los recursos derivados de los créditos en eurodólares son redepósitos por el banco prestatario o por sus clientes, en el mercado de eurodólares. La razón explicativa del rápido incremento en los pasivos juró - bancarios radica, para este autor, en la oferta por parte del sistema de eurodivisas, de in versiones más atractivas y tipos de interés - más competitivos que los vigentes, no solo en - el sistema financiero estadounidense, sino en cualquier otro país. Los eurobancos han sido - capaces de atraer hacia sí los recursos en merc - da local de innumerables bancos, procedentes - de todas las partes del mundo. Adicionalmente, diversos bancos centrales, por razones de polí - tica monetaria nacional e internacional, han - situado importantes sumas de sus reservas de - divisas en los eurobancos. (10)

2.1.2. PROCESO PIRAMIDAL DE DEPOSITOS INTERBANCARIOS

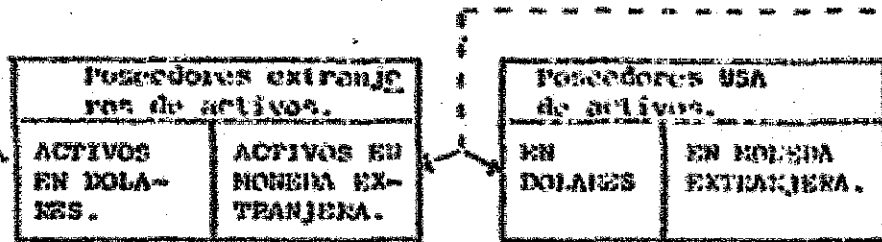
En el caso examinado anteriormente, la totali - dad de los préstamos eran concedidos a agen - tes no bancarios, sin considerar posiciones -

interbancarias. La inclusión en el proceso de estas operaciones, nos sitúa ante una cadena piramidal de depósitos interbancarios que, particdo del depósito inicial tiene su límite en el prestatario final (ver gráfico n° 1). En cada una de las fases de la cadena, el banco participante se reserva un determinado porcentaje de los recursos en concepto de reservas, prestando el resto a otro banco. Lógicamente, el número de operaciones de este tipo está limitado por la diferencia de tasas existentes entre el prestamista inicial y el prestatario final. La diferencia básica de este proceso con el de creacción crediticia a nivel nacional, radica en que, éste último precisa de un incremento en los depósitos bancarios detentados por el público y no de un aumento de los depósitos interbancarios.

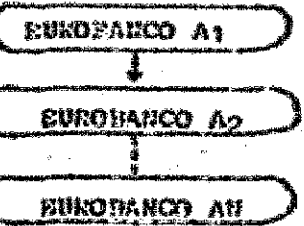
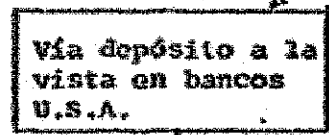
El límite al número de bancos comprendido dependerá de los costes asociados con cada fase del proceso de intermediación. A medida que los costes sean más elevados, mayor será el diferencial entre el tipo aplicable a depósitos y el vigente en préstamos para cada banco y, por lo tanto, menores los intermediarios entre el pres

PROCESO DE CREACION Y EXPANSION DE LOS EURODOLARES

FASE I:
Creación del Eurodólar.
OPERANTES



FASE II:
Acumulación de Eurodólares.
INTERMEDIARIOS



FASE III:
Generación de créditos en Eurodólares.
USUARIOS

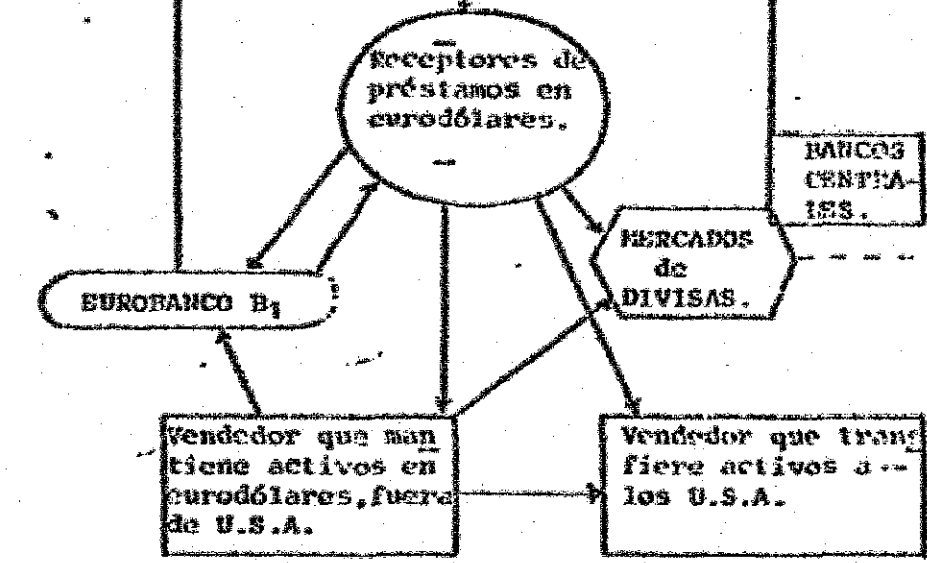


Gráfico nº 1

tamista inicial y el prestatario último. Adicionalmente, cada préstamo llevará implícito un - - riesgo específico. En la medida que la cadena se amplía, la calidad y tamaño de los bancos presentes en el proceso de va deteriorando, quedando - comprendidos sólo aquellos cuya única posibilidad de obtención de recursos es a un alto coste. Las implicaciones que este proceso particular de expansión presentaría es importante comentarlas:

(11)

a) Cada uno de los bancos presentes en la cadena mantendrá una proporción de sus activos como reservas. Si bien, la tendencia de aquellos a maximizar sus beneficios, actuará como estímulo reductor, la propensión a mantener reservas supone que, en la medida que la cadena de depósitos interbancarios se extiende, las sumas situadas en el proceso se irán reduciendo. Finalmente, la cadena quedará rota cuando un préstamo sea hecho a un agente no bancario. - Obviamente, cuanto mayor sea el número de fases de que se compone la cadena, menor será - el tamaño del préstamo final filtrado al exterior y, por ende, también menor será el impac

to sobre la actividad económica real. Este último aspecto contrasta pues, con los resultados desprendidos del anterior proceso, donde cada préstamo sucesivo tenía como destinatario un agente no bancario y, por lo tanto, suponía un incremento en el poder de compra y en la producción.

- b) Sobre la base del razonamiento anterior, la amplitud en la cadena de depósitos interbancarios, llevaría asociada un mayor vencimiento o/y mayor será también el riesgo asociado a cada depósito sucesivo, lo que supone que, sobre un pasivo de gran liquidez -el eurodepósito inicial-, descansarán activos progresivamente menos líquidos. Como señala - - - Mckenzie, durante coyunturas "normales" - apenas se presentarán dificultades, sin embargo, en una observación más detenida se puede apreciar que "el sistema se está realmente balanceando sobre el filo de un cuchillo".
- (12) Así por ejemplo, un descenso de los tipos de interés del euromercado por debajo de los vigentes en los mercados financieros domésticos, originaría con toda seguridad un -

proceso de drenaje de fondos del sistema, cuya trascendencia, dependiente de las demandas para colocaciones alternativas, podría llevar al euromercado a situaciones difíciles. Las dificultades aparecidas en Junio de 1.974 analizadas en detalle en el capítulo ocho, son un exponente de cuanto acabamos de afirmar. Adicionalmente, la amplia independencia de los agentes financieros participantes en el euromercado, respecto a los respectivos bancos centrales, desprovee a estos últimos del carácter de "prestamista en última instancia", agudizando la inestabilidad del sistema.

Con toda la inestabilidad potencial que el proceso estudiado puede conllevar en circunstancias normales, el proceso piramidal de depósitos interbancarios, tiende a llevar implícito una tendencia a optimizar la asignación eficiente de los recursos en la economía internacional. En su ausencia, este proceso de acomodación entre unidades deficitarias y excedentarias se realizaría de forma menos elástica y sin duda, a un mayor coste. Como muy bien señala Mckenzie, la reconciliación de preferencias de prestatarios respecto a vencí

mientos, riesgos y rendimientos, con las necesidades de los prestamistas necesitarían un proceso de intermediación mucho más dilatado que el vigente en la cadena interbancaria del euromercado.

El carácter específico que el proceso interbancario tiene en el sistema de eurodivisas, ha conducido a su consideración específica en el modelo tradicional del multiplicador. Alexander Swoboda (13) ha enlazado los dos procesos de expansión derivando una expresión del multiplicador más general:

Sea S_0 el depósito inicial, considerando un único coeficiente marginal de retención sobre todo tipo de depósitos (w) e intermediarios financieros, y un porcentaje de reddepósitos igual a $d\%$ del depósito recibido por el banco i , el reddepósito será $S_0 (1-w)^i d$, comenzando a partir de aquí nuevamente el ciclo.

Suponiendo que en cada cadena están presentes m intermediarios, el multiplicador será el límite de la serie

$$\sum_{i=0}^n [(1-w)^m d]^i = 1 + (1-w)^m d + (1-w)^m d^2 + \dots$$

$$+ \dots = \frac{1}{1 - (1-w)^m d}$$

cuando n tienda a infinito y para $(1-w)^m d < 1$;
así tendremos:

$$K = \frac{1}{1 - (1-w)^m d} = f(w, m, d)$$

coeficiente de múltiple expansión que Swoboda -
atribuye al mercado de eurodivisas.

Si tal como hace el profesor Swoboda, partimos
del supuesto de que las reservas mantenidas por
los eurobancos con relación a sus pasivos, se -
sitúan entre el 5 y el 20 por ciento, puede pen-
sarse que las fugas del sistema son en realidad
sustanciales.

A modo de ilustración, podemos combinar las hipó-
tesis alternativas concernientes al tamaño de los
ratios de reservas y redepositos, dando valores
al multiplicador. Tomando $m = 1$, lo que maximiza

zaría los resultados, tendríamos la siguiente -
 tabla:

d	w			
	0 %	5 %	10 %	25 %
100 %	0	20.00	10.00	4.00
75	4	3.48	3.08	2.29
50	2	1.90	1.82	1.60
33	1.5	1.46	1.43	1.33
25	1.33	1.31	1.29	1.23
5	1.05	1.049	1.047	1.038
0	1	1	1	1

basándonos en estimaciones razonables (14) que su
 pongan una proporción de redepositos entre el 5 %
 y el 25 % (con toda seguridad inferior al 50 %) y
 tomando ratios de reservas entre el 5 y el 20 %, se
 obtiene un multiplicador comprendido entre 1.25
 y 1.4, pero nunca por encima de 2.

