

El Mercado de Eurodólares

Camilo Pieschacón Velasco

A. Introducción

Desde hace algunos años, las autoridades monetarias del mundo han tratado de explicar el fenómeno de los eurodólares, cuyo volumen total, tanto a corto como a largo plazo, superó ya a la cifra de US\$185.000 millones. De continuar las tendencias actuales, se espera que en el año de 1975 su volumen se aproxime a los US\$200.000 millones, es decir, representará las dos terceras partes del volumen registrado en el mercado monetario de los Estados Unidos¹.

De acuerdo con estas cifras y el *modus operandi* de dicho mercado, éste se ha convertido en un verdadero mercado internacional de capitales, no sujeto a restricciones ni normas por parte de las autoridades monetarias y los gobiernos.

Respecto al fenómeno del eurodólar, los tratadistas distinguen entre el llamado mercado de eurodólares a corto plazo

alimentado, generalmente, por recursos de carácter especulativo, o sea, de “dinero caliente” internacional y el euromercado de capitales representado por recursos de largo plazo, cuyo volumen en casi diez años de existencia, llega a una cifra de US\$30.000 millones². Este mercado crediticio se caracteriza por un alto grado de sofisticación, eficiencia y agilidad, así como por su gran adaptabilidad y elasticidad frente a cualquier modificación, por pequeña que sea, introducida en las tasas de interés y condicionada por las autoridades monetarias.

El mercado de eurodólares se alimenta de recursos provenientes de unos 50 países del mundo, mientras que los préstamos y emisiones por él asumidos se distribuyen entre unos 35 países.

Se estima que el número de intermediarios financieros que participa en este

¹ “Fractures in the Euromarket”, en: *Business Week*, July 27, 1974.

² “1200 Euro-Anleihen in 10 Jahren plaziert”, en: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10. Januar 1974.

mercado supera la cifra de 500³, encontrándose su principal centro de operaciones en Londres y en otros centros financieros de Europa Occidental; respecto al euromercado de capitales, o sea, de recursos a largo plazo, Luxemburgo y Bruselas se han convertido en los principales centros de esta clase de operaciones.

B. Orígenes del mercado de eurodólares

La génesis del “más capitalista de todos los mercados capitalistas” como ha sido descrito por el Wall Street Journal se inició a mediados de los años 50, habiendo contribuido a su desarrollo los siguientes factores:

— En primer lugar, el giro registrado en la balanza de pagos de Estados Unidos, la cual comenzó a presentar acentuados déficit, a causa de la recuperación y resurgimiento de Europa y el Japón. En los primeros años de post-guerra, el problema inmediato de Europa se centraba en su recuperación industrial y en superar la “brecha o escasez de dólares”,

mientras que en los años 60 los países europeos registraban ya aumentos sustanciales en sus exportaciones y habían logrado restablecer plenamente su capacidad industrial, de tal manera que se convirtieron en competidores de los Estados Unidos en los mercados internacionales.

— Como segundo aspecto debe señalarse la llamada “Regulación Q” de las autoridades monetarias en los Estados Unidos, regulación que establece un tope máximo de interés para los depósitos a término en los bancos estadounidenses y prohíbe el pago de intereses para depósitos a menos de 30 días⁴, lo que no sucede en el mercado de eurodólares. Así dicho mercado es favorecido y estimulado por esta diferencia de intereses, como se puede apreciar claramente en el cuadro X-1 que compara las tasas de interés del mercado monetario de Estados Unidos y el mercado de eurodólares.

Esta limitación en la rentabilidad, así como las posteriores crisis monetarias, engendradas por el debilitamiento del dólar, trajeron consigo fuertes movimientos de dinero y de capital del Nuevo al Viejo Mundo.

³ Liepmann, P. *Geldtheoretische un geldpolitische Probleme des Eurodollarmarkets*. Berlín 1971, pp. 25-26.

⁴ Es decir para las denominadas *Day to Day Money*, *Call Money* y *Seven - Day Money*.

CUADRO X - 1
TASAS DE INTERES ANUALES
(porcentajes)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Bonos del tesoro de los Estados Unidos ¹	4.33	5.35	6.69	6.44	4.34	4.06	7.45
Eurodólares ²	5.46	6.36	9.76	8.52	6.58	5.46	10.32

Fuente: “*Euromoney*”, London, October, 1974.

