



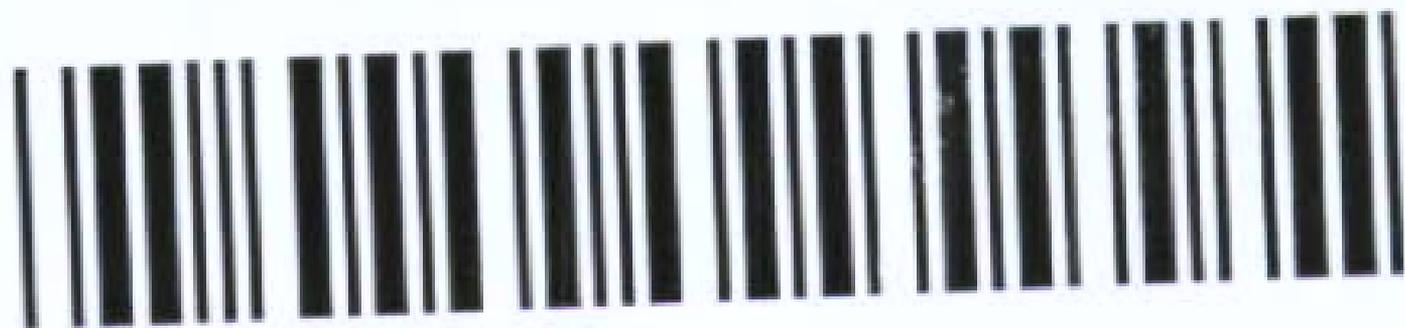
**UNIVERSIDAD PANAMERICANA**  
**SEDE GUADALAJARA**

**"ANÁLISIS DE LAS OPCIONES DE INVERSIÓN QUE  
OFRECEN LOS MERCADOS INTERNACIONALES  
DE DINERO Y CAPITALES A LAS TESORERÍAS  
DE LAS EMPRESAS MEXICANAS"**

**JUAN PATRIK CASTELLANOS STUREMARK**

TESIS PRESENTADA PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE LICENCIADO EN  
ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS CON RECONOCIMIENTO DE VALIDEZ  
OFICIAL DE ESTUDIOS DE LA SECRETARÍA DE EDUCACIÓN PÚBLICA,  
SEGÚN ACUERDO NÚMERO 81691 CON FECHA 17-JUN-91.

**ZAPOPAN, JAL. MAYO DE 1994**



49988

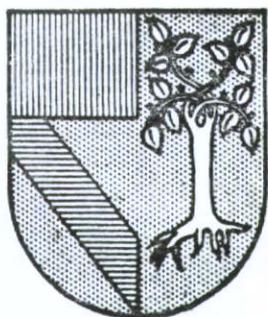
CLASIF: TE DE 1994 CAS

ADQUIS: 49988 212

FECHA: 21/05/03

DONATIVO DE \_\_\_\_\_

\$ Apoyos 46214



**UNIVERSIDAD PANAMERICANA**

**SEDE GUADALAJARA**

**“ANALISIS DE LAS OPCIONES DE INVERSION QUE  
OFRECEN LOS MERCADOS INTERNACIONALES  
DE DINERO Y CAPITALES A LAS TESORERIAS  
DE LAS EMPRESAS MEXICANAS”**

**JUAN PATRIK CASTELLANOS STUREMARK**

TESIS PRESENTADA PARA OPTAR POR EL TITULO DE LICENCIADO EN  
ADMINISTRACION Y FINANZAS CON RECONOCIMIENTO DE VALIDEZ  
OFICIAL DE ESTUDIOS DE LA SECRETARIA DE EDUCACION PUBLICA,  
SEGUN ACUERDO NUMERO 81691 CON FECHA 17-XII-81.

**ZAPOPAN, JAL. MAYO DE 1994**



# UNIVERSIDAD PANAMERICANA

SEDE GUADALAJARA

PROLONGACION CALZADA CIRCUNVALACION PONIENTE No. 49

CD. GRANJA

45010 ZAPOPAN, JAL.

TELS. 627-13-31, 627-12-09 Y 627-19-86.

Zapopan, Jal. 18 de Mayo de 1994

## DICTAMEN DEL TRABAJO DE TITULACION

C. Juan Patrik Castellanos Sturemark

En mi calidad de Presidente de la Comisión de Exámenes Profesionales, y después de haber analizado el trabajo de titulación en la alternativa de investigación y campo, titulado: "ANÁLISIS DE LAS OPCIONES DE INVERSIÓN QUE OFRECEN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE DINERO Y CAPITALES A LAS TESORERÍAS DE LAS EMPRESAS MEXICANAS", presentado por usted, le manifiesto que reúne los requisitos a que obligan los reglamentos en vigor para ser presentado ante el H. Jurado del Examen Profesional, por lo que deberá entregar ocho ejemplares como parte de su expediente al solicitar el examen.

ATENTAMENTE

Dr. Raúl Morelos Oseguera  
Presidente de la Comisión

Guadalajara, Jalisco 12 de Mayo de 1994

At'n: Departamento de Administración y Finanzas  
Universidad Panamericana  
Unidad Guadalajara

A Quien Corresponda:

Por medio de la presente los comunico que en mi opinión, el Lic. Juan Patrik Castellanos Sturemark ha concluido con la totalidad de su tesis profesional denominada "Análisis de las Opciones de Inversión que Ofrecen los Mercados Internacionales de Dinero y de Capitales a las Tesorerías de las Empresas Mexicanas", por lo que estoy de acuerdo en que continúe con los trámites faltantes para su titulación.

Sin más por el momento, quedo a sus órdenes para cualquier duda o aclaración al respecto.

Atentamente



Lic. Luis Miguel Tinoco Ramirez  
Director de Tesis de Juan Patrik Castellanos S.

# INDICE

Introducción.....	4
<b>1. Los Mercados de Dinero Internacionales.....</b>	<b>7</b>
1.1. Los Mercados de Dinero.....	7
1.2. Antecedentes Acerca de la Generación de los Mercados de Dinero y de Capitales.....	11
1.2.1. La Crisis Petrolera de los Setentas y sus Efectos en la Economía Mundial.....	12
1.2.2. La Crisis del Dólar entre 1977 y 1978.....	14
1.2.3. El Sistema Monetario Europeo (SME), 1979.....	18
1.2.4. El Sistema de Reservas Múltiples Monedas.....	20
1.2.5. Alza y Caída del Dólar, 1980 a la Actualidad.....	21
<b>2. Los Euromercados.....</b>	<b>25</b>
2.1. Historia y Desarrollo.....	25
2.2. Los Eurodólares y otras Monedas.....	29
2.3. Los Euromercado de Dinero Hoy.....	33
2.4. Préstamos Bancarios en Eurodólares.....	35
2.5. El Mercado Internacional de Bonos.....	38
2.5.1. Tipos de Instrumentos.....	39
2.5.2. Mercados de Eurobonos.....	40
2.5.3. Cotización de los Eurobonos y otras Emisiones Internacionales.....	44
2.5.4. Innovaciones en el Mercado de los Eurobonos.....	46

