

El mercado de EURODOLARES

JOSE ANDRES DE OTEYZA

En el transcurso de la última década se ha desarrollado un nuevo mercado auténticamente internacional de dinero y capitales en el que las monedas convertibles de los países industrializados se prestan e invierten en forma activa. Este mercado, conocido bajo el nombre de mercado de eurodivisas, ha crecido rápidamente y se ha convertido en centro de atención de un numeroso grupo de autoridades monetarias y de banqueros y empresarios privados.

No obstante que prácticamente no hay un solo día en que la prensa deje de hacer mención de este tipo de operaciones, para el hombre de la calle, o aun para el economista profesional no especializado, el término eurodivisa, e incluso el más conocido de eurodólar, continúa siendo hasta cierto punto un enigma. Siguiendo a la prestigiada revista inglesa *The Economist* podríamos apostar, sin temor a correr grandes riesgos, que existen muy pocas personas que se atreviesen a afirmar ser capaces de explicar con precisión qué es un eurodólar, o dónde se localiza y cómo opera el mercado correspondiente.

Es cierto que a esta situación contribuye en buena medida la relativa novedad del tema, pero no lo es menos que dicha novedad se ve parcialmente contrarrestada por el auge reciente del mercado de eurodólares y sus efectos evidentes sobre la economía mundial, que lo invisten de gran trascendencia y actualidad. Este texto pretende presentar un panorama de conjunto de lo que son los eurodólares, de sus fuentes y usos principales, de los orígenes del mercado, su ámbito, magnitud y costo actuales y, por último, de algunas posibles repercusiones en las esferas monetarias de distintos países, entre ellos México.

Nota: Este artículo se basa en el texto de una conferencia dictada en la Escuela Nacional de Economía, de la Universidad Nacional Autónoma de México, en noviembre de 1969.

DEFINICION DE EURODOLARES

Existen dos acepciones del término eurodólar. En su sentido más amplio, los eurodólares no son sino sinónimo de lo que se conoce con el nombre genérico de eurodivisas y, en el restringido, tan sólo se trata de un tipo particular de éstas. Las eurodivisas, a su vez, podrían definirse como depósitos a plazo en bancos establecidos en un país distinto al de la moneda que se maneje, aunque cabe aclarar desde un principio que, a pesar de su nombre, no es necesario que dichos depósitos estén centralizados en Europa, de tal suerte que resulta frecuente que bancos de Canadá, Japón o Bahamas, por ejemplo, acepten depósitos en moneda extranjera que se registran como eurodivisas.

Cuando los depósitos mencionados están denominados en moneda norteamericana, éstos reciben el nombre específico de eurodólares. No obstante, una fuente de confusión se ha originado porque dado que cerca del 80% de las operaciones efectuadas con base en las reglas de este sistema caen precisamente dentro de este último caso, es muy común que se amplíe el contenido del término eurodólar hasta hacerlo equivalente al de eurodivisa; pero en un sentido estricto, y para el manejo diario de estas cuestiones, conviene diferenciar debidamente los eurodólares propiamente dichos, de los euromarcos, los eurofrancos o las eurolibras.

De aquí en adelante, nos referiremos exclusivamente al mercado de eurodólares, no sin antes hacer la aclaración, para no perder la perspectiva, de que las eurodivisas se encontraban, a fines de 1968, integradas por depósitos en diversas monedas en los siguientes porcentajes:

Dólares norteamericanos	80
Francos suizos	9
Marcos alemanes	7
Libras esterlinas	2.5
Otras monedas	1.5

Otro aspecto que parece pertinente aclarar es que el término eurodólares suele referirse tan sólo a depósitos a corto plazo. Esto no quiere decir que no exista paralelamente un mercado de capitales de estructura similar. Todo lo contrario. Si bien este último se desarrolló un poco más tarde y todavía a la fecha siguen siendo las operaciones a corto plazo las que tienen mayor importancia, la sección que opera con recursos a mayor vencimiento ha cobrado ya plena madurez. No obstante, esta última sección se conoce por lo general con el nombre de mercado de eurobonos, en función de que éstos constituyen precisamente el instrumento mediante el cual se efectúa la captación de recursos a largo plazo, y se reserva el término de eurodólares para el dinero a un año o menos.