¹ A tres meses.

² A tres meses.

— Simultáneamente, al suscribir los europeos, en el año de 1957, el Acuerdo Monetario Europeo mediante el cual fue suprimida la antigua Unión Europea de Pagos y fueron declaradas convertibles las divisas de dichos países, quedó eliminado el control de cambios y, por ende, se inició una etapa de liberalización en los movimientos de dinero y de capital, tanto entre los países europeos como entre Estados Unidos y Europa Occidental.

— Por otra parte, la llamada guerra fría registrada en aquella época, despertó entre las autoridades de la Unión Soviética y, por lo tanto, en los bancos de dicho país en Europa Occidental⁵, el temor de que sus reservas monetarias en los Estados Unidos, provenientes del comercio realizado con el occidente, pudiesen ser confiscadas por Washington. Ante dicho temor, la Unión Soviética prefirió, a través de los mencionados bancos, prestar dichos recursos en dólares a institutos de crédito franceses e italianos.

— Así mismo, en 1957, el gobierno británico prohibió a los establecimientos de crédito de dicho país, conceder préstamos en libras esterlinas a países no pertenecientes al área de la libra, lo cual indujo a muchos banqueros británicos a efectuar esta clase de operaciones en dólares.

— Además, en 1963, el gobierno de los Estados Unidos extendió el llamado “impuesto de equiparación de intereses, (IET)” de un 15% a las llamadas inversiones de portafolio, o sea, a la compra de títulos —valores en otros países industriales, por parte de ciudadanos o insti-

tuciones estadounidenses. Dicha tasa ha sido variada con alguna frecuencia, registrándose su última modificación en enero de este año, al ser reducida de un 11.25% a un 3.75% respecto a los valores bursátiles extranjeros.

— Cabe señalar también que el surgimiento y desarrollo en los años de post-guerra de las llamadas empresas multinacionales, ha contribuido sustancialmente a alimentar el mercado de eurodólares, así como a estimular cuantiosas transacciones de dinero y capital a través de las fronteras. En efecto, se estima que las multinacionales disponen de una suma cercana a los US\$50.000 millones⁶.

El mercado de eurodólares no hubiera podido desarrollarse si el mercado monetario de los Estados Unidos hubiera funcionado como mercado internacional para las transacciones de dinero y capital y compitiere en tasas y condiciones con el nuevo mercado.

Por otra parte, todo indica que el mercado de eurodólares o de eurodivisas, representa una respuesta clara y ágil a las nuevas necesidades de financiación engendradas por el rápido crecimiento del comercio internacional en los años de post-guerra y, por ende, en el incremento sustancial de la demanda por recursos financieros.

Finalmente, cabe anotar que el mercado de eurodivisas se ha convertido en una inversión atractiva para los bancos centrales, los cuales han invertido buena parte de sus reservas monetarias en dichos recursos. Así por ejemplo, se estima que en el año de 1970, las reservas monetarias de los bancos centrales invertidas en este mercado, ascendían a US\$6.000 millones respecto a los países

⁵ *Le Banque commerciale pour L' Europe du Nord y The Moscow Norodny Bank transformado más tarde en The International Bank for Economic Cooperation.*

⁶ Liepmann, P. op. cit. p. 18.

del llamado "Grupo de los 10", mientras que las inversiones de los otros bancos centrales sumaban unos US\$7.000 millones⁷.

Aunque el "Grupo de los 10" decidió en dicho año abstenerse de invertir sus reservas en el mercado de eurodólares todo indica que indirectamente prosiguen dicha política, especialmente a raíz de las últimas crisis monetarias internacionales.

Por último, las crisis monetarias con sus inherentes problemas de inseguridad, han traído también consigo desplazamientos en los llamados "términos de pago", difíciles de controlar por las autoridades monetarias y cuyo resultado práctico es el de grandes transacciones en divisas.