# INDICE

<b>3. Swaps</b> .....	<b>50</b>
3.1. Antecedentes y Desarrollo.....	50
3.2. Participantes en el Mercado de Swaps.....	53
3.3. Variables en Swaps.....	55
3.3.1. Bonos Parcialmente Pagados.....	55
3.3.2. Bonos en Moneda Doble.....	56
3.3.3. Bonos de Coctél de Monedas.....	57
3.3.4. Swaps de Tasas de Interés.....	57
3.4. Determinación de Precios de Swaps.....	61
3.5. Cobertura de Riesgos.....	64
3.5.1. Riesgo del Precio.....	66
3.5.2. Riesgo del Crédito.....	67
3.5.3. Reglamentación de los Instrumentos.....	70
<b>4. Los Mercados de Capitales Internacionales y sus Innovaciones más Recientes</b> .....	<b>78</b>
4.1. Antecedentes.....	78
4.2. Swaps de Mercancías Básicas.....	82
4.3. Factoraje Internacional para Exportadores.....	87
4.4. Eurobonos y Bonos Chatarra.....	90
4.4.1. Eurobonos.....	93
4.4.2. Bonos Chatarra.....	95
4.5. American Depository Receipts.....	98

## INDICE

Conclusiones.....	106
Bibliografía.....	108

## INTRODUCCION

Como consecuencia del modelo económico de sustitución de importaciones que México vino aplicando hasta 1982, las diversas ramas industriales, comerciales y de servicios que integran el sector productivo del país, se vieron beneficiadas al existir aranceles a las importaciones de bienes y servicios a México tan altos que volvían prácticamente prohibitivos los precios de compra en nuestro territorio, ésto siempre y cuando existía la posibilidad de introducir la mercancía legalmente a nuestro país.

Este proteccionismo propició un grave retraso en términos de calidad, tecnología, productividad y eficiencia en la mayoría de los sectores industriales, comerciales y de servicios, además de que limitó el acceso de la población a distintos satisfactores personales e institucionales; es decir, tanto a nivel individual como a nivel de las empresas en México, se vio limitada nuestra visión respecto a los bienes y servicios que satisfacen nuestras necesidades de vida u operación respectivamente.

En el ámbito de los servicios financieros, además del proteccionismo antes mencionado, se presentaron ciertas variables como fueron la nacionalización de la banca y la recesión económica entre otras, que no permitieron que el sistema financiero mexicano brindara servicios de vanguardia a los distintos usuarios.

A partir del sexenio de Miguel de la Madrid, y más acentuadamente en el sexenio de Carlos Salinas de Gortari, se comenzaron a tomar medidas para combatir la grave recesión y crisis económica que vivía México, tal fue el caso del comienzo de la apertura económica de México a los mercados mundiales mediante la desgravación y desregularización de las importaciones de bienes y servicios a nuestro país; primeramente con la entrada al GATT y más recientemente con la firma de tratados de libre comercio con otras naciones.

Todo esto trajo como consecuencia el que los oferentes de bienes y servicios nacionales tuvieran que incrementar su competitividad al verse amenazados de quedar fuera de negocios debido a productos y servicios que entraban del extranjero con una mejor calidad y a un mejor precio.

El sistema financiero mexicano también se vio afectado por esta apertura económica y como consecuencia se ha venido modernizando durante los últimos años, hecho que ha sido ampliamente impulsado por la privatización de la banca.

Dentro de esta modernización del sistema financiero mexicano, se ha caracterizado la creación de nuevos instrumentos y nuevas regulaciones

que permiten a las empresas mexicanas acceder a mercados internacionales, teniendo de esta manera la posibilidad de obtener instrumentos de financiamiento a un menor costo o instrumentos de inversión con mayores rendimientos, que al final de cuentas se traducen en un incremento en las utilidades de las empresas.

A lo largo de las páginas siguientes se analizan diferentes instrumentos de inversión-financiamiento que se ofrecen actualmente en los mercados internacionales. Se ha considerado que su conocimiento permitirá a los lectores de esta investigación, considerar nuevas alternativas para el manejo de sus tesorerías que les permitan una mayor eficiencia y productividad en los resultados de sus decisiones financieras.

# **CAPITULO I**

## **LOS MERCADOS DE DINERO Y DE CAPITALES INTERNACIONALES**

Aunque existe una tendencia global hacia la integración de los mercados de dinero y de capital, que tiende a eliminar las imperfecciones del mercado, todavía existen excelentes oportunidades para que las empresas reduzcan sus costos de capital y aumenten su disponibilidad abasteciéndose internacionalmente de fondos, y para que los inversionistas aumenten sus beneficios al tiempo que reducen el riesgo mediante la diversificación internacional de la cartera. En este capítulo se revisan las características más importantes de los mercados financieros mundiales (globales) así como algunos antecedentes que los hicieron evolucionar.

### **1.1. LOS MERCADOS INTERNACIONALES**

En los mercados globales, existen varias fuentes de capital, de las cuales las más importantes son los mercados de euromonedas y eurobonos.

Adicionalmente, las empresas multinacionales generalmente tienen acceso a deudas a largo plazo y mercados de valores domésticos, tanto en los países donde operan como en los que sus mercados de capital están abiertos a la competencia mundial. La facilidad de acceso a las fuentes de fondos extranjeros es una de las muchas ventajas comparativas o, si se prefiere, imperfecciones del mercado de que disfrutaban las empresas multinacionales.

Las condiciones básicas necesarias para el éxito de un mercado de dinero o capital externo es que los no residentes del país cuya moneda utilizan tengan libertad para transferir sus existencias en esta moneda como deseen y que el mercado tenga alguna ventaja significativa en costos con respecto al puro mercado doméstico. La ventaja de los costos es una consecuencia típica de la ausencia de interferencias gubernamentales, como impuestos, exigencias de reservas, depósitos de primas de seguros, regulación de las tasas de interés y políticas gubernamentales que influyan en la asignación de créditos, y el hecho de que el mercado sea básicamente un mercado "mayorista". Además, debe existir una demanda por parte de las entidades no bancarias para las monedas obtenidas en los mercados financieros externos.<sup>1</sup>

La actividad de los mercados financieros internacionales se concentra en ciertas ciudades que se han convertido en centros financieros internacionales: Londres, Tokio y Nueva York son las más importantes, pero existen otras ciudades importantes. En un centro financiero internacional que sea a la vez un centro financiero doméstico importante se dan cuatro tipos principales de transacciones.

---

<sup>1</sup> Duffey Mark y John Guidey, The international money market, pp. 124.

Todo centro financiero internacional importante dependerá de la presencia de una gran cantidad de inversionistas locales o depositantes que suministran fondos a los usuarios locales. Los inversionistas suministran fondos directamente a los usuarios al comprar valores como bonos, papeles comerciales o participaciones de capital, mientras que los depositantes proporcionan sus fondos a los intermediarios financieros (bancos, compañías de seguros, fondos de inversión etc.), que concentran esos ingresos y hacen préstamos o inversiones en acciones con esos recursos. La mayoría de los intermediarios financieros garantizan el depósito, por lo que por seguridad, el depositante busca al intermediario en lugar de al prestatario original.

