

64/70

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

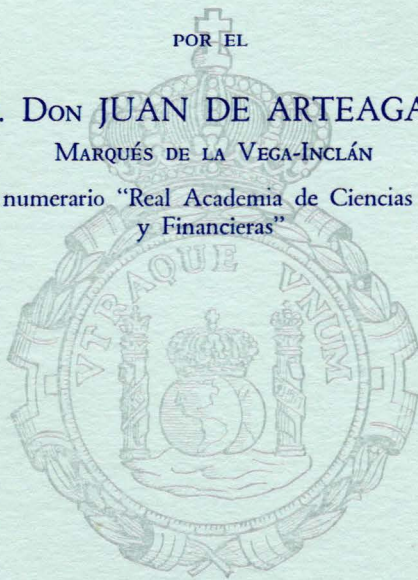
EL MERCADO MONETARIO Y EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

(Eurodólares y Euroemisiones)

POR EL

ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET
MARQUÉS DE LA VEGA-INCLÁN

Académico numerario "Real Academia de Ciencias Económicas
y Financieras"



BARCELONA

1970

**EL MERCADO MONETARIO Y EL MERCADO
FINANCIERO INTERNACIONAL**

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

EL MERCADO MONETARIO Y EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

(Eurodólares y Euroemisiones)

POR EL

ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET
MARQUÉS DE LA VEGA-INCLÁN

Académico numerario "Real Academia de Ciencias Económicas
y Financieras"

BARCELONA

1970

La Academia no se hace responsable de las opiniones expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 39 del Reglamento)

DEPÓSITO LEGAL, B. 39.359. - 1970

Imprenta Clarasó; Villarroel, 17. — Barcelona

Basado en este trabajo, el autor pronunció en el XXIII Ciclo organizado para el curso 1968-69, por la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de Barcelona, una Conferencia titulada, "*Mercado internacional Financiero*" (*Eurodólares y Euroinversiones*), el día 5 de mayo de 1969.

1. The first part of the document

2. The second part of the document

3. The third part of the document

4. The fourth part of the document

5. The fifth part of the document

6. The sixth part of the document

7. The seventh part of the document

8. The eighth part of the document

9. The ninth part of the document

10. The tenth part of the document

La reciente guerra mundial de 1939 a 1945, quebró completamente el sistema financiero y monetario internacional. Antes de esta conflagración, el mercado se movía con una gran fluidez y libertad, ya que sus monedas eran libremente convertibles entre sí y no existía control alguno de cambios. Con posterioridad han venido a surgir los grandes problemas que hoy en día padecemos, problemas de balanza de pagos, problemas de libre circulación de capitales, problemas de liquidez, problemas de equilibrio, etc.

Desde mediados del siglo pasado hasta la guerra europea de 1914, se consideraba que todo equilibrio monetario internacional, como un equilibrio a corto plazo, estaba basado en unas hipótesis internacionales que se apoyaban en el supuesto de la existencia de un sistema en el cual regía el libre intercambio en el terreno comercial, el patrón oro internacional y finalmente la libertad de circulación internacional de capitales. En esta forma, las relaciones entre los niveles de precios, con referencia a la balanza de pagos corrientes, y la relación entre los tipos de interés con referencia a la balanza de capitales, especialmente en los créditos a corto plazo, se mantenían en un sistema de equilibrio regido por una amplia libertad, al libre juego de estas fuerzas (1).

Previendo los resultados de la terrible conflagración que estremecía al mundo en aquellos momentos, tuvieron lugar las conocidas reuniones de Breton Woods de 1944, de donde surgieron instituciones como el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (B.I.R.D.) y el Fondo Monetario Internacional (F.M.I.), que trataron por todos los medios de lograr que resurgiese la libertad comercial y el desarrollo económico entre los

(1) Juan Sardá Dexeus: La crisis monetaria internacional. Ediciones Ariel. Barcelona, 1968.

distintos países dentro de un equilibrio, de cuyas regulaciones ya un poco anticuadas, todavía seguimos viviendo.

Recordaba por aquel entonces Lord Keynes en su informe, que no hacía más que repetir lo que ya había manifestado en su Tratado sobre la Moneda, aquella frase conocida de que “la condición necesaria del equilibrio internacional global, es que el saldo pasivo de la balanza de pagos de ciertos países se compense con inversiones exteriores de los países acreedores”.

DEL "DOLLAR-GAP" A LA ABUNDANCIA DE DÓLARES

La situación del año 1945 era realmente desoladora; sólo un país se encontraba en situación de equilibrio monetario y en período de desarrollo económico: los EE. UU. Otros países que financieramente habían sido considerados hasta entonces como verdaderas potencias, tuvieron que limitarse a hacer operaciones de puro nacionalismo económico, estableciendo estrechos controles, limitándose a lo sumo a áreas monetarias; así se hablaba del área del dólar, del área de la esterlina, del área del franco, que no era otra cosa que demostrar que entre estas áreas no había compenetración por la imposibilidad de su convertibilidad monetaria entre sí. Todo el mundo buscaba la única moneda convertible, la única con la que se podía adquirir materias primas y utillaje para volver a poner en marcha las industrias, la única moneda del único país que podía hacer estos suministros, es decir, el dólar. Llegamos a esta época conocida por el "dollar-gap", es decir, la escasez del dólar o la lucha por la conquista del dólar.

Pero ¿cómo captar dólares?, ¿cómo exportar a Norteamérica para obtener dólares, si el utillaje europeo se encontraba en el caso más favorable sin materias primas?, ¿cómo adquirir estas materias primas? Otros países, los derrotados, estaban desmantelados en imposibilidad de trabajar para volver a rehacerse. La situación se caracterizaba pues, por la escasez de dólares debido al persistente superávit de los pagos exteriores de los Estados Unidos respecto del mundo. La posición deficitaria de Europa era extremadamente grave y la única manera de entrar en el juego del comercio internacional, consistía en que los E.E. UU. suministrasen dólares a los países europeos, a base de donaciones y créditos, lo cual ocurrió gracias al genial Plan Marshall, que lanzó a Europa un promedio de 14.000 millones en dólares, que fueron empleados en la reconstrucción del mundo occidental.

Europa unida o mejor dicho esperando a unirse, condición previa

establecida por el Plan Marshall, crea sus instituciones para administrar esta generosa donación americana, entre todas ellas la más importante la O.C.D.E. (Organización de Cooperación Económica Europea). Este organismo administrador hace el reparto de estos recursos fundamentalmente para la adquisición de utillaje para reponer las destrucciones de vencedores y vencidos. Posteriormente reorganiza el intercambio comercial europeo, creando su conocido código de liberalizaciones.

La laboriosidad de los europeos, unido a los instrumentos puestos en práctica, unos económicos, otros monetarios como la Unión Europea de Pagos (U.E.P.), que permitía la convertibilidad entre sí de las diversas monedas europeas, hace que empiece el "take-off" o despegue en Europa, su crecimiento y un potente desarrollo económico. Este desarrollo llega a su culminación cuando en el 1958 la mayoría de los países europeos consiguen la convertibilidad exterior o externa de sus monedas. Este término implica un amplio grado de libre convertibilidad con respecto a los no residentes, a las paridades establecidas, pero a pesar de esto, todavía se conservan las restricciones para las transacciones financieras de los residentes y también para alguna de las transacciones por cuenta de capital de no residentes. Desaparece el "dollar-gap" y aparece la nueva era de la abundancia cada vez más creciente del dólar.

Poco tiempo después otros países se incorporan a este proceso de convertibilidad externa, entre ellos España, a raíz de su plan de estabilización que permite la existencia de cuentas en pesetas convertibles y una cierta liberalización de las transacciones comerciales y financieras, facilitando la importación de capitales.

Con ello se consigue una mayor fluidez de pagos, una posibilidad de expansión del comercio y relaciones financieras internacionales. La Unión Europea de Pagos (U.E.P.) desaparece y se crea un nuevo organismo, el Acuerdo Monetario Europeo (A.M.E.), ya que este "clearing" o "cámara de compensación" que era la Unión Europea de Pagos, al ser ya de por sí las monedas convertibles exteriormente, no era ya necesario. Pasamos pues, de esta forma a un sistema, que de hecho sin restricciones de una manera generalizada, es conocido por el Gold Exchange Standard.

Con esta prosperidad y expansión cambia completamente el aspecto financiero que habíamos esbozado hace unos momentos; pasamos de una situación de "dollar-gap" o escasez de dólares, a una situación en que el dólar deja de ser escaso y llega ya a ser poseído, bien sea en forma

de reservas en los bancos centrales, bien sea ya en cuentas de no residentes en sus depósitos bancarios.

El incremento del comercio y la prosperidad de los países, ya no sólo europeos gracias al Mercado Común y a la E.F.T.A., sino de otros países tan lejanos como el Japón, es debido a este régimen de libertad que se va generalizando en la posesión de las divisas.

Quisiéramos en este momento destacar dos factores muy importantes que han provocado este aumento del tráfico comercial en la creación o, mejor dicho, en el atesoramiento de dólares, que luego veremos como se transforman en Eurodólares.

Por un lado son las operaciones de importación, ya que los importadores y otros deudores con el exterior, cubren de antemano su deuda a fin de asegurarse una cotización fija determinada de los dólares que les son necesarios para efectuar el pago al proveedor en un plazo determinado. Por esta razón el banco importador posee depositados en sus cajas a su libre administración, una masa de dólares por un período de tiempo comprendido entre la compra de las divisas y el día en que el acreedor-importador tiene que liquidar su operación. Es entonces cuando el banco depositante pone en juego estos dólares en el mercado que luego definiremos del Eurodólar.

Por otra parte, en las operaciones de exportación, los exportadores y por ideología los titulares de crédito sobre el exterior, encargan a un banco para que gestione el cobro de la correspondiente deuda; una vez que el banco exportador ha efectuado el cobro, este establecimiento obtiene de su cliente que retrase el momento de la conversión de la divisa en la moneda nacional, transformando o abriéndole una cuenta de divisas, que durante un período más o menos largo, utiliza el banco y lanza al mercado del Eurodólar.

Desde que ha salido la palabra mágica Eurodólar, no hemos de asustarnos cuando presenciemos un baile de miles de millones de dólares y observemos que casi la unidad de cuenta de este tipo de transacciones es el millón de dólares.

Conviene hacer notar con el Dr. Paul Einzig en su libro "Eurodollar System", que el Eurodólar no es un tipo especial de dólar y que no hay nada absolutamente que lo distinga del dólar ordinario salvo, como veremos después, por el hecho de estar redepósito en un banco fuera de los Estados Unidos.

MERCADO DE EURODIVISAS A MEDIO, CORTO Y LARGO PLAZO

Un débil flujo de fondos de orígenes diversos, en algo más de diez años, se ha transformado en el lubricante principal en los intercambios internacionales que es lo que se llama Eurodólares, que representan hoy en día una masa de recursos de más de 40.000 millones de dólares en octubre de 1969. La importancia de las financiaciones a las cuales estos recursos sirven de soporte y sobre todo el papel que desempeña este circuito en el orden monetario internacional, han adquirido tal volumen que varios Bancos Centrales a través del Banco Internacional de Pagos (B.I.P.) de Basilea, han juzgado necesario intervenir, para regular la oferta y la demanda, en un mercado en el que las fluctuaciones violentas presentaban un serio peligro para el equilibrio de los tipos de interés mundiales, al menos para el buen fin de los pagos internacionales corrientes.

A mediados de 1963, aparece una segunda fórmula de Eurodólares; el Eurodólar que facilita, no ya los pagos corrientes, sino inversiones a largo plazo. La materialización de estas inversiones, de las cuales estas financiaciones son la contrapartida, han tomado pronto la forma de suscripciones de emisiones de obligaciones llamadas Euroemisiones o Euroobligaciones, que en la actualidad sobrepasan los 11.000 millones de dólares.

Como es lógico en todo sistema financiero desarrollado, existe entre estos dos circuitos relaciones evidentes entre el mercado del dinero a corto plazo y el mercado de capitales a largo plazo. Estas relaciones tienden, desde hace dos años, a estrecharse más, pero conviene considerar separadamente estos dos circuitos del Eurodólar, por razones que no son simplemente de comodidad de exposición. Su aparición y desarrollo proceden de causas y circunstancias parecidas. Dos diferencias fundamentales aún hacen esta distinción necesaria.

La naturaleza de los recursos que alimentan uno y otro circuito; para

el primero, fondos disponibles a corto o a muy corto plazo, y recursos de ahorro susceptibles de ser inmovilizados durante largos períodos, en lo que concierne al segundo.

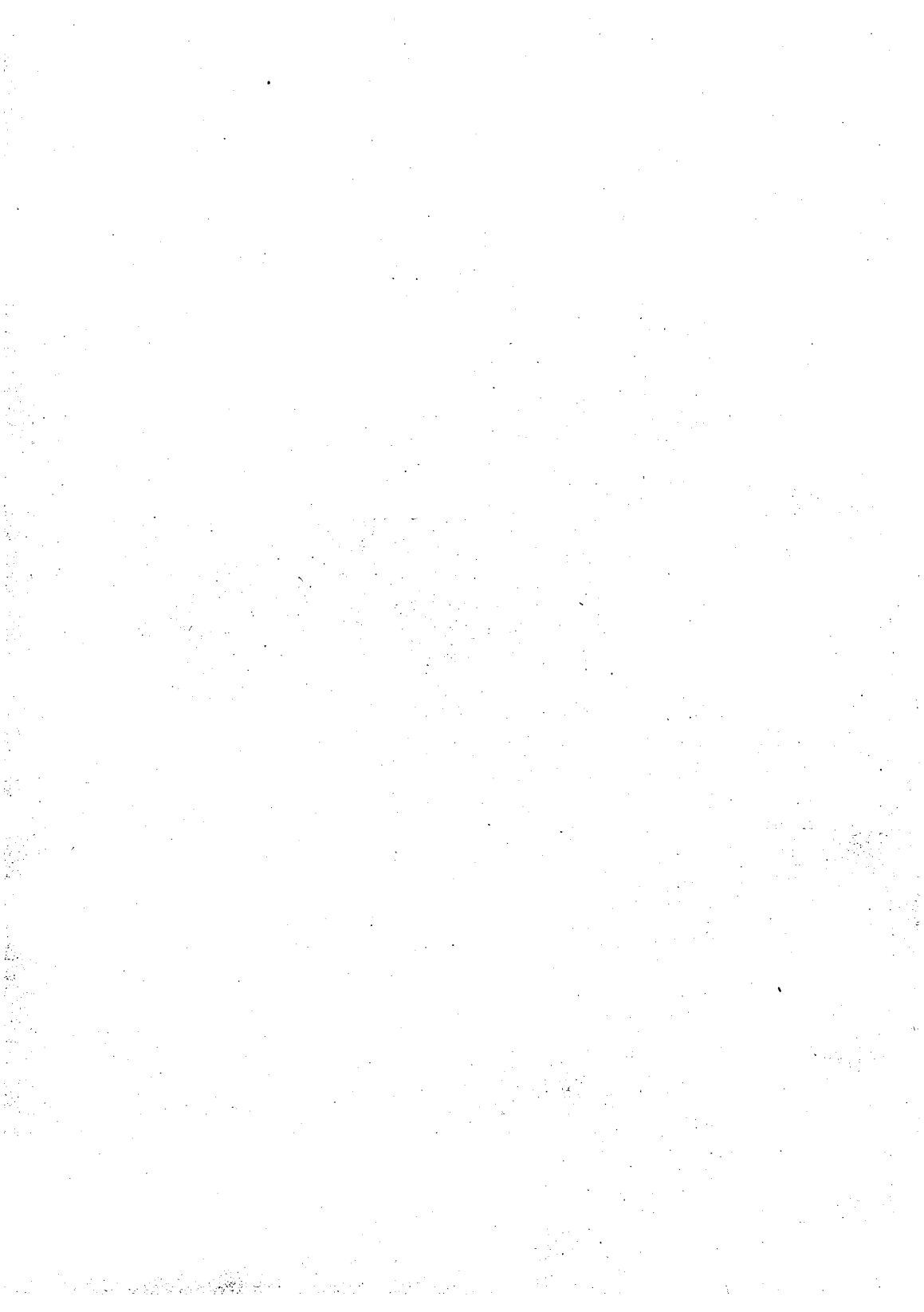
La naturaleza de las necesidades que tienen que satisfacer, necesidades de tesorería diaria o financiaciones a plazo relativamente corto, tres meses a un año en lo que se refiere al primero, y gastos a amortizar en varios años, hasta 20 años o más, para el segundo.

Estas diferencias justifican también unos ciertos matices de vocabulario. Hay dos formas de Eurodólar y a cada una corresponde un circuito.

Por una parte hay “un circuito del Eurodólar”, que no es otra cosa que el “*mercado monetario internacional*”: se trata de un mercado interbancario donde se manejan recursos a corto o a muy corto plazo, es decir, relativamente volátiles, que sirven de apoyo a financiaciones bancarias a plazo, en principio bastante corto.

Por otro lado, un “*circuito internacional de capitales*” a largo plazo, destinado a financiar inversiones, al cual se puede reservar la denominación de mercado de Eurocapitales, que utilizaban ya los bancos británicos en 1964 para distinguirlos del de Eurodólares. Este mercado sólo constituye un compartimiento, llamado europeo, por otra parte un poco abusivo, de un conjunto más amplio y que constituye el “*mercado financiero internacional*”. El otro compartimiento está constituido por los diferentes mercados financieros nacionales, más o menos abiertos al exterior.

No hace falta perder de vista que estos dos mercados no son otra cosa que una manera de resurgir, modernizada por el uso del Telex, de los mercados que existían antes de la guerra, cuando las monedas eran libremente convertibles entre sí y que no había control de cambios. La existencia de estos nuevos mercados internacionales procede, en efecto, del liberalismo restaurado hace una decena de años en las finanzas internacionales. Pero no podemos por ello dejar de buscar las razones por las cuales estos mercados tienen la impronta del dólar.



EL MERCADO MONETARIO INTERNACIONAL
Y EL MERCADO DEL EURODÓLAR



I. EVOLUCIÓN Y FUNDAMENTOS DEL MERCADO DEL EURODÓLAR

Una llamada a los orígenes históricos del circuito de Eurodólares, es completamente necesaria. Esclarece la naturaleza de los recursos del mercado y facilita la comprensión de mecanismos bastante complejos. Además, da a conocer los fundamentos monetarios de un circuito sobre el cual tiende a descansar el equilibrio de los pagos internacionales.

a). Desarrollo histórico.

La aparición del circuito de los Eurodólares, se atribuye generalmente a varios hechos o circunstancias, algunas de ellas históricas y otras debidas a la imaginación del hombre, ocurridos entre los años 1950 y 1960.

Se presentó por primera vez cuando el Director de una sucursal de banca americana en Europa, se dio cuenta de que al traspasar sus saldos de Europa a América, le pagaban tipos de interés más bajos que en Europa y entonces decidió no colocar estos dólares en sus casas matrices de América, sino colocarlos en el mercado europeo. Por otro lado, en una ocasión, el Jefe de la oficina de exportación de un banco europeo expuso a su Director más o menos la siguiente tesis: cuando nos viene un exportador y nos solicita un crédito, crédito que tenemos que hacer a través de un banco americano, el cual nos sale muy oneroso, ¿por qué no se lo damos directamente con los propios dólares que tenemos de nuestros clientes depositados en nuestro banco?

Para otros, el origen del Eurodólar se debe, cosa curiosa, a la guerra de Corea, cuando las instituciones monetarias de los países comunistas temieron el embargo de sus saldos o sea, los activos líquidos en dólares depositados en los bancos americanos. Entonces decidieron trasladar dichos saldos que tenían procedentes de su comercio exterior, desde América

a Europa, y los trasladaron al Banco Comercial para la Europa del Norte con sede en París, del cual tenían capital mayoritario los rusos. Posteriormente han creado otro banco ya completamente suyo, que es el Moscow Narodnyi Bank de Londres que se ha desarrollado muy rápidamente desde el año 1958.

Otro hecho histórico nace de las dificultades de la libra como consecuencia de la crisis de Suez de 1957, por la imposición de restricciones en Gran Bretaña a la entrega de aceptaciones en libras por los bancos ingleses para la financiación de los intercambios con países terceros. Los bancos de negocios de Londres al no poder utilizar la moneda nacional en las finanzas internacionales, que constituían una gran parte de sus actividades tradicionales, se han esforzado desde entonces, para servir de soporte a sus operaciones exteriores, en recoger depósitos en dólares que se encontraban en poder de bancos en el resto del mundo.

b). Características del Eurodólar.

Estos hechos fundamentales nos permiten obtener las características del mercado del Eurodólar. Los Eurodólares son pues, saldos en dólares que presentan las tres características fundamentales siguientes:

1. Ser poseídos por no residentes en los EE. UU.
2. Administrarse fuera de los EE. UU.
3. Utilizarse fuera de los EE. UU.

1.º. *Los saldos en dólares, son dólares extranjeros*, es decir, créditos del extranjero contra los EE. UU. pero su creación es debida tanto a los no residentes en EE. UU., como a residentes en este país. Los primeros pueden efectivamente contraer créditos contra los EE. UU. por simples compras en dólares en los mercados de cambio.

Los residentes americanos contribuyen a crear Eurodólares, cuando prestan dólares internos a los no residentes. Las empresas americanas hasta 1965 han sido una fuente considerable de creación de Eurodólares, por el hecho de que ponían una parte de su tesorería a la disposición de bancos extranjeros, dispuestos a pagar un tipo de interés más elevado que en los EE. UU. De la misma forma, los bancos americanos crean virtualmente Eurodólares cuando hacen depósitos en dólares en el extranjero o realizan operaciones "swaps" con bancos extranjeros, o abren créditos en dólares

en el extranjero. Finalmente las autoridades monetarias americanas crean directa y deliberadamente Eurodólares, cuando autorizan emisiones en líneas de crédito “swaps” abiertas en los libros de la Reserva Federal en beneficio de Bancos Centrales extranjeros o en instituciones tales como el Banco Internacional de Pagos de Basilea.

2.º. *Estas disponibilidades se administran fuera de los EE. UU.* Los saldos en dólares, créditos contra bancos americanos, permanecen necesariamente contabilizados en los libros de los bancos situados en EE. UU. pero son redepósitos en bancos situados fuera de los EE. UU. Así ocurría con los dólares que perteneciendo a instituciones monetarias de los países del Este europeo en cuenta en los bancos de Nueva York, pero puestos a disposición del Banco Comercial para Europa del Norte en París, y utilizados libremente por este último. *La extraterritorialidad con relación a los EE. UU. del lugar de gestión de los activos en dólares, es elemento constitutivo esencial del Eurodólar.* El lugar de gestión de estos activos puede, por otra parte, no encontrarse en Europa, por ejemplo en Hispanoamérica o en el Japón y sería un verdadero abuso lingüístico la denominación de “Euro”, si casi todos los bancos depositarios de estos saldos en dólares no estuviesen, de hecho, situados en Europa, bien sea en Londres, París, Suiza o Alemania, ya sean estos establecimientos ingleses, franceses, suizos, alemanes o sucursales en el extranjero de bancos japoneses e incluso americanos.

3.º. *Los activos así redepósitos fuera de los EE. UU., se utilizan fuera de este país.* Los activos extranjeros en dólares, si revierten en el circuito interno americano, pierden su naturaleza de Eurodólares, al menos en la medida en que estos activos ya no pueden ser puestos a la disposición de no residentes en los EE. UU. Así, los bancos europeos que desde hace tres años prestan a los grandes bancos americanos cantidades considerables de dólares, sólo pierden la disponibilidad de estos activos durante algunos días o las horas necesarias del paso de vencimiento de tesorería por los bancos de Nueva York o Chicago.

c). Fundamento monetario: Diferencia entre los tipos de interés.