C. Modus Operandi del mercado de eurodivisas

1. Mercado de eurodólares a corto plazo

Aunque en la literatura económica se sigue hablando con frecuencia del mercado de eurodólares, en realidad el dólar ha perdido importancia en dichas transacciones, porque a él se han sumado otras divisas, especialmente europeas, tales como el marco alemán, la libra esterlina, el franco suizo y el franco francés. Naturalmente, la participación porcentual de las diferentes monedas en dicho mercado depende de las respectivas situaciones en el sistema monetario internacional, o sea, de la posición débil o fuerte que tenga el dólar estadounidense en un momento determinado. Así, por ejemplo, en el mercado de eurobonos, durante el período 1963 - 1967,

el dólar estadounidense ocupó un lugar preponderante con una participación superior al 50% del volumen de emisiones, participación que, a partir de 1969, disminuyó a un 22% a causa del debilitamiento de dicha moneda.

Las transacciones en eurodivisas se caracterizan, generalmente, por una larga cadena de créditos; la primera fase la constituyen un depósito de dólares u otra moneda efectuado en un eurobanco, el cual engendra un número considerable de depósitos interbancarios en uno o varios bancos y, finalmente, la concesión de un crédito a un cliente. La característica esencial de estas operaciones es la captación de recursos primordialmente de corto plazo que devengan intereses y sobre los cuales no se constituye garantía material alguna.

En otras palabras, el eurodólar se origina mediante el cambio de un depósito a la vista en un banco americano por un depósito a la vista o a término en un banco europeo. Los eurobancos utilizan los depósitos en dólares para: transacciones en divisas, operaciones en el mercado monetario, concesión de créditos a empresas o particulares y para realizar depósitos interbancarios.

Los eurobancos captan recursos y fondos de residentes en el exterior, es decir, sus depósitos no están constituidos por fondos de residentes en el país donde funciona el respectivo banco. Las transacciones en este mercado se realizan por sumas superiores a US\$1.0 millones, aunque, de vez en cuando, se presentan operaciones por fracción de dicha suma, pero nunca inferiores a US\$0.1 millones⁸.

⁷ "Geschäftsbericht des Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971", Frankfurt 1972, p. 37.

⁸ Liepmann, P. op. cit. p. 38 y Davis, Steven I. "A buyer's market in Eurodollars", en: *Harvard Business Review* May-June 1973, pp. 119-130.

Una función importante del mercado de eurodólares es la transformación de plazos, es decir, la llamada técnica de la rotación del crédito. Este es uno de los grandes peligros para la estabilidad de dicho mercado, porque la experiencia se ha encargado de demostrar que el sistema rotatorio de prestar a largo plazo recursos obtenidos a corto plazo, constituye una práctica peligrosa más aún si no existe, como es el caso en el mercado de eurodólares, una entidad que respalde en última instancia las operaciones. Para obviar esta dificultad se ha propuesto en repetidas ocasiones que el Banco Internacional de Pagos haga las veces de banco central para el mercado de eurodólares; dicho instituto ha rechazado tal iniciativa.

2. Euromercado de capitales a largo plazo

En lo que respecta al euromercado de capitales, los expertos estiman que la capacidad de absorción de este mercado, a largo plazo, oscila entre US\$4.000 millones y US\$5.000 millones anuales, predominando las emisiones de bonos a interés fijo. En el período comprendido entre 1966 y 1974 se han realizado más de 1.200 emisiones, de las cuales un 20%, más o menos, han sido efectuadas por empresas estadounidenses, seguidas por los consorcios británicos y por bancos e instituciones internacionales. En este proceso de transformación han ocupado un papel preponderante las asociaciones dedicadas a la compra de emisiones de títulos - valores a un precio fijo y garantizado, con el propósito de colocarlas en el mercado.

Las colocaciones se han efectuado en diferentes monedas y también en las llamadas Unidades Europeas de Cuenta (EUA). Así por ejemplo, en el año de

1973 el 36% de dichas emisiones estaba constituido en dólares, ocupando el marco alemán el segundo lugar. Desde la iniciación de este mercado a largo plazo, más del 50% del volumen emitido está representado en dólares estadounidenses y marcos alemanes, figurando como tercera moneda el franco suizo⁹.

Cerca del 90% de las emisiones realizadas en 1973, está representado en bonos a interés fijo y el resto se encuentra distribuido entre bonos convertibles y las llamadas opciones.