Un centro financiero internacional existe cuando los fondos domésticos se suministran a usuarios extranjeros o cuando los usuarios locales utilizan fondos extranjeros. Un centro financiero internacional saludable casi siempre desarrollará negociaciones en las cuales se proporcionan fondos extranjeros a usuarios extranjeros. Londres, Tokio y Nueva York, siendo los mercados financieros internacionales más importantes del mundo, realizan las cuatro funciones posibles. Otras ciudades realizan bastante bien dos o tres de estas funciones y son importantes centros financieros regionales. Entre ellos están París, Zurich, Ginebra, Amsterdam, Singapur y Hong Kong.<sup>2</sup>

Existen otros centros que se conocen usualmente como centros financieros extranjeros. Su existencia se debe a que proporcionan un servicio a los no residentes, al tiempo que (usualmente) mantienen sus negocios internacionales separados de sus negocios domésticos. Centros financieros "extranjeros" típicos

<sup>2</sup> Jones Ralph, The British Isle Offshore Financial Centres, pp. 53-65

son Luxemburgo, Las Islas Caimán, Las Bahamas, Las Antillas Holandesas, Bahraín y Kuwait. Jersey, Guernsey y la Isla de Man funcionan como centros financieros extranjeros para la base financiera de Londres.<sup>3</sup>

Los requisitos más importantes para el éxito de un centro financiero "extranjero" son los siguientes:

- Estabilidad económica y política, que asegura a los no residentes que no se restringirán los movimientos de fondos.
- Una comunidad financiera eficiente y con experiencia, capaz de ejecutar las operaciones técnicas necesarias con destreza.
- Buenos servicios de comunicación y apoyo, para que la información del mercado se pueda transmitir rápida y eficientemente a los participantes.
- Un clima regulatorio que proteja a los inversionistas y depositarios, pero que no sea innecesariamente restrictivo para las instituciones financieras.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Duffey Mark y John Guidey. The international money market, pp. 143.

<sup>4</sup> IBID pp. 52

## 1.2 ANTECEDENTES ACERCA DE LA GENERACION DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE DINERO Y CAPITALES

Desde marzo de 1973, los tipos de cambio se han hecho mucho más volátiles y menos predecibles que durante el período en que estuvieron "fijos", cuando los cambios eran poco frecuentes. Esta variabilidad se debió en parte a un gran número de crisis inesperadas en el orden monetario mundial. Las crisis más importantes fueron, por orden cronológico, la crisis del petróleo a finales de 1973, la falta de confianza en el dólar en 1977 y 1978, la segunda crisis del petróleo en 1979, la formación del Sistema Monetario Europeo en 1979, la diversificación de las reservas en monedas extranjeras por parte de los bancos centrales a comienzos de 1979 y la sorprendente fuerza del dólar durante el período 1981-1985, seguida de un rápido descenso en su valor desde febrero de 1985 hasta comienzos de 1988, después de lo cual se recuperó rápidamente durante el verano de 1988.

Dichos acontecimientos antes mencionados, propiciaron la generación o evolución de los mercados internacionales, hasta llegar a lo que éstos son hoy en día, por lo que es necesario describir a continuación algunos de los principales acontecimientos causantes de la volatilidad.

### 1.2.1. La crisis petrolera de los setentas y sus efectos en la economía mundial

Desde octubre de 1973, los precios del petróleo empezaron a crecer rápidamente, seguidos por el embargo petrolero y sus consecuencias; la cuadruplicación de los precios del petróleo en 1974. Estos acontecimientos dan una nueva perspectiva en la fuerza de la balanza de pagos a largo plazo para los países industrializados. Sería de suponer que Estados Unidos, al ser más autosuficiente en recursos energéticos, tendría menos dificultades para ajustarse a los costos de energía más altos y a la menor cantidad de energía disponible que la mayoría de los países europeos y Japón. Los descubrimientos de petróleo y gas en el Mar del Norte también pusieron a Gran Bretaña, Noruega y los Países Bajos en una posición energética mucho más favorable que la de los demás países europeos. De hecho, a finales de 1973 el dólar había recuperado todas sus pérdidas del verano y la posición de la balanza de pagos estaba fortalecida gracias a que los bienes y servicios de Estados Unidos se habían hecho más competitivos por el bajo valor del dólar.

El 29 de enero de 1974, Estados Unidos removió todos los controles sobre los flujos de capitales, incluyendo los impuestos de igualación de intereses, los programas de inversión extranjera y los programas de limitación al crédito extranjero de la Reserva Federal. Esto se hizo parcialmente para reflejar la mejoría en la balanza de pagos estadounidense y el posterior fortalecimiento del dólar, pero también para anticipar el crecimiento de los dólares que poseían los

países exportadores de petróleo, los denominados petrodólares. Al eliminar estos controles de capitales, Estados Unidos esperaba motivar a los tenedores de petrodólares a mantener esta nueva riqueza en dólares y reciclarlos a través del mercado de capitales de Estados Unidos.

El rápido triunfo de la OPEP para aumentar el precio del petróleo originó una transferencia muy rápida de riquezas de los países industrializados a los países exportadores de petróleo. Aunque una gran proporción del incremento en las ganancias a través del petróleo las reciclaban los exportadores a través de un aumento en las importaciones de bienes y servicios para ambiciosos planes de desarrollo (Irán, Indonesia, Venezuela y Nigeria), Arabia Saudita y Kuwait acumularon grandes reservas de dólares porque no tenían una población lo suficientemente grande que justificara un aumento significativo en las importaciones. Este superávit de petrodólares se reinvertió en gran parte en dólares y depósitos bancarios en euromonedas y valores públicos.

La crisis que generaron los precios del petróleo creó una nueva inestabilidad en los tipos de cambio. Los tipos de cambio fluctuaron considerablemente durante el período comprendido entre 1974 y 1977, en respuesta a los grandes diferenciales nacionales de las tasas de inflación, las tasas de interés, los cambios estructurales en la balanza de pagos y la pura especulación. Ante todas esas presiones la corriente no se mantuvo según lo esperado. Francia se retiró de la OPEP en 1974, se reintegró en 1975 y se volvió a retirar en 1976. En 1976 y 1977 los tres países escandinavos miembros devaluaron sus monedas porque la fortaleza del marco alemán amenazaba a la competitividad

internacional de sus precios.

Suiza se retiró en 1977 y Noruega lo hizo en 1978. Aunque este intento de colaboración monetaria europea falló, se aprendieron muchas lecciones que abrieron el camino para una futura cooperación.

La mayoría de los países que no pertenecían a la OPEP sufrieron un gran retraso en tasas de crecimiento económico durante 1974 y 1975, antes de amortiguar el impacto de la crisis del petróleo. Aunque las tasas de crecimiento se recuperaron en 1976 y 1977, también lo hicieron las tasas de inflación. Esta combinación dio lugar a políticas monetarias y fiscales restrictivas, particularmente en Europa y Japón, y un poco menos en Estados Unidos. La administración de Carter continuó dando prioridad al pleno empleo sobre la inflación. Como resultado, la balanza de pagos Estados Unidos se empezó a deteriorar en 1976, empeorando en 1977.<sup>5</sup>

### **1.2.2. La crisis del dólar entre 1977 y 1978**

Durante el período 1977-1978 la política expansionista de la administración Carter llevó una tasa de crecimiento significativa del PNB y a una reducción del desempleo en Estados Unidos, pero también a una elevación de tasa de inflación y al deterioro de la balanza de pagos de Estados Unidos. Alemania, Japón, Suiza y los Países Bajos que seguían una política de crecimiento más conservadora, con tasas de inflación más bajas, tuvieron buenos superávits en su balanza de pagos. Como resultado, sus monedas subieron valor con

<sup>5</sup> Rivera Francisco, Finanzas Internacionales y Apertura a la Economía Macroeconómica, pp. 17-22

respecto al dólar. La situación empeoró en 1978, cuando el gobierno estadounidense decidió asumir una política de "descuido benévolo". Esto implicó ignorar depreciación del dólar, al dar prioridad a los objetivos económicos nacionales. Esta política creó una pérdida mundial de confianza en el dólar. Los bancos nacionales, que anteriormente absorbían el exceso de dólares en el mercado para amortiguar su caída, decidieron transferir sus reservas oficiales del dólar al marco alemán y al franco suizo. Los inversionistas más ricos, particularmente los de Arabia Saudita siguieron esa misma política. El mercado de Eurobonos en dólares se agotó a medida que los inversionistas exigían emisiones en otras monedas.