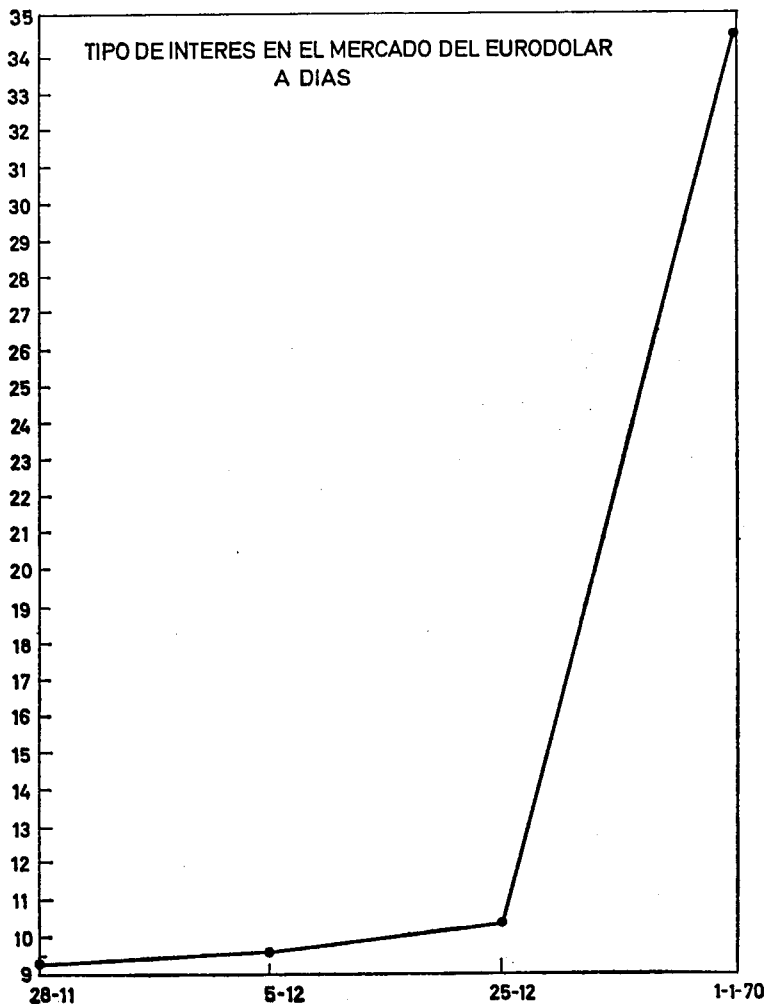
El fundamento básico monetario de este circuito, por definición extra americano, está constituido por la reglamentación que limita la remuneración de los depósitos bancarios en los EE. UU. (Reglamento Q. de la Reserva Federal).

En 1958, época a partir de la cual el mercado de Eurodólares ha comenzado a desarrollarse, el interés que los bancos americanos podían dar a sus depósitos a plazo, es decir a más de 30 días, estaba limitado por un interés muy bajo, (1 % de 30 a 90 días, el 2 1/2 % de tres a seis meses y el 3 % más allá de estos seis meses), y estaba prohibida para los depósitos a la vista a menos de un mes, toda clase de retribución. Los límites de remuneración de los depósitos a plazo han sido progresivamente elevados desde 1961, cuando la Administración Demócrata se propuso elevar los tipos monetarios americanos para atraer los capitales flotantes y mejorar la situación de la balanza de pagos de los EE. UU. Esta política no ha impedido que los tipos de interés americanos, permanezcan generalmente inferiores a los tipos de interés de las imposiciones a corto plazo que podían obtenerse en el extranjero, en particular, a causa de la presión de la demanda de fondos en el resto del mundo.

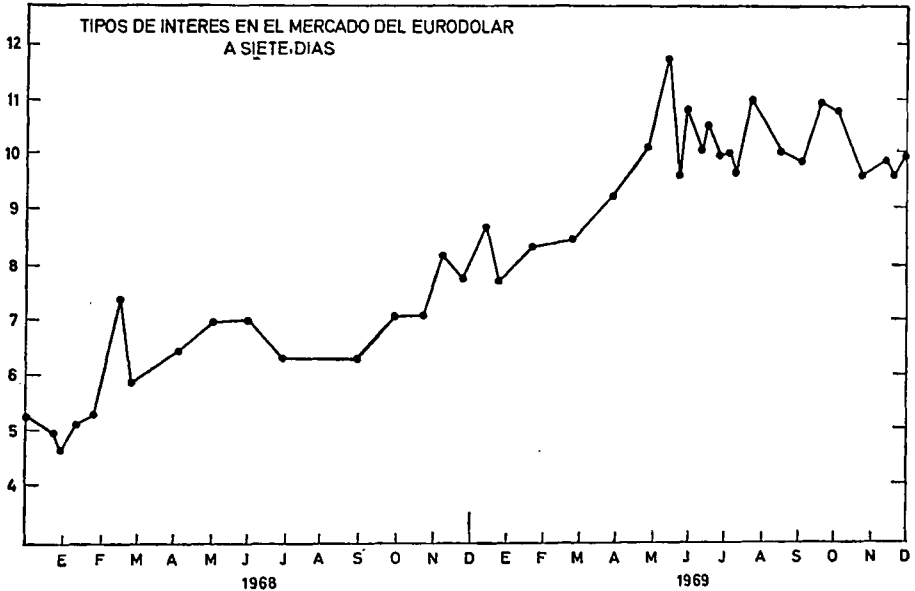
La remuneración de los depósitos en los EE. UU., a pesar de la subida, están limitados para los vencimientos de un mes y más, a un nivel relativamente elevado (6 1/4 % para los depósitos superiores a 100.000 dólares); pero ha bastado estos últimos años que las autoridades monetarias americanas refuercen la liquidez de los bancos en los EE. UU., para que los grandes bancos americanos se transformen en prestatarios en el extranjero en dólares, cuyos depósitos no estaban sometidos al coeficiente de liquidez fijado por el Reglamento Q. Los empréstitos en dólares en el extranjero, que sirven para rehacer la posición de los bancos americanos con respecto al sistema de reservas obligatorias, presentaba para los bancos prestatarios una ventaja excepcional: estos dólares, por el hecho de su función de reserva, son ya "Dólares de alto poder" (High-power-dollars), por el efecto multiplicador que ejercen sobre la capacidad de crédito de los bancos americanos; desempeñaban pues un papel considerable en la distribución del crédito en los EE. UU.

A esta atracción por el dólar extranjero hay que añadir la incidencia de dos factores técnicos de origen legal. Por una parte, los depósitos en dólares obtenidos del extranjero, no daban lugar a la constitución de reservas obligatorias en la Reserva Federal y no estaban, por tanto, sujetas al seguro obligatorio del Federal Deposit Insurance Corporation. Por otra parte, los bancos americanos tienen la ventaja de tomar a préstamo dólares a 24 horas en Europa, a tipos de interés que han llegado a alcanzar el 13 % anual, en la actualidad 9 1/8 %, antes que recurrir al mercado interban-

cario americano de fondos federales (es decir, de excedentes de reservas obligatorias), a tipos de interés que muy raramente han sobrepasado el 6 %. La razón de este tráfico, bien conocido por los bancos europeos, reside en el decalage de fechas de debe y haber en EE. UU. entre “fondos federales”, cuyo movimiento por definición hace intervenir a los Bancos de Reserva, y fondos corrientes, llamados de “clearing” porque sus movimientos están compensados por la Cámara local de compensación.



Así, cuando un banco de Nueva York pide prestados dólares en Londres el jueves a las 10, hora de Nueva York, es decir, aproximadamente a la hora de cierre del mercado de Londres, puede hacerse abonar los fondos en Nueva York desde el jueves por la tarde, por la vía del "clearing" new-yorkino, ya que la operación corresponde a un juego de asientos entre dos bancos de la plaza. El viernes por la mañana, el banco efectúa la ope-



ración inversa, reembolsando después de haber llevado los fondos recibidos la víspera al haber de su propia cuenta en el Banco Federal de la Reserva de Nueva York, por lo cual se transforman en fondos federales, inscritos en la cuenta de reservas obligatorias; pero en virtud de las prácticas de Reserva Federal, la banca acreditada inmediatamente el viernes por la mañana, no será adeudada antes del lunes, del cheque que representa el reembolso del viernes. El banco ajusta así su posición de reserva durante tres días, al precio de un día de intereses deudores.

De esta manera se explica que la demanda americana, fuerza muy fuertemente en Londres los tipos de interés del dólar "overnight" del jueves. Los bancos americanos hacen sin embargo, un ahorro de intereses

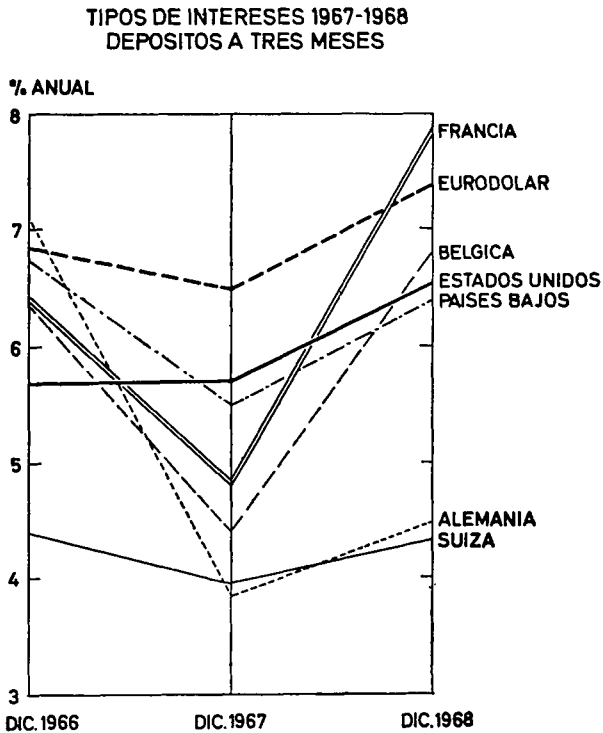
con relación a lo que les costaría los “fondos federales” de origen interior, sobre los cuales, desde 1964 han cogido la costumbre de pagar una prima con relación a los tipos de descuento oficial. De hecho, es a finales de 1964 que se remonta el desarrollo de estos empréstitos de Eurodólares destinados a ajustar las posiciones internas de tesorería obligatoria. La Reserva Federal tiene por tanto, los medios reglamentarios de poner fin a este circuito, cuya existencia contrarrestan los objetivos de la política monetaria interna de los EE. UU. desde hace tres años. Sólo poderosas consideraciones de la balanza de pagos, han podido incitar a tolerar flujos de fondos extranjeros, que contribuyen a disminuir el déficit aparente de la balanza de pagos americana. Sólo en el primer cuatrimestre del año 1969, los bancos americanos han retirado del mercado del Eurodólar unos 10.000 millones de dólares.

Esta situación de dependencia de los bancos americanos con relación al “pool” internacional de los Eurodólares, ha forzado fuertemente las relaciones de los tipos de interés que ya existían entre los EE. UU. y el resto del mundo. Las tensiones provocadas por el crecimiento de las necesidades mundiales se encuentran ahora reforzadas por el alza de los tipos de interés americanos. Durante un largo período, la política monetaria de los EE. UU. está cogida en un círculo vicioso, el alza de los tipos de interés americanos repercutiendo inmediatamente en el resto del mundo por el hecho de la ósmosis creciente entre los mercados monetarios nacionales y el mercado monetario internacional.

Esta situación ha cambiado recientemente, ya que la banca de los EE. UU. elevaba, como consecuencia de la elevación del tipo de descuento de la Reserva Federal, el pasado 9 de junio, su tipo de interés básico (prime rate) del 7 1/2 % al 8 1/2 %. Como esta tasa se aplica sólo a los clientes de “primer orden” (unas mil empresas comerciales e industriales), la medida adoptada supuso para la inmensa mayoría de las empresas americanas, unos tipos de interés que oscilan entre el 11 % y el 12 1/2 % y unos costes de dinero tomado a préstamo del 13 % al 14 %. Esta medida tuvo días después su continuación. El 27 de junio de 1969 el Consejo de la Reserva Federal ha anunciado el propósito de someter los créditos en Eurodólares tomados por la banca americana de sus sucursales en el extranjero, al régimen común de las reservas obligatorias.

d). *Déficit de la balanza de pagos americana.*

Sin embargo, es bien evidente, que la reglamentación americana de la remuneración de los depósitos bancarios y la diferencia inicial de los tipos



Fuente: O.C.D.E.

de interés entre los EE. UU. y el resto del mundo, no han podido ser los únicos en arrastrar o empujar a un desarrollo tan espectacular en el circuito del dólar extranjero tanto más que desde hace años, los tipos americanos han tenido que acercarse a los tipos de interés practicados en el resto del mundo.

Es pues, también, al déficit considerable y permanente de la balanza

de pagos americana al que hay que atribuir la expansión del mercado monetario internacional. El concurso de créditos a corto plazo en dólares del extranjero contra los EE. UU., excluyendo el Fondo Monetario Internacional, ha pasado en efecto de unos 19.000 millones de dólares en 1961, a cerca de 30.000 millones a finales de 1967; al mismo tiempo, el volumen neto de las disponibilidades en Eurodólares, han pasado de poco más de 2000 millones de dólares a casi 13.000 millones de dólares en 1967, y en 1969 a más de 40.000 millones de dólares.

Los EE. UU. han dejado de tener su balanza de pagos con superávit y ha pasado a tener una balanza de pagos deficitaria, no por desequilibrio comercial, sino por causa de las donaciones del Plan Marshall y de los movimientos de capital a largo plazo. Esto, junto a la convertibilidad general de las monedas europeas en 1958, lo cierto es que todo ello ha dado lugar a la creación de dólares como medio de pago internacional y al crecimiento de las reservas de los países europeos.

Norteamérica año a año, va cada vez teniendo un mayor déficit en su balanza de pagos monetaria:

1960	— 3.400 millones de dólares,		
1961	— 1.347	”	”
1962	— 2.702	”	”
1963	— 2.011	”	”
1964	— 1.564	”	”
1965	— 1.289	”	”
1966	+ 266	”	”
1967	— 3.405	”	”
1968	+ 1.800	”	”
1969	— 7.000	”	”

En total, de 1960 a 1969 un volumen de 20.652 millones de dólares han salido de los EE. UU. para depositarse en otros países occidentales, junto a los fondos ya existentes con anterioridad. La magnitud de los depósitos en dólares en manos extrañas a Norteamérica, adquiere aún más relieve si se tiene en cuenta que las reservas en oro del país, 11.882 millones de dólares-oro en enero de 1970, no alcanzan a cubrir ni siquiera con mucho la mitad del volumen de dólares dispersos por el mundo fuera de los EE. UU. de Norteamérica.

Pero si bien el déficit americano, es históricamente el origen del desarrollo rápido del mercado de Eurodólares, no constituye una condición necesaria para la existencia continuada de un mercado monetario internacional. La condición indispensable a este respecto, es más el mantenimiento del liberalismo en las reglamentaciones internacionales conseguido en 1958, con la vuelta a la convertibilidad de las principales monedas. Este liberalismo es el que permite utilizar indiferentemente activos extranjeros en dólares, marcos y otras divisas convertibles para la financiación internacional, a la cual las diferentes monedas se prestan lo mejor posible y a la práctica de los arbitrajes que dictan las diferencias en los tipos de interés. Los saldos en dólares no constituyen, por otra parte, la totalidad de los recursos del mercado de lo que se llama Eurodólares, sólo algo más de los cuatro quintos, el resto está representado por depósitos en otras monedas convertibles, deutschemark, francos suizos, libras, etc. El volumen de estas otras eurodivisas se ha calculado en algo más de 2.500 millones de dólares a finales de 1966.

e). Definición del Eurodólar.

Así se esboza una definición del Eurodólar, principal eurodivisa y que a menudo se confunde con la eurodivisa en el lenguaje corriente. El término "Euro" se refiere en efecto, a todo depósito bancario expresado en una divisa que no es la moneda del país en que la banca depositaria está establecida. Así, un saldo acreedor en libras perteneciente a una banca italiana sobre las libras de un banco de Londres ("external Sterling"), se transforman en euroesterlinas cuando se redepositan o se ponen a la disposición de un banco situado en Francia o en Alemania, por ejemplo, para ser utilizados fuera de la Gran Bretaña. Pero el mercado de los Eurodólares y otras eurodivisas es un mercado único, el mercado monetario internacional, en el que los que operan, pasan libremente de una moneda a otra a su conveniencia.

La influencia del dólar sobre el mercado monetario internacional, no está solamente en el hecho de que la moneda americana está ampliamente considerada como la más segura y la más cómoda a la vez, sino que también se basa en el déficit exterior de los EE. UU. que alimenta

abundantemente el mercado y que éste se encuentra en una dependencia estrecha con relación a la política monetaria americana.

Todo se basa pues, en esta organización como si el déficit exterior de un país, reforzase el esplendor internacional de esta divisa. Hay por tanto, una paradoja en el hecho de que una moneda apoyada por la economía la más poderosa, pueda adquirir una virtud suplementaria, de hecho su multiplicación, cuando el buen sentido en materia monetaria, es de que la escasez es sinónimo de valor. En esta organización ocurre como si un país que facilita el uso de su moneda al exterior, quisiese al mismo tiempo, provocar la escasez en el interior, imponiendo al resto del mundo las consecuencias de un alza de tipos de interés, porque no desea impedir que sus bancos satisfagan sus necesidades internas, pidiendo prestado en el extranjero.

II. VOLUMEN DEL MERCADO

a). Dimensiones del mercado del Eurodólar.

Estos aspectos del circuito de Eurodólares presenta tanta más importancia, tal como funciona hoy en día, cuanto este circuito interesa al mundo entero. Su enorme desarrollo hace que afecte a todo país que tenga una cierta importancia financiera, tanto como proveedor como solicitador, los prestamistas de ayer se transforman a menudo en prestatarios de mañana.

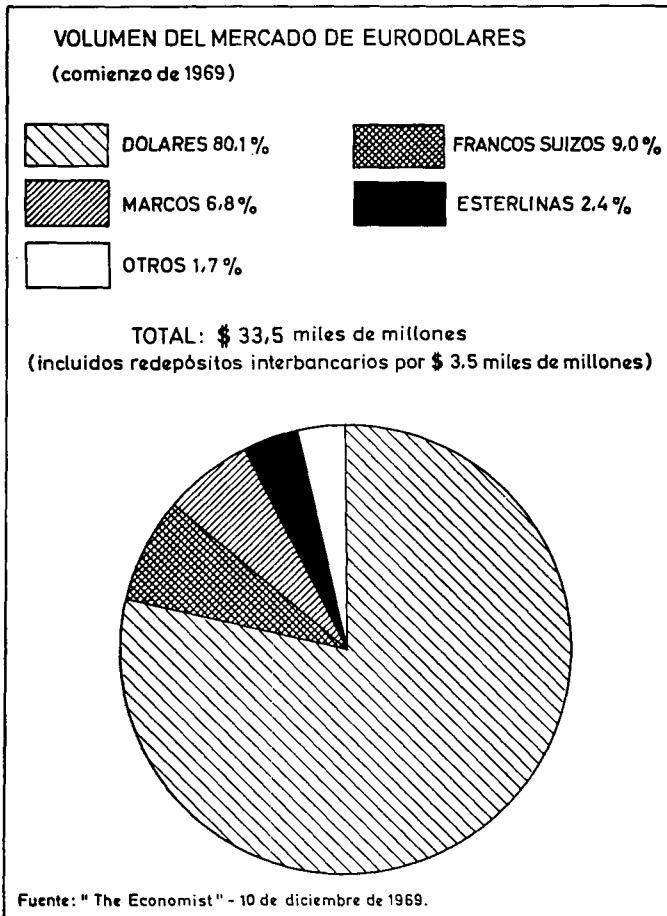
No se sabe exactamente cuanto representan los recursos del mercado de eurodivisas. Las estimaciones, las más serias, son aquellas que tratan de eliminar los dobles empleos en el cuadro en que figuran, en recursos, disponibilidades en que lo indicado es que estén redepositados de un banco a otro. La mejor estimación es la del Banco Internacional de Pagos de Basilea, del cual forman parte los principales bancos centrales, pero de los cuales solamente ocho le facilitan datos estadísticos. Este banco declara periódicamente los activos y pasivos de divisas del sistema bancario que controla. El Banco Internacional de Pagos, calculaba a fin de 1966, en alrededor de 13.000 millones de dólares, las disponibilidades del mercado monetario internacional representados en depósitos en dólares.

Los saldos en dólares así calculados en unos 25.000 millones de dólares a finales de 1968, representan poco más o menos, el 80 % del total de los recursos del euromercado, es pues alrededor de 30.000 millones de dólares a lo que se elevaría a finales de 1968 el volumen total de las disponibilidades de eurodivisas.

En cuanto a finales de 1969, los datos del Banco Internacional de Pagos, nos ofrecen unos activos en dólares de 37.500 millones, teniendo en cuenta que estos datos no cubren la totalidad de los países. Por otras fuentes estadísticas, hacen elevar los saldos de dólares circulantes a principios de 1970 a unos 45.000 millones.

Al principio, los cálculos mejores han sido presentados por el antiguo Jefe de Estudios del Fondo Monetario Internacional, Oscar Altmann, que

estimaba el volumen de las disponibilidades en Eurodólares en 2.000 millones de dólares a finales de 1960. La progresión ha debido ser así, del orden de 2.000 millones de dólares anuales, como término medio, entre



1960 y 1966 y ha sobrepasado en 2.000 millones anuales desde 1963 época en la cual los recursos en Eurodólares se calculaban en unos 5.000 millones aproximadamente. Los Eurodólares, reflejo del déficit americano, representan pues desde hace varios años, la parte esencial de la nueva liquidez internacional.

ESTIMACIÓN DE LAS DIMENSIONES DEL MERCADO DEL EURODÓLAR

Conceptos	1966	1967	1968		1969	
	Dibre.	Dibre.	Junio	Dibre.	Junio	Dibre.
	en miles de millones \$ USA.					
FUENTES:						
EE. UU	1,1	1,7	2,9	3,2	4,4	3,8
Canadá	0,6	0,9	1,0	1,3	2,3	2,9
Total	1,7	2,6	3,9	4,5	6,7	6,7
<i>Europa Occidental</i>						
<i>Zona de los ocho países</i>						
Sector no bancario	2,8	4,0	4,8	5,2	8,1	9,4
Sector bancario (1)	5,6	5,6	7,4	8,0	8,7	9,2
Otros países Eur Occd.	1,1	1,4	1,5	1,9	2,1	2,7
Total	9,5	11,0	13,7	15,1	18,9	21,3
Japón	—	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Europa del Este	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0
Otros países	2,9	3,4	4,4	4,7	7,1	8,1
Total	3,3	3,9	4,9	5,4	7,9	9,5
Total general	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5
UTILIZACIONES:						
EE. UU.	4,4	5,2	8,8	9,5	16,7	16,5
Canadá	0,6	0,7	0,9	0,9	1,2	1,3
Total	5,0	5,9	9,7	10,4	17,9	17,8
<i>Europa Occidental</i>						
<i>Zona de los ocho países</i>						
Sector no bancario	3,7	4,1	4,5	4,7	5,1	5,6
Sector bancario (2)	2,6	2,8	2,6	3,2	3,8	6,1
Otros países Eur. Occd.	0,9	1,2	1,4	1,5	1,3	1,6
Total	7,2	8,1	8,5	9,4	10,2	13,3

(1) Conversiones por los bancos de moneda nacional o terceras monedas a dólares.

(2) Conversiones por los bancos de dólares en moneda nacional o en terceras monedas; sin embargo, el uso de Eurodólares por los bancos italianos para préstamos en terceras monedas a residentes, no consta en este sector, estando comprendido en los usos no bancarios.