Aún reconociendo el importante valor explicativo
 que la argumentación de Swoboda tiene, es neces-
 rio establecer una serie de precisiones:

a) El número de bancos comprendidos en el proceso piramidal no es siempre el mismo. Como vimos en párrafos anteriores, su número depende del coste de intermediación en cada fase y del diferencial en el tipo de interés pagado a cada uno de los depositantes iniciales. Evidentemente, este spread puede variar de ciclo en ciclo del proceso expansivo, dependiendo del tipo de depósito y préstamos concedidos. Así, m junto con el préstamo resultante a agentes no bancarios, serán variables para cada ciclo del proceso; cuanto mayor sea m mayor será la cadena piramidal y menor el coeficiente de múltiple expansión.

b) La proporción que de cada uno de los depósitos se retiene en concepto de reservas, puede variar en cada fase de la cadena, en función de las preferencias de cada banco.

c) Igualmente, la proporción que de cada préstamo no bancario es redepositada en el sistema de eurodivisas, puede variar en cada fase del proceso, en función de las preferencias de cada depositante potencial. En definitiva

en cualquiera de las etapas, el proceso puede detenerse si se toma la decisión de depositar los fondos fuera del sistema de eurodivisas.

2.1.3. VERSION DE CLENDENNING: DEPENDENCIA DE LOS REDEPOSITOS DE LOS BANCOS CENTRALES.

Una explicación alternativa del proceso expansivo ofrecida por Clendenning (15) ha tratado de conciliar las distintas apreciaciones de Friedman y Klopstock sobre la magnitud del coeficiente de múltiple expansión.

Como se vio, una de las fuentes más importantes de recursos en el euromercado, sobre todo en los momentos iniciales, ha procedido de las colocaciones por parte de los principales bancos centrales, de parte de sus reservas de divisas, obteniendo por esta vía un rendimiento a recursos normalmente ociosos. Clendenning basa en esta motivación su tesis de que, los redepósitos de los bancos centrales sirven como elemento fundamental de estímulo de un proceso continuo de redepósitos, generador de crédito bancario. Esquemáti-

camente, el proceso descrito por este autor se basa en el siguiente mecanismo:

Supongamos que un eurobanco toma una proporción g de los fondos obtenidos de un nuevo depósito en eurodólares y los destina a la adquisición de moneda local. Si los ratios de reservas y redepósitos del sector privado del sistema de eurodólares son ambos igual a cero, la banca central se verá obligada a intervenir comprando los dólares con el fin de mantener el tipo de cambio. El país receptor de los eurodólares tendrá un excedente en la balanza de pagos al tiempo que experimentará un incremento en su oferta monetaria. Si por el contrario, el banco central receptor de la eurodivisa deposita una proporción h de sus reservas en el sistema de eurodólares, se iniciará otra ronda de acontecimientos similares con la mediación de un eurobanco y un banco central.

Siendo S_0 , el depósito inicial en eurodólares como en los casos anteriores, el eurobanco correspondiente venderá gS_0 de estos por mone

da local, lo que ocasionará un incremento en las disponibilidades en eurodólares de la banca central en una proporción $h.g.S_0$. El depósito correspondiente al segundo ciclo, será hg^2S_0 y -- así sucesivamente. El cambio total en los depósitos en eurodólares puede escribirse como una serie geométrica de la forma,

$$S_0 (1 + hg + hg^2 + \dots + hg^n) =$$

$$= S_0 \left(\frac{1}{1 - hg} \right)$$

siendo el ² coeficiente de múltiple expansión

$$k = \frac{1}{1 - hg}$$

Al igual que en casos anteriores, existen razones suficientes para no suponer el carácter fijo que en este modelo se atribuye a los parámetros h y g . Así, en la medida que se eleve el diferencial entre el tipo de interés del euro mercado y el resto de los mercados financieros, más elevada será la proporción de reservas situa

das por los bancos centrales en el sistema. -- Igualmente, diferenciales favoreciendo a los mercados domésticos originarán un flujo de realizaciones de eurodivisas por parte de los eurobancos en el mercado de cambios. De esta forma justifica Clendenning el bajo nivel del multiplicador, cuando los redepósitos de reservas por la banca central son escasos, al contrario de cuando esa actividad tiene lugar generando el efecto de reducir sustancialmente los escapes en concepto de efectivo y, por tanto, elevando el valor del multiplicador.

La contrastación empírica, no ha validado sin embargo, este intento de reconciliación hecho por Clendenning. Dos recientes trabajos realizados por Makin (16) y Lee (17) cuyo fin era llegar a obtener empíricamente el valor del multiplicador, han arrojado resultados a todas luces contradictorios. El primero, concluye su aportación con un coeficiente de expansión de depósitos para el sistema de eurodólares igual a 18.45, para el periodo comprendido entre el tercer trimestre de 1.964 y final de 1.970. -- Por su parte Lee, para un periodo que puede considerarse homogéneo, principios de 1.963 a

finales de 1.969, estima en 1.51 el valor promedio del coeficiente de múltiple expansión del sistema.

De los modelos vistos hasta el momento hay que destacar como constante, la utilización del multiplicador del crédito como coeficiente fijo que determina el volumen total de depósitos, sin cuestionar tal estructura conceptual en lo que a su validez para el euromercado se refiere. Incluso gran parte de aquellos otros autores que han criticado esta aproximación, no han tratado de elaborar una estructura de análisis alternativa. Así por ejemplo, Machlup, ha afirmado que prefiere "prescindir del concepto" a la hora de analizar "el crecimiento de los eurodepósitos, ya que las condiciones bajo las cuales esta herramienta puede ser útil, están ausentes".(18) Igualmente, en opinión de este autor, poco puede especificarse acerca, tanto de las prácticas sobre mantenimiento de reservas a que obedecen los eurobancos, como a activos específicos en que tales reservas se concretan. Con todo, en su trabajo mas divulgado, tras reconocer escepticamente el abanico de posiciones

en los diferentes autores respecto a la magnitud real del multiplicador, concluye aportando su -- propia valoración de ese coeficiente -no funda- mentada, tal como el propio autor reconoce, en datos suficientemente precisos- al afirmar que - "la mitad o más del stock total de eurodólares" - es el resultado de las actividades crediticias - de bancos localizados en Europa" (19); pensamos por tanto, que a pesar de la puesta en cuestión del concepto, Machlup en esta ocasión hace uso - de la metodología analítica que tan divergentes resultados ha aportado.

2.1.4. CRITICA DE LOS MODELOS ANTERIORES

Se ha podido observar en los tres modelos precedentes la constancia de lo que sin duda son las versiones más divulgadas sobre el comportamiento expansivo del mercado. Tomada nota de los factores diferenciadores en las versiones analizadas, vemos sin embargo, que el común denominador de - las mismas y el hilo conductor de todos los razo- namientos, se fundamenta en la aplicación del es- quema del multiplicador del crédito concebido -- originalmente para explicar el proceso de expan-

si3n crediticia en un sistema bancario cerrado. La relativa simplicidad y el valor pedag3gico del proceso expuesto de esta forma, no ha de ser óbide, para que, como ya hemos sefialado en p3ginas anteriores, nos planteemos la validez del mismo en su traslaci3n al sistema de eurodivisas. En este sentido es en el que creemos fundamental establecer un conjunto de proposiciones b3sicas y de aceptaci3n general, que sustente el marco analítico alternativo al anteriormente expuesto.

Es importante sefialar como lo hace Crockett, (20) - que la traslaci3n del modelo del multiplicador del crédito a un sistema bancario exige una serie de características institucionales que podríamos sintetizar en:

- a) La existencia de una relaci3n más o menos fija entre reservas y dep3sitos bancarios.
- b) La posibilidad de control o, al menos predecir, el volumen de recursos disponibles como reservas.

Ambas características se reunen habitualmente en un sistema bancario cerrado, como se vi3 en apartados anteriores, con prescripciones sobre el coefi-

ciente de reservas. Un sistema legal más o menos -- coercitivo, evita que las reservas bancarias desciendan por debajo del mínimo estipulado al tiempo que, los incentivos comerciales son señal de efectivos en procurar que dicho nivel no supere -- el mínimo establecido. Así, el ratio reservas/depósitos es estable y, no puede verse afectado por cambios en los tipos de interés de mercado. En -- otras palabras, existe una discontinuidad en el -- rendimiento implícito sobre las reservas mantenidas. (21) Así, por debajo del mínimo requerido, -- la rentabilidad marginal sobre las reservas es ex -- tremadamente alta y por encima del mínimo prescri -- to, ésta es cero. De esta forma, los movimientos en la rentabilidad de los activos alternativos no tendrán influencia sobre el ratio de reservas que un banco individual ha de mantener.

Adicionalmente, el stock de activos en concepto de reservas es también previsible. Estas son establecidas por el banco central y, en una economía cerrada, su escape puede tan solo tener lugar median -- te la conversión en efectivo en circulación. La demanda de efectivo es supuesta con razonable verosimilitud, siendo relativamente inelástica con respecto a los tipos de interés y, de aquí, por --

extensión puede deducirse el elevado potencial del multiplicador.

La existencia de requisitos sobre reservas implica que la rentabilidad sobre un préstamo marginal es siempre mayor que el coste de un depósito marginal. En la medida que las autoridades eliminan parcial o totalmente las restricciones sobre reservas bancarias, los bancos pueden responder expandiendo su volumen de operaciones.

En otras palabras, tal como señala Crockett (22), - no es la naturaleza mecánica de creación crediticia por los bancos lo que convierte en esencial a los requisitos sobre reservas, sino que es la existencia de requisitos sobre reservas lo que conforma la creación crediticia a la estructura del multiplicador.

En un sistema bancario abierto sin requisitos sobre reservas, como es en líneas generales el caso del mercado de eurodivisas, la utilidad derivada del mantenimiento de reservas ya no es un rendimiento implícito con carácter discontinuo (muy alto cuando las tenencias de recursos en reservas -- eran inferiores al ratio mínimo establecido y cero

cuando el nivel se situaba por encima del ratio), sino que será una función continua del tipo de interés y de la suma mantenida. (23) En consecuencia, los bancos podrán igualar la rentabilidad sobre -- una unidad marginal con la correspondiente sobre -- unidades marginales de otros activos, e igualar am bas con el coste de los depósitos. (24) Esto es así, en la medida que, por un lado no existe un volumen determinado de reservas que los bancos se ven obli gados a mantener (bien por estipulaciones legales o por prácticas consuetudinarias) y, por otro, debi do a que los eurobancos mantienen su liquidez bajo la forma de depósitos interbancarios a corto plazo o en activos monetarios en el mercado, obteniendo un tipo de interés competitivo. Consecuentemente, cualquier cambio en los tipos de interés relativos sobre reservas y otros activos, exigirá una altera ción en la composición de la cartera (y por tanto, en los ratios de reservas) si se quiere preservar el equilibrio original.

La significación práctica de variaciones en las te nencias de reservas sobre variaciones en el multi- plicador, se acentúa por el hecho de que lo más ve- rosfmil es suponer un nivel extremadamente bajo de reservas en la generalidad de los casos. Recorde -

mos que en los eurobancos es una práctica generalizada casar las operaciones activas y pasivas, siendo escasamente necesario el mantenimiento de reservas líquidas para la cobertura de retiradas imprevistas de fondos. Adicionalmente, y tal como señalábamos en páginas anteriores, el mercado interbancario de depósitos está lo suficientemente bien organizado, que los bancos pueden normalmente satisfacer sus necesidades comprando depósitos en un plazo suficientemente corto. Finalmente, otra de las razones sustentadora del bajo nivel de reservas -- mantenido por los eurobancos, es la fácil disponibilidad para el mantenimiento de compromisos -- "stand-by" con bancos corresponsales.