En octubre de 1978 el dólar se había depreciado cerca del 20% ponderado según el comercio exterior en relación con los comienzos de 1977. Esta depreciación estaba muy por debajo de lo que cabía esperar del análisis económico de la inflación y de los diferenciales en la tasa de interés.

La caída del dólar empeoró la tasa de inflación en Estados Unidos al subir el precio de las importaciones. Los miembros de la OPEP consideraron la posibilidad de transferir el precio del petróleo en dólares a otra moneda mucho más estable, como los DEG, en respuesta a la caída del valor real de sus exportaciones de petróleo y reservas monetarias.

La administración Carter finalmente reaccionó el 1 de noviembre de 1978 con un programa específico para recuperar la confianza mundial en el dólar. El programa incluía un aumento drástico en las tasas de interés, la promesa de

una reducción del déficit en el presupuesto federal y la creación de un fondo de 30 mil millones de dólares en moneda extranjera para utilizar en apoyo del dólar en los mercados de divisas. Esta cantidad provendría de las ventas de bonos en moneda extranjera solicitados al F.M.I. y de expansión de los acuerdos de intercambio con bancos centrales extranjeros.

El programa de Carter funcionó temporalmente. Su impacto cambió las expectativas a corto plazo e indicó la transformación de la política de Estados Unidos a una preocupación, en lugar de descuido, del valor internacional del dólar. No obstante, en febrero de 1979 el dólar se vio de nuevo presionado debido a los disturbios en Irán, las bajas tasas de interés en relación con la inflación y la tendencia nefasta de las autoridades monetarias nacionales para diversificar sus monedas extranjeras a marcos alemanes, yenes japoneses y francos suizos. Esta tendencia se vio apoyada por la nueva decisión de Alemania, Japón y Suiza de emitir títulos con rendimiento apropiado a Arabia Saudita y otros países de la OPEP con excepción de las importaciones de petróleo.

Además de diversificar sus reservas, los miembros de la OPEP reaccionaron ante la debilidad del dólar forzando la duplicación de los precios del petróleo en 1979. Como resultado, los países industriales entraron nuevamente en una recesión, igual que en 1974-1975. Esta recesión propició una oscilación muy rápida en los tipos de cambio y de interés. Por ejemplo, un endurecimiento del crédito en Estados Unidos dio lugar a tasas de interés sin precedentes hacia finales de 1979, seguidas de un descenso precipitado a mediados de 1980,

cuando los bonos del tesoro cayeron por debajo del 8%. Se produjo otro endurecimiento más del crédito a finales de 1988, cuando los bonos del tesoro ascendieron al 15% y subieron un poco más durante 1981.

Las condiciones de los mercados internacionales de valores se hicieron más inestables en noviembre de 1979, cuando el presidente Carter decidió congelar todos los activos iraníes en Estados Unidos y en los bancos estadounidenses del extranjero. Otros miembros de la OPEP, especialmente Arabia Saudita, se alarmaron naturalmente al ver esta reacción porque veían que podía sucederles lo mismo a ellos si en el futuro se dieran circunstancias anómalas. Como resultado, trasladaron discretamente sus fondos en dólares de los bancos estadounidenses a bancos no estadounidenses en el mercado del eurodólar. Es más, algunos dólares se convirtieron en otras monedas de reserva para mantener los activos a salvo de cualquier posible acción unilateral de Estados Unidos.

A pesar de estas transferencias, el dólar estadounidense se mantuvo en 1980 ya que se consideraba que Estados Unidos podía superar la duplicación de los precios petroleros mejor que ninguno de los países monetariamente rivales, Alemania y Japón. De hecho, a finales de 1980 y durante 1981 el dólar mostró una fuerza inesperada y el marco alemán una sorprendente debilidad. La fuerza del dólar se debió a un cambio en las expectativas del mercado sobre la inflación futura en Estados Unidos, como resultado de la elección de Ronald Reagan para la presidencia. Es más, debido en parte a una menor demanda de energía, la balanza de pagos en Estados Unidos finalmente cambió arrojando

un superávit en cuenta corriente en 1980. Finalmente, las tasas de interés en Estados Unidos eran relativamente altas comparadas con la inflación esperada y con las tasas comparables en Alemania. La debilidad del marco alemán se debió principalmente a un déficit importante en la balanza de pagos alemana por cuenta corriente en 1980 y a las tasas de interés relativamente bajas, que tenían como fin sacar a Alemania de la recesión.<sup>6</sup>

### 1.2.3. El sistema monetario europeo (SME), 1979

Las caóticas condiciones de los mercados monetarios internacionales en 1978 apresuró la necesidad de crear mecanismos que propiciaran una mayor estabilidad. Uno de estos mecanismos tuvo su origen en las cenizas de la no del todo difunta cooperación de la serpiente. En marzo de 1979, los nueve miembros de la CEE establecieron el Sistema Monetario Europeo (SME).

Con los acuerdos del SME se creó una nueva moneda, llamada la unidad monetaria europea (ECU). Esta se parece al DEG en que existe solamente en los libros de los países miembros del SME, no como una moneda circulante. Se usa como activo monetario que los miembros mantienen como moneda de reserva para prestar, pedir prestado y cancelar cuentas entre sí. Su valor se basa en el valor ponderado de las monedas de los países miembros, basándose las ponderaciones en la participación de cada miembro en el comercio intereuropeo y en el valor relativo de su PNB. El ECU tenía un valor original de 1.40 dólares, pero su valor varía con el tiempo, a medida que las monedas de los países miembro flotan con respecto al valor del dólar y de las monedas de

---

<sup>6</sup> IBID pp. 23-27

los países que no pertenecen a la CEE. En noviembre de 1988, el ECU tenía un valor aproximado de 1.16 dólares.

Cada uno de los países miembro valora su moneda con relación al ECU, creando así una red bilateral. Si la moneda de alguno de los miembros se desvía más del 2.25% (6% para la lira italiana) del tipo de cambio central de la moneda de otro miembro, ambos países deben recurrir a los mercados de divisas para hacer volver la tasa a la banda de intercambio del 2.25%. No obstante, si la moneda de alguno de los países miembro se desvía por encima del 1.69 % (4.5 % para la lira italiana) de su tipo de cambio central dentro de la red bilateral, alcanza el "umbral de divergencia". El país que se desvíe debe tomar medidas para corregir el problema, y si eso falla, devaluar o revaluar su valor ECU dentro de la red bilateral.