Como es natural, en la práctica no es a veces fácil trazar la línea divisoria, pues ambos mercados están íntimamente ligados. Empero, si se hace abstracción de las operaciones a vencimiento medio de difícil clasificación, el problema se simplifica mucho. De hecho, las operaciones con vencimientos comprendidos entre una semana y un año caen de lleno en el terreno del mercado de dinero, o de eurodólares, y aquellas a plazos mayores de cinco años corresponden al mercado de capitales, o de eurobonos. Además, no cabe duda de que cada uno de estos dos mercados tiene un comportamiento distinto, como lo demuestra el que las tasas de interés correspondientes lleguen a diferir en un par de puntos o más.

Independientemente del mercado de eurobonos, aunque hasta cierto punto como una derivación de él, se ha empezado a desarrollar en época muy reciente otra nueva modalidad: la emisión de euroacciones, esto es, acciones comunes denominadas en una moneda distinta a la del país de la compañía emisora o del mercado en el que se van a colocar los valores. Parece ser que esta práctica se originó en las series de eurobonos convertibles que ya había en circulación y, hasta el momento, existen al menos cinco compañías (cuatro japonesas y una canadiense) que han recurrido a este sistema para hacerse de fondos. Al igual que en el caso de las eurodivisas y los eurobonos, todo indica que la moneda más utilizada para la denominación de los títulos es el dólar norteamericano.

La última característica importante de los eurodólares es que constituyen un mercado auténticamente internacional, es decir, que escapa a los controles tradicionales que operan en los mercados monetarios de cada país en lo particular (disposiciones respecto a las tasas de interés, restricciones impuestas por problemas de balanza de pagos, etc.)

El que el mercado de eurodólares no esté sujeto a ningún tipo de control por parte de algún banco central o agencia gubernamental y sus tasas de interés respondan en consecuencia al libre juego de la oferta y la demanda, es una característica muy atractiva para las empresas y bancos de carácter multinacional que, al recurrir a él, han recobrado la posibilidad de contar con un alto grado de movilidad financiera internacional. Esta posibilidad implica que entre los principales usuarios de eurodólares estén precisamente las grandes compañías multinacionales que los utilizan para financiar importaciones y exportaciones, para integrar su capital de trabajo y, cada vez en mayor medida, para cubrir sus necesidades de inversión a largo plazo a través, como ya hemos dicho, de emisiones de eurobonos y euroacciones.

No obstante lo anterior, y si bien las operaciones se han diversificado y la amplitud del mercado ha llegado a ser ya de tal dimensión que ofrece la posibilidad de concertar las operaciones en las más diversas combinaciones imaginables de plazo e

interés, quizá todavía el uso más generalizado de los eurodólares siga siendo el de procurar recursos transitorios (los llamados créditos puente) para satisfacer requerimientos inmediatos mientras se negocia un empréstito en condiciones más ventajosas.

Las razones por las que el mercado se ha expandido tan aceleradamente son varias, pero aquí sólo nos ocuparemos de dos de las más importantes: la mayor redituabilidad para los depositantes y la posibilidad para los demandantes de obtener recursos, aunque sea a mayor costo, cuando por circunstancias especiales éstos escasean. La primera razón fue decisiva para el nacimiento del sistema y la segunda para su espectacular evolución.

ORIGENES Y EVOLUCION DEL MERCADO

Cuando el mercado de cambios londinense empezó en 1957 a operar en forma regular con depósitos en dólares, nadie supuso que se iniciaba una modalidad revolucionaria en el sistema monetario internacional, que con el tiempo llegaría a afectar, de manera importante, incluso al comportamiento de las economías internas de cada país en particular.

En efecto, el nuevo mercado surgió como consecuencia de que los poseedores de moneda norteamericana negociaron con diversos bancos europeos, especialmente en Londres, condiciones que les permitían ganancias por encima de lo que sus capitales obtenían en Nueva York. Para ilustrar este fenómeno quizá fuese interesante mencionar que, a finales de 1960, mientras la tasa de interés en depósitos a tres meses en el mercado de eurodólares era de 4.13%, las tasas vigentes para depósitos al mismo plazo en los mercados locales de Estados Unidos, Suiza y Alemania, eran de 2.50, 2.08 y 3%, respectivamente. Estas condiciones determinaron la transferencia hacia Europa de importantes volúmenes de fondos, tradicionalmente concentrados en los bancos de Estados Unidos. Dicha transferencia, efectuada por particulares, empresas y algunos bancos centrales de países con balanzas de pagos superavitarias, determinó en sí misma el nacimiento del sistema en los términos en que lo hemos definido.

Originalmente las repercusiones fueron pequeñas, dado que aunque algunos demandantes de crédito acudían al nuevo mercado por ventajas fiscales o de otra índole, los incentivos no eran aún suficientes para compensar el mayor costo, puesto que, a diferencia de lo que ocurría con las tasas de interés pagadas a los depositantes, mientras a finales de 1960 se cobraba en el mercado de eurodólares un interés del 5.01% en los créditos a tres meses, en Estados Unidos sólo se cargaba el 4.5 por ciento.