Si como se ha señalado en repetidas ocasiones, el mecanismo del multiplicador descansa en el comportamiento estable del coeficiente de reservas, el análisis anterior puede justificarnos la inviabilidad para el mercado de eurodivisas de tal esquema, al igual que los resultados empíricos tan dispares, derivados de su aplicación a este sistema.

Coherentemente con los razonamientos precedentes, algunos autores han intentado establecer esquemas de análisis más próximos a la realidad del euromer

cado, teniendo presentes el carácter de los euro-bancos como intermediarios financieros, sobre los cuales no pesan restricciones institucionales y, por tanto, su comportamiento viene determinado exclusivamente por consideraciones de mercado. En estas condiciones se ha desarrollado una tenden-cia a adoptar un modelo de equilibrio, "allí donde las tijeras marshallianas de la oferta y la demanda, más que el multiplicador determinado institucionalmente, determinan la productividad de los servicios bancarios". (25)

3. UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL

3.1. PRINCIPIOS BASICOS

En la línea señalada en el párrafo anterior, autores como Niehans (26), Masera (27), los hermanos Nanni (28), Hewson y Sakakihara (29) y algunos otros, han dirigido sus trabajos en esta última dirección tratando de dotar al sistema de eurodivisas de una estructura analítica específica.(30) El grado de elaboración del modelo desarrollado por los dos últimos autores, junto con su ulterior contrastación empírica y discusión, ha de servir de base a una parte de las conclusiones de nuestro trabajo.

Estos autores parten del reconocimiento explícito de que los ratios o coeficientes presentes como parámetros en el modelo del multiplicador, no han de ser necesariamente fijos en una situación competitiva como es la vigente en el mercado de eurodivisas, sino el resultado de elecciones de cartera por los participantes en el mercado. Por tanto, el valor de los mismos en el modelo de equilibrio desarrollado, variará en función de los cambios en los tipos de interés. De esta forma, los autores vienen a demostrar como en ausencia de redepósitos por parte de los ban

cos centrales en el mercado, el valor del multiplicador estaría comprendido entre cero y la unidad.

El fundamento teórico subyacente al modelo elaborado, son las argumentaciones, ya clásicas de Tobin (31) - acerca del comportamiento de los intermediarios financieros, cuya validez en el caso del euromercado - es la hipótesis principal de los autores. La esencia de tales razonamientos, es la siguiente: (32)

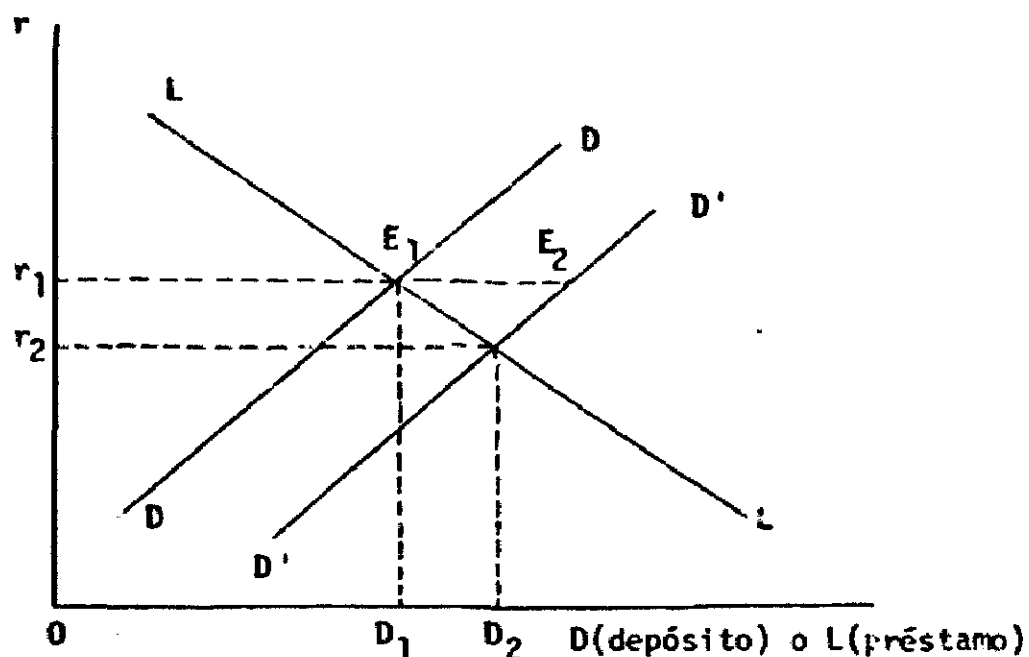
Consideremos el mercado de préstamos, tal como aparece en el gráfico 2. La demanda de préstamos está representada por la curva de pendiente negativa LL, y DD representa la oferta de fondos en préstamo (depósitos). En ausencia de regulaciones sobre las prácticas bancarias y suponiendo por razones de simplicidad que los bancos deciden no mantener reservas, el tipo de interés de equilibrio se obtendrá donde la oferta de fondos a los bancos (depósitos) se iguale a la demanda de fondos de los bancos (préstamos). Con palabras de Tobin: "En un universo sin requisitos sobre reservas las preferencias de los depositantes, así como las de los prestatarios, serán muy relevantes en la determinación del volumen de los depósitos bancarios. El volumen de activos y pasivos de cada intermediario será determinado en un equilibrio -

competitivo, donde el tipo de interés cargado a los prestatarios por cada tipo de institución, compensará el margen pagado a los acreedores". (33) También por simplicidad, se supone que el margen entre el tipo de préstamos y depósitos es nulo, aunque hay que reconocer que en condiciones competitivas este margen tenderá hacia el nivel normal.

Supongamos que se produce un inflow exógeno de fondos en depósito al sistema bancario, por importe de $[E_2 - E_1]$. DD se desplazará a D'D' y el nivel de equilibrio de los depósitos, pasará de D_1 a D_2 , descendiendo el tipo de interés de equilibrio a r_2 . Es decir, para prestar estos nuevos depósitos bancarios, será preciso un descenso en el tipo de interés sobre préstamos y, consecuentemente en el tipo sobre depósitos; este descenso en el tipo de interés sobre depósitos reducirá la oferta en $[E_2 - D_2]$. En estas circunstancias, el multiplicador de los depósitos podrá ser representado como:

$$M = \frac{D_2 - D_1}{E_2 - E_1} \quad [1]$$

Puede apreciarse, por lo tanto, que en la medida que la curva DD es ascendente y la LL descendente, el valor del multiplicador será inferior a la unidad. So-

Gráfico n° 2

lo en los casos límite en que los depósitos son inelásticos al tipo de interés, o donde la demanda de préstamos es infinitamente elástica, o en ambos casos, (gráficos 3.a, 3.b y 3.c), el multiplicador alcanza el valor de la unidad. Por lo tanto, en esta situación no regulada y competitiva, el análisis simple del multiplicador es inapropiado. (34)

Sin embargo, el modelo del multiplicador ganaría en aceptación, si las prácticas bancarias en un contexto doméstico estuvieran sujetas a regulaciones tales como, límites a los tipos de interés sobre depósitos y requisitos sobre reservas. En estas circunstancias, viene a argumentar Tobin, "el rendimiento marginal de los préstamos e inversiones bancarios supera el coste marginal de los depósitos situados en el sistema bancario", y mas aún, señala que "es la existen -

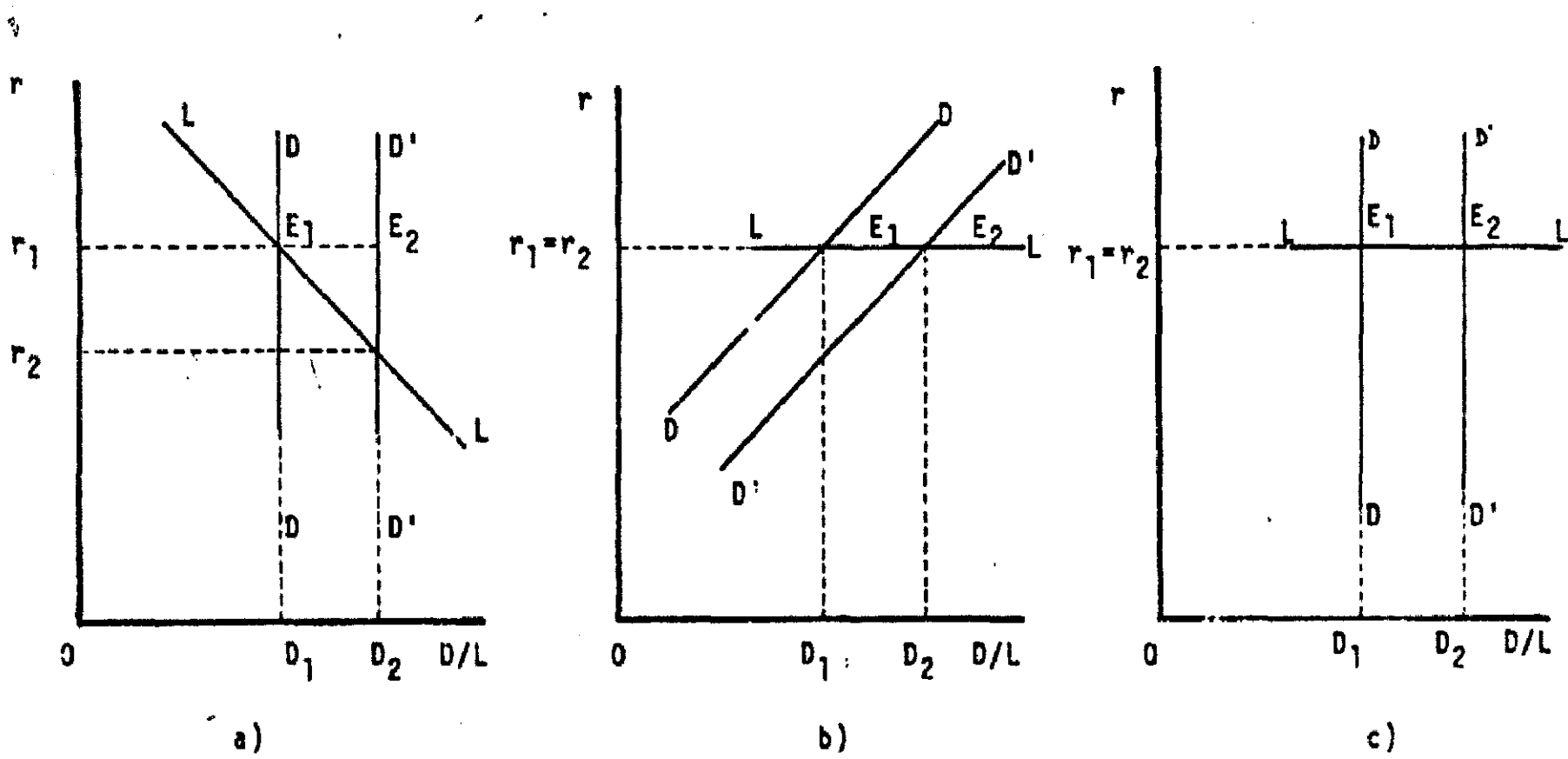


Gráfico n° 3

OFERTA Y DEMANDA DE PRESTAMOS CUANDO EL MULTIPLICADOR ES LA UNIDAD

cia de este margen -no la naturaleza monetaria de los pasivos bancarios- la que hace posible al profesor de economía afirmar que los préstamos adicionales permitidos por las nuevas reservas, generarán sus propios depósitos". (35)

Aunque no son discutidas explícitamente por Tobin, -- dos condiciones adicionales son necesarias, para que se verifique el proceso de multiplicación, en el caso de que las prácticas bancarias domésticas estén reguladas. En primer lugar, que exista un exceso de demanda de préstamo al tipo de interés vigente en el mercado y, en segundo lugar, la existencia de demanda de depósitos al tipo de interés límite (r_D), establecido legalmente (siendo $r_D < r$).