Los países miembros intervienen en el mercado de divisas a través del sistema de facilidades de crédito mutuo. Cada miembro puede pedir prestado cantidades casi ilimitadas de divisas de otros países miembro por períodos de hasta tres meses. Una segunda línea de defensa incluye préstamos que se pueden extender hasta nueve meses, pero la cantidad total disponible está limitada a cierto fondo de crédito, originalmente unos 14 mil millones de ECU y al valor de la cuota de los miembros en ese fondo. Hay fondos adicionales disponibles con vencimientos de dos a cinco años de un segundo fondo, que originalmente es de cerca de 11 mil millones de ECU, pero para usar estos fondos, el país prestatario debe corregir la política económica doméstica causante de la desviación de su moneda.

El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) se estableció en 1982 como una institución para administrar las diferentes facilidades de crédito y emitir una oferta inicial de ECU a los países miembros de forma similar a las emisiones de DEG que hace el F.M.I. Los miembros depositan el 20% de sus reservas en oro y dólares y reciben una cantidad correspondiente en ECU.

El SME tuvo un comienzo accidentado. Los acontecimientos de 1979 y 1980 forzaron en 1981 la revaluación del marco alemán y del florín holandés, y la devaluación del franco francés, la corona danesa y la lira italiana. De momento, los británicos no han participado en esta flotación conjunta.<sup>7</sup>

#### **1.2.4. El sistema de reservas en múltiples monedas**

Con la flotación conjunta del SME, la fortaleza continuada del yen japonés y la restauración del oro como activo básico de las reservas, el sistema monetario internacional evolucionó gradualmente hacia una serie de bloques monetarios. Dentro de cada bloque de moneda, la moneda flota en una banda muy estrecha. Los bloques de monedas flotan entre sí, atraídos generalmente por la moneda más fuerte de cada bloque. Los bloques principales están ligados al marco alemán (SME), el dólar, el yen japonés y la libra esterlina.

Para reducir el riesgo de intercambio, los bancos centrales del mundo diversificaron sus carteras de bienes de reserva para incluir una o más monedas clave de cada bloque de monedas, además de francos suizos, oro, ECU y DEG.

<sup>7</sup> Johansson Edward et al., The Role and Function of the International Monetary Fund, pp. 42-56

A largo plazo, el uso de un sistema de reservas de múltiples monedas puede estabilizar el valor de la cartera de bienes de reserva de cada banco central. Por otra parte, las decisiones de los banqueros centrales y de algunos países de la OPEP de transferir la composición de las carteras podría ser muy desestabilizadora para determinadas monedas. En esas circunstancias, el peso del ajuste doméstico al sistema monetario internacional será compartido por Estados Unidos, Alemania, Japón, Reino Unido y Suiza, en lugar de recaer solamente sobre Estados Unidos, como sucedía hasta 1978. Todos esos países, a excepción de Estados Unidos, habían tratado previamente de evitar que sus monedas se usaran como bienes de reserva, porque temían que eso limitara su capacidad para tener políticas económicas independientes. El hecho es que va a ser cada vez más difícil que los principales países industrializados tengan políticas monetarias y fiscales independientes de las consecuencias internacionales.<sup>8</sup>

### 1.2.5. Alza y caída del dólar, 1980 a la actualidad

El período de 1980-1985 se caracterizó por una fortaleza inesperada del dólar y su contraparte, la debilidad inesperada de las monedas del SME y la libra británica. La fortaleza del dólar se debió a un conjunto de factores favorables que vencieron los efectos desfavorables de un gran déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente de EE.UU. El fuerte crecimiento de Estados Unidos atrajo grandes flujos de capital de inversionistas que buscaban mayores ganancias en las inversiones en bienes raíces. Los altos beneficios

---

<sup>8</sup> IBID pp. 64-68

reales (ajustados por la inflación) en activos financieros también atrajeron grandes flujos extranjeros para comprar valores de la deuda. La inestabilidad política en otras partes del mundo reforzó la concepción generalizada de que Estados Unidos era un paraíso político para la riqueza personal. Los bancos estadounidenses redujeron drásticamente sus créditos a países menos desarrollados, que estaban sobrecargados con la deuda exterior. Otras oportunidades muy atractivas generadas por el crecimiento con una inflación baja en Estados Unidos también motivaron a los bancos estadounidenses y a los inversionistas en cartera internacional a sacar sus fondos de otros mercados y devolverlos al mercado de Estados Unidos. La tasa de inflación de Estados Unidos se mantuvo bajo control a pesar del enorme déficit presupuestario del gobierno estadounidense, debido a una corriente creciente de importaciones motivadas por el precio relativamente alto del dólar, que causó una dura competencia para los bienes producidos en Estados Unidos. Además, la abundancia mundial de petróleo y de otros artículos básicos redujeron los costos del dólar para esas necesarias importaciones.

La rápida caída del valor del dólar durante el período comprendido entre 1985 hasta principios de 1988 se debió a diferentes factores, como la intervención del gobierno y las fuerzas naturales del mercado. El fortalecimiento del dólar entre 1980 y 1985 minó rápidamente la balanza comercial de Estados Unidos, generando solicitudes de protección por parte de sectores comerciales que se veían afectados por el aumento de las importaciones y por los líderes sindicales, que reaccionaban ante las pérdidas de empleos por las importaciones. Esta amenaza de proteccionismo llevó la decisión de los

principales países industrializados de coordinar más estrechamente las políticas económicas. El objetivo era que otros países generaran tasas de crecimiento más rápidas para poder absorber más importaciones de Estados Unidos. Simultáneamente, Estados Unidos reduciría sus tasas de interés reales al mismo nivel que las de otros países, para poder generar un flujo interno de capital, que apoyaba el valor del dólar. La reducción de las tasas de interés en Estados Unidos se hizo posible por la perspectiva de una mayor moderación fiscal, como se evidenció con la aprobación del decreto de un presupuesto equilibrado de Gramm Rudman-Hollings a finales de 1985.

En septiembre de 1985, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del llamado Grupo de los Cinco países industrializados (Francia, Japón, Alemania Occidental, Reino Unido y Estados Unidos) se reunieron en el Plaza Hotel de la ciudad de Nueva York y llegaron a un acuerdo que después fue bautizado como Acuerdo del Plaza. Anunciaron que sería conveniente valorar las principales monedas con respecto al dólar y prometieron intervenir en los mercados de cambio para poder lograr este objetivo. Puesto que el valor del dólar ya se estaba debilitando durante la primavera y el verano de 1985, este anuncio aceleró más la caída del dólar.