Conceptos	1966	1967	1968		1969	
	Dibre.	Dibre.	Junio	Dibre.	Junio	Dibre.
	en miles de millones \$ USA.					
Japón	0,6	1,0	1,4	1,7	1,4	1,5
Europa del Este	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
Otros países	1,0	1,7	2,1	2,6	3,1	3,9
Total	2,3	3,5	4,3	5,2	5,4	6,4
Total general	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5

POSICIÓN NETA (3)

EE. UU.	3,3	3,5	5,9	6,3	12,3	12,7
Canadá	—	—0,2	—0,1	—0,4	—1,1	—1,6
Total	3,3	3,3	5,8	5,9	11,2	11,1

Europa Occidental

Zona de los ocho países

Sector no bancario	0,9	0,1	—0,3	—0,5	—3,0	—3,8
Sector bancario	—3,0	—2,8	—4,8	—4,8	—4,9	—3,1
Otros países Eur. Occd.	—0,2	—0,2	—0,1	—0,4	—0,8	—1,1
Total	—2,3	—2,9	—5,2	—5,7	—8,7	—8,0
Japón	0,6	0,9	1,3	1,6	1,2	1,1
Europa del Este	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	—
Otros países	—1,9	—1,7	—2,3	—2,1	—4,0	—4,2
Total	—1,0	—0,4	—0,6	—0,2	—2,5	—3,1

(3) Un signo — indica que la zona o el grupo de países a que se refiere, son proveedores netos de Eurodólares; la ausencia de este signo, indica que son usuarios netos.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales — Cuadragésimo informe anual — Basilea, 1970.

Otras estadísticas para 1966, detallando los plazos, afirman lo siguiente:

<i>Eurodólares a corto plazo, de 90 a 360 días:</i>	el 65 %,	14.300 mill.
<i>Eurodólares a medio plazo, de 1 a 5 años:</i>	el 25 %,	5.500 "
<i>Eurodólares a largo plazo, de 6 a 16 años:</i>	el 10 %,	2.200 "
Total		<u>22.000 mill.</u>

b). Distribución geográfica de los recursos.

La estructura de la oferta y la demanda de Eurodólares, es inestable. Ha sufrido desde hace 10 años una evolución marcada, sobre todo, por la participación de nuevos prestatarios. De un año a otro, las posiciones de los diferentes países en este mercado, evolucionaron en función de la coyuntura interna y de la situación de su balanza de pagos. Así, Italia ha sido estos últimos años tanto prestamista como prestataria, por cantidades masivas en los dos sentidos.

Existe, sin embargo, un cierto número de países constantes en la oferta y la demanda de fondos. Se conocen por lo menos dos fuentes permanentes de capital en Europa y en Oriente Medio. Los bancos centrales de un cierto número de países de Europa Occidental, así como el Banco Internacional de Pagos de Basilea, colocan gustosamente una parte de sus reservas en el mercado de Eurodólares; desde el otoño de 1966, han coordinado su intervención en el mercado con vistas a atenuar el movimiento de los tipos de interés; a finales de cada año, intervienen para atenuar las tensiones que provocan las operaciones de "Window dressing", a las cuales se dedican los bancos de los diferentes países. Las acciones de regularización han alcanzado en ciertas épocas cantidades considerables, en particular después de la devaluación de la libra, cerca de mil millones y medio de dólares en las últimas semanas de 1967. La intervención más importante, se efectuó por el Bundesbank y por el Banco Internacional de Pagos, que utilizaron conjuntamente alrededor de 350 millones de dólares en su línea de créditos "swaps" con el Sistema de Reserva americano.

En Oriente Medio, las instituciones oficiales y los bancos privados de estos países productores de petróleo, representan una fuente de fondos a corto plazo que es a la vez la más regular y una de las más importantes. Algunas estadísticas presentan el siguiente cuadro de proveedores del mercado de Eurodólares:

Estadística referente a porcentajes por regiones geográficas:

En 1950, el 90 % procedía de los EE.UU.

En 1967, este porcentaje ha bajado al 10 %, el 60 % corresponde a Europa Occidental, el 7 % a Oriente Medio y el 23 % al resto del mundo en el que se incluye Hispanoamérica y países del Este europeo.

c). La demanda de fondos.

La estructura de la demanda principal es menos homogénea, pero aquí también aparecen ciertas constantes; la clientela, la más asidua, está constituida por el mundo entero, y particularmente en Europa, por las filiales extranjeras de las sociedades americanas. Sus empréstitos a corto plazo constituyen un medio complementario de financiación de sus necesidades corrientes, transferencias de dividendos en provecho de la casa madre, fondos de rotación y al mismo tiempo, gastos de inversión en espera de la obtención de recursos a largo plazo. Estas posibilidades de empréstito, permiten pues, resolver las dificultades que pueden ocurrir como consecuencia de las restricciones de crédito en el plano local.

En Gran Bretaña, para las colectividades locales, y los establecimientos financieros especializados en el crédito al consumo. La presión de la demanda de fondos a corto o a muy corto plazo que procede de estas dos categorías de prestatarios, ha tendido a provocar en Londres el desarrollo de un verdadero mercado paralelo, sobre el cual los tipos de interés son superiores a los del mercado de las casas de descuento. Los bancos de Londres pidiendo prestados Eurodólares que convierten en Libras para prestar en este mercado paralelo, mantienen desde hace 10 años un circuito permanente que aporta un complemento de recursos sustanciales. Estas conversiones de divisas en Libras, han sobrepasado los 500.000 dólares en ciertas épocas; de ahí que las relaciones de tipos de interés entre el mercado de Eurodólares y el mercado paralelo de Londres, han desempeñado un papel director sorprendente en la formación de los tipos de interés internacionales.

En Alemania y el Japón por las grandes empresas industriales y comerciales. La insuficiencia de sus recursos, junto con las restricciones de crédito que en ciertas épocas han agotado la liquidez en los dos países y que ha hecho de estas empresas clientes importantes del mercado internacional.

En Hispanoamérica, por los bancos especializados en la financiación del comercio exterior.

En 1967, calculados en porcentajes, podemos decir que la demanda de Eurodólares por países, se pueden distribuir en la siguiente forma:

EE. UU.	el 33 %,
Europa	el 33 %,
Japón	el 16 1/2 % y
Europa Oriental y tercer mundo, el resto.	

En 1968, el porcentaje americano ha aumentado considerablemente, como veremos con posterioridad.

d). Medidas para reducir el déficit de la Balanza de Pagos Americana.

No creemos en el mito de la gravedad del déficit de la balanza de pagos americana. Estamos convencidos que los EE. UU., podrán cuando quieran, enderezar su balanza de pagos con la adopción de medidas relativamente fáciles y tememos que este momento, si llega, no veamos un resurgimiento rápido de un fenómeno que tanto perjudicó a Europa después de la guerra y que provocó el Plan Marshall, el "dollar-gap" o escasez de dólares.

Que los escépticos piensen por un momento, en la importancia que pueden alcanzar en algunos días, los pagos de los países europeos a título de licencias, royalties, dividendos, repatriación de beneficios, etc., y pensemos todavía que podría llegarse al extremo de una posibilidad de un saldo o desinversión por repatriación de capitales. Por otra parte, las medidas tomadas por Dillon en 1962 y las que fueron tomadas por el Presidente Kennedy en 1963 y por el Presidente Johnson en 1965 y 1966 y fundamentalmente a principios de 1968, pueden provocar ciertas objeciones. En efecto, es chocante creer que el país que dispone de los recursos financieros más importantes del mundo que conocía en su interior el nivel de tipos de interés generalmente inferiores al que se practica en Europa, se ponga a pedir prestado fuera de sus fronteras y en condiciones onerosas, y esto por la balanza de pagos. Existe en el mundo entero una sed casi inextinguible de capital, sobre todo en los países industrializados. Sobre esto quisiera recordar una frase del gran banquero alemán, Dr. Abs que decía: "Me parece justificado modificar la expresión marcial de 'la lucha por las materias primas' y cambiarla hoy en día por 'la lucha por el capital' en la competencia internacional".

Hemos de pensar que la óptica del inversor americano y del inversor europeo, es completamente distinta. No podemos desconocer la participa-

ción del capital europeo en compras en Wall Street, pero casi siempre el europeo compra individual y particularmente como colocación de sus ahorros en títulos, para ir incrementando una cartera seleccionada. La inversión americana es completamente distinta, su óptica es diferente, sus aportaciones no son individuales ni en compra directa de acciones, sino en participación directa en los negocios, inversiones directas por parte de Norteamérica que, además y lo que es más importante, están efectuadas con una óptica de gestión y estrategia comercial e industrial.

Como veremos después, en el mercado de Euroemisiones, así como en el de Eurodólares, la presencia masiva particularmente en 1968 como consecuencia de las medidas Johnson, de las empresas americanas, ha provocado una gran elevación de los tipos de interés.

Una parte muy importante del incremento de Eurodólares en circulación en 1968, es debido a la demanda muy fuerte por parte de importantes empresas americanas o por sus filiales en Europa en el mercado de Eurodólares, como apalancamiento u operación puente, mientras se formalizan operaciones a largo plazo en el mercado de Euroemisiones. Por otro lado, esto que provoca o puede provocar elevación de los tipos de interés, queda compensado cuando estas emisiones son cubiertas en el mercado de las Euroemisiones. El importe de estos empréstitos en un porcentaje muy elevado es vuelto a colocar en el mercado de Eurodólares ya que las inversiones no se hacen inmediatamente, sino de una manera escalonada y, mientras llega el momento de las inversiones, estos dólares adquiridos a largo plazo, vuelven al mercado de corto plazo o mercado de Eurodólares, como nueva fuente de alimentación.

Queremos destacar que en el año 1969 la banca americana y sus filiales en el extranjero antes de que sus créditos en Eurodólares entren en el régimen común en las reservas obligatorias, es decir antes de 27 de junio, se endeudaron con el mercado del Eurodólar por cantidades superiores a los 15.000 millones de dólares.

e). El papel de los bancos americanos.

Es, sin embargo, la posición de los EE. UU., la que ha sufrido la evolución más espectacular y la que más pesadas consecuencias ha tenido para la organización y el equilibrio del mercado monetario internacional. Hasta 1965, los EE. UU. constituían efectivamente, bien sea de una

manera directa o indirecta a través del Canadá, la principal fuente de alimentación del mercado, pero desde 1966 se ha transformado en el más fuerte e importante cliente individual.

Desde 1958-1959, una parte importante de los recursos en Eurodólares, era facilitada desde Londres por los bancos canadienses cuyas agencias en los EE. UU., habían organizado un circuito que ofrecía una salida ventajosa a las grandes sociedades americanas para la colocación temporal de su tesorería. La sede en el Canadá de estas agencias recogían así en los Estados Unidos, depósitos en dólares que alcanzaron en 1964, cerca de 2.000 millones de dólares, es decir cerca de la mitad de los depósitos en dólares americanos en los bancos del Canadá y los empleaban, una parte en el mismo Canadá y una gran parte en el mercado internacional por intermedio de sus establecimientos en Londres.

El origen del desarrollo del mercado de Eurodólares es pues, un circuito organizado entre Londres y Nueva York por bancos canadienses y sobre la base de un bombaje de las disponibilidades corrientes de las grandes empresas o instituciones financieras de los EE. UU. A esto habría que añadir los dólares prestados directamente en Europa y fuera de ella, por los bancos americanos. Estos circuitos han quedado abandonados a comienzos de 1965, con ocasión de las primeras directrices del plan Johnson, que tendían a limitar las salidas de capitales de los EE. UU., limitando los créditos al extranjero de los bancos americanos y, obligando a las sociedades a repatriar sus tesorerías en el extranjero y a no realizar nuevas colocaciones. La pérdida de estos recursos, ha provocado un alza progresiva en el mercado de Eurodólares en el que, los tipos de interés a tres meses, han pasado de 4,5 % a finales de 1964, a cerca de 5,5 % a finales de 1965, al 7 % en 1968 y al 9 1/8 % a comienzos de 1969.

De proveedores indirectos antes de 1965, los EE. UU. se han transformado masivamente en prestatarios en 1966, cuando la política monetaria menos liberal de la Banca de Reserva Federal, ha llevado a los grandes bancos de Nueva York y Chicago a buscar en sus sucursales en Europa, los dólares necesarios para ajustar su tesorería. Estos empréstitos han alcanzado una cifra alrededor de 2.000 millones de dólares en 1966 y aún más en 1967 y 1968. Los bancos americanos, sobre todo de Nueva York, pero también de provincias, disponen hoy de cerca de 250 sucursales en el extranjero. La colecta de depósitos en dólares y monedas locales se ha desarrollado a un ritmo extremadamente rápido: los depósitos han pasado de algo más

de 3.000 millones de dólares en 1963, a cerca de 6.000 millones a finales de 1965 y a 10.000 millones a comienzos de 1968.

f). *Londres, capital del Eurodólar.*

Estas evoluciones, por otra parte, no han desplazado el centro del mercado que permanece en Londres. Esta plaza era efectivamente privilegiada por diversas razones. El liberalismo que siempre han mantenido las autoridades monetarias inglesas con respecto a las transacciones financieras entre no residentes, la presencia de una demanda nacional importante de capitales extranjeros para financiaciones monetarias en Libras Esterlinas y, sobre todo, la concentración en Londres de las sucursales de los principales bancos del mundo. A este respecto, las dificultades de tesorería de los bancos de Nueva York y los nuevos problemas que las restricciones a las salidas de capitales de los EE. UU. han planteado a las filiales extranjeras de las sociedades americanas, han tendido a reforzar la situación de Londres, con la implantación de nuevas sucursales de bancos americanos deseosos, a la vez, de instalar para ellas mismas, estaciones de bombeo de Eurodólares y de acercarse a su clientela americana en Europa.

Se encuentran en Londres reunidos, los principales agentes del mercado de Eurodólares. Se trata esencialmente de unos 50 bancos, que los profesionales llaman "Dollars-Banks". Entre ellos, se encuentran las sucursales de todos los grandes bancos de Nueva York y de un número creciente de bancos de provincias de los EE. UU. Los bancos americanos cuentan en Londres con dieciséis sucursales y más de media docena de filiales. A este fuerte contingente hay que añadir el de las sucursales de los bancos canadienses que han conservado en el mercado internacional un papel activo, a pesar de la reducción del circuito particular que habían organizado desde Nueva York. La participación de los establecimientos ingleses es igualmente fuerte por mediación de los bancos de negocios y de los bancos de ultramar, ("British Overseas and Commonwealth Banks"). Finalmente, los principales bancos del resto del mundo y en particular los bancos japoneses, tienen en Londres sucursales o filiales; en total, un centenar de bancos extranjeros o bajo control extranjero y de bancos de ultramar, forman el armazón de la plaza en lo que se refiere al mercado de Eurodólares.

g). *Mercado de los Certificados de Depósitos (CDs.) en dólares en Londres.*

También funciona en Londres el único mercado especializado en el que los titulares de depósitos en Eurodólares pueden encontrar sin demora la disposición de sus fondos en caso de una necesidad imprevista. Este mercado ha sido establecido recientemente, después de que uno de los bancos americanos instalados en Londres, el Firts National City Bank de Nueva York, haya aclimatado en la plaza, una práctica inaugurada en Nueva York en 1961 y que consiste en emitir en representación de los depósitos, títulos negociables sobre un mercado paralelo, organizado por corredores. Estos *Certificados de Depósito*, son una especie de bonos de caja negociables o transferibles por endoso que han permitido a los grandes bancos americanos, mejorar considerablemente en los EE.UU. la eficacia de la búsqueda de depósitos de las empresas, por el grado de liquidez que presentan estos efectos. Estos certificados representan hoy, en los EE. UU., unos 20.000 millones de dólares y que se han transformado en el principal instrumento en el mercado monetario americano después de los bonos del Tesoro.

Entra dentro de la lógica de las cosas que esta técnica americana hiciese un día su aparición en el mercado monetario internacional. El certificado de depósito en dólares que se emite ahora desde el mes de mayo del año 1966 por varias sucursales de los bancos americanos en Londres, tienen las mismas características que los CDs. americanos, con la diferencia de que para facilitar su colocación a los pequeños bancos y a particulares, se han ofrecido en lotes por lo menos de 25.000 \$, cuando en Nueva York se presentan como mínimo en lotes de 100.000 a 500.000 dólares y lo más a menudo de 1.000.000 de dólares. El mercado paralelo de Londres organizado por la firma "White, Weld & Co.", está ahora bien estructurado y facilita la movilización de certificados.

Desde sus inicios en junio de 1966, el mercado para el Eurodólar negociable con CDs. en bancos radicados en Londres ha crecido rápidamente. En el período de nueve meses finalizado el 30 de septiembre de 1969, el total de CDs. en circulación, se elevó de 1.432,8 millones de dólares en 1968, a 3.133,7 millones de dólares en 1969.

Actualmente 16 bancos de EE. UU. y 23 bancos no americanos, libran dichos CDs. negociables. La mayoría de CDs. en circulación tienen venci-

mientos de un año o menos, pero algunos CDs. tienen vencimientos a medio plazo (uno a cinco años), siendo los más sobresalientes las seis series de emisiones que se relacionan más adelante, con un total de 130 millones de dólares.

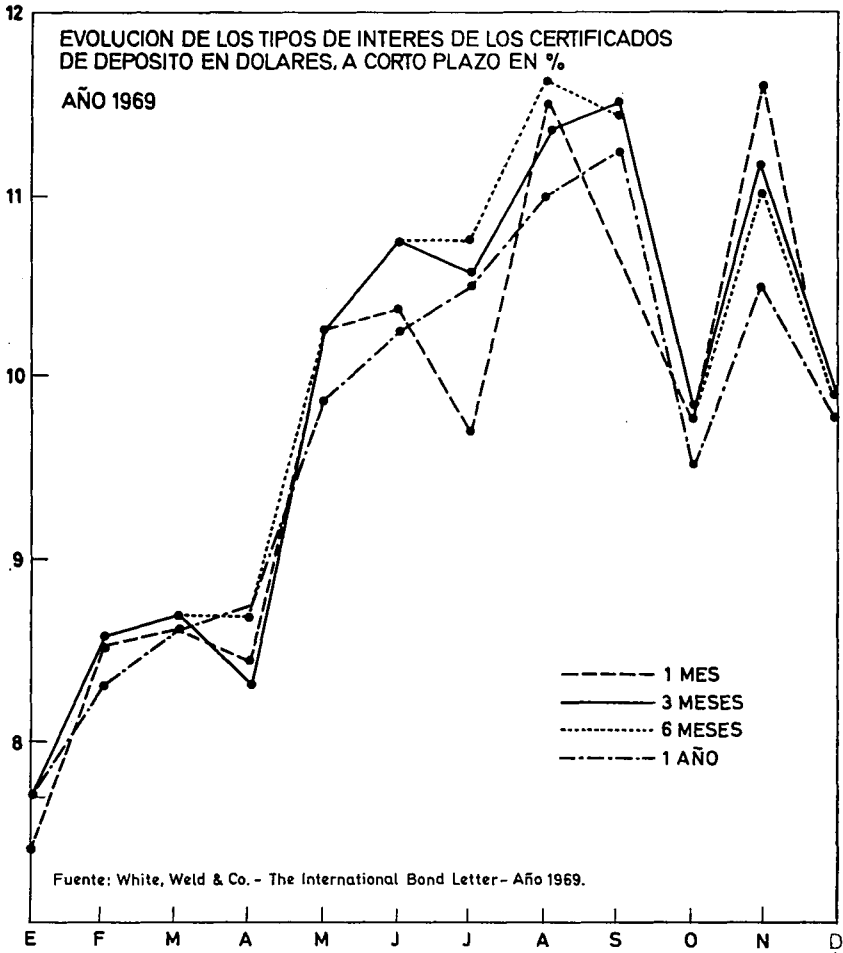
En la actualidad los CDs. se negocian activamente en Londres, con un mercado ambivalente en el que se cotizan CDs., de un año o menos, así como en emisiones a medio plazo. El volumen de este comercio ha sido considerable, con más de 1.000 millones de dólares en valor nominal negociados en cada uno de los tres primeros trimestres de 1969.

	CDs. en circulación	Mercado paralelo trimestral Volumen negociado
	(millones \$ USA)	
Diciembre 1966	225,40	
Diciembre 1967	597,12	
Marzo 1968	769,92	503,6
Junio 1968	941,04	435,5
Septiembre 1968	1.362,96	862,3
Diciembre 1968	1.432,80	785,7
Marzo 1969	1.811,04	1.006,0
Junio 1969	2.461,00	1.010,4
Septiembre 1969	3.133,70	1.042,4

Fuente: las cifras CDs. en circulación, proceden del "Bank of England Quarterly Bulletin" y las cifras del mercado paralelo son compiladas por la "International CD. Market Association".

Los tipos de interés a corto y a medio plazo en el mercado del Eurodólar se vieron profundamente afectados por el alza espectacular en la demanda de dinero en los EE. UU., acompañada por la severa política monetaria nacional mantenida por el "Federal Reserve Board". Esta demanda provocó que los grandes bancos de norteamérica pujasen agresivamente, por medio de sus sucursales en Europa, para que los fondos del mercado del Eurodólar se repatriasen a EE. UU. Los préstamos de estas sucursales a sus oficinas centrales se doblaron con creces durante el año, desde 7.000 millones de dólares a más de 15.000 millones de dólares. Como resultado, los tipos de interés de los CDs. de dólares negociables en Londres se elevaron

desde niveles del 7 % aproximadamente, a comienzos de 1969, hasta la cifra de 13 % en una sola etapa. Los tipos de interés de CDs. a medio plazo, que a principios de año eran de un 7 % aproximadamente, se ele-



varon a un 10 % en casi toda la segunda mitad del año. Los tipos de interés a finales de año de los CDs. del Eurodólar se cotizaron al 9 7/8 % para seis meses y al 9 3/4 % para un año. Los CDs. a medio plazo se mantuvieron aproximadamente al 9 1/4 % al finalizar el año.

III. VENTAJAS DEL MERCADO DEL EURODÓLAR

Las disponibilidades a corto plazo que se ofrecen para la financiación internacional, se emplean bajo la forma de facilidades de tesorería bancaria, a la vista o a muy corto plazo y en créditos a plazo más o menos corto, a las grandes empresas y en menor cuantía a medio y largo plazo. El sistema de crédito internacional fundado en los Eurodólares, ofrece ventajas considerables de eficacia y de flexibilidad, pero no por ello deja de presentar ciertos peligros para los intermediarios, así como inconvenientes para la gestión de los mercados monetarios nacionales.

Los profesionales se encuentran generalmente satisfechos de la manera como funcionan los circuitos de recolección y empleo de Eurodólares. Se destaca satisfactoriamente, también, la eficacia de un sistema que no da lugar más que a muy grandes operaciones y a la flexibilidad de los procedimientos de crédito utilizados, inspirados en las técnicas americanas.

El mercado de Eurodólares es un mercado al por mayor, cuyos intermediarios principales son los grandes bancos. Quinientos bancos en el mundo, participan en las actividades del mercado, pero sólo cincuenta de entre ellos, tienen una parte muy activa en el mismo.