Son estas tres condiciones las que en el razonamiento de Tobin, otorgan validez al proceso de múltiple expansión que se opera en un sistema bancario nacional. Sin embargo, en un sistema libre de regulaciones y -- competitivo, tal como es la situación vigente en el euromercado, donde los eurobancos son meros intermediarios financieros en el proceso internacional de pagos, ninguna de las condiciones apuntadas válida con su presencia la existencia del mecanismo multiplicador.

3.2. DESARROLLO DEL MODELO

La base teórica en la que se asienta el análisis que sigue, es un modelo de equilibrio general entre dos regiones, Estados Unidos y Europa. (36)

La hipótesis básica del modelo, con respecto a los eurobancos, es que ellos actúan como intermediarios financieros "puros", en el sentido de que no poseen influencia independiente sobre el tipo de equilibrio del eurodólar. Adicionalmente, se supone también, -- que debido al nivel de competitividad existente, los eurobancos obtienen como rendimiento un margen constante entre tipos sobre depósitos y préstamos en -- eurodólares. (37) Tales supuestos acerca de la conducta de los eurobancos implican que, las reservas -- de éstos son despreciables, como afirmábamos en páginas anteriores.

Una segunda hipótesis, supone que los bancos centrales europeos mantienen un coeficiente fijo (cd), de sus reservas exteriores totales (FOR), en depósitos -- en el mercado de eurodólares. (38)

La identidad básica del modelo, expresada como una -- identidad de balance, para el sector eurobancario --

puede expresarse como:

$$cd \cdot FOR + \sum_{i=1}^k D_i = \sum_{i=1}^n L_i \quad [2]$$

donde

D_i = Demanda de depósitos en eurodólares por el país i

L_i = Demanda de préstamos en eurodólares por el país i (39)

Dado que FOR (nivel de reservas exteriores de todos los países "europeos") es igual a la suma de depósitos de los bancos centrales de estos países en el mercado de eurodólares ($D_{EC.ED}$) y el déficit acumulado de la balanza de pagos de EE.UU. (B_{us}), es decir

$$\begin{aligned} FOR &= D_{EC.ED} + BUS = \\ &= cd \cdot FOR + BUS = \quad [3] \\ &= \frac{1}{1 - cd} \cdot BUS \end{aligned}$$

sustituyendo la ecuación [3] en FOR de la [2], tenemos:

$$\frac{cd}{1 - cd} \cdot BUS + \sum_{i=1}^n D_i = \sum_{i=1}^n L_i \quad [4]$$

Para derivar una expresión del multiplicador de los depósitos, examinamos el impacto sobre el tamaño del mercado de eurodólares, de una variación exógena (λ) de depósitos desde, por ejemplo, bancos comerciales estadounidenses hacia el mercado de eurodólares. Diferenciando totalmente la ecuación [4] con respecto a (λ), tenemos:

$$\left[\frac{cd}{1 - cd} + 1 \right] d\lambda = \left[\sum_{i=1}^n \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} - \sum_{i=1}^n \frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{cd}{1 - cd} \cdot \frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}} \right] d_{r_{ED}}$$

$$\frac{d_{r_{ED}}}{d\lambda} = \frac{1}{(1 - cd) \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} \right) - cd \frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}}} \quad [5]$$

donde r_{ED} = tipo sobre depósitos en eurodólares.

Al diferenciar totalmente la [4] con respecto a λ ,

tanto $\frac{\partial \text{BUS}}{\partial \lambda}$ como $\frac{\partial \text{DUS}}{\partial \lambda}$ han sido considera

das con valor igual a la unidad; su justificación puede desprenderse de la siguiente identidad representativa del déficit global de la balanza de pagos de EE.UU.:

$$\text{BUS} = \overline{\text{BB}} + \text{DUS} + \text{LUS} + \text{NUS}_E$$

donde $\overline{\text{BB}}$ = Déficit acumulado de la balanza básica de EE.UU.

NUS_E = posición neta de EE.UU. en capital a corto plazo bis a bis con residentes europeos a excepción de los eurobancos.

DUS = Depósitos de EE.UU. en los eurobancos.

LUS = Préstamos a EE.UU. de los eurobancos.

Ya que nuestro interés actual se centra en los flujos de capital a corto plazo, $\overline{\text{BB}}$ puede suponerse -- exógeno y, por lo tanto, el parámetro de cambio (λ) no afecta inicialmente ni a LUS , ni a NUS_E ,

$$\frac{\partial \text{BUS}}{\partial \lambda} = \frac{\partial \text{BUS}}{\partial \text{DUS}} = 1. \text{ Esto no quiere decir, por}$$

supuesto, que el efecto final de esta variación sobre la balanza de pagos sea igual a la unidad, para subsiguientes ajustes a los cambios en los tipos relativos de interés determinarán el efecto final de esta variación sobre la balanza de pagos estadounidense.

Definiendo el tamaño (S) del mercado de eurodólares como el volumen total de depósitos, el multiplicador ($M = ds/dx$) podrá expresarse como:

$$\begin{aligned} M = \frac{dS}{d\lambda} &= \frac{d \left(\sum_{i=1}^n D_i + \frac{cd}{1-cd} \cdot \text{BUS} \right)}{d\lambda} \\ &= \frac{1}{1-cd} + \left(\sum_{i=1}^n \frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} + \frac{cd}{1-cd} \cdot \frac{\partial \text{BUS}}{\partial r_{ED}} \right) \frac{dr_{ED}}{d\lambda} \end{aligned}$$

sustituyendo la ecuación [5] y reagrupando, nos queda:

$$\begin{aligned} M = \frac{ds}{d\lambda} &= \sum_{i=1}^n \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \\ &= \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right) + cd \left\{ \frac{\partial \text{BUS}}{\partial r_{ED}} - \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right) \right\} \quad [6] \end{aligned}$$

Para $cd = 0$, tendremos

$$M = \frac{- \sum_{i=1}^n \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}}}{\sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right)}$$

y para $cd = 1$:

$$M = \frac{- \sum_{i=1}^n \frac{L_i}{r_{ED}}}{\frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}}}$$

y como la expresión

$$\frac{\partial M}{\partial cd} = \frac{\left\{ \sum_{i=1}^n \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \left(- \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right) + \frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}} \right) \right\}}{\left\{ \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right) + cd \left[\frac{BUS}{r_{ED}} - \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_i}{r_{ED}} - \frac{L_i}{r_{ED}} \right) \right] \right\}^2}$$

es positiva para

$$\left| \frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}} \right| < \left| \sum_{i=1}^n \left(\frac{\partial D_i}{\partial r_{ED}} - \frac{\partial L_i}{\partial r_{ED}} \right) \right|$$

el valor del multiplicador M estará comprendido entre $M_{(cd=0)}$ y $M_{(cd=1)}$

El punto clave de este análisis es que, en ausencia de redepósitos por parte de los bancos centrales en el mercado (es decir, $cd=0$), el multiplicador de los eurodólares estará comprendido entre cero y la unidad. El desplazamiento inicial de fondos procedentes de Estados Unidos hacia el mercado de eurodólares, estará compensado por efectos secundarios que tienen lugar como resultado de movimientos en los tipos de interés relativos, es decir, lo que se denomina fugas de tipos de interés -"interest leakages"- (40) El desplazamiento de fondos desde EE.UU. hacia el mercado de eurodólares, reducirá el tipo sobre eurodólares en relación con los tipos correspondientes a EE.UU. y Europa, disminuyendo el atractivo relativo de los depósitos en eurodólares. Sin embargo, estos cambios en los tipos relativos también estimularán préstamos adicionales, de tal forma que el efecto total (inicial y secundario) será siempre positivo y de esta forma, el multiplicador estará comprendido entre cero y la unidad. (41)

Si en el otro extremo, los bancos centrales fueran a depositar la totalidad de sus reservas en el mercado de eurodólares, este límite superior del multiplicador dependería de la sensibilidad a los tipos de interés de las funciones de eurodólares y de los componentes de la balanza de pagos de EE.UU. (42)

La estimación empírica realizada por Hewson y Sakakibara de las funciones de depósito y préstamos en eurodólares, (43) abarca el periodo comprendido entre Enero de 1.968 y Diciembre de 1.972, partiendo de la división del mundo en tres regiones básicas: Estados Unidos y Canadá, Europa, y resto del mundo.

Para ese periodo, la principal conclusión que del trabajo se deduce, es la proximidad del valor del multiplicador a la unidad, es decir, que los depósitos totales se verían incrementados aproximadamente en la misma magnitud que los inflows primarios como depósitos durante este periodo. El multiplicador alcanzaría el valor de 1.61 en el caso en que, "los bancos centrales europeos depositaran todos sus incrementos de reservas exteriores en el mercado de eurodólares ($cd=1$)". (44)

En una aportación más reciente (45) algunas de las hipótesis del modelo son enriquecidas con nuevas estimaciones, obligando a autores a reconsiderar la contrastación inicial (46), reforzando la conclusión general del primero de los trabajos, esto es, la falta de adecuación del concepto de "multiplicador" para el análisis del mercado de eurodivisas y, adicionalmente, el hecho de que "la multiplicación de los depósitos no ha sido, ni es potencialmente, un factor significativo en la expansión de estos mercados" . (47)

Dos importantes implicaciones podemos extraer del análisis anterior que nos habrán de servir de base a un posterior análisis: (48).