La situación descrita varió por completo al implantar el Gobierno de Estados Unidos medidas para combatir la inflación interna y defender la balanza de pagos. Las grandes empresas norteamericanas en el extranjero, que normalmente se financiaban en su país de origen, vieron de pronto mermada esta posibilidad y empezaron a dirigirse a las instituciones europeas en busca de recursos. Algo similar hicieron los bancos, que intentaron contrarrestar así la política de "dinero escaso" del sistema de la Reserva Federal. Ambos elementos determinaron la elevación de las tasas de interés en el mercado de eurodólares y la consiguiente atracción de capitales especulativos hacia éste. Sin embargo, en la medida en que Estados Unidos intensificó sus políticas restrictivas, la afluencia de fondos se rezagó respecto a la creciente demanda, con lo que las tasas de interés en eurodólares a corto plazo llegaron a niveles sin precedente. Entre junio

de 1964 y el mismo mes de 1969 la tasa pasiva en depósitos a tres meses pasó de 4.3% a 12.5%, y aunque en este momento esta y las demás tasas de interés en el mercado de eurodólares han descendido ligeramente, continúan ejerciendo tremenda presión sobre los sistemas monetarios, tanto a nivel nacional como internacional.

nuido y en su lugar se han colocado los países de Europa occidental, mientras el papel de América del Norte como demandante se ha definido plenamente, ya que Estados Unidos y Canadá absorben en conjunto el 40% de la demanda total.

MAGNITUD Y DISTRIBUCION GEOGRAFICA DEL MERCADO

CUADRO 1

Mercado de eurodólares (En miles de millones de dólares)

La evolución del mercado de eurodólares ha sido espectacular y ha llegado a adquirir proporciones de verdadera consideración. Su volumen en un momento dado es sumamente difícil de estimar, ya que existen gran número de operaciones interbancarias que si bien podrían contribuir a una asignación más eficiente de recursos no aumentan directamente el monto total del crédito. En consecuencia, el Banco de Pagos Internacionales, que constituye quizá la mejor fuente de información en este sentido, intenta eliminar las operaciones interbancarias y prefiere referirse a cifras netas cuando se trata de precisar la magnitud del mercado de eurodólares. Así, dicha institución ha estimado, después de hacer los ajustes pertinentes para evitar hasta donde fuera posible una doble contabilidad, que el volumen neto de eurodólares pasó de 9 000 a más de 25 000 millones de dólares entre 1964 y 1968, sin contar las existencias de otras eurodivisas que en conjunto sumaban, a diciembre de 1968, el equivalente de unos cinco mil millones de dólares.

Fuentes	1964	%	1968	%
Estados Unidos y Canadá*	1.5	17	4.5	18
Europa occidental	4.4	49	13.2	53
Resto del mundo	3.1	34	7.3	29
<i>Total</i>	<i>9.0</i>	<i>100</i>	<i>25.0</i>	<i>100</i>
<i>Usos</i>				
Estados Unidos y Canadá*	2.2	23	10.2	40
Europa occidental	5.0	55	8.0	32
Resto del mundo	1.8	22	6.8	28
<i>Total</i>	<i>9.0</i>	<i>100</i>	<i>25.0</i>	<i>100</i>

* El Banco de Pagos Internacionales agrupa a Estados Unidos y Canadá al considerar sus íntimas relaciones económicas y financieras y, sobre todo, el que los bancos canadienses sean con frecuencia el canal al través del cual fluyen los fondos entre Estados Unidos y Europa.
Fuente: Bank for International Settlements, 39th Annual Report.

Este impresionante crecimiento se vio alimentado, por el lado de la demanda, por los siguientes factores: el agudizamiento de las restricciones crediticias de Estados Unidos, que condujeron a una mayor demanda de eurodólares por parte de los bancos norteamericanos; la continuación del programa de defensa de la balanza de pagos de Estados Unidos, que aumentó la dependencia de las sucursales europeas de empresas norteamericanas respecto al financiamiento mediante eurodólares; la intranquilidad en diversos mercados monetarios, que en ocasiones dio lugar a una mayor demanda por eurodólares para convertirlos posteriormente en oro o marcos alemanes. . . y, finalmente, la restricción del crédito en Francia que condujo a los bancos de ese país a recurrir también al mercado de eurodólares en busca de fondos.