En un estado primario de recepción de depósitos de la clientela, las operaciones pueden llegar a importes variables y a menudo pequeños, algunos de miles de dólares. A nivel de mercado interbancario, las transacciones alcanzan cifras considerables, 100.000 dólares como mínimo y los más, a menudo, 1.000.000 de dólares. Las operaciones se efectúan normalmente por teléfono o telex y sin formalidades. Un gran banco de Londres puede en efecto, poner un millón de dólares a la disposición de un gran banco de Milán o Tokio, incluso sin pedirle explicaciones. Lo mismo ocurre en materia de crédito a corto plazo a las empresas. Se ha tomado la costumbre por parte de los bancos internacionales, de prestar sumas considerables a sociedades muy grandes, sin ningún procedimiento de examen de dossiers o de estudio de riesgos que preceden a la apertura de un

TIPOS DE INTERÉS DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO EN DÓLARES, EN LONDRES

CORTO PLAZO (Sucursales Bancos Americanos).	31 diciembre 1969	31 diciembre 1968
	OFERTA %	OFERTA %
1 mes	9 3/4	6 15/16
3 meses	9 7/8	7
6 meses	9 7/8	7
1 año	9 3/4	7 1/16
 MEDIO PLAZO.		
“First National City Bank” vencimiento 17/7/1970	9 15/16	7 1/16
“Bankers Trust Company” vencimiento 26/2/1971	9 5/8	7 1/16
“Crédit Lyonnais” vencimiento 22/10/1971	9 1/4	7 1/16
“First National Bank of Boston” vencimiento 8/11/1971	9 1/4	7 1/16
“Midland & International Bank” vencimiento 25/9/1972	9 1/8	7 1/8
“Standard Bank” vencimiento 18/9/1973	9	7 1/8

Fuente: White, Weld & Co. — The International Bond Letter del 8 de enero de 1970.

crédito sobre plan nacional. Por todas estas razones, los bancos que animan el mercado, pueden limitar sus comisiones a niveles tanto más pequeños cuanto que esta actividad no ha reclamado la creación de nuevos servicios. Los tipos de las comisiones sobre el mercado interbancario, son generalmente de 1/8 % entre los muy grandes establecimientos, de 1/4 % a los anticipos de bancos que no tienen una posición internacional de primer plano. Por el contrario, de banco a empresa, los tipos de comisión son muy variables, (1/2 %, 3/4 % o más) según, lógicamente lo que se sabe de

la situación del prestatario y de la situación exterior del país en que está situado.

La flexibilidad es enorme; la práctica ha adoptado para los créditos internacionales a las grandes empresas, dos procedimientos americanos muy sencillos. La del crédito "Stand By" que no es otra cosa que la apertura de un crédito sin compromiso en firme por parte del banco por una duración que normalmente es de un año. La del crédito "revolving" que corresponde a un crédito en firme de tres a cinco años, incluso por más tiempo, y materializado por la suscripción de pagarés a la orden de 3 a 12 meses renovables. Esta última técnica ha sido introducida en Europa hace tres años en beneficio de las filiales de las muy grandes empresas americanas, ofreciendo la financiación que decíamos antes, por cantidades considerables, (varias decenas de millones de dólares), tomado a su cargo por consorcios bancarios. Ofrece a las sociedades la financiación de apalancamiento, lo suficientemente largos para permitir cubrir las necesidades de adquisición de equipo a medio plazo y lo suficientemente flexibles para permitir al prestatario desprenderse de él, en el momento que estime conveniente recurrir a mejores condiciones del mercado de capitales a largo plazo.

Efectivamente, en la forma internacional de "revolving", el crédito está ratificado por el banco por tres, cinco, incluso siete años, pero el prestatario sólo está comprometido en la medida de sus suscripciones de pagarés; asume el riesgo del cambio en caso de devaluación, que todo banquero le repugna asumir, y el inherente a las fluctuaciones de los tipos de interés ya que los pagarés están sujetos al tipo de interés del día sobre el mercado internacional, pero puede abstenerse de renovar estos pagarés o revisar los tipos de interés.

De esta forma la banca así adquiere solamente la responsabilidad de encontrar periódicamente en el mercado monetario internacional las fuentes necesarias, al mejor tipo de interés. La banca pasa fácilmente de una moneda a otra, del dólar al marco alemán, por ejemplo, de una manera particular hasta la revaluación de esta moneda en octubre de 1969, ya sea porque el marco es tan ofrecido que los empréstitos en esta divisa se ofrecen a un tipo inferior que el del dólar, o por las expectativas de una posible revaluación.

En estos casos la banca no toma en su integridad los riesgos inherentes a la actividad transformadora de recursos a corto plazo en créditos a plazo relativamente largo. La toma de conciencia de los peligros de este tipo de

mediación en períodos de incertidumbre sobre las perspectivas del mercado ha llevado a los grandes bancos con vocación internacional a forzar activamente la colecta de recursos estables. Como consecuencia de todo ello se ha desarrollado, como hemos visto anteriormente, el uso de certificados de depósito a plazos relativamente largos a uno, tres, y cinco años. Paralelamente, bajo la presión de la tensión de los tipos de interés monetarios internacionales, presenciamos una multiplicación de las instituciones internacionales especializadas en las financiaciones a plazo medio. De esta manera se acentúa a nivel del mercado internacional, el acercamiento del mercado monetario y del mercado financiero. Este acercamiento pasa necesariamente por una evolución de los instrumentos del mercado y por la extensión de las actividades de los establecimientos de crédito.

A los EE. UU. le ha interesado mucho mantener el mercado del Eurodólar, no sólo como fuente de recursos, sino también como mercado en el cual los dólares en poder de bancos, organismos internacionales y gubernamentales puedan obtener un rendimiento adecuado evitando de esta manera la tentación de transformarlos en oro en el Federal Reserve Board. De esta manera indirecta, ha logrado Norteamérica consolidar el dólar conservando, aunque precariamente, una cobertura oro de su moneda.

Para muchos países el mercado del Eurodólar ha servido para la financiación de los superávits y déficits de sus balanzas de pagos. Los países en déficit acuden al mercado para superar una situación cíclica a base de préstamos para evitar tocar sus reservas. Por el contrario una situación de superávit permite llevar al mercado del Eurodólar su excedente. Un ejemplo claro de esta utilización ha sido Italia que tan pronto ha sido prestataria como prestamista. Así, por ejemplo, en 1963-64 Italia previó un fuerte déficit de su balanza como consecuencia de los pagos que había de efectuar en el exterior, el gobierno animó a los bancos comerciales a endeudarse en el mercado de Eurodólares para proveerse de fondos por más de 750 millones de dólares. Inversamente, en 1965-66, invirtió en el mercado más de 1.000 millones de dólares. Finalmente en 1969 Italia ha vuelto a ser fuertemente prestataria.

IV. RIESGOS DEL MERCADO DEL EURODÓLAR

Sobre la naturaleza y alcance de los riesgos que concurren en la existencia y en el desarrollo del circuito de Eurodólares, los puntos de vista están divididos. Solamente hablaremos de aquellos peligros o inconvenientes que objetivamente aparecen reales para las principales partes que están implicadas, intermediarios financieros, autoridades monetarias nacionales, independientemente de los inconvenientes que se pueden ver en un desarrollo demasiado rápido e incontrolado de las disponibilidades.

Además de los riesgos inherentes a toda actividad de transformación, en la medida en que se practica en el mercado internacional, los circuitos de financiación en Eurodólares, presentan un peligro que les es característico. Este peligro se deriva de la organización de un país a otro, de las cadenas de créditos de tal manera que el prestamista inicial raramente conoce al beneficiario final y que el banquero de este último, no está protegido contra el riesgo de una retirada de fondos por uno de los prestamistas intermediarios en la pirámide de préstamos. En estas condiciones, un incidente o una falta de pago, incluso aislada, es susceptible de crear dificultades para cada uno de los bancos intermediarios en la cadena del crédito. Varios incidentes han ocurrido en los últimos años que han provocado algunas perturbaciones en el mercado, aunque de poca importancia.

Conviene precisar, sin embargo, que estos incidentes han sido debidos, hasta ahora a defectos de pago por parte de los prestatarios finales, tal como la gran firma alemana Hugo Stinnes, lo que presenta la duda sobre la validez de los procedimientos de apertura de crédito sin examen de la situación real del deudor. El incidente más grave, por la culpa de un corredor americano, ha ocurrido como consecuencia de la quiebra fraudulenta de la sociedad americana "Allied Crude Vegetable Oil" en 1964, debido a la consecuencia de una estafa. Si ningún incidente serio se ha señalado hasta ahora, hay que desear que los golpes que puedan producirse en la alimen-

tación del mercado, no sean de naturaleza que puedan provocar graves accidentes en un circuito en el que la rapidez y la importancia del volumen unitario de las transacciones crean inevitablemente un cierto nerviosismo en los operadores cualesquiera que sean las condiciones reales y las perspectivas del mercado. Sin embargo, este mercado es vulnerable, porque sometido a las influencias de la coyuntura monetaria y política internacional, el hecho de que haya debido su desarrollo rápido a un clima de libertad, no implica que la ausencia de todo control o al menos de una cierta vigilancia, sea deseable en todas las circunstancias.

Sin embargo no debemos olvidar, que el mercado está constituido por depósitos a corto plazo, cuando no a la vista, sobre los cuales la banca internacional ha realizado un conjunto de préstamos a corto, medio y largo plazo, basándose en el antiguo principio bancario de que "no se habrá de producir la retirada de todos los fondos en un momento determinado".

Otro peligro de los Eurodólares es su utilización en especulaciones cambiarias, tal como ha ocurrido a finales de 1968 y en 1969, coincidiendo con las crisis monetarias. Esto se ha intentado paliar con la presencia cada vez más activa del Banco Internacional de Pagos de Basilea movilizándolo las reservas de los Bancos Centrales que controla.

V. EL EURODÓLAR Y LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES

Por otra parte, es indiscutible que la existencia de un libre circuito de Eurodólares, si bien no compromete la eficacia de las políticas monetarias nacionales, al menos hace más difícil la labor de las autoridades monetarias de los grandes países. Ciertamente, los bancos centrales de Italia y Alemania, por ejemplo, lo saben muy bien por el uso de las técnicas diversas para controlar entradas y salidas de capitales flotantes. El Bundesbank, a base de intervenciones directas, ha llegado a estimular la colocación de la tesorería en el extranjero por los bancos alemanes, cuando parece aconsejable reducir la liquidez interna.

Por otra parte, la ósmosis que se establece entre el mercado monetario internacional y los mercados nacionales monetarios, han colocado los niveles de los tipos de interés internos en dependencia de los movimientos de los tipos de interés sobre un mercado internacional que, queriendo escapar a todo control, no está por ello menos influido, muy directamente, por el nivel de los tipos de interés en los EE. UU. y por la política monetaria americana.

Hemos visto también como a la inversa, la vuelta de los Eurodólares hacia la sede de las sucursales europeas de los grandes bancos de Nueva York, es de naturaleza a contrarrestar una política monetaria restrictiva por parte de las autoridades americanas, las cuales no buscan modificar un flujo de dólares que concurren temporalmente para limitar el déficit aparente de la balanza de pagos americana.

En Gran Bretaña, las autoridades manifestaban, al menos hasta época reciente, que se podían acomodar sin perjuicio tanto de la presencia del circuito de Eurodólares en Londres, como de las incidencias monetarias que llevan consigo las relaciones existentes entre este circuito y los circuitos monetarios internos. De hecho las autoridades no han buscado imponer limitaciones a las facilidades de alimentación del mercado monetario paralelo

de las colectividades locales y establecimientos financieros por los proveedores de Eurodólares que buscan tipos elevados de este mercado paralelo. Pero parece que la yuxtaposición en una plaza financiera, de un mercado monetario nacional necesariamente controlado, y de un circuito extraterritorial funcionando en plena libertad, no podía por menos de arrastrar ciertas distorsiones en la estructura bancaria de la plaza que los acoge. La competencia entre bancos de depósito que no reciben más que depósitos en libras esterlinas y bancos extranjeros, se ha encontrado a la larga seriamente falseada. Los segundos han desarrollado mucho más fuertemente su cifra de negocios y no estando sometidos a reglas de liquidez aplicables a los otros bancos, se han encontrado en posición de pagar más sus recursos y sin embargo, de prestar en condiciones mucho más atractivas.

Estos inconvenientes no son suficientes para condenar la existencia del mercado de Eurodólares. Un mercado monetario internacional, es de todas formas, una necesidad en el orden liberal que hemos escogido. Por el contrario, el funcionamiento de este mercado puede muy bien acomodarse con un reforzamiento de la vigilancia por parte de diversas instituciones internacionales que reúnen a las autoridades monetarias nacionales. Esta vigilancia, descartando los riesgos de desorden monetario y facilitando la apreciación de los riesgos del crédito, no hacen más que contribuir a la mejora de los servicios incontestables que este mercado rinde a la comunidad internacional.

De este mercado dicen los anglosajones "it is here to stay", como si se tratase de afirmar una fe en la permanencia de un hecho experimental. El mercado de los Eurodólares tiene en efecto, asegurada su permanencia, porque es un mercado de monedas convertibles dado que habrá siempre déficits individuales más o menos temporales en las balanzas de pagos de las principales potencias financieras, subsistirá un mercado monetario internacional, tanto más tiempo cuanto que las grandes monedas permanezcan libremente convertibles.

VI. EL MERCADO DEL EURODÓLAR EN 1969

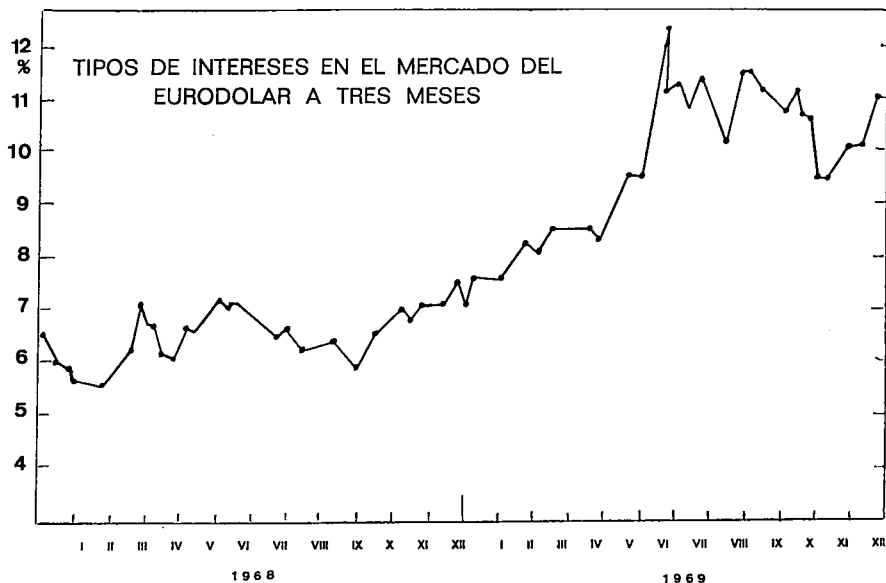
El mercado del Eurodólar ha sabido resistir con éxito los embates de la especulación producto de las perturbaciones monetarias de 1969, que culminaron con la revaluación del marco alemán y la devaluación del franco francés.

Al empezar el año 1970 parecía que se habían calmado los vientos y se había logrado una estabilidad monetaria, pero los hechos prueban lo contrario. Ya se habla de posible revalorización del franco suizo y de devaluación de la lira italiana, ante la fuerte salida de capitales que ha dado lugar a fuertes medidas restrictivas del gobierno italiano.

A pesar de todo ello el año 1969 ha sido un año brillante para el Eurodólar, no obstante las fuertes tensiones de que ha sido objeto. Durante la primera mitad del año, el volumen de eurodivisas en circulación (dólares, marcos alemanes y otras divisas prestadas a terceros por bancos no residentes), igualó al increíble índice de crecimiento del año pasado del 3,5 % mensual. En cifras absolutas, el total de Eurodólares en circulación pasó de 21.000 millones de dólares a finales de 1967 a 30.000 millones un año después. En junio de 1969 esta cifra se calculaba en 37.000 millones; en octubre el volumen había aumentado a casi 40.000 millones, de los cuales 34.000 millones eran en dólares; a finales de año, como fruto de la salida de Alemania de capitales volátiles o errantes después de la revaluación que se calculan en 3.000 millones de dólares, el volumen del mercado del Eurodólar habrá alcanzado una cifra, difícil de comprobar, de unos 43.000 millones de dólares.

Las tensiones del mercado han sido fuertes y las podemos clasificar en tres principales. La primera ha sido la utilización masiva por parte de los bancos americanos para aumentar su liquidez interior, calculándose en unos 15.000 millones de dólares, dada la fuerte demanda interior crediticia, en el primer semestre. La banca estadounidense elevaba el pasado 9 de junio su tipo de interés básico ("prime rate") del 7,5 % al 8,5 %. Puesto que

esta tasa se aplica sólo a los clientes de "primer orden" (unas mil empresas comerciales e industriales), la medida adoptada supone para la inmensa mayoría de las empresas americanas, unos tipos de interés que oscilan entre el 11 % y el 12,5 % y unos costes del dinero tomado a préstamo del 13 % al 14 %. Esta fuerte demanda hacía elevar el tipo de interés de los Eurodólares a tres meses al 13 %, cota máxima hasta ahora. Como hemos dicho, estos dólares que entraban en Norteamérica no contaban en los coeficientes de liquidez de los bancos. Pero el 27 de junio el Consejo de la reserva federal anunciaba el propósito de someter los créditos en Eurodólares, tomados por la banca americana de sus sucursales en el extranjero, al régimen común de las reservas obligatorias, medida que entró en vigor en el otoño pasado. Con esta medida los Eurodólares a tres meses bajaron un 1 % en sus tipos de interés.



No era la primera vez que los bancos norteamericanos pedían prestados Eurodólares en cantidades tan grandes para completar sus recursos en moneda nacional. En el segundo semestre de 1966, cuando la imposición de tipos de interés máximo, obstaculizaron la absorción de depósitos por la banca.

La segunda tensión fue la motivada por la devaluación del franco en el verano pasado, casi cuando ya nadie contaba con ella.

Y la tercera tensión también extremadamente fuerte fue la motivada por los rumores de la próxima revaluación del marco, que impidieron una baja superior de los tipos de interés de los Eurodólares.

Ahora bien, ¿cómo es posible que aumente el volumen del mercado del Eurodólar, ante esta demanda tan fuerte? Hay un hecho evidente, que las sucursales de la banca americana en el extranjero doblaron sus depósitos que pasaron de 7,4 mil millones a 14,7 mil millones de dólares, procedentes de desinversiones efectuadas en las Bolsas de valores y en el mercado de títulos a corto plazo en Europa. También hay que tener en cuenta flujos de capitales inherentes al déficit de la balanza de pagos americana. Tampoco podemos olvidar las transferencias efectuadas a corto plazo por residentes norteamericanos burlando los controles impuestos a la inversión en el extranjero en enero de 1968.

Otra fuente de recursos muy importante ha salido de las cajas de los bancos centrales, salvo Italia gran prestataria este año para salvar un fuerte déficit de la balanza de pagos, en particular Alemania Federal y el Banco Internacional de Pagos, que han continuado siendo los principales suministradores.

Las fluctuaciones de los tipos de interés fueron muy fuertes. Los depósitos a tres meses comenzaron el año al 7 % para alcanzar en junio el 13 %, bajando ligeramente al 11 % y más tarde al 9 % para estar en la actualidad entre el 9 3/16 y el 9 7/16 % a finales de febrero de 1970.

Esta alza de los tipos de interés indica claramente el atractivo del mercado para los inversores comerciales que han seguido convirtiendo en dólares sus activos líquidos, a pesar de los esfuerzos de muchos bancos centrales para frenar la salida de capitales.

Y para terminar, otro factor que ha nutrido el mercado del Eurodólar, es la disminución del precio del oro en el mercado libre, desapareciendo la especulación que atrajo a tantos capitales errantes que han vuelto al Eurodólar al calor de sus atractivos tipos de interés.

LAS EUROEMISIONES Y EL MERCADO
FINANCIERO INTERNACIONAL

El mercado de Euroemisiones no constituye la totalidad del mercado financiero internacional. No es más que uno de los compartimientos, aunque hay que reconocer que es el más homogéneo y el más activo; esta actividad responde casi exclusivamente a la emisión de obligaciones.

El otro compartimiento heterogéneo y fraccionado, está formado por el conjunto de los mercados financieros nacionales de Europa, América y de otros países, cuyas reglamentaciones nacionales autorizan más o menos liberalmente las transacciones en valores extranjeros, ya se trate de compras en Bolsas extranjeras o de adquisición de valores extranjeros en la cotización de las Bolsas nacionales. En conjunto, las autoridades de los grandes países de Europa Continental, no se oponen a la compra de valores extranjeros por los residentes, pero casi por todas partes las emisiones de títulos extranjeros están estrictamente reglamentadas. No pasan de 10 países los que autorizan en sus mercados nacionales emisiones extranjeras, en particular de obligaciones.

En Europa, el mercado inglés era tradicionalmente el más abierto y el más activo. Las dificultades de la balanza de pagos de la Gran Bretaña que ha tenido continuamente desde la guerra, ha limitado el acceso de los no residentes al mercado financiero de Londres, a los países de ultramar de la zona de la Libra esterlina y, más particularmente, a los países de la Commonwealth.

Una tentativa de liberalización a favor de los países de la Asociación Europea de Libre Comercio en 1963, prácticamente no ha tenido éxito. Si la casi supresión de una función tradicional no ha arrastrado a la desaparición del órgano, (los "Merchant Banks de la City"), ni ha causado la menor esclerosis de su aptitud, el mercado de Londres sigue dando al mundo exterior una masa de recursos reservada en sus 9/10 partes a los países de la Commonwealth, cuyo volumen tiende por otra parte a disminuir desde hace 10 años. Las emisiones de obligaciones en Libras esterlinas

para los no residentes, no han sobrepasado el equivalente de 400 millones de dólares, durante los últimos cinco años.

En el continente, sólo el mercado suizo ha aportado una contribución importante a las financiaciones internacionales a largo plazo entre 1963 y 1967. Todavía el acceso de los no residentes a este mercado ha sufrido, desde 1964, restricciones severas bajo la fórmula de contingentación global y de límites individuales. En los últimos cinco años, el volumen de emisiones extranjeras en francos suizos, apenas ha sobrepasado el equivalente de unos 500 millones de dólares.

La aportación del mercado alemán es más difícil de calcular. Hay que tener en cuenta el hecho de que las emisiones extranjeras en deutschemarks atraen más o menos al ahorro alemán, según que los tipos de interés del mercado financiero alemán sean superiores o inferiores a los tipos del mercado internacional. De hecho los tipos de interés alemanes han permanecido superiores a los tipos de interés internacionales hasta 1968. Las suscripciones alemanas a las emisiones en deutschemarks han representado solamente la cuarta parte del volumen de estas emisiones entre 1963 y finales de 1967, es decir unos 225 millones de dólares sobre 900 del total.

La contribución de los demás mercados continentales ha sido hasta ahora muy limitada. En los últimos cinco años, el volumen de las emisiones extranjeras de obligaciones colocadas en el conjunto de estos mercados y hechas en monedas de estos países, ha representado el equivalente de 500 millones; algo más de 200 millones en Italia, 150 en Francia, 90 en Holanda y 40 en Bélgica, todo en dólares.

El mercado internacional más importante sigue siendo el de los EE. UU. El volumen de las emisiones extranjeras alcanzó 5.500 millones de dólares entre 1958 y mediados de 1963, es decir, la casi totalidad de las emisiones internacionales de obligaciones efectuadas en el mundo durante este período. Las restricciones impuestas en 1963 a la exportación de capitales americanos, se ha traducido por el cierre del mercado a los emisores de los países industrializados, con excepción del Canadá y con ciertas reservas del Japón. Pero el mercado de Nueva York seguía siendo una fuente considerable de financiación internacional a largo plazo en beneficio del Canadá, que en el mercado americano incluso se han aumentado considerablemente en los últimos años y en menor medida para los países considerados como subdesarrollados, cuyo acceso al mercado financiero americano no se ha restringido. Estas dos categorías de emisores han podido todavía obtener de 1964

a 1966 en Nueva York, bajo la forma de emisiones de obligaciones, una masa de capitales de 3.500 millones de dólares, de los cuales 2.500 fueron para el Canadá y 1.000 para los países en vía de desarrollo y los organismos internacionales de ayuda al desarrollo.