En primer lugar, el impacto de los mercados de eurodivisas sobre la oferta monetaria mundial, no ha sido - muy significativo y aquellos, por sí mismos, no han - supuesto una fuente importante de presión inflacionista. Dado que la generalidad de las explicaciones sobre el origen de las tensiones inflacionistas son fundadas en la expansión de las bases monetarias de los - principales países industrializados del mundo, cabe - señalar - como veremos detalladamente en el capítulo - siguiente-, que los euromercados han funcionado simplemente, como un sistema de distribución en la trans

misión de expansiones monetarias de unos países a - -
otros.

En segundo lugar, aceptando las conclusiones de Hewson y Sakakibara, la idea del control de los mercados de eurodivisas como una forma de regular el nivel de liquidez global, carece de una apropiada base conceptual. Si bien, esto no ha de obviar, la presencia de algún tipo de intervención oficial en el euromercado con otros objetivos. En la realidad, los mercados de eurodivisas suponen el vínculo fundamental entre los mercados financieros nacionales del mundo y, por lo tanto, alguna forma de vigilancia estrecha sobre aquellos es conveniente asegurar. En esta situación de libre interdependencia mundial, donde una economía no puede aislarse de los acontecimientos generados en las otras, los problemas de un área de la economía mundial pronto son transmitidos a las restantes. Es en este sentido en el que puede justificarse la participación en el mercado de autoridades oficiales de carácter internacional.

4. DIMENSION DEL MERCADO

En estrecha relación con el problema tratado previamente, está el de determinación o estimación de la dimensión - - real del mercado. Gran parte de las dificultades señaladas en el estudio del proceso expansivo del mercado son - - perfectamente extensibles a la hora de establecer el tamaño del mercado. Básicamente, problemas de tipo estadístico son los que han mediatizado ampliamente las conclusiones sobre el volumen de recursos operante en el euromercado y, consecuentemente, sobre las implicaciones de éste.- Pronunciarse sobre la incidencia que el mercado tiene sobre la liquidez internacional, por señalar uno de los aspectos más debatidos, exige el establecimiento de un criterio globalmente aceptado que nos permita estimar el volumen de recursos que constituye la dimensión neta real - del mercado de eurodivisas.

El objetivo de estos dos últimos epígrafes será por tanto, establecer los criterios sobre los que la medición estadística debe asentarse.

4.1. DIMENSION BRUTA Y DIMENSION NETA: DEFINICION DE CRITERIOS DE MEDICION

Somos conscientes de que la ausencia de un órgano centralizador de toda la información referente a las transacciones en eurodivisas, no nos permite cifrar los recursos del mercado de una forma definitiva. La progresiva extensión que la estructura geográfica del mercado está tomando en los últimos años, haría vano cualquier intento de esta clase. Sin embargo, y aún dejando fuera de nuestro estudio plazas financieras con importante entidad, es importante señalar los -- criterios vigentes en el "Banco de Pagos Internacionales" (B.I.S.), entidad que centraliza información sobre operaciones en eurodivisas de los diez países con mayor participación en el euromercado, cuyos cri terios, son coherentes con nuestras posiciones mante nidas sobre la capacidad de creación crediticia del mercado, expuestas en los epígrafes anteriores.

La definición del mercado de eurodivisas descansará pues, sobre la delimitación de una zona territorial correspondiente a la de los países que comunican su información al B.I.S. Así pues, la zona declarante -- corresponderá a la totalidad de países que proporcio nan información al B.I.S., mientras que los países --

no declarantes pertenecerán, a efectos de nuestro análisis, a la zona exterior a la zona declarante.

El concepto del B.I.S., sobre el tamaño neto del mercado de eurodivisas se refiere al importe de los créditos en moneda extranjera vigentes entre los países que informan. (49) Esta medición incluirá, por supuesto, los fondos que los Bancos informantes obtienen y prestan, a entidades no bancarias, así como los introducidos en el mercado por los Bancos y los obtenidos de aquel por estos mismos.

En el mercado de eurodivisas pueden estimarse dos tipos de dimensiones; una dimensión bruta y una dimensión neta, diferenciadas en base a dos criterios fundamentales: (50)

a) La pertenencia a la zona declarante; y,

b) La categoría del agente económico:

Banco o no banco.

La dimensión neta, mide los flujos canalizados por la intermediación de los bancos declarantes desde las "fuentes iniciales" a los "empleos finales". Considerando como portadores y destinatarios de - -

fuentes iniciales y de empleos finales, respectivamente, a los siguientes agentes económicos:

a) Bancos declarantes, en la medida que estos canalizan los recursos del mercado nacional hacia el euromercado (recursos) o utilizan los capitales del euromercado en el mercado nacional (empleos). Esta canalización puede manifestarse en una doble forma:

. por el lado de los recursos, en la conversión de moneda nacional en moneda extranjera, y de moneda extranjera obtenida de bancos declarantes del país de emisión de la moneda en cuestión.

. por el lado de los empleos, en la conversión de moneda extranjera en moneda nacional o de recursos en moneda extranjera, proporcionados por otros bancos declarantes del país de emisión de la moneda en cuestión.

b) Instituciones monetarias oficiales pertenecientes a la zona declarante.

- c) Sector no bancario, cualquiera que sea la zona a que pertenezca.
- d) Bancos centrales, establecimientos no bancarios y bancos comerciales pertenecientes a la zona exterior.

El gráfico n° 4(51) refleja esquemáticamente el proceso enunciado. En base al proceso señalado podríamos delimitar operativamente la participación en el computo de la dimensión neta, precisando que:

- . todas las fuentes "procedentes de" y todos los empleos "con destino a", sectores de la zona exterior, son considerados como iniciales y finales, incluido el sector bancario de esta zona.
- . La oferta y la demanda del sector no bancario y los bancos centrales o autoridades monetarias oficiales, son considerados como "fuentes iniciales" y "empleos finales", cualquiera que sea la zona.
- . El sector bancario de la zona declarante es considerado como "inicial" y "final" cuando el mer

EMPLEOS Y RECURSOS DEL SISTEMA GLOBAL DEL EUROMERCADO

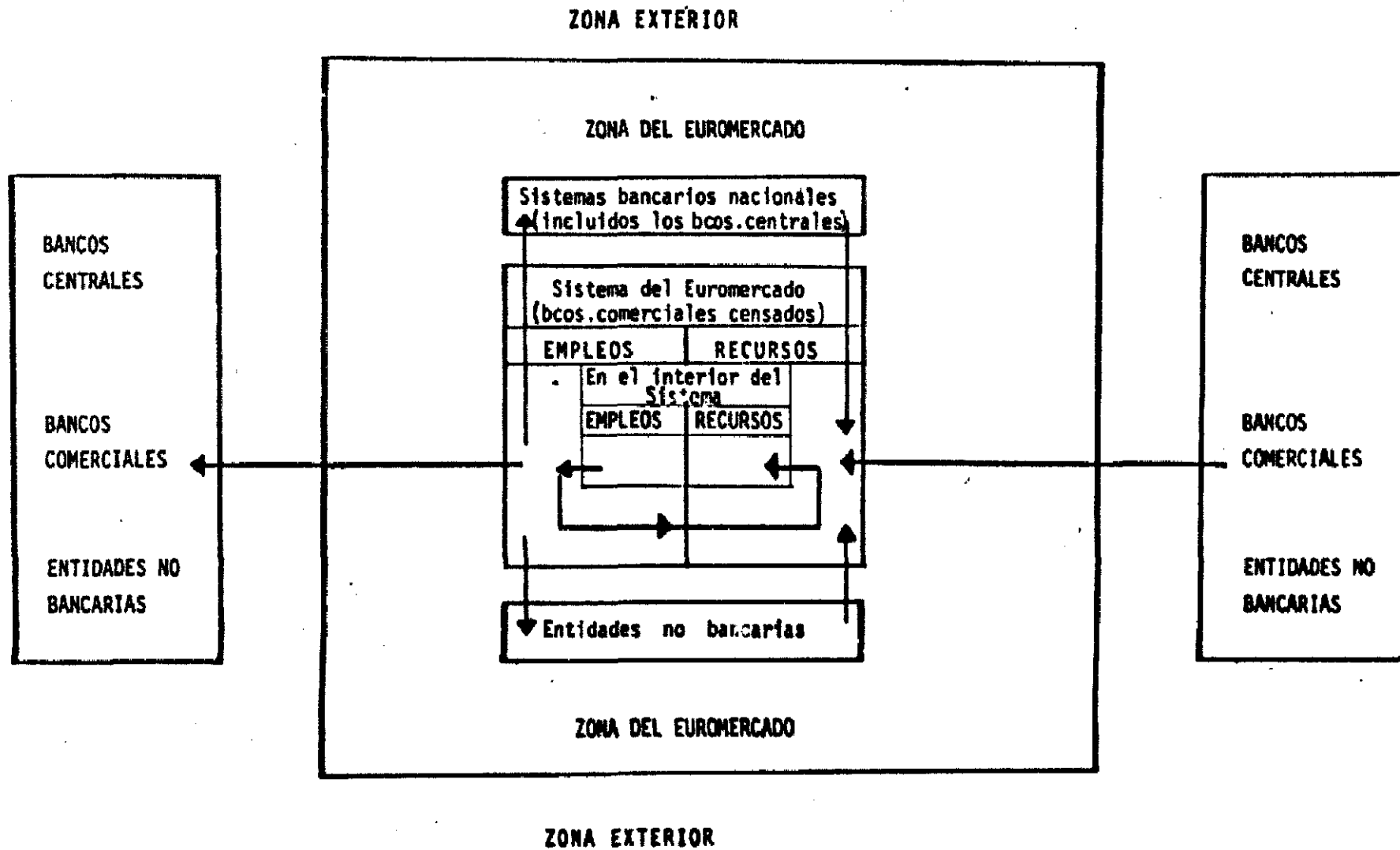


Gráfico nº 4

cado doméstico de la moneda considerada queda -
afectado. (52)

En la estimación del B.I.S., tal y como viene a seña
lar Mayer (53), los bancos informantes son considerad
dos como receptores o destinatarios de los fondos - -
del euromercado, en la medida que utilizan estos re-
cursos en divisas para inyectarlos en el mercado do-
méstico. Un ejemplo puede ilustrarnos la forma del -
computo operativo realizado por el B.I.S. Sea el ca-
so de uno banco establecido en Alemania que utiliza
marcos alemanes para comprar dólares, los cuales - -
son colocados en un banco de Londres; éste puede - -
prestar los fondos adquiridos a un banco establecido
en Francia, el cual los convierte en francos france-
ses. En este caso, el banco alemán sería considerado
como suministrador de fondos y el banco francés como
destinatario final.

Por supuesto que los fondos inyectados en el euromerca
do por el banco alemán, derivan finalmente de los
depósitos bancarios pero, -tal como señala Mayer-, -
este enlace con el sector no bancario se produce en
la moneda nacional y, por tanto, cae fuera del contr
ol estadístico del euromercado. Igualmente conside

rar al banco francés como el destinatario final de los fondos, no implica que estos no vayan a ser préstamos al sector no bancario. Es decir, el enlace final del sector bancario con el no bancario queda, a efectos del control estadístico del B.I.S., fuera del euromercado.