En el fenómeno anterior influyeron, en forma particular, los intentos hechos por los bancos de Estados Unidos para contrarrestar las medidas restrictivas impuestas por su Gobierno, pero en 1968 también cobraron importancia las demandas de eurodólares hechas por instituciones no bancarias norteamericanas.

En cuanto al aspecto de la oferta se refiere, los principales elementos estimulantes fueron: el relativo relajamiento de las condiciones monetarias en la mayor parte de los países europeos y el temor imperante en los mercados de divisas internacionales que condujo a la conversión de cantidades importantes de libras y francos franceses en dólares. La reciente revaluación del marco, por su parte, se tradujo en una menor especulación con él y el consiguiente reflujo de fondos hacia el mercado de eurodólares, lo que no cabe duda que contribuyó a reducir la actual tensión y las tasas de interés vigentes.

Es así como el Gobierno de Estados Unidos ha visto limitada su política contraccionista y ha tenido que recurrir a implantar medidas particularmente severas que pueden tener graves repercusiones para prácticamente todos los países del mundo. En vista de las circunstancias y de que la Reserva Federal no apoyaba del todo la idea de restringir la entrada al país de eurodólares, se acordó en Washington obligar a los bancos del sistema a mantener reservas contra ellos, al igual que se hace contra los depósitos internos, para elevar el costo efectivo de dicha moneda y hacerla menos atractiva.

Todos los factores enumerados, y en particular la demanda de fondos por parte de los grandes bancos norteamericanos, han tenido influencia también en la distribución geográfica del mercado.

REPERCUSIONES EN LOS PAISES EUROPEOS

Como puede verse en el cuadro 1, entre 1964 y 1968, tanto la estructura de la demanda como la de la oferta de eurodólares tuvieron cambios importantes. Al final de 1964 los países de Europa occidental y Norteamérica eran los únicos usuarios netos de este tipo de fondos y se abastecían de los países del resto del mundo. Desde entonces la participación relativa del "resto del mundo" como alimentador del mercado ha dismi-

Conscientes de la situación, los gobiernos europeos temen que los altos intereses pagados en eurodólares provoquen una fuga de sus respectivas monedas, dada la marcada diferencia de rendimientos entre unas y otros. Por tanto, las tasas internas de interés de los países de Europa, salvo en un par de excepciones, se han elevado para eliminar los incentivos a la conversión y los tipos de redescuento se han colocado en niveles inusitados. Al 26 de septiembre de 1969, las tasas de redescuento de los principales bancos centrales europeos eran las siguientes:

Copenhague, Dinamarca,	9.00%
Londres, Reino Unido,	8.00%
Bruselas, Bélgica,	7.50%
París, Francia,	7.00%
Frankfort, Alemania,	6.00%
Zurich, Suiza,	3.75%

Salta a la vista lo elevado de las tasas mencionadas, sobre todo por lo que se refiere a países como Bélgica, Alemania y Suiza, que habían mantenido tradicionalmente el costo del crédito a niveles bajos. Como el mercado suizo suele absorber gran cantidad de fondos provenientes de otros países y empieza a mostrar signos de mayor liquidez, es posible que sus tasas de interés sean de las primeras en descender, a pesar de ser ya de las más bajas. En el caso de Alemania habrá que ver cuáles son los efectos finales de la salida de fondos especulativos una vez materializada la revaluación del marco.

Los datos anteriores ponen de manifiesto cómo la política seguida por el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos ha forzado a los banqueros centrales del mundo entero a ajustarse a las nuevas condiciones. En particular, es claro que estos últimos tendrán que considerar más detenidamente el funcionamiento del nuevo mercado de eurodólares que se encuentra en pleno auge, que se ha convertido en uno de los principales medios de transmisión de tensiones económicas y financieras a nivel internacional y que, a la larga, podría terminar en que el movimiento continuo y rápido de grandes volúmenes de capitales especulativos entre los distintos países llegara a ejercer tal presión sobre determinadas monedas que crease un pánico financiero de amplias proporciones.

EL CASO DE MEXICO

En México en particular, a pesar de haber desaparecido el tradicional diferencial en la tasa de interés que nos había permitido disfrutar de un flujo continuo de capitales provenientes del exterior, aún no se han presentado problemas de gran trascendencia. De hecho, lo que ocurre es que en la medida en que la gente piense que las altas tasas internacionales son pasajeras, el móvil para transferir recursos es relativamente pequeño. No obstante, es indudable que nuestra vulnerabilidad en las actuales circunstancias se ha acentuado. No sólo tendremos que pagar más caros los créditos que concertamos en el exterior, sino que el riesgo de una rápida salida de capitales a corto plazo lógicamente aumenta y no se puede olvidar que, además de la importante deuda exterior de México con vencimiento menor a un año, existan en el país numerosas inversiones en valores que gozan de una alta liquidez.