Hasta hace pocos años, el mercado internacional financiero más importante era el norteamericano, pero desde hace tiempo una parte considerable de las emisiones de obligaciones extranjeras ofrecidas en el mercado americano por los "investment Banks" de Nueva York, de hecho estaban suscritos fuera de los EE. UU. La proporción se ha calculado para los años comprendidos entre 1957-1962 en un 90 % de las emisiones de obligaciones por prestatarios extranjeros, aparte del Canadá y de los Organismos Internacionales, tal como el Banco Internacional de la Reconstrucción y Desarrollo (BIRD).

Una gran parte de estas inversiones provenían de inversores europeos. En 1962 hizo un llamamiento el Ministro de Hacienda americano Mr. Dillon a las autoridades europeas, impulsándoles a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros de Europa, con vistas a aligerar la carga de los EE. UU., pero no fue lo suficientemente comprendido por los gobiernos europeos, que no tuvieron plena conciencia de cuáles eran las intenciones americanas.

Al año siguiente, cuando el gobierno Kennedy depositó ante el Congreso de los EE. UU. un proyecto de Ley que tendía a establecer en la adquisición de valores mobiliarios extranjeros el impuesto de igualación de intereses, (I.E.T.), con efectos retroactivos al 19 de julio de 1963, se desplazó el mercado de capitales de Nueva York a Europa, que ofrecía un régimen más liberal.

Se organizó un mercado financiero internacional que se ha dado en llamar europeo, no solamente porque la mayor parte de sus recursos eran al menos inicialmente de origen europeo, sino también porque su dirección y organización ya no estaba en Nueva York. A diferencia del mercado de Eurodólares, cuyo desarrollo rápido está ligado directamente al déficit exterior de los EE. UU., el mercado financiero internacional europeo, se ha originado por estas medidas administrativas tomadas por los EE. UU. con el fin precisamente, de enderezar su balanza de pagos y accesoriamente, con las restricciones planteadas desde 1964 para el acceso a los no residentes a ciertos mercados nacionales de Europa. Por lo que se refiere a Europa misma, la existencia del nuevo mercado tiene razón de ser del hecho de que

existe un desfase en la evolución liberal de las reglamentaciones nacionales europeas, que prohíben o limitan el acceso de los no residentes a los mercados financieros nacionales, a pesar de que permiten a los residentes adquirir valores extranjeros. Esta situación se ha agravado todavía más por las medidas restrictivas de Johnson a principios de 1968 para enderezar la balanza de pagos americana.

De esta manera vemos surgir el mercado de Eurodólares a largo plazo. Así como hemos visto que el mercado de Eurodólares alcanza un volumen de 43.000 millones de dólares, el mercado de Euroemisiones hasta ahora solamente ha alcanzado una cifra aproximada de unos 11.000 millones de dólares, de los cuales más de 3.000, solamente corresponden al año 1968. Antes de entrar a estudiar con detalle este mercado de Euroemisiones o mercado financiero internacional, conviene que demos, aunque sea sucintamente, ciertas precisiones que lo distinguan de los demás tipos de emisiones internacionales y ver cómo este mercado financiero internacional, el mercado de las Euroemisiones, dentro de la amplitud de la definición anterior, es hoy en día la parte más importante del mismo y la razón por la cual muchas veces se les confunde.

I. DEFINICIÓN DE LOS EMPRÉSTITOS INTERNACIONALES

Se consideran como empréstitos internacionales:

a) Las emisiones de los organismos públicos y de empresas privadas cuando la emisión tiene lugar,

1.º. En el mercado de un país y en una moneda distinta que la del prestatario.

2.º. En el mercado y en la moneda del país emisor y que los títulos no pueden ser vendidos nada más que en circunstancias particulares, por ejemplo, emisiones de sociedades americanas.

3.º. En el mercado nacional y en moneda nacional y que una parte o la totalidad del empréstito esté destinado a ser colocado en el extranjero por un consorcio internacional de emisión o colocación.

4.º. En unidad de cuenta o con opción de cambio.

b) Los empréstitos emitidos por los organismos internacionales tanto si se les considera como organismo nacional por la legislación del país de la residencia, como si la emisión se hace en el mercado de este país, caso de las emisiones de Eurofima en Suiza.

No se consideran empréstitos internacionales:

1.º. En el caso de los empréstitos paralelos, la serie emitida en el mercado nacional del emisor y en moneda nacional.

2.º. Las emisiones sobre el mercado nacional de la filial de una sociedad extranjera cuando el empréstito está emitido en moneda nacional y que los títulos pueden venderse en el mercado nacional y cuando un elemento importante del empréstito es la garantía de la sociedad madre extranjera.

3.º. Las emisiones por organismos públicos y privados en los mercados de su país, incluso si son de renombre internacional. Además tampoco

consideraremos los empréstitos de duración corta, o sea empréstitos a corto plazo, menos de cinco años.

El criterio sostenido para la distinción entre emisiones públicas y colocaciones privadas, es aquel que se refiere según cotice o no en Bolsa.

En el pasado, la financiación internacional, se realizaba dentro del marco estrecho de los mercados nacionales como ampliación o extensión de tales mercados. Londres lo fue en el siglo pasado y hasta hace poco lo era Nueva York, como los centros mayores, capaces de satisfacer todas las necesidades de los prestatarios privados, públicos u oficiales. Cada uno de estos mercados nacionales, sigue conservando hoy todas las características de antaño, es decir, un conjunto único de instituciones públicas, semipúblicas y particulares que funciona bajo una variedad de leyes, reglamentos y prácticas, impuestas a sí misma por razones de un conjunto de circunstancias históricas. Las diferencias cualitativas son por ello tan grandes como las cuantitativas entre unos y otros mercados. Alguno de ellos, como el británico y en menor amplitud el suizo y el holandés, se pueden considerar como bien desarrollados en un mecanismo de un mercado libre que se apoya en precios muy sensibles y que es el elemento principal de la colocación eficiente de capital, sujeto a unas políticas más o menos planificadas, dentro de la política del crédito de los respectivos países.

Hagamos un examen realista de dos mercados, el británico y el americano. El mercado británico probablemente no quedará abierto a los prestatarios de las zonas ajenas a la libra esterlina en un gran período de tiempo, posiblemente hasta que esta zona de la libra quede desmantelada, quedando durante todo este tiempo el mercado británico dedicado sólo a la capacidad exportadora de capital a largo plazo.

En cuanto al mercado americano, aún suponiendo que se suprimiesen todos los obstáculos de política fiscal que le han desplazado del mercado financiero mundial y quisiese recuperar su posición perdida, dudamos mucho de que sea capaz de dar cabida a una progresión adecuada a las inversiones internacionales que requieren los tiempos actuales, en que el comercio mundial se ha desarrollado de una manera tan espectacular.

Si el Mercado Común consiguiese realizar sus objetivos, llegando incluso a una moneda común, no creemos que pueda sustituir al mercado de Euro-emisiones, por razones similares a las expuestas con relación al mercado americano.

II. DESARROLLO DEL MERCADO DE EUROEMISIONES

Localización del mercado.

El deslizamiento del centro de dirección del mercado internacional ha tenido lugar en dos fases. La primera desde mediados de 1963 a finales de 1964, en el que se ha visto desarrollada una nueva rivalidad que era sobre todo entre países anglo-americanos. Después, los grandes bancos de Europa continental han logrado un sitio en el nuevo mercado internacional. Sin embargo, los "investment Banks" americanos, conservan un papel importante en este mercado, cuyas técnicas por otra parte, no son otra cosa que las técnicas americanas.

El cierre de hecho del mercado americano a los emisores procedentes de los países industrializados, se ha acompañado inmediatamente de un desplazamiento del centro de canalización y orientación de los capitales internacionales, situados hasta entonces en Nueva York. La primera emisión en dólares organizada por un sindicato colocador bajo dirección inglesa, se efectuó en el mes de mayo de 1963 por cuenta del Tesoro belga.

La organización y colocación de las emisiones internacionales tiende a descansar en una gran medida en los intermediarios no americanos; media docena de "Merchand Banks" de Londres, apoyándose en un pequeño número de bancos del continente, han tratado de suplantar de manera duradera, a los sindicatos del "investment Banks" americanos; tal es, al menos, el sentido de una evolución que se esboza desde mediados de 1963 a finales de 1964. Durante este período de 18 meses, los bancos de Londres han dirigido la colocación de más de 350 millones de dólares de empréstitos internacionales en dólares, es decir, los $\frac{2}{3}$ del volumen de los empréstitos internacionales emitidos en el curso de este período y que hubiesen sido penalizados por el impuesto de igualación de intereses, si se hubiesen suscrito en los EE. UU.

Las autoridades inglesas han alentado esta nueva actividad de los bancos de Londres. La colocación de estas emisiones no arrastra, en efecto, ni la

absorción de recursos del mercado nacional, ni gasto de divisas. La función de mediación, así reivindicada por la City, se ha comparado al papel de lo que se llama "Entrepôt financier", semejante por otra parte, al que desempeñaban los "investment Banks" americanos en las emisiones extranjeras realizadas en Nueva York y suscritas casi por completo fuera de los EE. UU.

El deslizamiento del mercado financiero internacional de Nueva York a Europa por razones del impuesto del I.E.T., ha hecho que Europa sea el centro de esta nueva situación. Ahora bien, este centro se ha hecho fundamentalmente gracias a las filiales de las empresas americanas, que son las que se han lanzado a la conquista del mercado europeo al cerrarse el de Nueva York. En realidad la función de que se trata es menos de la del "entrepôt financier", que la de un "engineering financier". Una actividad de "entrepôt" o de depósitos, supondría que hubiese una redistribución en el extranjero por los bancos de un país determinado, de recursos efectivamente drenados en el extranjero, de lo cual no es el caso. Tratándose de financiaciones a largo plazo una tal actividad supondría, en caso límite, que hubiese una utilización de depósitos extranjeros a corto plazo empleados a largo plazo en el extranjero de la misma manera que la Gran Bretaña se sirve de los depósitos a la vista de los países de Ultramar de la zona de la esterlina para hacer a los mismos países préstamos a largo plazo.

Las casas especializadas de Nueva York se encontraron entorpecidas durante los meses que siguieron al momento de la creación del impuesto de igualación, por tres obstáculos. El primero por la incertidumbre de las intenciones reales de la administración americana con respecto a sus actividades internacionales; no se vio en un principio que estas actividades pudieran mantenerse en gran medida sin provocar la salida de capitales americanos. El segundo obstáculo se refería a la pérdida de la facilidad que representaba el aseguramiento de una colocación parcial fácil en el propio mercado americano. Finalmente, la reglamentación de la Bolsa de Nueva York, subordinaba la cotización en el "New-York Stock Exchange" a un mínimo de distribución de títulos en los EE. UU. Las firmas de Nueva York se han podido recuperar gracias a que, a partir de abril de 1964, debido al debilitamiento de la reglamentación de la Bolsa de Nueva York en materia de cotización de títulos extranjeros. Posteriormente las dificultades de la Libra esterlina han perturbado a las casas de Londres que han sufrido la modificación del régimen de divisa-título, al

cual deben someterse los suscriptores ingleses de valores extranjeros y que encarece las compras de estos valores con una prima cuyo tipo, a veces, sobrepasa el 50 %. Este factor ha disminuido cada vez más el atractivo de las obligaciones en dólares a los ingleses.

El conjunto de estos factores ha arrastrado rápidamente una inversión total en la proporción de las emisiones dirigidas desde Londres y Nueva York. La parte de las emisiones internacionales, cuya colocación estaba organizada desde Nueva York, cayó al 30 % alrededor de 1964, remon-tándose al 50 % entre 1965 y 1966. La consideración principal que explica la preferencia manifestada nuevamente por los "investment Banks" de Nueva York, es evidentemente la de buscar a principios de 1965 un número importante de emisores americanos. Conviene igualmente constatar que las iniciativas de estos bancos en materia de organización de emisiones, y por consiguiente, de la vigilancia del mercado, han ido en aquel tiempo a favor de las casas americanas.

A partir de 1965 es cuando los grandes bancos del continente han intentado disputar a los bancos anglo-sajones el cuasi monopolio que habían conseguido. Poco a poco, reforzando su posición, han obtenido participaciones de garantía y seguro en los sindicatos internacionales de emisiones, los bancos alemanes, belgas, franceses, italianos, holandeses, así como algunos escandinavos. Varios de ellos han dirigido, bien por sí mismos o en asociación con firmas anglosajonas, sindicatos formados para la colocación de empréstitos, los cuales no todos eran realizados por cuenta de emisores de su país de origen.

A finales de 1966, la posición continental se ha consolidado por la aparición de los bancos suizos en los sindicatos internacionales. Hasta entonces, estos bancos, que habían anteriormente participado activamente en la colocación, se habían mantenido apartados en la garantía de las emisiones internacionales, en razón, esencialmente, del elevado impuesto del timbre, que grava todas las suscripciones que se realizan en Suiza. La supresión de este impuesto para las suscripciones que se suponía provenían de no residentes suizos, así como el acuerdo de las autoridades federales para la determinación de un tanto alzado en el reparto de las suscripciones entre los no residentes y residentes, debía permitir tardíamente a los bancos suizos figurar en algunos sindicatos internacionales.

En la actualidad la posición de los bancos no anglo-sajones, se mantiene fuerte si nos atenemos a los criterios de la nacionalidad de los directores

de los sindicatos internacionales; las emisiones dirigidas por bancos de Europa continental en 1967, sólo alcanzaron un 40 %. Se ha desarrollado muy rápidamente, por la fuerza de los hechos y sobre la base de una competencia auténtica y de una cooperación de hecho entre instituciones financieras de los dos lados del Atlántico; ciento cincuenta establecimientos bancarios aproximadamente, en Europa y EE. UU., participan en los sindicatos internacionales formados para la suscripción de emisiones en el mercado financiero internacional "europeo".

Las casas especializadas en Nueva York ("investment Banks"), que toman parte activa en estas operaciones, son alrededor de dos docenas, entre las cuales tres o cuatro de entre ellas ocupan un lugar particularmente importante en el mercado financiero internacional.

En Londres, una quincena de establecimientos ("Merchant Banks"), intervienen de manera habitual en el mercado.

En el continente alrededor de ochenta bancos, componen la parte esencial de los sindicatos; una quincena en Francia y Alemania, una decena en Italia, ocho en Bélgica y Luxemburgo, media docena en los Países Bajos, así como los principales bancos escandinavos, esencialmente para las emisiones de los países nórdicos. Finalmente, el sindicato de los bancos suizos ha aparecido en la garantía de varias operaciones.

Los bancos franceses han llegado tarde a las Euroemisiones, sin embargo, ocupan ahora, entre los bancos del continente, un lugar importante en la organización y colocación de estas emisiones.

Técnica operativa.

Las técnicas empleadas desde el principio para las Euroemisiones, están íntimamente inspiradas en los métodos anglo-sajones y más particularmente, en los métodos americanos tal cual están autorizadas en el mercado interior por las autoridades de tutela, en particular la "Securities and Exchange Commission". Presentando un cierto número de particularidades de detalle con relación a las prácticas americanas, las técnicas internacionales ahora en uso se consideran como muy notables; ofrecen, en efecto, el triple mérito: la eficacia, la rapidez y una relativa baratura para los prestatarios. La eficacia de los medios de colocación en el público, están basadas tanto en la técnica utilizada, que es la de "toma en firme" (Underwriting), como a la solidez y cohesión de los sindicatos internacionales formados para las Euroemisiones.

La técnica operativa la expondremos brevemente. Una sociedad que necesita un empréstito, recurre a su banquero habitual para que sea, como si dijéramos, el director o abanderado de un sindicato de garantía.

Este sindicato de garantía reúne bajo la dirección de un director (manager), asistido por uno o varios co-directores para las emisiones más importantes, un número de establecimientos que varía según el volumen de la emisión o la dificultad de su colocación, corrientemente unos cincuenta, pero no es raro llegar al centenar de establecimientos bancarios que participan en el sindicato. Cada uno de los miembros del sindicato "Underwriter", garantiza el buen fin de la operación haciéndose cargo de una parte sindicataria teniendo en cuenta sus relaciones con el emisor y el director, así como de su capacidad de colocación. Las condiciones de puesta en práctica de esta garantía pueden en relación a la colocación realmente efectuada por el garante, revestir diversas formas. Hasta el presente el compromiso de los "Underwriters" jamás ha intervenido, los directores han tomado a su cargo el saldo no colocado de ciertas emisiones.

El director constituye igualmente un grupo de colocación ("Selling group"), que comprende un número relativamente elevado de establecimientos que no participan en el sindicato de garantía y que aseguran la colocación de una fracción de títulos juntamente con los miembros del sindicato de garantía. Su colocación con los mismos derechos que los garantes, se encuentra remunerado por una comisión concedida sobre las obligaciones que le son otorgadas en función de sus peticiones.

El director es el que redacta los documentos necesarios y en particular el prospecto de emisión (nota informativa muy completa y muy clara de unas treinta páginas), fija en relación con el emisor y según las condiciones del mercado, las modalidades de la operación. Establece el reparto entre los garantes de su parte de garantía y determina las condiciones de la colocación. Tiene también el papel esencial de vigilar la observancia de las reglas de una disciplina comprobada por la experiencia americana; vigila en particular, el estricto respeto de la reglamentación de las retrocesiones de las comisiones. Estas retrocesiones están prohibidas para evitar que los malos colocadores perjudiquen el desarrollo del conjunto de la operación, concediendo a los suscriptores ventajas, que no serían otra cosa que rebajas sobre los precios de emisión y que provocarían en el mercado después de la colocación, una baja artificial de las cotizaciones en detrimento de los demás suscriptores y del crédito del prestatario. Sólo se autoriza la retro-

cesión de una parte determinada de la comisión de colocación (“reallo-
vance”), a favor de intermediarios financieros que no forman parte del
“Selling group”.

Una segunda regla que los directores garantizan, es la prohibición
de toda venta en el mercado por los miembros del sindicato y del grupo de
colocación, a un precio inferior al tipo de emisión durante un cierto plazo,
alrededor de un mes, después de la suscripción. Finalmente el director ase-
gura la vigilancia del mercado después de la colocación, en las semanas
que siguen a la emisión y se encarga igualmente por cuenta del emisor,
a proceder a la recompra en el mercado de valores para asegurar la amorti-
zación del empréstito.

Los plazos de realización de una emisión internacional, son relativamente
breves. Transcurre alrededor de un mes, normalmente, entre el fin de la
puesta a punto de los documentos provisionales por el emisor y el director,
y el pago al emisor del producto del empréstito. La fase de emisión propi-
amente dicha, es más corta, alrededor de ocho días. Transcurren unas tres
semanas entre el envío de las invitaciones a los miembros del sindicato
de garantía y del grupo de colocación y el pago del producto del emprés-
tito. El tiempo de la suscripción propiamente dicho, es más breve aún;
transcurren no más de 15 días entre la aceptación de las condiciones de la
emisión por el sindicato de garantía y la entrega de las obligaciones al sindi-
cato y al grupo de colocación, una vez realizado el pago del producto del
empréstito.

La admisión de los títulos a la cotización, según plazos variables, en
general son bastante cortos en las Bolsas que aceptan las Euroobligaciones,
es decir, las de Luxemburgo, Londres, Nueva York, Amsterdam, Zurich,
Frankfurt, Dusseldorf y Bruselas de manera que las transacciones en Bolsa
puedan empezar muy poco tiempo después de las suscripciones efectuadas,
en particular en Luxemburgo.

La remuneración de los intermediarios es del 2,5 % uniformemente para
las emisiones públicas de una duración superior a cinco años, repartida de la
manera siguiente:

- 0,50 % globalmente para el Director,
- 0,50 % de comisión de garantía a los miembros del sindicato.
- 1,50 % de comisión de colocación a las suscripciones conseguidas por
los miembros del sindicato y del “Selling group”.

A los gastos de estas comisiones hay que añadir, los gastos varios que

corresponden al coste de la impresión de los prospectos de propaganda y de los títulos, gastos de telex y de desplazamiento, gastos de publicidad y de inclusión en la cotización y, eventualmente, los honorarios de los abogados. Estos gastos, que no están incluidos en la comisión de los intermediarios, se paga por el emisor y representan generalmente menos del 0,50 % del importe del empréstito.

En total, el tipo de coste actuarial de un empréstito internacional, (gastos financieros del servicio del empréstito incluidos), es alrededor del 0,50 al 0,75 %, al tipo de rendimiento que se da a los suscriptores.

El desarrollo de las Euroemisiones desde mediados de 1963 hasta el 28 de febrero de 1969, es muy notable, no solamente por la expansión considerable del volumen de las solicitudes al mercado, sino también por la diversificación creciente de los prestatarios y de las fórmulas de emisión.

EURO-OBLIGACIONES Y OBLIGACIONES EXTRANJERAS EMITIDAS FUERA DE NORTEAMÉRICA (en millones de dólares americanos)

	1965	1966	1967	1968	1969
EURO-OBLIGACIONES: TOTAL	1.041	1.142	2.002	3.573	3.155
<i>Por categoría del prestatario.</i>					
Sociedades de EE. UU.	358	439	562	2.096	1.005
Otras sociedades	319	376	575	603	816
Sociedades estatales o con aval del Estado	110	118	442	349	682
Estados nacionales	189	108	303	500	584
Instituciones internacionales	65	101	120	25	68
<i>Según la moneda.</i>					
Dólar americano	726	921	1.780	2.554	1.722
Marco alemán	203	147	171	914	1.338
Otras monedas (1)	112	74	51	105	95
<i>Por clases de valores.</i>					
Obligaciones a largo plazo (2)	836	675	1.427	1.108	1.851
Obligaciones a medio plazo (2)	95	225	260	480	173
Certificados de depósito	—	—	55	.75	—
Obligaciones convertibles	110	242	260	1.910	1.131

(1) Incluye la Unidad de Cuenta Europea y las emisiones de opción en Libras o Marcos alemanes.

(2) Obligaciones clásicas.

	1965	1966	1967	1968	1969
OBLIGACIONES EXTRANJERAS:					
TOTAL (3)	376	378	403	1.135	813
<i>Por categoría del prestatario.</i>					
Sociedades de EE.UU.	10	24	48	139	223
Otras sociedades	89	71	65	56	114
Sociedades estatales o con aval del Estado	59	7	—	12	107
Estados nacionales	62	76	157	317	98
Instituciones internacionales	156	200	133	611	271
<i>Según la moneda.</i>					
Marco alemán	123	—	10	674	518
Franco suizo	78	94	153	238	196
Lira italiana	24	139	24	72	24
Libra esterlina	62	76	102	19	—
Franco belga	12	10	21	30	—
Franco francés	25	41	41	—	—
Florín holandés	29	—	—	30	—
Corona sueca	—	—	20	10	—
Otras monedas	—	—	—	48	75
<i>Por clase de valores.</i>					
Obligaciones a largo plazo (2)	365	376	377	956	627
Obligaciones a medio plazo (2)	1	2	26	179	120
Obligaciones convertibles	10	—	—	—	66
GRAN TOTAL	1.417	1.520	2.405	4.708	3.968

(2) Obligaciones clásicas.

(3) Emitidas en los mercados nacionales y en sus respectivas monedas.

Fuente: Morgan Guarantey Trust Company, Economist's Department World Financial Markets — 22 de julio de 1970.

REPARTO SEGÚN LA NACIONALIDAD DE LOS PRESTATARIOS

	1968	1969
EE. UU.: empréstitos convertibles	51 %	19 %
" " clásicos	13 %	15 %
Europa, salvo Gran Bretaña	19 %	34 %
Commonwealth y Gran Bretaña	6 %	20 %
Japón	5 %	9 %
Otros países	6 %	3 %

Los prestatarios.