El dólar cayó rápidamente durante el resto de 1985, todo 1986 y hasta comienzos de 1987. De hecho, mostró síntomas de haber exagerado su tasa de pérdida de valor dadas las nuevas situaciones económicas. Así pues, en febrero de 1987 los principales países industrializados se reunieron otra vez y llegaron a un nuevo acuerdo, conocido como Acuerdo de Louvre. Acordaron que los

tipos de cambio tenían que ser realineados nuevamente y prometieron mantener la estabilidad de los tipos de cambio en torno a los niveles actuales. Aunque el dólar continuó cayendo durante 1987, se recuperó en 1988, finalizando por el momento su drástico ascenso y caída en el período de 1980-1987.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Biedleman Carl, The Handbook of International Investing, pp. 18-26

## **CAPITULO 2**

### **LOS EUROMERCADOS**

#### **2.1. HISTORIA Y DESARROLLO**

Históricamente, el mercado del eurodólar nació poco tiempo después de la Segunda Guerra Mundial, cuando los europeos orientales que tenían dólares, incluidos los bancos comerciales estatales de la Unión Soviética, tenían depositar sus dólares en Estados Unidos, porque esos depósitos podían ser atacados por los residentes en Estados Unidos con reclamaciones contra los gobiernos comunistas. Así pues, los europeos orientales depositaron sus dólares en Europa Occidental, especialmente con dos bancos soviéticos: el Moscow Narodny Bank, en Londres, y el Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, en París. Esos dos bancos redepusitaron los fondos en otros bancos occidentales, especialmente en Londres.

De varios bancos centrales de Europa Occidental llegaron depósitos adicionales en dólares, al decidir mantener parte de sus reservas en dólares de esa forma, para obtener un rendimiento más alto. Los bancos comerciales también pusieron sus saldos en dólares en el mercado por la misma razón, además de porque así podían negociar vencimientos específicos en el mercado del eurodólar. También llegaron dólares a ese mercado de empresas de seguros europeas con un gran volumen de negocios en EE.UU. (que encontraron financieramente ventajoso mantener sus reservas en dólares en el muy rentable mercado del eurodólar) y de diferentes tenedores de fondos internacionales de refugiados.

Estos antecedentes históricos algunas veces distraen a los observadores de las fuerzas que dieron lugar al fuerte y amplio mercado. El moderno mercado de eurodólares "es la eficientísima respuesta de los bancos internacionales a los deseos de los inversionistas de hacer inversiones seguras y líquidas de alto rendimiento, y a las necesidades de las empresas y gobiernos de obtener fondos a bajo costo y con una disponibilidad asegurada".<sup>1</sup>

Aunque la causa básica del crecimiento del mercado del eurodólar es la eficiencia económica, varios acontecimientos institucionales únicos durante las décadas de 1950 y 1960 contribuyeron a su crecimiento. En 1957, las autoridades monetarias británicas respondieron a un debilitamiento de la libra imponiendo fuertes controles sobre los préstamos bancarios en esterlinas a los no residentes del Reino Unido. Estimulados por el Banco de Inglaterra, los bancos del Reino Unido se dedicaron a los préstamos en dólares como única

---

<sup>1</sup> Beidleman Carl, The Handbook of International Investing, págs. 40 - 75.

alternativa para poder mantener su posición de prestamistas en las finanzas mundiales. Aunque Nueva York tenía la ventaja de ser "el hogar" del dólar y de tener un gran mercado doméstico de dinero y de capital, el comercio internacional del dólar se centralizó en Londres, debido a la experiencia de esa capital en cuestiones monetarias internacionales, además de la proximidad de tiempo y distancia con los principales clientes.

Un apoyo adicional para el mercado en dólares europeo lo proporcionaron las dificultades de la balanza de pagos de Estados Unidos durante los años sesenta, que separaron temporalmente el mercado doméstico de capital de Estados Unidos del resto del mundo. La promulgación del impuesto de igualación del interés en Estados Unidos en 1963 cerró definitivamente los mercados de capital de Estados Unidos a los usuarios extranjeros. Esta acción estimuló la creación de fuentes alternativas de fondos a medio y largo plazo en los recién creados mercados de euromonedas y eurobonos. El programa de restricción al crédito extranjero del Sistema de la Reserva Federal de EE.UU. excluyó a los prestatarios extranjeros; incluyendo las filiales extranjeras de empresas estadounidenses, de los préstamos a medio plazo en Estados Unidos, reforzando así la necesidad de alternativas bancarias en Europa. Finalmente, las restricciones a la inversión extranjera directa de Estados Unidos, que empezó voluntariamente en 1965, pero que se hizo obligatoria en 1968, obligó a las empresas estadounidenses a buscar fuera de Estados Unidos los recursos necesarios para el financiamiento de las operaciones en el extranjero, es decir, en los mercados de euromonedas y eurobonos. Aunque estas restricciones se eliminaron en 1974, su efecto en ese momento fue el de dirigir la atención hacia

la eficiencia del mercado de eurodólares.

El factor básico que atrajo a los depositarios y prestatarios al mercado de los eurodólares fue la estrecha gama de tipos de interés dentro de ese mercado. La diferencia entre las tasas de los depósitos y los préstamos es generalmente menor que el 1%. Los depositarios pueden ganar más en el mercado de los eurodólares que en Estados Unidos, al tiempo que, los prestatarios pueden obtener préstamos más baratos.

La diferencia de interés en el mercado de los eurodólares es pequeña por varias razones. Hay bajas tasas de interés sobre préstamos, porque el mercado de los eurodólares es un mercado "mayorista", donde se hacen depósitos en cantidades de 500,000 dólares o más. Los prestatarios suelen ser grandes corporaciones o entidades gubernamentales merecedoras de tipos de interés bajos debido a su valor crediticio y a que el tamaño de la transacción es grande. Además, los gastos generales asignados a la operación en eurodólares por los bancos participantes son bajos.

Los tipos de interés sobre depósitos son más altos en el mercado de los eurodólares que en el mercado doméstico estadounidense, porque los bancos no necesitan cumplir con los requisitos de reserva de EE.UU., ni tampoco están sujetos a una dirección orientada al interés de la política monetaria doméstica. Antes del 1 de julio de 1973, todos los depósitos a plazo y de ahorro de los bancos estadounidenses se sometieron a unas tasas máximas de interés por la Regulación Q. Desde esa fecha depósitos a plazo de un solo vencimiento en

denominaciones de 100,000 dólares o más, quedaron libres de esa tasa de interés máximo, pero otros depósitos siguen estando regulados. Los depósitos en eurodólares no están sujetos a tal regulación. Además, los depósitos en eurodólares no están sujetos a la tasación del Federal Deposit Insurance Corporation que se paga por los depósitos domésticos en dólares.

## 2.2. LOS EURODOLARES Y OTRAS EUROMONEDAS

Un eurodólar es un depósito temporal en dólares en un banco legalmente residente fuera de Estados Unidos. El banco puede ser un banco extranjero o la sucursal extranjera de un banco estadounidense. Los vencimientos de los depósitos temporales en eurodólares van desde dinero a la vista y fondos de un día para otro hasta períodos más largos; los certificados de depósito suelen ser a tres meses o más y en incrementos de millones de dólares. Obsérvese que un depósito en eurodólares *no* es un depósito a la vista; no se crea en la contabilidad del banco con el asiento de prestamos contra las reservas fraccionales requeridas, y no se pueden transferir con un cheque contra el banco que tiene el depósito. Los depósitos en eurodólares se mueven mediante la transferencia telegráfica de un saldo disponible en un banco corresponsal establecido en Estados Unidos. Una analogía doméstica sería la transferencia de depósitos que se tienen en instituciones de ahorro y préstamo, que se hace a través de un cheque de la institución contra un banco comercial.

Cualquier moneda convertible puede existir en forma de "euromoneda". Así,

hay euromarcos (marcos alemanes depositados en bancos fuera de Alemania), euroesterlina (libras británicas depositadas en bancos fuera del Reino Unido) y euroyenes (yenes japoneses depositados fuera de Japón), además de los eurodólares.