4.2. POSICIONES INTERBANCARIAS Y DOBLE COMPUTO

La estimación del B.I.S. excluye -con tres excepciones- las posiciones interbancarias llevadas a cabo por los bancos informantes.

La lógica implícita en este procedimiento es la siguiente: (54) supongamos que una firma bancaria X deposita fondos en el banco A, el cual presta esos fondos al banco B; el banco B a su vez deposita esos fondos en el banco C que los utiliza para prestarlos a una firma no bancaria Y (fig. 1). En las estadísticas del euromercado sin ajustar (la denominada dimensión bruta del mercado de eurodivisas), la relación crediticia resultante sería contada seis veces, tres por el lado de las fuentes y otras tres por el lado de las utilizaciones. Por el lado

de las fuentes se pondrían de manifiesto dos exigibilidades interbancarias (la deuda de C con B y la de B con A) y una no bancaria (la de A con la firma X); igualmente, en el lado de las utilizaciones será considerado dos veces, una como activo bancario y otra como un activo sobre la firma Y.

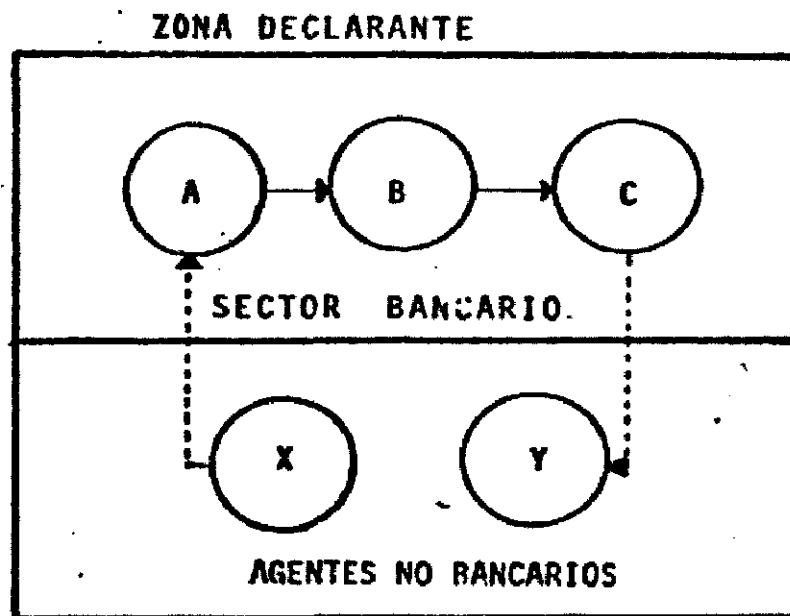


Figura n° 1

Al objeto de evitar duplicidades, es necesario tomar en consideración únicamente el pasivo de A con la firma X y el activo de C con el prestatario no bancario Y, ignorando las cuatro posiciones interbancarias; la situación es muy similar si el banco A recibe el depósito inicial de X en su moneda nacional y lo convierte en divisas, y si posteriormente C presta los fondos a una firma no bancaria después de - -

haber convertido las divisas en moneda nacional. Una vez más lo que hay que considerar es la oferta de fondos de eurodivisas por el banco B, para convertir las en moneda nacional, mientras que las posiciones interbancarias pueden ser ignoradas.

Ahora bien, no todas las posiciones interbancarias son deducidas así, las posiciones mantenidas bis a bis, fuera del área declarante deben ser tratadas de forma muy diferente. Si en el ejemplo anterior (fig. n° 1), únicamente el banco B fuera un banco informante, mientras que los bancos A y C cayeran fuera del área del informe, lo que se hubiera puesto de relieve en las cifras informadas al B.I.S., habría sido el pasivo del banco B con el A y su activo respecto al C. Cualquier ligazón con el sector no bancario no habría sido contemplado en el informe. Como señala Mayer, el único camino para incluir este crédito en

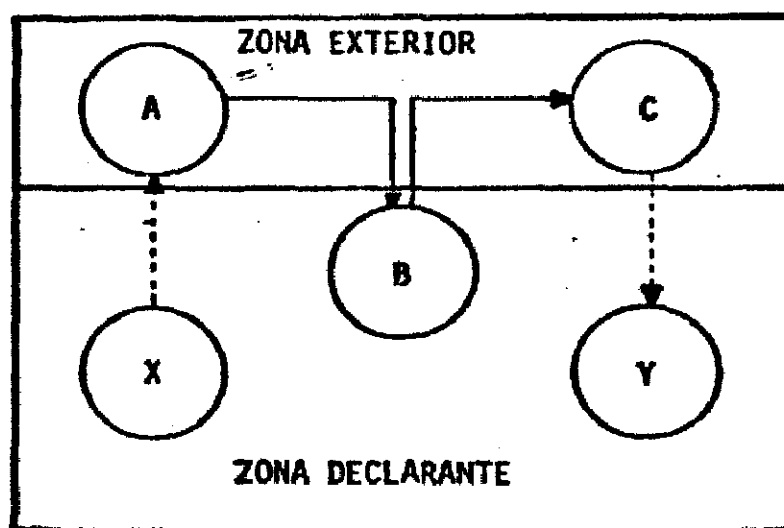


Figura n° 2

cadena en el tamaño del mercado es, por lo tanto, -- añadir las posiciones del banco B con las de los dos bancos que caen fuera de la zona declarante. (55)

En el contexto anteriormente señalado pueden surgir duplicidades en el cómputo del tamaño, si los bancos emplazados en la zona exterior toman fondos a préstamo dentro de la zona declarante que son posteriormente situados en esta última. Así ocurriría volviendo a nuestro ejemplo, si el banco C de la zona exterior, sitúa en un banco perteneciente a la zona declarante B_2 , los fondos obtenidos a préstamo del B_1 (figura 3) la información estadística tratada por el

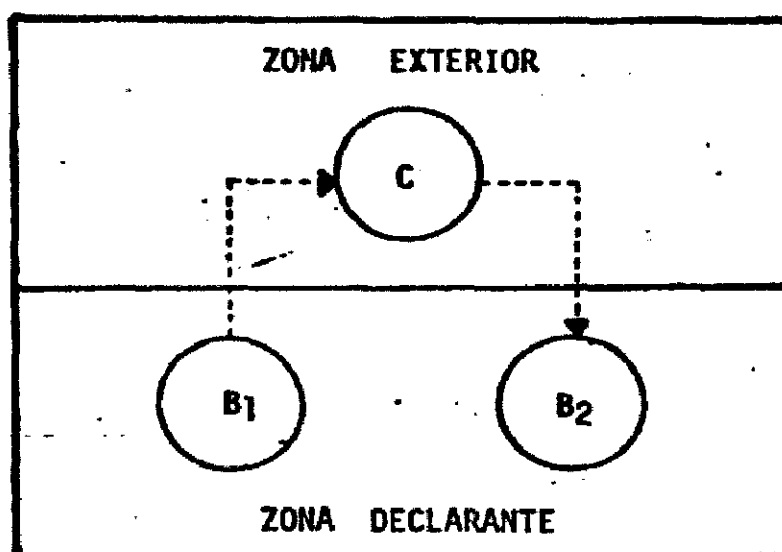


Figura n° 3

B.I.S. no permite eliminar este tipo de duplicidades que, a priori, pueden tener como efecto una sobreestimación de la dimensión del mercado. Sin embargo, es de esperar que los fondos captados en el euromercado no regresen a él vía los mismos bancos exteriores en la medida que, el tipo de interés de las posibles colocaciones es inferior al del endeudamiento previo por parte de estos bancos en el mercado monetario.

Podemos afirmar pues, que a los efectos del concepto de dimensión definido inicialmente, cualquier transacción entre un banco de la zona declarante y un banco de la zona exterior no es definida como operación interbancaria. La dimensión es neta de depósitos interbancarios, en la medida que estos depósitos son detentados por los bancos que residen en el país que proporciona información al B.I.S. Tal como señalábamos al principio, la aplicación de esta regla de compensación de posiciones interbancarias está sujeta, dentro incluso de la zona declarante, a tres importantes excepciones: (56).

En primer lugar, las cifras sobre activos y pasivos interbancarios incluyen posiciones con instituciones financieras las cuales no son bancos informantes por

si mismas. Quedarían así exceptuadas todas las instituciones monetarias oficiales (bancos centrales y el propio B.I.S.), así como determinadas instituciones especializadas, públicas o privadas, que operan principalmente en el campo de la financiación a largo plazo, así como holdings financieros y fondos de inversión.

La segunda excepción se aplica a los activos y pasivos bilaterales entre bancos pertenecientes a la zona declarante, denominados en la moneda nacional de los bancos en cuestión, un ejemplo sería una deuda de un banco establecido en Londres hacia un banco establecido en Alemania; la posición activa del banco alemán sobre el londinense, al estar cifrada en marcos alemanes no es computada en el conjunto de sus eurodivisas, de igual forma que no lo son sus pasivos en la misma moneda. En este caso, el banco emplazado en Alemania es considerado como el suministrador de las eurodivisas (euromarcos) no existiendo problema de duplicidad. (57)

En tercer lugar, habría que exceptuar igualmente, aquellos fondos financieros (trustee funds) situados en el euromercado por los bancos suizos por cuenta y

riesgo de sus clientes. Estos fondos no forman parte de los balances de los bancos suizos, pero en la medida que están situados en el euromercado, se consideran como pasivos de otros bancos informantes bilateralmente con bancos suizos. Dado que la mayor parte de estos fondos en depósito pertenecen, según las informaciones, a firmas no bancarias, esos pasivos que se obtienen como un resto, están incluidos en la estimación del tamaño neto del B.I.S. como una fuente de fondos no bancaria.

Las operaciones interbancarias de la zona declarante, añadidas al volumen neto constituyen la dimensión bruta del mercado. Así como las variaciones en la dimensión neta del mercado indican una estimación del crédito internacional, las variaciones en el volumen bruto indican una redistribución de los recursos financieros eurobancarios.

Algunos autores han definido una dimensión más amplia, denominada "bruta-bruta", (58) resultante de incorporar a la dimensión bruta ya definida, posiciones interbancarias de los bancos residentes no solo en la zona declarante, sino en el mismo país. En este sentido, el banco de Inglaterra empezó a suministrar a principios de 1977 datos referentes a estas operacio

nes en el Reino Unido.

Délimitada conceptualmente la dimensión del euromercado, las dificultades estadísticas anotadas inicialmente no han de obviar, sin embargo, la presentación de los datos más recientes al respecto. Presentamos al final del capítulo dos conjuntos de estimaciones elaboradas en base a fuentes distintas. En ambos cuadros las cifras recogidas sobrepasan el ámbito estadístico del B.I.S. En el primero de ellos, se han tratado de respetar hasta 1.972 las cifras proporcionadas por éste, considerando a partir de este año posiciones en eurodivisas que, respetando los criterios enunciados anteriormente, no pertenecen a la zona declarante del B.I.S., las diferencias entre un cuadro y otro radican básicamente en la amplitud de la zona exterior incorporada.