El desarrollo de las Euroemisiones, se realiza bajo la presión de las necesidades crecientes que tienen lugar en tres direcciones diferentes: las colectividades públicas europeas, las sociedades americanas y sus filiales en el extranjero y finalmente las grandes sociedades europeas, de tal manera que en 1969, la gama de las sociedades emisoras, prácticamente es muy completa, pues comprende con todas las categorías posibles de clientes: sociedades privadas nacionales o multinacionales, empresas públicas o de economía mixta, municipios, estados soberanos y organizaciones internacionales o regionales. Las necesidades a cubrir, son muy diversas, lo mismo que las regiones del mundo beneficiarias; inversiones industriales en Europa, en el Japón, o en África del Sur, expansión de canales comerciales, equipamientos colectivos (autopistas en Italia, España, Austria, teléfonos en Escandinavia, Francia, etc.), distribución de crédito industrial e inmobiliario en Portugal, en Escandinavia, en Méjico, cobertura de déficits presupuestarios en Bélgica y en Austria.

En realidad se perciben tres fases en la diversificación de la clientela de prestatarios. En la fase inicial los emisores eran sobre todo colectividades locales y empresas públicas o semi-públicas, esencialmente europeas. Después, a partir del verano de 1965, las grandes sociedades americanas han hecho su aparición masiva bajo la presión de las necesidades de inversión de sus filiales extranjeras, dejando al descubierto el programa de restricciones cuantitativas a la salida de capitales americanos que se iniciaba en marzo de 1965. Esta situación ha suscitado la emulación de las grandes sociedades privadas europeas, cuyas solicitudes se han hecho cada vez más numerosas en período reciente.

Los principales emisores en 1963 y 1964 eran, a menudo, residentes de países cuyos mercados financieros eran relativamente estrechos. Tal fue el caso, en su origen, de municipalidades y empresas semi-públicas o de economía mixta escandinavas e italianas.

Francia ha acudido al mercado a finales de 1965, (30 millones de dólares solamente en dos emisiones efectuadas por la Compañía Francesa de Petróleo y los Cementos "Lafarge"). Después, en 1967 (siete emisiones con un montante total de 157 millones de dólares, es decir el 8 % de las Euroemisiones del año, haciendo de Francia el décimo prestatario europeo) y

nuevamente en 1968 se han aumentado las emisiones (sólo una de ellas por 20,3 millones de dólares).

La aparición de las sociedades americanas sobre el mercado de las Euroemisiones, se remonta al mes de septiembre de 1965. Las grandes sociedades se habían podido acomodar, hasta entonces, a las directrices muy liberales del Ministerio de Comercio que alentaba las restricciones voluntarias de salida de capitales de los EE. UU. Alguna de ellas, primeramente han acudido sólo a los mercados nacionales extranjeros. La estrechez de estos mercados, el nivel elevado de sus tipos de interés y los alientos oficiales que les han incitado a las sociedades americanas a recurrir a las Euroemisiones. En 1966 estas emisiones "Offshore" han alcanzado 479 millones de dólares, es decir alrededor del 45 % del volumen total del mercado. En 1967 la proporción bajó al 30 %, es decir, 527 millones de dólares, pero en 1968 bajo la influencia del endurecimiento de las restricciones a la salida de capitales americanos, el volumen de emisiones de las sociedades americanas, alcanzó un incremento extraordinario muy superior a los años anteriores. Es cierto que se trata en su casi totalidad de emisiones de obligaciones convertibles en acciones, favorecidos por el atractivo que ejerce la Bolsa de Nueva York. En este año alcanzaron el 64 % de la totalidad de las emisiones por un importe de 2.096 millones de dólares.

En 1969 ante el cambio de la coyuntura de la economía americana y en particular de la baja de la Bolsa de Nueva-York, se observa la fuerte disminución de la participación de las empresas americanas bajando su porcentaje al 34 % del total de las Euroemisiones del año, alcanzando la cifra de 1.047 millones de dólares, prácticamente una disminución del 50 % con respecto al año anterior (1).

Las restricciones impuestas en los EE. UU. por razones de la balanza de pagos, ha sido incontestablemente un factor de desarrollo del mercado europeo. Las mismas restricciones impuestas en Inglaterra no han podido, hasta ahora, provocar solicitudes importantes por parte de sociedades inglesas, sin contar dos emisiones en 1966 y 1967 y dos en 1968. Por el contrario, numerosas sociedades privadas de Europa continental, han realizado volúmenes de emisiones importantes en 1967-68-69. (Siemens, Bayer, Badische Aniling, Citroën, Simca, Philips, Olivetti, Arbed, Wagons-Lits, B.P., Rouseel Uclaf, K.L.M., Hoogovens y Zout Organon, en particular.)

(1) Según datos facilitados por Morgan Guaranty Trust Company.

Principales formas de emisión de obligaciones.

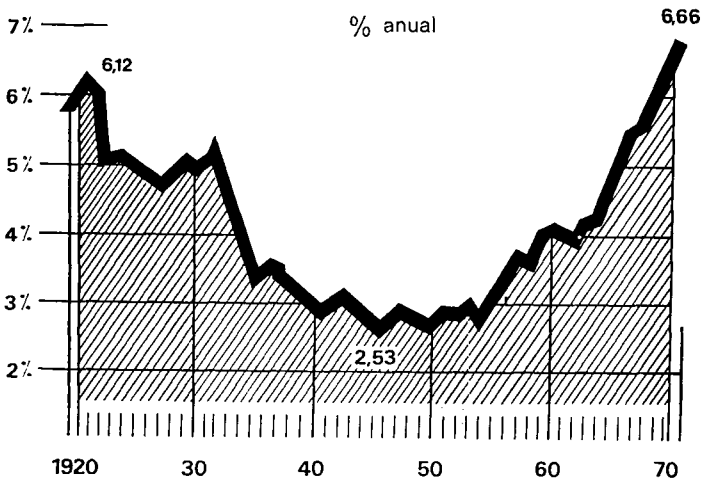
Los organizadores del mercado tratan de diversificar los tipos de empréstitos para responder a las necesidades de novedad por parte de los inversores. La diversificación de las fórmulas de emisión, es también la respuesta a las dificultades crecientes que han planteado, en particular, la evolución al alza de los tipos de interés y las dificultades que han encontrado algunas monedas, incluso el dólar. El alza de los tipos de interés ha sido prácticamente ininterrumpida desde 1963. A finales de 1967 y antes de las tensiones provocadas por la devaluación de la libra, los tipos nominales de emisión alcanzaban el 6,5 % para las emisiones de sociedades americanas; entre el 6 3/4 y el 7 % para las emisiones europeas y más del 7 % para ciertas emisiones de otros países. La razón de todo ello hay que atribuirla esencialmente a la presión de la demanda, en particular, la de las sociedades americanas, sin que sea posible establecer relaciones de tipos de interés muy determinadas entre los diferentes mercados, ni atribuir, en consecuencia, la causa a uno u otro país.

Lo que sí se ve claro es que los tipos de interés de las Euroemisiones corrientemente son superiores en un 1 ó 2 % a los tipos de interés del mercado financiero suizo. Pero como ese mercado, está solamente entreabierto a los emisores extranjeros, no puede representar una solución alternativa para el emisor eventual. No constituye tampoco, una colocación alternativa para un inversor, sus tipos de interés son poco elevados a pesar del alza que han sufrido desde hace 2 años. Tampoco existen relaciones directas con los tipos americanos a largo plazo, estando cerrado el mercado americano a los principales emisores, no solamente por el impuesto de igualación, sino también por las directrices oficiales que ningún banco americano puede permitirse el lujo de transgredirlas. Existe una relación directa con los tipos de interés de los Eurodólares del mercado monetario por lo que este último mercado representa una decisión alternativa para los inversores, particularmente en períodos de tensión de los tipos de interés o de incertidumbre sobre las perspectivas monetarias internacionales. Normalmente hay una diferencia media de 1 1/4 a 1 1/2 % entre los tipos de los dos mercados; esta diferencia, anteriormente, era sólo de 3/4 %. Estos hechos descubren la doble influencia que las decisiones del gobierno americano ejerce sobre el mercado de Euroemisiones. A nivel del propio mercado, por el aumento de la demanda de capitales por las sociedades americanas por

mediación del mercado monetario, en razón de las repercusiones que su evolución arrastra para el mercado financiero internacional.

En 1969, ante esta demanda cada día más fuerte y más persistente, lógicamente se resiente el tipo de interés, y en las emisiones clásicas, hoy en día ha llegado a cifras del 9 % como mínimo. Los americanos y la imaginación del hombre en general, trataron de buscar soluciones que abaratasen el tipo de interés y por otro lado hiciesen atractivo al suscriptor acudir a este tipo de obligaciones y entonces se crearon diversos tipos de obligaciones diferentes de las clásicas, ya sean simples o hipotecarias.

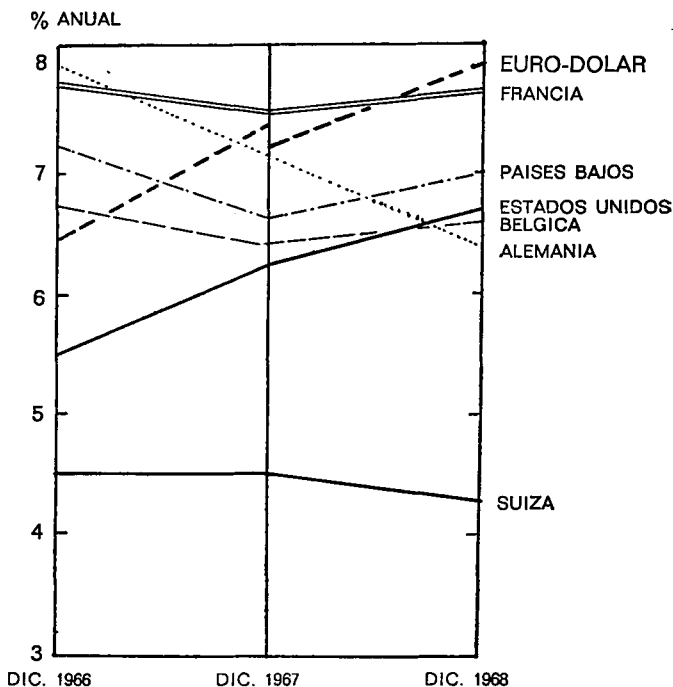
RENDIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES EN NORTEAMERICA
(toda clase de obligaciones)



a) Obligaciones convertibles, que las llamaríamos más correctamente canjeables, puesto que su proceso es distinto a lo que entendemos nosotros en España por convertibles. Una emisión convertible o mejor dicho canjeable, consiste en lo siguiente: la sociedad emisora a través de su correspondiente consorcio de bancos aseguradores y bancos o firmas colocadoras, anuncia la emisión de tantos millones de dólares de obligaciones canjeables en acciones a los seis meses de la fecha de lanzamiento de la emisión. A partir de esta fecha, se pueden canjear automáticamente las obligaciones, puesto que ya desde el primer día se fija el precio del canje, que suele ser superior a la cotización del día en que se lanza la emisión. Transcurridos seis meses,

TIPOS DE INTERESES
1967-1968

OBLIGACIONES INDUSTRIALES A LARGO PLAZO



- 1. — SOCIEDADES NORTEAMERICANAS
- 2. — OBLIGACIONES PRIVADAS
- 3. — FONDOS PUBLICOS

Fuente: O.C.D.E.

entonces el poseedor de un título canjeable puede ejercer la opción hasta su vencimiento. Si la cotización en Bolsa ha subido, puede automáticamente transformar sus obligaciones en acciones adquiriéndolas a un precio más barato del que cotiza aquel día, pero por otro lado, el hecho de adquirir estas acciones le supone una merma del tipo de interés, puesto que las acciones rentan a dicho cambio un 2 o un 3 % a lo sumo, mientras que las obligaciones canjeables le rentan un 6 % como mínimo, según la categoría de la sociedad.

Este tipo de emisiones ha tenido un gran éxito, debido fundamental-

mente al alza espectacular de los años pasados de la Bolsa de Nueva York en particular.

b) Otro sistema al que se ha recurrido desde el año 1968 hasta la actualidad, y muy en particular en 1969, consiste en vez de hacer las emisiones en dólares, hacerlas en deutschemarks, especulando en la revalorización del D.M. y de esta forma poder conseguir un tipo de interés más bajo que las obligaciones puramente clásicas.

c) Otra fórmula muy corriente es la de obligaciones con "warrant" anexo, es decir, como si dijéramos más vulgarmente, obligaciones con un cupón especial de prima. Este cupón o "warrant" que llevan las obligaciones permite, por ejemplo, si la emisión ha sido por una sociedad filial, con este cupón que es canjeable y negociable en Bolsa, participar de una ampliación de capital de la sociedad madre en unas condiciones determinadas..

Lo veremos más claro con un ejemplo:

Empréstito de 75 millones de dólares de la BASF OVERZEE N.V. 1980 con "warrants".

El empréstito está incondicionalmente garantizado por la firma química alemana de renombre universal Badische Aniling und Sodafabrik (BASF) de la que la sociedad emisora es una filial al 100 %. Tipo de emisión 99,5 %, tipo de interés 6 % libre de impuestos. Cada obligación de 1.000 dólares nominales tiene tres "warrants" que confieren a su titular el derecho de adquirir respectivamente 1 acción, 5 acciones y 10 acciones, es decir, en total 16 acciones de un valor nominal de 50 Deutsche Mark cada una, de la sociedad madre BASF. Los "warrants" pueden utilizarse o negociarse en Bolsa a partir del primero de abril de 1970 hasta el 15 de diciembre de 1980, adquiriendo las acciones con una ligera prima por encima de la cotización del momento de la emisión de las obligaciones, que han tenido lugar el 3 de diciembre de 1969. Reembolso de las obligaciones el 1.º de diciembre de 1980 a la par. La sociedad emisora se reserva el derecho de anticipar el reembolso en su totalidad o en lotes de 15 millones de dólares o de un múltiplo de este montante el 1.º de diciembre de 1977 o en una fecha cualquiera del pago de los siguientes vencimientos. Las obligaciones se cotizarán en la Bolsa de Frankfurt y los "warrants" en todas las Bolsas alemanas.

d) Otras fórmulas se han experimentado con éxito muy variado. Desde 1963, un gran banco belga, utilizó la moneda titulada "Unidad de cuenta".

Esta fórmula que reúne las diecisiete monedas de la antigua Unión Europea de Pagos (U.E.P.) es intelectualmente la mejor, pero presenta una cierta complejidad a los suscriptores. Ha sido relativamente poco utilizada, prácticamente sólo por una decena de emisiones, es decir, menos de 200 millones de dólares.

e) Otra fórmula que hasta ahora ha conocido un pequeño desarrollo, consiste en dar al suscriptor una *opción de cambio entre dos monedas*. Esta opción se puede ejercer durante toda la vida del empréstito, para el pago de los cupones o del reembolso del capital. Esta fórmula es susceptible en ciertos casos, de ser onerosa para el prestatario, pero este riesgo se puede encontrar ampliamente disminuido en la medida en que se hace posible elegir monedas para las cuales las perspectivas a medio plazo no dejan preveer una evolución sensiblemente divergente de sus paridades monetarias respectivas. A este respecto, podemos pensar que el progreso de la integración económica europea, arrastrará un reforzamiento de la cooperación sobre el plan monetario que podría en el futuro facilitar la utilización de procedimientos de este tipo.

f) Existen también obligaciones clásicas simplificadas, de duración raramente superior a cinco años, llamadas pagarés. Revisten la forma al portador, produciendo un interés anual, no dando generalmente lugar ni a amortización anual, ni a reembolso anticipado. Son emitidas a un precio muy próximo a la par y son reembolsadas globalmente a la par en el último año.

En febrero de 1968, la sociedad americana North American-Rockwell emitió pagarés por 20 millones de dólares de 1.000 dólares cada uno a cinco años. El precio de emisión fue fijado a 99,50 % y el interés anual en $6 \frac{7}{8}$ %.

g) Aunque no se trate de obligaciones, queremos dar a conocer una nueva fórmula que se ha presentado en 1969 en el mercado de las Euro-emisiones que se va conociendo por el nombre de Euroacciones. Se trata de la satisfactoria colocación y distribución de emisiones de acciones de alcance internacional. La mayoría de estas ofertas por sindicatos internacionales lo fueron en certificados de acciones que representan una parte proporcional del capital de una sociedad con un mercado bursátil nacional bien acreditado para sus acciones ordinarias. Se hicieron cinco emisiones por sociedades japonesas y una, Hunter Douglas, canadiense. También hubo tres emisiones de sociedades de administración de fondos de inversión,

siendo la primera "Invests Overseas Ltda." que representó la primera oferta de acciones que no tenían mercado en Bolsa. También hubo ofertas de Fondos de Inversión. Las ofertas de certificados de acciones, han sido generalmente bien recibidas y, a partir de entonces, se ha desarrollado un activo mercado paralelo. Parece ser que 1970 verá un mayor aumento de este nuevo sistema de financiación.

Fecha de la Oferta	Sociedad emisora	Volumen Emisiones (en millones de \$ USA)	Precio oferta USA	Precio medio 31/12/69 (\$ USA)
Febrero 1969	Pioneer Electronic	5,9	17,82 (*)	52,00
Junio 1969	Hunter Douglas	5,1	14,30	10,98
Julio 1969	Hayakawa Electric	11,7	23,45	25,87
Agosto 1969	Olympus Optical	5,9	19,75	25,75
Septiembre 1969	Sanyo Electric	8,5	21,25	19,12
Septiembre 1969	I.O.S.	56,0	10,00	12,37
Octubre 1969	Mitsumi Electric	12,2	3,87	3,60
Diciembre 1969	Securities Management	6,9	11,50	12,12

(*) Ajustado para posterior dividendo de capital.

Fuente: White, Weld & Co. — The International Bond Letter enero de 1970.

Veamos un ejemplo:

Emisión de 873.600 acciones ordinarias de HUNTER DOUGLAS LIMITED.

Las acciones comprenden 387.100 acciones emitidas y en circulación que son vendidas por los accionistas que las poseen y 486.500 acciones autorizadas pero todavía sin emitir, que se ofrecen por HUNTER DOUGLAS LTD. Hasta la actualidad todo el capital emitido por la sociedad está en poder de personas privadas. Las acciones se emiten a 14,30 dólares. 516.000 acciones se ofrecen a la suscripción en Canadá y 357.600 fuera del Canadá que estarán representadas por certificados al portador en lotes de 100 y 20 acciones. Las acciones tienen un valor nominal de 0,35 dólares canadienses. Se solicitará la cotización para las acciones ordinarias a las Bolsas de Montreal y Toronto y para los certificados a la Bolsa de Amsterdam.

III. LUGAR QUE OCUPA EL MERCADO DE EUROEMISIONES EN EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

La utilidad económica de las financiaciones ofrecidas por el mercado de Eurocapitales, no ofrece duda, pero si se pasa del terreno de los servicios prestados al de la estructura y de organización del mercado, nos llevaría a precisar la situación del circuito de los Eurocapitales con relación a los diferentes mercados nacionales y a preguntarnos sobre el papel que podrá tener en el futuro en el funcionamiento del conjunto del mercado financiero internacional. El mercado de Eurocapitales no es un mercado sin problemas. Dos fundamentales parecen dominar estas perspectivas. El primero se refiere a la alimentación del circuito y el segundo al estatuto del mercado.

Alimentación del circuito.

Nadie está en condiciones de calcular la capacidad de absorción del mercado de Eurocapitales o de precisar el origen geográfico de los recursos exactamente; pero está claro que el problema de alimentación de este mercado presenta dos aspectos: uno cuantitativo, el de aprovisionamiento en recursos nuevos de volumen suficiente, y otro cualitativo no menos importante, el del origen de los recursos. Existe un "pool" internacional de capitales de origen necesariamente nacionales, colocados en inversiones a largo plazo fuera de las fronteras de cada país. El volumen de los recursos nuevos que quieren añadirse cada año a este "pool" internacional, no es conocido. Se sabe, por lo menos, que no depende solamente del grado de liberalización de las reglamentaciones nacionales en materia de exportación de capital privado. La liberalización de las reglamentaciones de varios países europeos, ofrecerá perspectivas muy amplias de alimentación del mercado internacional, pero el volumen de los recursos nuevos, depende grandemente del comportamiento y de las costumbres de los ahorradores nacionales, tanto como de los riesgos y perspectivas de beneficio ofrecidos por las colocaciones

internacionales. Parece evidente a este respecto, que casi 11.000 millones de dólares de Euroobligaciones suscritas en los últimos años, no constituye en su totalidad una suma demasiado importante a los recursos del "pool" de capitales internacionales.

Las estadísticas americanas, efectivamente, corregidas por ciertos datos de origen europeo, sugieren que las Euroemisiones se han suscrito en cierta medida con la ayuda de la venta de títulos americanos. Se sabe, por otra parte, que las emisiones de obligaciones canjeables por las sociedades americanas en 1965 y 1966, se han suscrito en parte por venta de acciones de las mismas sociedades. La colocación de estas obligaciones, en esta medida, ha provocado un arbitraje puro y simple en los títulos de estas sociedades, sin añadir nada a los medios de financiación del mercado europeo.

El mercado de Euroobligaciones, por otra parte, se ha beneficiado ampliamente del marasmo que ha afectado a las Bolsas europeas y más particularmente las del continente, entre 1962 y mediados del 1967. Durante este período las cotizaciones de las acciones han bajado cerca del 50 % en París y en las Bolsas alemanas, y de un 45 % en las Bolsas italianas, así como del 25 % en Holanda y Bélgica. A pesar de la recuperación de Holanda y de Alemania, las cotizaciones de las acciones permanecían a finales de 1967, inferiores a sus records anteriores. Además, la débil rentabilidad de las mejores acciones europeas, del 2 al 3 % como máximo, no ha dejado de provocar arbitrajes en favor de las Euroobligaciones, cuya rentabilidad ha sido siempre superior al 6 % y hoy en día supera el 9 %. Una recuperación de las Bolsas europeas, unido al menos parcialmente a la búsqueda de valores refugio por parte de los inversores internacionales, alarmados por las perspectivas de una devaluación de todas las monedas, podría arrastrar así, una estabilización de la capacidad de absorción de un mercado de Euroemisiones fundado sobre las emisiones de obligaciones clásicas.

Por lo que se refiere al origen geográfico de los recursos ningún cálculo satisfactorio se puede facilitar. El más reciente y el más completo, es el presentado por el servicio de Estudios del Fondo Monetario Internacional, que abarca el período 1957-1966. Se atribuye fácilmente a los capitales administrados por los bancos suizos que han suscrito la mitad de las Euroobligaciones, aunque no nos dice nada sobre el origen real de los fondos. Otras plazas, es decir, Hong-Kong y las Bahamas, podrían representar según esta fuente, una aportación relativamente débil calculada de 65 a 115 millones de dólares sobre los 3.600 millones de 1957 y 1966, es decir,

alrededor del 5 %. Las otras aportaciones de capital, son menos de la mitad y se atribuyen a procedencia nacional directa. De Europa continental por menos de la cuarta parte (esencialmente de Bélgica, Italia y Holanda); Medio Oriente y Canadá menos del 10 % cada uno, Inglaterra solamente ha representado una aportación del orden aproximadamente del 5 %.

El origen efectivo de los capitales que circulan por Suiza y Bahamas, jamás se ha podido obtener. Se sabe solamente que los capitales de origen americano son pequeños en Suiza, pero parece ser que adquieren cierta importancia, cada vez mayor con el tiempo y que las Bahamas y Antillas Holandesas, sirven de refugio a las expatriaciones importantes de capitales por el hecho del impuesto americano sobre sucesiones. Se sabe también, que los capitales administrados por los bancos suizos e invertidos en Euroobligaciones, no son originarios de Suiza, sino de una gran parte de los países limítrofes. Ningún cálculo se puede intentar sobre estas aportaciones, pero es probable que los capitales en juego, sean considerables. Finalmente los países de Hispanoamérica proporcionan también un contingente sustancial de capitales expatriados, a los cuales hay que añadir los recursos de los países petrolíferos de Oriente Medio.