D. Problemas y perspectivas del mercado de eurodólares

El dinamismo del mercado de eurodivisas y los grandes movimientos de dinero por él engendrados, se han convertido en uno de los problemas fundamentales de la política monetaria en los países industriales. Sería erróneo afirmar que las crisis monetarias, cada día más frecuentes en la economía mundial durante los últimos años, tiene su origen en el mercado de eurodólares. La causa de ella debe buscarse en los desequilibrios fundamentales respecto a paridades, productividad y otros factores existentes entre los Estados Unidos y los países de Europa Occidental. Sin embargo, no cabe la menor duda de que la agilidad y elasticidad del mercado de eurodólares ha contribuido a acentuar estas crisis, mediante el desplazamiento masivo de dinero a corto plazo de un país a otro, ante las posibilidades de modificación en los tipos de cambio. Aunque el sistema de flotación que predomina hoy día en casi todos los países industriales ha atenuado considerablemente dichos movimientos especulativos, el mercado de

⁹ *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10. Januar 1974.

eurodólares sigue siendo un factor perturbador para la política monetaria autónoma en cada país.

Por no estar sujeto a controles ni restricciones por parte de las autoridades monetarias, dicho mercado puede hacer nulas y compensar con creces algunas de las medidas tomadas por los bancos centrales tendientes a lograr determinadas metas de política económica. A ello se debe que en repetidas ocasiones se haya propuesto someter al mercado de eurodólares a una vigilancia por parte de los gobiernos, regulando sus operaciones. Así lo ha planteado últimamente el gobierno francés durante la reunión de ministros de economía de la Comunidad Europea.¹⁰

Otro problema del mercado de eurodólares es el posible retiro de los fondos de los países árabes. Se han discutido últimamente las posibilidades de que el mercado de eurodólares efectúe el llamado proceso de "recirculación", entendiéndose por dicho proceso el retorno hacia Europa Occidental y los Estados Unidos de los excedentes obtenidos por los países árabes, a raíz del drástico aumento del precio del petróleo, el cual se ha cuadruplicado en el último año.

Según estimativos recientes, se espera que en el año de 1974 los países árabes obtengan un ingreso de divisas superior a los US\$100.000 millones, lo cual equivale a cerca del 20% del comercio mundial. De acuerdo con los estimativos de la OECD, las reservas monetarias y activos extranjeros de los países de la OPEC alcanzarán a US\$300.000 millones en el

período comprendido entre 1973 y 1980, mientras que el Banco Mundial estima que dicha suma puede ascender, en el mismo período, a US\$600.000 millones, lo cual equivale al 120% del valor bursátil de todas las acciones registradas en *Wall Street*. El Banco Mundial estima que en 1985 tales reservas monetarias podrán ascender fácilmente a US\$1.200.000 millones¹¹.

La reticencia de los países árabes a invertir sus recursos de mediano y largo plazo en los mercados occidentales, ha traído consigo algunas dificultades en el mercado de eurodólares, pues ello pone en peligro la técnica de los créditos rotatorios.

Los países productores de petróleo no se encuentran en capacidad de invertir en sus propias economías tales sumas y para compensar las necesidades de capital y dinero de los países industriales podría efectuarse el proceso de recirculación. Gracias a su eficiencia y agilidad, el mercado de eurodólares puede cumplir en este aspecto una función importante por su extensa red de intermediarios.

En resumen, aunque las fuentes con que se nutre el mercado de eurodólares se modificarán respecto a los países de procedencia, no cabe la menor duda de que él seguirá ocupando un lugar preponderante en la financiación internacional y que, probablemente, tarde o temprano será sometido a alguna clase de control por parte de las autoridades monetarias, sin restarle con ello su eficiencia y capacidad competitiva.

¹⁰ "Wortlaut der vier Französischen währungspolitischen Vorschläge" VWD, en: *Deutsche Bundesbank*, "Auszüge aus Presseartikeln", Nr. 60, Frankfurt, September 1974. pp. 11-12.

¹¹ Según Aschinger, F. "The Present Situation in the International Monetary Scene", documento presentado a la XII Convención Bancaria Nacional, Medellín, Noviembre 1974. pp. 2-13.