Así, el elaborado con los datos aparecidos recientemente en International Currency Review, (59) se basa esencialmente en la información periódica suministrada por Morgan Guaranty Trust Company, recogiendo, los pasivos externos mantenidos por los bancos de los principales países europeos, así como los referentes a las plazas de Bahamas, Bahrain, --

Islas Cayman, Panamá, Cuba, Japón, Hong Kong y Singapur. Con todo, creemos que ambos cuadros son exponentes bastantes fieles de lo que, en términos actuales, podemos considerar como dimensión real - del mercado.

DIMENSION BRUTA Y NETA DEL EUROMERCADO
Y SU CRECIMIENTO (ESTIMACION A)

AIOS	DIMENSION BRUTA	DIMENSION NETA	INCREMENTO %
1.958	-	1,5	-
1.959	-	2,5	58
1.960	-	3,5	40
1.961	-	4,-	14
1.962	-	5,3	33
1.963	-	7,-	32
1.964	-	9,-	29
1.965	-	11,5	28
1.966	-	14,5	26
1.967	-	21,-	45
1.968	-	30,-	33
1.969	-	45,-	50
1.970	115	57,-	27
1.971	150	71,-	25
1.972	200	105,-	48
1.973	305	155,-	48
1.974	370	210,-	35
1.975	455	250,-	19
1.976	550	305,-	22
1.977 (p)	600	350,-	15

FUENTES: Informes anuales del B.I.S. y World Financial Markets, de Morgan Guaranty.

Cifras en miles de millones de \$. USA.

(p) Provisional.

DIMENSION BRUTA Y NETA DEL EUROMERCADO YPARTICIPACION DEL DOLAR U.S.A. (ESTIMACION B)

ANOS	DIMENSION BRUTA	DIMENSION NETA	PARTICIPACION U.S.A. SOBRE D. BRUTA	% \$ U.S.A.
1.970	110	65	89,1	81
1.971	145	85	110,2	76
1.972	200	110	158,-	78
1.973	305	160	222,7	73
1.974	370	215	284,9	77
1.975	455	250	354,9	78
1.976	560	310	142,4	79
1.977 (x)	590	340	466,1	79
Julio	595	345	-	-
Agosto	600	345	-	-
Septbre.	610	350	-	-

FUENTE: Morgan Guaranty Trust Company; International Currency Review.

Cifras en miles de millones de \$ U.S.A.

(x) A final de Junio.

Todas las cifras están referidas al final de los periodos -
indicados.

NOTAS AL CAPITULO V

- (1). Vid. Anexo al capítulo IV.
- (2). LUIS A. ROJO. "Teoría Económica III". Parte I. (Apuntes basados en las explicaciones de clase). Facultad de - - Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales. Madrid -- 1968. p. 44.
- (3). Caracterizando el grado de liquidez de un activo por la certidumbre de su rápida realización en dinero sin su - frir pérdidas, el encaje es el activo bancario plenamen - te líquido y sin riesgos, constituyendo la primera lí - nea de liquidez del banco. Al tratarse de un activo no rentable, el banco mantendrá un encaje limitado a los - saldos activos exigidos por las operaciones corrientes. El encaje no ofrece, por tanto, una reserva de liquidez. Esta ha de ser aportada básicamente por la segunda lí - nea de liquidez formada por activos rentables altamente líquidos y seguros.
L. A. ROJO. Op. cit. pp. 33-42.
- (4). Un análisis detallado de las razones originarias de tal desfase puede encontrarse en la obra citada de L.A. RO - JO (p.45), donde seguimos basando nuestra exposición.
- (5). MILTON FRIEDMAN. "The Euro-Dollar Market: Some First - - Principles". Morgan Guaranty Survey. Octubre 1969. - - pp. 4-14; reimpresso en Review of the Federal Reserve - Bank of St. Louis, p. 53. Julio 1971; Selected Papers - of the Graduate School of Business. University of Chica - go. Paper nº 34.
- (6). GEOFFREY BELL. "Credit Colation Through Euro-Dollars". The Bancker. Vol. 114. Agosto 1964. pp. 494-502.

- (7). FRED H. KLOPSTOCK. "Money Creation in the Euro-Dollar Market - A Note on Professor Friedman's Views". - - - Monthly Review. Federal Reserve Bank of New York. Enero 1970. p. 12.
- (8). FRED H. KLOPSTOCK. "The Euro-Dollar Market: Some Unsolved Issues. Essays in International Finance. n° 65, marzo 1968. Princeton University. p. 12.
- (9). F. KOLPSTOCK. Ibid. p. 13.
- (10). Vid. capítulos III y IV de esta tesis.
- (11). Vid. GEORGE W. MCKENZIE. "The Economics of the Euro--Currency System". Macmillan. Londres 1976. p. 79.
- (12). Op. cit. p.80.
- (13). ALEXANDER K. SWOBOBA. "The Euro-Dollar Market: An Interpretation". Essays in International Finance. n° 64. Princeton University, febrero 1968. p. 18.
- (14). Los valores aquí manejados han sido previamente computados por PATRICK LAVERNY. "L'Euro-Dollar et ses problèmes". Travaux et Recherches de L'Université de Droit D'Economie et des Sciences Sociales de Paris. Presses Universitaires de France. 1975. p. 70.
- (15). E. WAYNE CLENDENNING. "Euro-Dollars and Credit Creation". International Currency Review. Vol. 3. Marzo - Abril 1951. pp. 12-19.
- (16). JOHN M. MAKIN. "Demand and Supply Fructions for Stocks of Euro-Dollar Deposits: And Empirical Study". Review of Economics and Statistics. Vol. 54. Noviembre 1972. Una de las respuestas a este trabajo fué la de AINF -

- MARIE MEULNDYKE en "Comment on Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-Dollar Deposits: An Empirical Study". Research Paper nº 7309. Federal Reserve - Bank of New York. Abril 1975.
- Posteriormente, MAKIN, publicó la réplica: "Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-Dollar Deposits: Reply". Review of Economics and Statistics. Vol. 57. Agosto 1975. pp. 353-356.
- (17). BOYDEN E. LEE. "The Euro-Dollar Multiplier". Journal of Finance. Vol. 28. Septiembre 1963. pp. 867-874.
- (18). FRITZ MACHLUP. "The Euro-Dollar System and Its Control". International Monetary Problems, Papers and Proceedings of Conference Sponsored by American Enterprise Institute for Public Policy Research. Septiembre 1967. Washington D.C. 1972. pp. 3-36.
- (19). FRITZ MACHLUP. "The Magicians and their Rabbits". Morgan Guaranty Survey. Mayo 1971. pp. 3-13.
- (20). ANDREW D. CROCKETT. "The Euro-Currency Market: An Attempt to Clarify Some Basic Issues". Staff Papers. FMI. Vol. 23 - nº 2. Julio 1976. pp. 375-386.
- (21). CROCKETT sostiene que, "El rendimiento sobre los recursos mantenidos en concepto de reservas podemos concebirlo como el valor para un banco de eludir las sanciones legales que resultan del mantenimiento de un nivel inadecuado de reservas". (Op. cit. p. 379). Al margen del carácter textual de la cita, pienso debemos entender ese "valor" a que se hace referencia, en términos de costes de oportunidad respecto de las estipulaciones legales vigentes en relación al nivel de rendimientos de los recursos bancarios en el mercado.

- (22). Ibid. p. 380.
- (23). Ibid. p. 381.
- (24). Los costes y rendimientos considerados deben, por su puesto, ser tratados como integrantes de factores no pecuniarios, tales como la liquidez.
- (25). EISUKE SAKAKIBARA. "El Mercado de Euro-Divisas en perspectiva". Finanzas y Desarrollo. Septiembre 1975. p.12.
- (26). JURG NIEHANS. "Geldschöpfung und Kreditvermittlung im Eurodollarmarkt". en Verstehen und Gestalten der Wirtschaft, Essays in Honor of F.A. Lutz. Diciembre 1971. - (Tübingen: J.C.B. Mohr.)
- JURG NIEHANS y J. HEWSON. "The Eurodollar Market and Monetary Theory". Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 8 - n° 1. Febrero 1976. pp. 1-27.
- (27). RAINER S. MASERA. "Deposit Creation, Multiplication -- and the Euro-Dollar Market" en A Debate on the Euro-Dollar Market, trabajo presentado al seminario organizado por la Banca d'Italia. Roma. Enero 1972. Quaderni di Ricerche, n° 11. Diciembre 1972. pp. 123-189.
- (28). C. NANNI y S. NANNI. "I coefficienti di perdita nel -- circuito dell'eurodollaro". Moneta e Credito. Vol. 29 n° 113. 1^{er} trimestre 1976 pp. 94-117.
- (29). JOHN HEWSON; EISUKE SAKAKIBARA. "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Portfolio Approach". Staff Papers. - FMI. Vol. 21 n° 2. Julio 1974. pp. 805-854
- JOHN HEWSON; EISUKE SAKAKIBARA. "The Eurocurrency System and their Implications". Lexington.

- (30). Estos autores, entre otros, configuran lo que JOHN MAKIN ha dado en denominar "The New-View" del análisis -- del mercado de eurodivisas frente a la posición "Multiplies Analysis" en la que encuadra los análisis "Chicago-Friedman; los primeros en este lenguaje dicotómico -- de Makin serían los "Yale-Tobin".

JOHN H. MAKIN. "The Multiplier" Versus the "New-View" - Analysis of Eurocurrencies". en Eurocurrencies and the International Monetary System". American Enterprise Institute for Public Policy Research. Washington, D.C.1976 pp. 357-362.

- (31). J. TOBIN. "Commercial Banks as Creators of Money" en Financial Markets and Economic Activity. Monograph. 21. - Cowles Foundation for Research in Economics. New Haven: Yale University Press, 1967. pp. 1-11.

- (32). Seguimos a partir de aquí el razonamiento básico de -- HEWSON y SAKAKIBARA:

- "The Eurocurrency System and their implications" pp. 117-139.

- "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Portfolio - - Approach". Staff Papers. Vol. 21 n° 2. Julio 1974. -- pp. 805-854.

- (33). Op. cit. p. 7.

- (34). J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Eurocurrency System and their Implications". p. 112.

- (35). J. TOBIN. Op. cit. p. 8.

- (36). A efectos del modelo, "Europa" comprende todos los países -no necesariamente europeos-, a excepción de EE.UU. Tal designación, es pues consistente con la más divulgada acepción amplia de eurodólar.

- (37). J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Euro-Dollar Deposit Multiplier". p. 315.
- (38). Tal como reconocen los autores, los fondos situados en el mercado de eurodólares por los bancos centrales podrán expresarse como una función de los tipos de interés significativos, de forma similar a otras funciones de depósitos del modelo. Sin embargo, al no existir evidencia de que el comportamiento de los bancos centrales se guíe por criterios similares a los inversores no públicos, se ha decidido suponer que aquéllos mantienen un ratio fijo sobre reservas de divisas, en depósitos en eurodólares reconociendo que tal supuesto, tiende a minimizar la importancia del escape por intereses y por lo tanto, a sobreestimar el multiplicador.
- (39). En la contrastación empírica que del modelo se realiza, la forma básica de estas funciones es la siguiente:

$$D_i = f(r, W_i, Y_i, X, S)$$

$$L_i = g(r, W_i, Y_i, X, S)$$

siendo

r = Vector de los tipos de interés

W_i = Variable representativa de la riqueza del país i .