Los bancos en los que se depositan las euromonedas generalmente se conocen como "eurobancos". Duffey y Guiddey definen un eurobanco como "un intermediario financiero que simultáneamente solicita depósitos a término y hace préstamos en una moneda diferente a la del país en el que está establecido".<sup>2</sup> Los eurobancos son bancos mundiales importantes que, además de sus euronegocios, generalmente realizan operaciones bancarias locales. Así, la operación en euromoneda que le da a un banco el nombre de "eurobanco" es en realidad un departamento de un banco comercial grande, y el nombre "eurobanco" se debe a la función que realiza.

El mercado de euromonedas tiene tres propósitos importantes. Los depósitos en euromoneda son un dispositivo eficiente y conveniente del mercado de dinero para mantener excesos de liquidez corporativa; el mercado de euromonedas es una fuente importante de préstamos bancarios a corto plazo para financiar las necesidades de un fondo de operaciones corporativas que incluyen el financiamiento de importaciones y exportaciones, y el mercado es útil para fines de arbitraje.

---

<sup>2</sup> Duffey Mark y John Guiddey, The International Money Market, p. 165.

El prefijo "euro" no significa que el banco haya de estar en Europa. La localización de un depósito en euromoneda puede ser en Londres, que es el centro del mercado de euromonedas (excepto por la euroesterlina), o París, Frankfurt, Zurich, Amsterdam y otros centros financieros europeos. Sin embargo, existen también euromercados en Nassau (Las Bahamas), Hong Kong, Tokio, Singapur e incluso Estados Unidos a través de una entidad especial llamada International Banking Facility (IBF). Agencia Bancaria Internacional (ABI). Los IBF están localizados físicamente en Estados Unidos, en instituciones bancarias de la casa matriz, pero el gobierno federal y estatal los tratan como si estuvieran localizados en el extranjero. Se autorizaron en 1981 por el Federal Reserve Board (Junta de la Reserva Federal) para permitir que los bancos estadounidenses compitieran más eficientemente en el mercado de los eurodólares.

El tamaño exacto del mercado de euromonedas es difícil de medir, porque varía con las decisiones diarias de los depositarios sobre donde tener sus fondos líquidos transferibles rápidamente, y particularmente sobre si depositar los dólares dentro o fuera de Estados Unidos. Las estadísticas de euromonedas se publican en el *Annual Report* del Bank for International Settlements (BIS) (Banco de Pagos Internacionales-BPI) de Basilea, Suiza, y por el Morgan Guaranty Trust Company de Nueva York en su *World Financial Markets* mensual. Al final de 1987 el valor bruto del mercado de euromonedas superó los cuatro billones de dólares, cerca del doble que en 1982. Si se suman las cantidades en moneda doméstica de los no residentes, el valor total del mercado bancario internacional supera los cinco billones de dólares. Sin

embargo, cerca del 81% de los depósitos y el 72% de los títulos son interbancarios, por lo que el valor neto del mercado, desde la perspectiva de los participantes no bancarios, es considerablemente menor.

La moneda de denominación más importante es el dólar, pues representa cerca del 60% del mercado bancario internacional. Otras monedas importantes son el marco alemán, el franco suizo, el yen japonés, la libra esterlina y el ECU.

El mercado bancario internacional, principalmente las euromonedas, se ha distribuido por centros bancarios individuales hacia finales de 1987. El centro más importante fue el Reino Unido (Londres), seguido de Japón. El mercado japonés fue el segmento del mercado bancario internacional del crecimiento más rápido, especialmente después del establecimiento, en 1986, del mercado extranjero japonés. El concepto de este mercado es similar al de los IBF (ABI) de Estados Unidos, en el sentido de que los bancos japoneses tienen un conjunto de cuentas segregadas que están exentas de ciertas regulaciones domésticas para poder atraer negocios en euromonedas. Los principales prestatarios y depositarios de este mercado son los propios bancos japoneses y sus sucursales en el extranjero. El euroyen es la moneda de denominación. El tercer mercado más importante es el de Estados Unidos, principalmente gracias a los IBF (ABI).

## 2.3. LOS EUROMERCADOS DE DINERO HOY

Los depósitos en eurodólares pueden realizarse para un plazo específico, o son certificados de depósitos negociables (CD) . En un tiempo las tasas de interés que se pagaban para los depósitos a plazo se fijaban para la fecha de vencimiento del depósito. Sin embargo, más recientemente los depósitos a plazo se aceptan como "créditos renovables" en los cuales el interés se paga a un tipo flotante que se ajusta cada tres o seis meses para adaptarlo a los cambios en las tasas del mercado de dinero.

En los depósitos a plazo ordinarios, si el depositante desea retirar sus fondos antes de la fecha de vencimiento, debe pedir permiso al banco. No obstante, este permiso se solicita pocas veces, debido a lo ingrato que resulta para el depositario tener que admitir una mala planificación de su liquidez. La mayoría de los depositantes corporativos preferirían solicitar prestados eurodólares si se ven cortos de fondos.

Un certificado de depósitos negociable, o CD, es un instrumento emitido por un banco como recibo por el depósito de una cantidad de dinero específica durante un plazo específico a un tipo de interés fijo o flotante. Como quiera que el CD es negociable, se puede negociar en el mercado de dinero. En consecuencia, el depositario original no necesita esperar hasta la fecha de vencimiento para recuperar los fondos representados por la cantidad inicial del depósito; el depositario simplemente vende el CD en el mercado de dinero.

Los CD en eurodólares, también denominados "CD en dólares londinenses", fueron ofrecidos por primera vez en 1966 por la sucursal londinense del Citibank. Actualmente, son más de 100 los bancos que emiten CD negociables. Hay un mercado secundario activo mantenido por unas 20 firmas de agentes/corredores, pertenecientes a la International CD Market Association, establecida en Londres en 1968 para estandarizar las prácticas comerciales.

Existen dos tipos de CD. La versión del CD "de explotación" es la más normal. El banco emisor "explota" el mercado ofreciendo a la venta CD con un rendimiento o vencimiento determinado. Los CD de explotación están disponibles para vencimientos inferiores a un año en múltiplos de 1,000 dólares, con una compra normal mínima de 25,000 dólares. Sin embargo, estas emisiones tan pequeñas no dan tasas de interés tan altas como las disponibles para compras más grandes. Los vencimientos normalmente son por plazos exactos de 1 a 12 meses, siendo los más populares los de 3 y 6 meses. Son también posibles vencimientos de 48 horas y de 7 días, e incluso de hasta cinco años, el máximo permitido por las autoridades monetarias británicas. Para vencimientos superiores a un año, los CD de explotación generalmente se emiten en cantidades totales superiores a 250,000 dólares.

El segundo tipo de CD es el "tramo". El CD tramo no es un solo certificado sino una serie de tramos idénticos, cada uno con una denominación más baja, como 10,000 dólares o 25,000 dólares, pero con rendimientos, fechas de pago de interés y vencimiento idénticos. Las emisiones de tramos se ofrecen generalmente en cantidades de 15 millones a 25 millones de dólares en una

oferta pública con la intención de obtener una amplia distribución en el mundo financiero. Como las partes individuales del tramo se pueden liquidar, el CD tramo se parece más a los bonos a plazo medio emitidos por un banco comercial que a un instrumento del mercado de dinero puro.