Podemos admitir que más de la mitad de las fuentes que alimentan el mercado de Euroobligaciones, está administrado en Suiza o en las diferentes plazas o ciudades indicadas más arriba. Se ha podido hablar de un mercado paralelo, ya que a medida de su desarrollo, favorecido por el nivel a menudo atractivo del tipo de interés de rendimiento que ofrece, este mercado ha interesado a suscriptores de diferentes países europeos, perdiendo progresivamente una parte de su carácter marginal.

Organización del mercado.

Se dice a menudo, que este mercado está en Luxemburgo, cuando en realidad su centro no está, ni en Luxemburgo ni en ninguna parte. La clientela se reparte por el mundo entero. Los títulos se cotizan en diversas Bolsas: Luxemburgo sobre todo, pero también en Londres, Zurich, Amsterdam, Dusseldorf, Frankfurt, Nueva York, Bruselas. Sin embargo, Luxemburgo se encuentra en el centro del desarrollo de estas actividades. En el curso del año 1968, 75 de los 121 empréstitos emitidos, han sido incluidos en la cotización de la Bolsa de Luxemburgo, de los cuales 66 de las 84 emisiones, lo han sido en dólares.

Los principales intermediarios del mercado de la suscripción, están en Londres y sobre todo en Zurich. La dirección de los sindicatos formados para las emisiones, cambia de lugar en cada operación según la nacionalidad del director. El lugar de suscripción mismo, está indeterminado. La ley que rige las operaciones no es siempre la misma: tanto la del país del banquero-director (en particular cuando éste es inglés), otras veces el del prestatario (sobre todo cuando se trata de un emisor americano), otras veces Luxemburgo y en otras ocasiones la Ley de un país tercero (así la Ley suiza en ciertos empréstitos en Portugal).

Por el contrario, es en Luxemburgo, donde más a menudo se efectúa el pago de los intereses. La legislación fiscal del Gran Ducado, no impone ningún impuesto sobre la renta de las obligaciones. El interés o rendimiento, puede ser cobrado neto de todo impuesto por los titulares que conservan el anonimato frente a sus autoridades nacionales.

Las sociedades americanas, han tomado la costumbre de efectuar sus emisiones internacionales por mediación de filiales o "holding", creados especialmente a este efecto, ya en Luxemburgo donde la legislación de sociedades es muy liberal, ya en los EE. UU. y, en particular, en el Estado de Delaware.

Luxemburgo constituye pues, en una cierta medida solamente, la sede de hecho de este mercado. Esta sede, sin embargo, a menudo, es indispensable por razones fiscales y siempre útil por el hecho de las facilidades que ofrece la legislación comercial local, la baratura de las tasas de admisión a la cotización en Bolsa y la brevedad de los plazos de su admisión. Luxemburgo presenta además la ventaja no despreciable, de encontrarse en una encrucijada de Europa, cuando las otras plazas, Bahamas o las Antillas Holandesas, presentan menos comodidades para los europeos. Luxemburgo ofrece además una estructura bancaria adecuada para recibir este tipo de operaciones. Finalmente, las autoridades han acogido favorablemente el funcionamiento del nuevo mercado, cuando las autoridades suizas, por ejemplo, han tenido una actitud de reserva a este respecto.

La calidad del mercado financiero se mide tanto por la eficacia de los procedimientos de emisión de valores mobiliarios, como por la organización de las transacciones sobre los títulos en circulación, soporte esencial de su actividad y su evolución.

Sobre este último punto, el mercado internacional manifiesta una particularidad que puede considerarse como inherente a la ausencia de locali-

zación, o por el contrario a la excesiva diversidad a que da lugar, lo cual es lo mismo.

Es cierto que las obligaciones internacionales, están incluidas en la cotización oficial de una o diversas Bolsas y que deberían de esta manera beneficiarse de las reglas de seguridad y publicidad que ofrecen las cotizaciones en Bolsa. Hay que reconocer sin embargo, que la cotización de las Euroemisiones se realiza esencialmente con vistas a satisfacer las reglamentaciones impuestas en las colocaciones efectuadas por la mayoría de los inversores institucionales, pero sólo refleja, en realidad, un volumen de contratación extremadamente limitado. Sólo ofrece cotizaciones indicativas, sin reflejo de una verdadera corriente de oferta o demanda y sin poder, así, asegurar una garantía de liquidez.

El mercado paralelo funciona de hecho entre especialistas (banqueros y diversos intermediarios) que toman a menudo posiciones por su propia cuenta. Por razón del nominal elevado de las obligaciones, mil dólares, reviste un carácter de mercado al por mayor poco más o menos, en el cual la intervención de los particulares se hace marginal. Esencialmente movido, no puede en estas condiciones favorecer el establecimiento de una unidad de precio.

Incluso las casas más activas en esta especialidad, reconocen que las cotizaciones no se equilibran siempre de forma satisfactoria, por falta de poder encontrar contrapartidas suficientes para sus órdenes de compra y de venta. Esta estrechez relativa, lleva a veces, a diferencias sensibles entre el precio de oferta y el precio de demanda, sobre todo en los períodos de crisis monetaria que revelan la extrema sensibilidad de este mercado a los sucesos internacionales. El clima de libertad total en el que se desarrolla, constituye la condición indispensable para su funcionamiento, que la experiencia demostrará, sin duda, que ha de mejorar.

Si bien es verdad que presenta muchas características notables y sin duda ejemplares, en particular por la seguridad de su técnica, el nuevo mercado internacional "europeo" no deja por eso de presentar cierto número de problemas. Su función de mercado en cierta forma yuxtapuesto, le pone en una posición marginal frente a los mercados nacionales de Europa y es la razón por la cual las autoridades responsables de ciertos estados, buscan o tratan de controlar la incidencia de una manera u otra, sobre su propio mercado.

El problema que plantea el mercado de las Euroemisiones, no es pues

el problema inmediato de sobrevivir o permanecer, que parece totalmente asegurado, sino el más lejano de su papel eventual en el acercamiento que podría conducir a una integración progresiva de los mercados financieros nacionales para terminar un día en la institución de un verdadero mercado financiero europeo.

A veces, se asigna al mercado de Eurocapitales, tal como funciona hoy, un papel potencial de catalizador en el esfuerzo de unificación deseado. Aunque la existencia de este mercado, probablemente, no haya tenido la influencia que se le atribuye con frecuencia en el acercamiento reciente de los tipos de interés a largo plazo en los mercados de Europa continental, ya ha adquirido ampliamente un papel de catalizador en otros campos importantes por la perfección ejemplar de las técnicas empleadas, por el estrechamiento de los lazos internacionales y de los canales de distribución de valores mobiliarios entre los diferentes países, por el clima de la competencia de buena ley que el funcionamiento del mercado ha podido instaurar desde hace algunos años entre los intermediarios europeos entre sí.

La otra parte de este papel es más difícil de imaginar en la medida en que el mercado de Eurocapitales se beneficia ya desde ahora, de una ventaja sustancial: del hecho de la inmunidad fiscal de que goza la mayor parte de su clientela de inversores. Así, la integración aparece más difícil sobre el plano del mercado financiero, que sobre el mercado monetario. En este último sólo están en juego los bancos; en los primeros pone en común a un gran número de inversores en los diferentes países. Parece pues, que haya que esperar a que el camino hacia una mayor unidad, sea menos rápido en materia de mercado de capitales a largo plazo.

IV. EL MERCADO DE EUROEMISIONES EN 1969

En el curso de 1969 el importe total de las emisiones internacionales se ha elevado a 3.137,1 millones de dólares. Este montante comprende los empréstitos extranjeros en Europa así como las Euroemisiones propiamente dichas. El contravalor de estas Euroemisiones se ha elevado en 1969, a 2.736, contra 3.130 en 1968, con una disminución del 14,4 %, mientras en 1968 habían aumentado en un 75 % en relación con 1967.

El total emitido en el mercado de Euroemisiones, desde sus orígenes hasta la fecha, ha alcanzado la cifra de unos 11.000 millones de dólares, a cuyo importe conviene añadir cantidades cada vez más importantes prestadas en forma de colocaciones privadas.

A finales de 1968 se podía pensar en que en el año 1969 se vería una nueva progresión de los montantes emitidos en el mercado de las Euroemisiones, a pesar de las incertidumbres monetarias que se preveían. Según hemos visto ha disminuido en un 14,4 %, pero sin embargo, el mercado ha reaccionado muy notablemente, en circunstancias extremadamente difíciles y a pesar de la devaluación del franco francés, la revaluación del marco alemán como final de una especulación internacional muy fuerte y de las presiones ejercidas en un sentido o en otro, a expensas de un cierto número de monedas.

Hay tres notas muy características del año 1969, el fuerte incremento de los empréstitos en marcos alemanes, la presencia importante de empresas japonesas en obligaciones convertibles y el aumento de las emisiones clásicas en detrimento de las convertibles.

El dólar continuó siendo la primera moneda financiera internacional en 1969, alcanzando los 1.622,5 millones de dólares de nuevas emisiones, representando el 60 % del total contra 2.361,5 millones de dólares, el 75 % del total, en el año anterior. En marcos se emitieron empréstitos por 1.053,6 millones de dólares, el 38,9 % del total emitido, contra sólo 662,5 millones de dólares, es decir, el 21 % en 1968, lo que representa un 159 % de

incremento de estas emisiones en 1969 en relación con 1968. Las emisiones en "Unidad de Cuenta Europea", se elevaron en 1969 a 60 millones de dólares, mientras en 1968 fueron 57 millones de dólares. No hubo nuevas emisiones en libras/marcos o francos franceses en 1969, mientras que en 1968 tuvieron lugar 28,8 millones de dólares en libras/marcos y 20,3 millones de dólares en emisiones en francos franceses en 1968.

En el año 1969 han bajado de una manera muy sensible los empréstitos por parte de sociedades norteamericanas, que sólo alcanzaron la cifra de 918,6 millones de dólares frente a 1.923,8 millones de dólares en el año anterior, lo que representa un 47,7 % del año 1968. Por otra parte, el total de las emisiones de prestatarios no norteamericanos acusaron un marcado incremento de 1.206,3 millones de dólares en 1968 a 1.817,5 millones de dólares en 1969, lo que representa un incremento del 50,6 %. Es conveniente destacar que este aumento resultó no sólo del incremento de préstamos por empresas estatales, muchas de ellas con la garantía de sus gobiernos respectivos, sino también por empréstitos de compañías industriales privadas.

El carácter internacional del mercado quedó nuevamente demostrado por el hecho de que los prestatarios no norteamericanos que utilizaron el mercado de las Euroemisiones, procedían de una gran variedad de países, siendo los más importantes:

Países	Importe en dólares	Porcentaje sobre el total emitido
Japón	241,0	8,8 %
Canadá	227,5	8,3 %
Reino Unido	210,0	7,6 %
Alemania	190,0	6,9 %
Italia	155,0	5,6 %
Francia	116,5	4,2 %
Dinamarca	111,4	4,— %
Países Bajos	110,0	4,— %
Australia	91,0	3,3 %
Suiza	60,0	2,1 %
Irlanda	45,0	1,6 %
Méjico	45,0	1,6 %
Finlandia	31,4	1,1 %
Austria	30,0	1,1 %

También conviene hacer notar que el carácter internacional del mercado se hizo evidente por el hecho de que las Euroemisiones, fueron una vez más, respaldadas por un amplio grupo internacionalmente representativo de los principales banqueros.

Las emisiones convertibles y otros valores de las compañías americanas experimentaron una baja particularmente seria. Ello fue debido al alto nivel de los tipos de interés que afectaron sensiblemente a las obligaciones convertibles, y también a la fuerte baja de la Bolsa de Nueva York, que contribuyeron a producir fuertes bajas en las cotizaciones de las emisiones de obligaciones convertibles en curso, tanto en las Bolsas como en el mercado paralelo, haciendo a las nuevas emisiones convertibles menos aceptables en el mercado y por otra parte retrajo a los posibles emisores.

Las compañías americanas lanzaron sin embargo, emisiones de obligaciones convertibles durante 1969 por un total de 519,5 millones de dólares, en comparación con 1.545 millones de dólares en 1968, lo que sólo representa un 33,6 % sobre las emitidas en 1968. Sin embargo, las emisiones por compañías no norteamericanas fueron en aumento, alcanzando un total de 554 millones de dólares contra 265 millones de dólares en el año anterior, lo que representa un 209 % en 1969 en relación con 1968.

Hubo un notable incremento en emisiones clásicas por todos los prestatarios en 1969, que alcanzaron el equivalente de 1.662,6 millones de dólares, contra 1.320,1 millones de dólares en 1968, lo que representa un incremento del 25,9 %. Este incremento fue debido al notable aumento en emisiones clásicas en marcos alemanes, que sumaron el equivalente de 1.053,6 millones de dólares, es decir, el 63,4 % del total emitido en esta clase.

La excepcional liquidez del marco alemán que ya existía anteriormente a su revaluación en octubre de 1969, permitió a los prestatarios obtener capitales a largo plazo en importantes sumas y a tipos de interés más bajos que en las obligaciones en dólares. Los tipos de interés en obligaciones en marcos, subieron durante el año 1969 aproximadamente del 7 % hasta alrededor del 8 % a finales de año. Sin embargo, en otoño las condiciones de crédito en Alemania se desarrollaron más rígidamente, y después de la revaluación del marco en octubre, bajó el volumen de las emisiones extranjeras en marcos. A finales de año el volumen de las nuevas emisiones se limitó aproximadamente a unos 300 millones de marcos mensuales por

el Comité Alemán de Emisiones de Capital y la cola de posibles prestatarios llega hasta mediados de 1970.

Las emisiones clásicas en dólares durante 1969, permanecieron casi al mismo nivel del año anterior. Las compañías americanas emitieron sólo en proporción ligeramente superior al total del año 1969. Los tipos de interés de las emisiones clásicas a largo plazo en dólares por prestatarios de primera categoría, se elevó aproximadamente del 7 1/2 % a principios de año al 9 % a finales del mismo, de modo similar a lo acaecido en el mercado americano de obligaciones. De un modo más significativo los tipos de interés más extremadamente elevados, prevalecieron en el mercado del Eurodólar a corto y medio plazo, junto con la afluencia de Eurodólares en el mercado del marco y en el mercado interior americano, que juntos causaron un serio problema de liquidez en el mercado a medio y largo plazo del Eurodólar. En particular, las emisiones clásicas a medio plazo descendieron de 272,5 millones de dólares en 1968 a 87 millones de dólares en 1969 y los vencimientos de la mayoría de las emisiones a largo plazo se redujeron del orden de 12 a 15 años al de 10 a 12 años. Las condiciones financieras del mercado de Euroobligaciones mejoraron algo, después de la revaluación del marco alemán en octubre, pero los tipos de interés a medio y largo plazo permanecieron bastante elevados a lo largo del año.

Para comienzos del año 1970, se espera siga el alto nivel de la demanda de capitales al mercado internacional de obligaciones, a pesar de la propuesta de una mayor flexibilidad en el programa de inversiones directas extranjeras para las sociedades americanas que invierten en los países en desarrollo. Con las restricciones de las emisiones en marcos, esto daría lugar a una mayor presión sobre las Euroemisiones en dólares. ¿Hasta qué punto soportará el mercado las próximas emisiones clásicas o convertibles? Dependerá en gran parte de que la política fiscal y monetaria de la administración Nixon consiga controlar la inflación en los EE. UU. y de ahí, contribuyan a devolver la confianza en los títulos clásicos, proporcionando el clima necesario para conseguir un mercado bursátil más fuerte, indispensable para persuadir a los inversores extranjeros a que adquieran nuevamente emisiones convertibles americanas.

Para el desarrollo de este capítulo se han utilizado los datos facilitados por White, Weld & Co.

EUROEMISIONES
(en millones de dólares)

	Clásicas		Convertibles (*)		Total emisiones	
	1969	1968	1969	1968	1969	1968
U.S. \$	549,0	551,5	1.073,5	1.810,0	1.622,5	2.361,5
D.M. (**).	1.053,6	662,5	—	—	1.053,6	662,5
L/D.M.	—	28,8	—	—	—	28,8
E.U.A.	60,0	57,0	—	—	60,0	57,0
F.F.	—	20,3	—	—	—	20,3
Total	1.662,6	1.320,1	1.073,5	1.810,0	2.736,1	3.130,1
Emisiones norteamericanas						
	339,1	378,8	519,5	1.545,0	918,6	1.923,8
Demás emisiones						
	1.263,5	941,3	554,0	265,0	1.817,5	1.206,3
Total	1.662,6	1.320,1	1.073,5	1.810,0	2.736,1	3.130,1

(*) Incluye las emisiones con "warrants": 1969—250 millones de dólares y 1968—82,5 millones de dólares.

(**) D.M. Para las emisiones posteriores al 20 de octubre de 1969, se ha calculado 1 dólar USA igual a 3,66 D.M.

Fuente: White, Weld & Co. — The International Bond Letter del 8 de enero de 1970.

¿Se mantendrá esta brillante posición a lo largo del año? No lo sabemos, lo que sí podemos afirmar es que el mercado sigue firme, y cada vez con mayor fuerza y vitalidad, a pesar de la postura manifestada recientemente con escepticismo y temor, tanto del mercado de Eurodivisas como del de Euroemisiones, por el Sr. Edwin Stopper, Presidente de la Dirección General del Banco Nacional Suizo, al afirmar que el mercado del Eurodólar es un elemento vulnerable del sistema monetario internacional.

La demanda de ambos mercados, Eurodólar y Euroemisiones, es fuerte, persistente y sólida; Europa parece que se está despertando y quiere desempeñar en estos mercados un papel mucho más importante del que ha representado años anteriores.

El desarrollo del mercado de Euroobligaciones depende, como declaró N. M. Rothschild en su informe a la O.C.D.E., no tanto de que suprima obstáculos a la circulación de capitales, sino de que los evite.

No obstante, las normas de tipo restrictivo adoptadas por los distintos países han ido taponando las diversas fuentes de capital. En Gran Bretaña, el control de cambios impide a los residentes la compra de emisiones extranjeras. La tasa de igualación de intereses impide emitir obligaciones en Nueva York, aún en el supuesto de que los norteamericanos pudieran adquirirlas. El Banco de Inglaterra prohíbe amortizar el capital de empréstitos extranjeros antes de un período de cinco años, lo que, a su vez, representa un obstáculo insuperable para que las compañías británicas emitan obligaciones convertibles, especialmente teniendo en cuenta que las opciones de conversión estadounidenses a veces pueden ser realizadas a los seis meses.

Suiza, que es uno de los centros más importantes, grava fuertemente las emisiones de un 1,2 % del valor nominal por concepto de impuesto federal de timbre, gravamen que tratándose de empréstitos convertibles, asciende a un total de 2,1 % en el caso de que llegue a efectuarse la conversión. Incluso cuando los prestatarios están dispuestos a pagar los impuestos, la participación suiza está limitada al nivel dictado por el volumen de fondos que los prestatarios extranjeros pueden recaudar en emisiones denominadas en francos suizos en el mercado nacional. El sindicato bancario impone un sistema de cuotas que también restringe la demanda. Además, para impedir el alza de las tasas de interés, las autoridades imponen una limitación por cuotas de tal forma que los potenciales emisores deben hacer una cola que agota la paciencia de cualquiera.

La legislación fiscal constituye otro problema. El común denominador de todas las emisiones en Euroobligaciones aparte de las emisiones japonesas, es que los intereses se pagan libres de impuestos de retención. Este estado de cosas se justifica alegando que este tipo de denominador común es el único que cabe en un mundo en que los sistemas fiscales difieren de manera tan acusada. Los acuerdos de doble imposición pueden revocarse, por razones que pueden no tener nada que ver con el mercado de capitales: muchas de las emisiones en Euroobligaciones han sido concertadas por financieras ubicadas en territorios que constituyen verdaderos refugios fiscales, como las Antillas Holandesas y Luxemburgo.

Con relación a las cotizaciones de las Euroobligaciones, hemos de decir que la mayoría de éstas han bajado, tanto las canjeables como las obligaciones clásicas. La baja de las obligaciones clásicas está claramente justificada porque las nuevas emisiones se ofrecen a unos tipos de interés más elevados y para compensar esta diferencia, el mercado no ha tenido más remedio

que bajar las cotizaciones ante la oferta de papel de las emisiones viejas. Y en segundo lugar, la baja de las emisiones canjeables americanas como decíamos antes, afectadas por la tendencia de Wall Street a la baja, el índice Dow Jones para valores industriales ha alcanzado 770, el nivel más bajo desde octubre de 1966.

Los problemas de contratación y liquidación de las Euroobligaciones tanto en el mercado paralelo como en las Bolsas, han sido solventados en parte, al crearse en Bruselas una cámara de compensación que ha contribuido a mejorar la situación.

Finalmente, revaluado ya el marco y la puesta en marcha del plan Barre para la estabilización del sistema monetario de los seis países del Mercado Común, y una cierta mejora del ambiente de Wall Street, lo más probable es que el futuro de las emisiones en dólares sea más brillante que en el pasado inmediato. De todas maneras es prematuro echar las campanas al vuelo para celebrar el final de las restricciones crediticias, elevados tipos de interés y bajas de las Bolsas.

LA EMPRESA ESPAÑOLA Y LOS MERCADOS
DE EUROSÓLARES Y EUROEMISIONES

Existen varias empresas españolas que participan en el mercado de Eurodólares mientras que en el de Euroemisiones sólo participa Autopistas Concesionarias Españolas, S.A., con una emisión de 20 millones de dólares emitida en 1967 al 7 % con el aval del Estado español con vencimiento en 1987, con amortizaciones a partir de 1973 emitida al 99,5 %. Su cotización en 31 de Diciembre de 1969, oscila entre 84 % y 85,5 % con un interés real respectivo del 8,33 % y 8,18 %. Posteriormente, el 23 de junio de 1969, lanzó una nueva emisión de 100 millones de marcos alemanes, equivalente a 25 millones de dólares al 7 1/4 %, también con el aval del Estado español, al tipo de emisión del 97 % que supone una rentabilidad real del 7,59 % a 15 años amortizándose a 103 % a partir del 1.º de julio de 1973. Actualmente se cotiza entre 92 % y 93 %.

La dificultad fundamental que se ha presentado a varias grandes empresas españolas para participar en el mercado de Euroemisiones, con solvencia suficiente reconocida internacionalmente y contando con el apoyo de varios consorcios para lanzar sus emisiones de obligaciones convertibles, garantizando su colocación, ha sido únicamente por los derechos políticos de la propia empresa.

Al ser obligaciones convertibles, o más propiamente canjeables, como suelen ser estas emisiones por cifras fuertes, de diez a veinte millones de dólares, si todos los obligacionistas decidiesen en un momento dado canjear sus obligaciones por acciones, la empresa se encontraría con una aportación de un 25 al 40 % de nuevos accionistas extranjeros desconocidos y no hay empresa española que quiera asumir este riesgo.

La causa principal de todo ello es debido a que la dimensión de la empresa española es pequeña para este mercado tan amplio, cuya unidad monetaria operativa es tan elevada para nosotros.

En cambio, el mercado del Eurodólar es mucho más accesible a la mediana y gran empresa, aunque siempre con el riesgo de la devaluación monetaria, que ningún banco estaría dispuesto a asegurar y en el caso que estuviere dispuesto a ello, el coste sería demasiado caro.

Como ejemplo de la mayor participación en este mercado, podemos citar el más reciente. Una veintena de bancos pertenecientes a seis países europeos han concedido a H.I.F.R.E.N.S.A (Hispano Francesa de Energía Nuclear, Sociedad Anónima), que está realizando la central nuclear de Vandellós (Tarragona), un crédito de 32 millones de dólares. La documentación del crédito se ha firmado en París el 13 de febrero de 1969, culminando con ello la financiación de la central, cuya inversión total presupuestaria asciende a 10.000 millones de pesetas cuando H.I.F.R.E.N.S.A. sólo cuenta con un capital de 800 millones de pesetas.