Y_i = Variable representativa del ingreso del país i .

X = Vector de control de las variables.

S = Vector de variables especulativas (precio del oro y prima forward sobre varias divisas).

- J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Eurocurrency System and their Implications". p. 128.

- (40). J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Eurocurrency System and their Implications". p. 127.

(41). Ibid. p. 128.

(42). Ibid. p. 129.

(43). "The Eurocurrency System ...". pp. 130-139.

"The Euro-Dollar Deposit ...". pp. 325-328.

Un buen número de datos e hipótesis aplicados a esta contrastación empírica han sido tomados de los trabajos, (de los mismos autores) siguientes:

- "The impacts of U.S. Controls on Capital Outflows on the U.S. Balance of Payments - An Exploratory Study". F.M.I. Staff Papers. 1975.

- "The Effect of U.S. Controls on U.S. Commercial Bank Borrowing in the Euro-Dollar Market and the Euro-Dollar rate". Journal of Finance. 1975.

(44). J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Euro-Currency System and their implications". p. 136.

(45). J. HEWSON; E. SAKAKIBARA. "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Note". F.M.I. Staff Papers. 1975. pp. 565-568.

(46). En el modelo primitivo, anteriormente desarrollado, el valor del multiplicador era estimado sobre el supuesto de que el déficit de la balanza de pagos USA era insensible a los cambios en el tipo de interés sobre eurodólares (esto es, se suponía que $\frac{\partial BUS}{\partial r_{ED}} = 0$). Si bien se señalaba que este supuesto conduciría a una sobreestimación del multiplicador y hacía a éste, extremadamente sensible al valor de cd , no era posible en aquel momento, proporcionar una estimación de la elasticidad-interés de la balanza de pagos USA.

- (47). "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Note". p. 565.
- (48). Vid. el epígrafe de nuestro capítulo seis "El potencial inflacionista del mercado".
- (49). HELMUNT W. MAYER. "The B.I.S. concept of the Eurocurrency market". Euromoney. Mayo 1976. pp. 60-66.
- (50). GERARD BEKERMAN. "Les Euro-Dollars". Presses Universitaires de France. Paris 1977. p. 41.
- (51). GERARD BEKERMAN. Pp. cit. p. 42.
- (52). Tal será el caso, por ejemplo, de un banco francés -- que en la plaza de París, adquiriera dólares contra -- francos franceses en el mercado de cambios. Un con -- traejemplo sería el suministro por parte del mismo -- banco francés de marcos alemanes a un banco de Alemania Federal. (BEKERMAN. Op. cit. p. 43.).
- (53). Op. cit. p. 63.
- (54). H. MAYER. Op. cit. p. 62.
- (55). En efecto, si estas posiciones se hubieran saldado entre sí uno de los elementos más importantes en el papel desempeñado por el euromercado como canalizador -- internacional de fondos, no estaría reflejado en absoluto, en las cifras sobre la dimensión neta del mercado (H. MAYER. Op. cit. p. 62.).
- (56). Ibid. pp. 62-63.
- (57). Recordemos que las fuentes originales no bancarias no son consideradas en el cómputo estadístico del euro -- mercado.

En la práctica habitual, antes de obtener la dimensión neta del mercado el B.I.S. suele ajustar sus cifras en orden a considerar que una parte de las posiciones bilaterales en DM. de los bancos establecidos fuera de Alemania con bancos en Alemania pueden representar saldos pendientes u otras cuentas no relativas a las actividades en eurodivisas. Por la misma razón esencial, - se hace una detracción en las posiciones bilaterales - en dólares de los bancos de los Estados Unidos.

(58). G. BEKERMAN. Op. cit. p. 47.

(59). "The Euromarkets and inflation". International Currency Review. Vol. nº10 - nº 1. 1978. pp. 22-27.

ANEXO.

Ilustraremos con un ejemplo sencillo el proceso básico - de creación de eurodivisas. El uso, de eurodólares, puede ser teóricamente generalizado al resto de las euromonedas.

1º PASO.- Supongamos que antes de la creación de ningún eurodólar una compañía multinacional alemana - 'ABC', mantiene un depósito en un banco neoyorquino 'X' de 100 USA. Esta situación sería reflejada en los registros contables del banco - de N. York y de la compañía alemana de la siguiente forma:

BANCO 'X' DE N. YORK	
	Depósito a la vista adeudado a la Compañía 'ABC' 100\$ USA
COMPAÑIA 'ABC'	
100\$ USA Depósito a la vista en el Banco 'X' de N. York	100\$ USA

2º PASO.- La Compañía 'ABC', buscando la obtención de un rendimiento más elevado a los fondos depositados en el banco 'X', da instrucciones a éste para que coloque sus fondos en un depósito a plazo en el banco 'B' de Londres. El resultado es el siguiente:

BANCO 'X' DE N. YORK

	Depósito a la vista adeudado a Cía. 'ABC',	-100\$ US'
	Depósito a la vista adeudado al banco 'B' de Londres	+100\$ USA

BANCO 'B' DE LONDRES

Depósito a la vista con el banco 'X'	+100\$	Depósito a plazo adeudado a la Cía. 'ABC'	+100\$
--	--------	---	--------

COMPañIA 'ABC'

Depósito a la vista en el banco 'X' de N.York	-100\$
Depósito a plazo en el banco 'B' de Londres	+100\$

En este momento un eurodólar, ha sido creado, - esto es, un banco residente fuera de U.S.A. ha recibido un pasivo en dólares. Observamos, sin embargo, que los 100\$ depositados en el banco londinense están asociados al depósito a la vista mantenido en Nueva York. El nivel de depósitos totales en U.S.A. no ha sufrido variación, pero la propiedad de parte de ellos -en este caso 100\$- ha sido traspasada de una compañía alemana a un banco extranjero. El encaje de reservas, requerido por el Federal Reserve Bank no se ha visto alterado.

3º PASO.- Ya que el Banco londinense, ha de remunerar el depósito a plazo de la compañía 'ABC', habrá de buscar una forma de inversión de dichos fondos - de dólares que le proporcione un rendimiento suficiente sobre los mismos. Supongamos que el banco 'B' decide retener 10\$ de su depósito en el banco 'X' como reserva líquida y conceder un préstamo de 90\$ a un banco 'F' de París. Los registros serían los siguientes:

BANCO 'B' DE LONDRES

Préstamo concedido al banco 'F' +90\$	Depósito a la vista al banco 'F' +90\$ USA
---------------------------------------	--

BANCO 'F' DE PARIS

Depósito en el	Préstamo adeudado al banco -	
banco 'B' de -	'B' de Londres	+ 90 \$
Londres +90\$		

Como vemos, el balance del banco 'X' de Nueva York no ha sufrido cambio alguno; manteniendo aún un pasivo de 100\$ con el banco 'B' de Londres. La Compañía alemana posee ahora 100\$ en un depósito en eurodólares situado en el banco 'B' de Londres, y el banco francés posee igualmente 90\$ en eurodólares obtenidos en calidad de préstamo del banco 'B' de Londres. El total de eurodólares es, por tanto, de 190\$, repaldados únicamente por el depósito original de 100\$ mantenido en el banco norteamericano. La expansión en el mercado de eurodólares continuará indefinidamente si el banco francés prestara todo o parte de su depósito en el banco 'B', por ejemplo, a otro banco alemán, y este a su vez refinanciara su crédito prestando a un banco suizo, el cual podría hacer lo propio con un banco belga, etc.

4º PASO.- Supongamos que, en lugar de la expansión apuntada, el banco francés 'F' concede un préstamo a un importador francés por los 90\$ en eurodólares que posee, los cuales son destinados por aquél a liquidar una importación de mercancías procedentes de un Compañía norteamericana con sede en Nueva York. Supongamos que esta Compañía deposita el importe obtenido de su venta en el banco 'X', los registros serían ahora los siguientes:

BANCO 'F' DE PARIS

Préstamo concedido al importador francés +90\$	Depósito adeudado al importador francés +90\$
--	---

IMPORTADOR FRANCES

Depósito en banco 'F' +90\$	Préstamo concedido por el Banco 'F' +90\$
-----------------------------------	---

Cuando el importador francés realice el pago a la Compañía exportadora norteamericana, la transacción sería registrada de la forma siguiente:

IMPORTADOR FRANCES

Inventario de mercancías.....	+90\$
-------------------------------	-------

COMPANIA EXPORTADORA

Depósito en el banco 'X' de N. York	+90\$
Inventario de mercancías	+90\$

BANCO 'F' DE PARIS

Depósito en el banco 'B' de Londres	-90\$	Depósito adeudado del importador francés	-90\$
---	-------	--	-------

BANCO 'B' DE LONDRES

Depósito en el banco 'X' de N. York	-90\$	Depósito adeudado al banco 'F' de París	-90\$
---	-------	---	-------

BANCO 'X' DE NUEVA YORK

Depósito adeudado al banco 'B' de Londres	-90\$
Depósito adeudado a la Com pañía exportadora de N.York	+90\$

Cuando los fondos del préstamo en eurodólares - son utilizados por el importador francés para - pagar al exportador norteamericano, las deudas en dólares a favor del extranjero desaparecen, - pero, sin embargo, el total de depósitos a la - vista del sistema bancario U.S.A. y su corres - pondiente coeficiente de reservas no se ve afec - tado.

5º PASO.- El importador francés para amortizar el préstamo en eurodólares concedido por el banco 'F', - tendrá que exportar bienes a cambio de dólares o comprar dólares en el mercado de divisas. Suponiendo que adopta esta última opción, las - - transacciones resultantes serían:

IMPORTADOR FRANCES

Francos franceses - (equivalencia en <u>dó</u> lares) - 90 \$	Préstamo concedido por el Banco 'F' - 90 \$
Cheque en dólares - USA (comprados) ... + 90 \$	
Cheque en dólares - USA (amortización - préstamo) - 90 \$	

BANCO 'F' DE PARIS

Préstamo concedido al importador frances .. - 90 \$	
Depósito en el Banco 'B' de Londres (cheque recibido) + 90 \$	

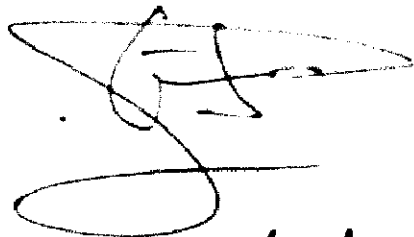
BANCO 'B' DE LONDRES

Depósito en Banco 'X' de N.York (equivalen- te al cheque deposita do) + 90 \$	
Préstamo al Banco 'F' - 90 \$	

de la ...
Diciembre, con ...

Secretaría General

Madrid, 9 de octubre de 1978


D. ...