Este tipo de reflexiones fueron seguramente las que llevaron a las autoridades mexicanas a tomar algunas medidas defensivas similares a las adoptadas en otros países, ya que no podía descartarse la posibilidad de que se mantuvieran por largo tiempo los elevados niveles que registran en la actualidad las tasas de interés en los mercados financieros internacionales y hubiera una succión importante de fondos.

Entre las principales disposiciones al respecto están las siguientes: se autorizó a las sociedades financieras a emitir pagarés a largo plazo pagando intereses hasta del orden del 12 y 13% anual, mientras los bonos de estas instituciones devengan ya el 9% neto de pago de impuestos; las hipotecarias podrán poner en circulación un papel de renta fija del 10% con un promedio de vencimiento de dos años y medio, y los bancos comerciales están elevando su tasa de interés activa del 12 al 13% en préstamos de 30 a 60 días.

La situación en cuanto a depósitos a corto y mediano plazo en sociedades financieras se refiere, varía de acuerdo con el vencimiento del propio depósito y la forma en que se desee cobrar los intereses, pero para dar una idea al respecto es suficiente con mencionar que estas instituciones aceptan en la

actualidad depósitos a plazo en moneda nacional, en cantidades de veinticinco mil a un millón de pesos, a las siguientes tasas de interés:

	<i>Intereses pagados mensualmente</i>	<i>Intereses pagados al vencimiento</i>
Depósito por 12 meses	10.50% anual neto	10.75% anual neto
Depósito por 18 meses	10.75% " "	11.25% " "
Depósito por 24 meses	11.00% " "	11.50% " "

De momento no se sabe por cuánto tiempo estarán vigentes estas tasas, ya que las circulares aclaran con toda precisión que se trata de medidas transitorias. En cualquier caso, es indudable que el mayor costo del dinero en México afectará a buena parte de la actividad económica del país. Por lo pronto, podríamos señalar que aumentarán los costos de operación de las empresas en función de los mayores pagos en que tendrán que incurrir por el uso de capital ajeno. Simultáneamente, también se dificultará la obtención de fondos a través del mercado de valores, puesto que los altos rendimientos de los papeles de renta fija han repercutido, como era de esperarse, en la tendencia descendente del mercado. Sin embargo, ninguno de estos elementos debe exagerarse, pues en nuestro país el mercado de valores no ha sido nunca una fuente importante de financiamiento y las utilidades promedio son lo suficientemente altas como para permitir aumentos subsecuentes de la inversión, aun en presencia de las mayores tasas de interés en el curso de los últimos años.

De cualquier forma, en las actuales condiciones parece muy razonable suponer que había que evitar a toda costa las posibles fugas de capital al exterior. Hay quienes han argüido que sería conveniente calcular el rendimiento después del pago de impuestos de los valores extranjeros para poder realmente evaluar el grado de competencia que éstos pueden representar para los capitales invertidos en México, pero si bien el argumento podría tener cierta validez respecto a los valores en circulación en mercados monetarios tradicionales del exterior, dado lo poco gravados que están en nuestro país los ingresos provenientes del capital, en el caso de los eurodólares la posición tiende, por el contrario, a invertirse, puesto que estos últimos están libres de todo gravamen en la fuente.

A mi entender, lo más importante de todo lo expuesto es que a través del estudio del funcionamiento de un nuevo mercado financiero se puede percibir una vez más el enorme poderío de la economía norteamericana y su influencia en el resto del mundo. A últimas fechas, además del impacto directo que puedan tener las medidas restrictivas de Estados Unidos sobre el volumen del comercio mundial, se ha presentado un nuevo y dinámico mecanismo de propagación internacional: el mercado de eurodólares, cuyos verdaderos alcances e impacto quizá sea todavía prematuro evaluar en toda su extensión. Aún así, a estas alturas parece indudable que hay mucho de cierto en la afirmación de la ya citada revista inglesa *The Economist* en el sentido de que "los banqueros centrales tendrán que acostumbrarse a convivir con el mercado de eurodólares y habrán de aprender a adaptar sus políticas crediticias a condiciones en las que concurren movimientos importantes de capitales especulativos, lo que si bien no es un problema nuevo, de ninguna manera representa una tarea fácil, sobre todo cuando las tasas de cambio de monedas clave se sospecha que pueden ser modificadas al alza o a la baja".