Esta gran operación financiera fue gestionada por una firma británica muy conocida, actuando como director o agente de los bancos aludidos un banco francés, siendo de destacar que no fue preciso el aval bancario, por quedar garantizado el empréstito por la propia "idea", y la solvencia de los accionistas de H.I.F.R.E.N.S.A., Electricité de France (E.D.F.), Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana, S. A. (E.N.H.E.R.), Hidroeléctrica de Cataluña, S.A. (H.E.C.), Fuerzas Eléctricas de Cataluña, S.A. (F.E.C.S.A.) y Fuerzas Eléctricas del Segre, S.A.

Podríamos citar casos de menores participaciones, pero por el hecho de no ser públicos, preferimos guardar el secreto, aunque sí podemos afirmar que existen, siempre con el aval bancario y con intereses renovables periódicamente, según el nivel de los mismos en los mercados de Zurich y Nueva York, previa autorización del Instituto Español de Moneda Extranjera (I.E.M.E).

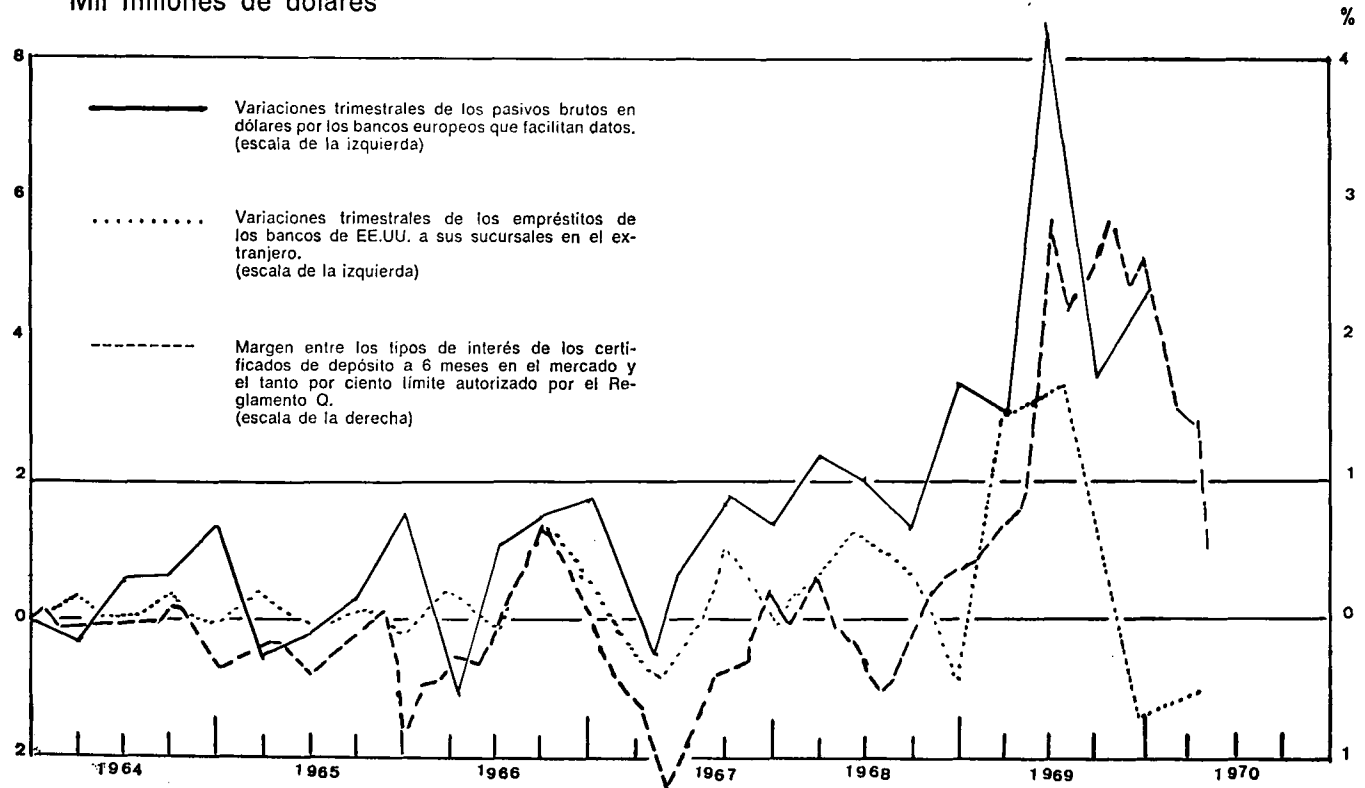
Sin embargo, si el proyecto es bueno y es rentable, ¿por qué la empresa española no puede asumir este riesgo tal como lo hacen las empresas europeas? Es cuestión de hacernos a la idea de que la época del aislacionismo económico hay que desterrarla como algo periclitado y que tenemos que afrontar el futuro con otras perspectivas más abiertas y universales. Si no podemos ser capaces de montar empresas competitivas internacionalmente en dimensión financiera y rentabilidad, nunca saldremos de nuestro estado mediocre de desarrollo económico y si entramos en el Mercado Común aumentarán aún más nuestras dificultades. El mundo va muy deprisa, ya no se habla de grandes empresas nacionales sino de empresas multinacionales. Según los estudios americanos de prospección del mercado, dentro de veinte años, unas seiscientas grandes empresas multinacionales serán las que realicen la mayor parte de la actividad industrial del mundo libre.

GRÁFICOS Y ESTADÍSTICAS

Dada la naturaleza del mercado de Euroobligaciones que se caracteriza por la libertad y falta total de control, ello nos obliga a especificar las fuentes, ya que los datos que se poseen varían mucho según cual sea el origen de los mismos.

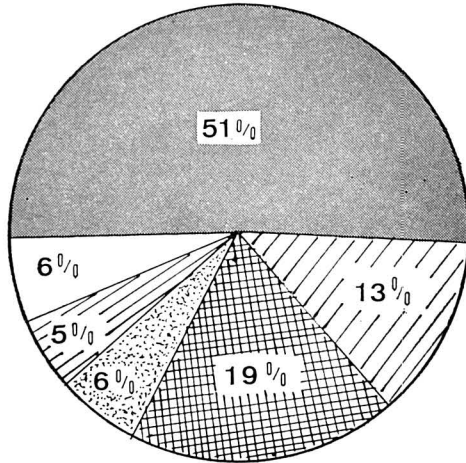
DESARROLLO DEL MERCADO DEL EURODOLAR







Mil millones de dólares



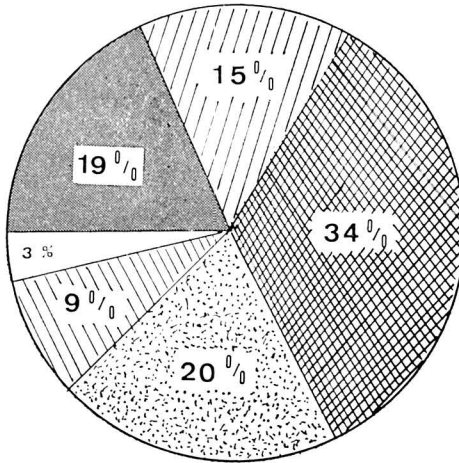
Fuente: Banco Internacional de Pagos — Cuadragésimo informe anual — Basilea 1970.







REPARTO EN 1968 SEGUN LA NACIONALIDAD
DE LOS PRESTATARIOS



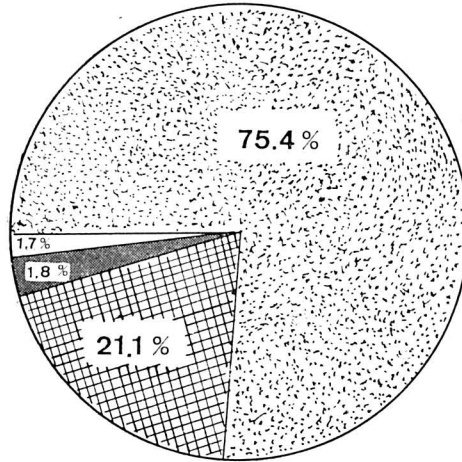
	ESTADOS UNIDOS: EMPRESTITOS CONVERTIBLES	→	51 %
	" " " CLASICOS	→	13 %
	EUROPA - SALVO G.B. -	→	19 %
	COMMONWEALTH Y GRAN BRETAÑA	→	6 %
	JAPON	→	5 %
	OTROS PAISES	→	6 %

REPARTO EN 1969 SEGUN LA NACIONALIDAD DE LOS PRESTATARIOS



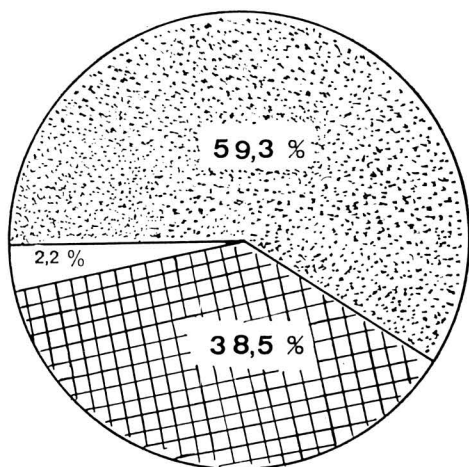
	ESTADOS UNIDOS: EMPRESTITOS CONVERTIBLES	→ 19 %
	" " " CLASICOS	→ 15 %
	EUROPA - SALVO G.B.	→ 34 %
	COMMONWEALTH Y GRAN BRETAÑA	→ 20 %
	JAPON	→ 9 %
	OTROS PAISES	→ 3 %

EUROEMISIONES EN 1968 POR CLASE DE MONEDAS



	\$ U.S.A.	75.4 %
	D.M.	21.1 %
	UNIDAD DE CUENTA EUROPEA	1.8 %
	OTRAS MONEDAS	1.7 %

EUROEMISIONES EN 1969
POR CLASE DE MONEDAS



	\$ U.S.A.	59,3 %
	D.M.	38,5 %
	UNIDADES DE CUENTA EUROPEA	2,2 %

**DIRECTORES Y ASOCIADOS DE LAS EMISIONES SINDICADAS
INTERNACIONALMENTE EN 1969**

NOMBRE	\$	DM	EUA	TOTAL	Número de Emisio- nes
	(en millones de dólares USA)				
1. Deutsche Bank Aktiengesellschaft	424,0	588,3	—	1.012,3	30
2. Morgan & Cie. International S.A.	455,0	—	—	455,0	12
3. White, Weld & Co. Limited	367,0	77,3	8,0	452,3	17
4. S.G. Warburg & Co. Limited	242,0	194,8	15,0	451,8	19
5. N. M. Rothschild & Sons	290,0	107,5	—	397,5	14
6. Westdeutsche Landesbank Girozentrale	20,0	309,1	48,0	377,1	15
7. Banca Commerciale Italiana	316,0	50,0	—	366,0	13
8. Commerzbank Aktiengesellschaft	80,0	214,8	—	294,8	11
9. Dresdner Bank Aktiengesellschaft	75,0	217,3	—	292,3	14
10. Lehman Brothers	257,0	25,0	—	282,0	12
11. Crédit Commercial de France	100,0	118,5	48,0	266,5	13
12. Kuhn, Loeb & Co. International	236,0	25,0	—	261,0	9
13. Banque Lambert S.C.S.	110,0	128,6	15,0	253,6	10
14. Algemene Bank Nederland N.V.	130,0	41,0	48,0	219,0	10
15. Banque de Paris et des Pays-Bas	159,0	50,0	—	209,0	8
16. Deutsche Girozentrale Deutsche Kommunalbank	—	204,9	—	204,9	7
17. Kredietbank S.A. Luxembourgeoise	52,5	91,0	60,0	203,5	11
18. Crédit Suisse (Bahamas) Limited	185,0	—	—	185,0	5
19. Hill Samuel & Co. Limited	—	167,8	15,0	182,8	6
20. Pierson, Heldring & Pierson	160,0	—	—	160,0	6

Fuente: White, Weld & Co.

EMISIONES DE EUROOBLIGACIONES SEGÚN LA CLASE DE PRESTATARIO

	1965	1966	1967	1968	1969
	(en millones de dólares americanos)				
Estados Nacionales	212,5	95,1	254,7	224,4	239,7
Avaladas por los Estados y agencias estatales	222,0	133,6	380,1	354,6	506,3
Municipios	60,5	35,0	62,0	116,3	287,0
Agencias internacionales y europeas	142,5	101,0	155,0	25,0	40,—
Sociedades industriales y fi- nancieras:					
Emisiones clásicas	269,4	470,5	817,7	599,8	589,6
Emisiones clásicas con warrants	—	20,0	20,0	82,5	250,0
Obligaciones convertibles	110,0	222,0	227,0	1.727,5	823,5
	<u>1.016,9</u>	<u>1.077,2</u>	<u>1.916,5</u>	<u>3.130,1</u>	<u>2.736,1</u>

Fuente: White, Weld & Co.

EMISIONES DE EUROOBLIGACIONES SEGÚN LA CLASE DE MONEDA

	1965	1966	1967	1968	1969
	(en millones de dólares americanos)				
Dólares	702,5	837,2	1.716,3	2.361,5	1.622,5
Marco alemán	250,0	146,3	148,8	662,5	1.053,6
E.U.A	—	74,1	19,0	57,0	60,0
Libras/Marco alemán	64,4	19,6	20,2	28,8	—
Franco franceses	—	—	12,2	20,3	—
	<u>1.016,9</u>	<u>1.077,2</u>	<u>1.916,5</u>	<u>3.130,1</u>	<u>2.736,1</u>

Fuente: White, Weld & Co.

ANÁLISIS DE LAS EMISIONES DE EUROOBLIGACIONES CLÁSICAS SEGÚN LA FECHA DE VENCIMIENTO

Vencimiento	1965	1966	1967	1968	1969
	(en millones de dólares americanos)				
0 — 5 años	20,0	183,0	230,0	272,5	87,0
6 — 10 años	—	162,1	182,0	86,4	115,0
11 — 15 años	471,9	260,6	958,7	876,2	1.370,6
16 — 20 años	415,0	229,5	298,8	85,0	90,0
	<u>906,9</u>	<u>835,2</u>	<u>1.669,5</u>	<u>1.320,1</u>	<u>1.662,6</u>

Fuente: White, Weld & Co.

EMISIONES DE EUROOBLIGACIONES SEGÚN LA NACIONALIDAD DE LOS
PRESTATARIOS

	Emisiones clásicas		Obligaciones con- vertibles (1)		Total emisiones	
	1968	1969	1968	1969	1968	1969
	(en millones de dólares americanos)					
EE.UU.	378,8	399,1	1.545,0	519,5	1.923,8	918,6
Japón	155,0	151,0	15,0	95,0	170,0	246,0
Canadá	20,0	227,5	—	—	20,0	227,5
Reino Unido . .	80,7	165,0	70,0	45,0	150,7	210,0
Alemania	—	—	—	190,0	—	190,0
Italia	75,0	155,0	—	—	75,0	155,0
Dinamarca . . .	40,8	118,9	—	—	40,8	118,9
Francia	120,3	62,5	—	54,0	120,3	116,5
Holanda	—	—	180,0	110,0	180,0	110,0
Australia	25,0	91,0	—	—	25,0	91,0
Suiza	—	—	—	60,0	—	60,0
Irlanda	—	45,0	—	—	—	45,0
Méjico	92,0	45,0	—	—	92,0	45,0
Agencias inter- nacionales y eu- ropeas	25,0	40,0	—	—	25,0	40,0
Finlandia	37,5	31,4	—	—	37,5	31,4
Austria	81,2	30,0	—	—	81,2	30,0
Nueva Zelanda	34,4	25,0	—	—	34,4	25,0
Sud-África . . .	55,0	25,0	—	—	55,0	25,0
España	—	25,0	—	—	—	25,0
Luxemburgo . .	—	20,0	—	—	—	20,0
Islandia	—	6,2	—	—	—	6,2
Venezuela	25,0	—	—	—	25,0	—
Argentina	25,0	—	—	—	25,0	—
Noruega	24,4	—	—	—	24,4	—
Bélgica	20,0	—	—	—	20,0	—
Portugal	5,0	—	—	—	5,0	—
	<u>1.320,1</u>	<u>1.662,6</u>	<u>1.810,0</u>	<u>1.073,5</u>	<u>3.130,1</u>	<u>2.736,1</u>

(1) Incluidas emisiones de obligaciones con warrants: 1968 — 82,5 millones de dólares y 1969 — 250,0 millones de dólares.

Fuente: White, Weld & Co. Ltd.

EMISIONES DE OBLIGACIONES INTERNACIONALES FUERA DE NORTEAMÉRICA
(en millones de dólares americanos)

	1965		1966		1967		1968		1969	
	Importe	% del Total	Importe	% del Total	Importe	% del Total	Importe	% del Total	Importe	% del Total
<i>Categoría de prestatarios.</i>										
Sociedades de EE. UU.	368	26,0	463	30,5	610	25,4	2.235	47,5	1.270	31,6
Otras sociedades	408	28,8	447	29,4	640	26,5	659	14,0	945	23,5
Sociedades estatales	169	11,9	125	8,2	442	18,4	361	7,7	789	19,6
Estados	251	17,7	184	12,1	460	19,2	817	17,3	682	16,9
Instituciones Internacionales	221	15,6	301	19,8	253	10,5	636	13,5	339	8,4
<i>Divisa en que emiten.</i>										
Dólar americano	726	51,2	921	60,5	1.780	74,0	2.554	54,2	1.752	43,5
Marco alemán	326	23,0	147	9,7	181	7,5	1.588	33,7	1.883	46,8
Franco suizo	78	5,5	94	6,2	153	6,4	238	5,1	196	4,9
Otras monedas (1)	287	20,3	358	23,6	291	12,1	328	7,0	194	4,8
<i>Clase de títulos</i>										
Obligaciones clásicas a largo plazo	1.201	84,7	1.051	69,2	1.804	75,0	2.064	43,8	2.478	61,6
Obligaciones clásicas a medio plazo	96	6,8	227	14,9	286	11,9	659	14,0	308	7,7
Certificados de depósito	—	—	—	—	55	2,3	75	1,6	—	—
Obligaciones convertibles	120	8,5	242	15,9	260	10,8	1.910	40,6	1.239	30,7
Total.	1.417	100,0	1.520	100,0	2.405	100,0	4.708	100,0	4.025	100,0

(1) Incluidos Unidad de Cuenta Europea, Libras/Marco alemán y Libras/Dólares con opción.

Fuente: Morgan Guaranty Trust Company, Economist's Department — World Financial Markets enero, 1970

**CAPITALES PEDIDOS A PRÉSTAMO POR LAS COMPAÑÍAS NORTEAMERICANAS EN
EL MERCADO INTERNACIONAL DE OBLIGACIONES FUERA DE LOS EE. UU.**

(en millones de dólares americanos)

	<u>1965</u>	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>	<u>1969</u>
TOTAL	368	463	610	2.235	1.270
<i>Por clase.</i>					
Euroobligaciones	358	439	562	2.096	1.047
Obligaciones extranjeras	10	24	48	139	223
<i>Por tipo de emisión.</i>					
Convertibles	110	182	227	1.642	670
Clásicas	258	281	383	593	600
<i>Por tipo de moneda.</i>					
Dólar americano	263	383	522	1.915	851
Marco alemán	80	56	40	226	271
Otras monedas (1)	25	24	48	94	148

(1) Incluidas Libras/Marco alemán y Libras/Dólares con opción.

Fuente: Morgan Guaranty Trust Company, Economist's Department World Financial Markets — enero, 1970.

BIBLIOGRAFÍA

ALBERTINI, ISIDORO: L'EURODOLLARO

Succeso — Diciembre, 1967; p. 91 ss.

BACHMANN, HANS: L'EUROPE EN FACE DE LA TENDENCE A UN ETALON-DOLLAR MONDIAL.

Versión francesa del estudio publicado en alemán, en la "Ansenwirtschaft", vol. II/III 1968, Zurich et St. Gall, entregada en la VI Asamblea Plenaria de la L.E.C.E. Bruselas, Octubre 1968.

Banco de Bilbao: Informe económico del año 1968.

Banco de Pagos Internacionales, Basilea:

Memorias años, 1965-66-67-68-69-70.

Banque Nationale de París: Revue économique.

C.E.M.L.A. MERCADO DE CAPITAL EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS:

Ponencia de la VIII Reunión Operativa del C.E.M.L.A. Caracas, 24 Noviembre, 2 Dic. 1964.

CROCHAT, MAX: LE MARCHE DES EURO-DEVICES — ed. de l'Epargne.

DHOM, ROBERT: "Le marché des Eurodevises en service de l'expansion" XXI Table Ronde des problèmes de l'Europe — 15-16 de novembre de 1968. Lausanne.

EINZING: THE EURO-DOLLAR SYSTEM — Macmillan — Londres, 1964. Enciclopedia della banca e della Borsa — Tomo IV — edición dirigida por Buccomino Pasquale.

FENIZIO, FERDINANDO: Balance americaine des paiements et l'économie européenne. L.E.C.E. — Bruselas, 1968.

GROSFILS, MICHEL: Les mesures du Président Johnson tendent a retablir l'équilibre de la balance de paiements aux USA. L.E.C.E. — Bruselas, 1968.

KLOPSTOCK, FRED. H: THE EURO-DOLLAR MARKET: some unresolved issues, 1968. Essays in International Finance núm. 65 Princeton, Univers.

LECERF, JEAN: UN INSTRUMENT PEU CONNU DE SOLIDARITE INTERNATIONALE. QU'EST-CE QUE L'EURODOLLAR? Communauté Européenne. Feb. 1968.

Les Euro-obligations en 1968 y 1969 La Vie Française.

MARTENSON: THE EURO-DOLLAR MARKET. Bankers Pub. Co. — Boston, 1964.

- MAYER, LAWRENCE A: THE WORLD'S FREEST MONEY MARKET. *Fortune*, april 1968. p. 113 ss.
- MENAI, J. P: LE MARCHÉ EUROPEEN DES CAPITAUX.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY, (International Banking Division): The financing of business with Euro-dollars.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY, Economist's Department: World Financial Markets.
- O.C.D.E.: Comité des transactions invisibles: Etudes sur les marchés de Capitaux. Paris, 1967.
- ROTHSCHILD, JACOB y LEACH RODINEY: Recent developments in the international Capital Market. *The Banker* núm. 494, Londres, abril 1967.
- Société Générale de Banque de Bruxelles: Bulletin Economique.
- SWCHODA, ALEXANDER: The Euro-dollar Market: An interpretation. Essays in International Finance núm. 64 Princeton Univers, 1968.
- The Federal Trust for education and research: The european capital market. Londres, 1967.
- Unión des Banques Suisses: Notices économiques — Zurich.
- WECK, PHILIPPE: La Suisse face aux problemes financiers européens. Chambre de Commerce suisse en France. Paris, 1967.
- WHITE, WELD & Co: The international Bond Letter Monthly publication.

INDICE

	<u>Págs.</u>
Del "dollar-gap" a la abundancia de dólares	9
Mercado de Eurodivisas a medio, corto y largo plazo	12
 EL MERCADO MONETARIO INTERNACIONAL Y EL MERCADO DEL EURO- DÓLAR	
I. Evolución y fundamentos del mercado del Eurodólar	17
II. Volumen del mercado	28
III. Ventajas del mercado del Eurodólar	41
IV. Riesgos del mercado del Eurodólar	45
V. El Eurodólar y las políticas monetarias nacionales	47
VI. El mercado del Eurodólar en 1969	49
 LAS EUROEMISIONES Y EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL .	
I. Definición de los empréstitos internacionales	59
II. Desarrollo del mercado de Euroemisiones	61
III. Lugar que ocupa el mercado de Euroemisiones en el mercado financiero internacional	77
IV. El mercado de Euroemisiones en 1969	83
 LA EMPRESA ESPAÑOLA Y LOS MERCADOS DE EURODÓLARES Y EURO- EMISIONES	
GRÁFICOS Y ESTADÍSTICAS	91
BIBLIOGRAFÍA	95
	107