Con la aparición en 1980 del DEG basado en cinco monedas, siete bancos londinenses empezaron a emitir CD con denominación en DEG. El factor principal era la facilidad de calcular una tasa de interés de un mercado sobre el DEG, que era, a su vez, el promedio ponderado de los tipos interbancarios existentes en dólares, marcos alemanes, yen, francos franceses y libras esterlinas. Los CD DEG se venden a inversionistas institucionales en denominaciones mínimas de un millón de DEG, y el Credit Suisse-First Boston mantiene un mercado secundario.

## 2.4. PRESTAMOS BANCARIOS EN EURODOLARES

Los préstamos bancarios en eurodólares también se conocen como "créditos en eurodólares" o, simplemente, "eurocréditos". Este último título es más amplio, porque incluye préstamos que no son en dólares del mercado de euromonedas. Los eurocréditos son préstamos bancarios a las empresas de negocios, gobiernos soberanos y a otros bancos, denominados en euromonedas y concedidos por bancos en países distintos a aquel en cuya moneda se denomina el préstamo.

El tipo básico para préstamos en eurodólares ha estado ligado desde hace mucho tiempo al London Interbank Offered Rate (LIBOR), (Tipo Interbancario de Oferta de Londres) que es la tasa de depósito aplicable a los préstamos interbancarios dentro de Londres.

Sin embargo, a comienzos de los años ochenta el uso de esta base LIBOR se complementó con el uso del tipo base del mercado de moneda estadounidense. En consecuencia, los dos tipos sirven como base para diferentes créditos. Los prestatarios pagan una prima sobre el tipo base determinada por su valor crediticio y los términos del crédito.

Los eurodólares se prestan con vencimientos a corto y medio plazo, considerándose normales las transacciones a seis meses o menos. La mayoría de los préstamos en eurodólares se hacen a plazo fijo, sin ninguna provisión para pagos anticipados. Los eurobancos pueden hacer tres cosas con sus depósitos. Primero, pueden hacer redepósitos en otro eurobanco. Este proceso, que puede repetirse varias veces, crea una cadena de depósitos interbancarios que da la apariencia de haber más eurodólares de los que se pueden prestar. No se ha producido una extensión fundamental del crédito bancario a usuarios comerciales finales.

La segunda posibilidad es hacer un préstamo a un usuario no bancario, quien puede utilizar los dólares para pagar obligaciones o puede cambiarlos por moneda local. El costo de este préstamo, incluido el costo de cobertura a plazo, puede ser inferior al costo de un préstamo directo en moneda local. Los

mercados imperfectos crean estas oportunidades de arbitraje aparentes. Solamente las empresas grandes tienen acceso a los préstamos en eurodólares, pero las tasas de interés de los mercados domésticos se determinan con referencia a todos los prestatarios, incluyendo aquellos que no tienen acceso al mercado de eurodólares. Las tasas de interés locales también están influidas por las políticas monetarias domésticas y, además, los impuestos pueden diferir en las dos jurisdicciones. Finalmente, a los bancos locales se les puede exigir que mantengan reservas o que paguen un seguro de depósito, unos costos que no existen en el mercado de los eurodólares.

El tercer uso posible de los depósitos bancarios en eurodólares es para que el banco receptor, si no es una sucursal estadounidense, redeposite los eurodólares en una sucursal bancaria de Estados Unidos. Las sucursales estadounidenses también reciben depósitos en eurodólares directamente de fuentes no bancarias. En cualquiera de estas circunstancias, la sucursal estadounidense puede volver a prestar los dólares a su banco matriz estadounidense para que haga préstamos a clientes estadounidenses de la oficina original, especialmente durante períodos de escasez monetaria en Estados Unidos.

Los créditos de reserva en eurodólares son de dos tipos: una "línea de crédito en eurodólares" y una "obligación renovable en eurodólares". Con una línea de crédito en eurodólares, un banco promete prestar eurodólares hasta el límite del crédito, con una tasa de interés determinado por las condiciones existentes en el mercado en el momento de hacer el préstamo. Como quiera que

el banco puede cancelar la línea de crédito en cualquier momento, el arreglo consiste esencialmente en preparar el préstamo por adelantado.

Con la obligación renovable en eurodólares, un banco acepta hacer el préstamo por un período de quizá, 3 a 5 años aceptando una serie de documentos secuenciales con vencimientos cortos. Por ejemplo, el prestatario puede renovar una serie de documentos a 180 días en cada vencimiento a la tasa de interés vigente en el momento. Los bancos cobran una comisión de aproximadamente el 0.5% anual sobre la porción no utilizada de esa obligación renovable irrevocable.

## **2.5. EL MERCADO INTERNACIONAL DE BONOS**

El mercado internacional de bonos ofrece una gran cantidad de instrumentos innovadores creados por banqueros de inversión imaginativos, que no están limitados por los controles y regulaciones usuales que rigen los mercados de capital domésticos. De hecho, el mercado internacional de bonos compite con el mercado bancario internacional desde el punto de vista de la cantidad y costo de los fondos proporcionados a los prestatarios internacionales.

### 2.5.1. Tipos de instrumentos

Todos los bonos y documentos internacionales se venden inicialmente a un inversionista fuera del país del prestatario. Los tipos de instrumentos más importantes son los Eurobonos, los bonos extranjeros, las obligaciones con interés variable (FRN) y los documentos eurocomerciales.

Un eurobono está suscrito por un consorcio internacional de bancos y otras empresas de valores, y se venden exclusivamente en otros países diferentes de aquel en cuya moneda se hace la emisión. Por ejemplo, un bono emitido por una empresa estadounidense, denominado en dólares, pero vendido a inversionistas en Europa y Japón (no a inversionistas en Estados Unidos), sería un eurobono.

Un bono extranjero lo suscribe un consorcio formado por miembros de un sólo país, vendido principalmente dentro de ese país y denominado en la moneda de ese país. Sin embargo, el emisor es de otro país. Un bono denominado en dólares emitido por una empresa sueca y vendido en Estados Unidos a inversionistas estadounidenses por bancos de inversión estadounidenses sería un bono extranjero. Los bonos extranjeros tienen apodos: los bonos extranjeros vendidos en Estados Unidos son "bonos yanquis"; los bonos extranjeros vendidos en Japón son "bonos samurai", y los bonos vendidos en el Reino Unido son "bulldogs".

Las obligaciones con interés variable (FRN) son emitidos por naciones soberanas, empresas estatales, y otros prestatarios de alta calidad para reunir fondos directamente de los inversionistas. Están suscritos por bancos de inversión como alternativa a los préstamos bancarios sindicados a medio y largo plazo en el mercado de euromonedas. Los FRN se venden con márgenes de tasas de interés más bajos con respecto al LIBOR, tienen vencimientos ligeramente más largos que los préstamos bancarios sindicados, y le dan a los inversionistas un rendimiento más alto. Por tanto, la competencia de los FRN hizo que los consorcios de bancos comerciales perdieran algunos de sus prestatarios y depositarios de mayor calidad. No obstante, los propios bancos han emitido algunas veces FRN para conseguir capital adicional.

En años recientes, los documentos eurocomerciales se han convertido en una fuente importante de fondos. Algunos de los instrumentos están suscritos por instituciones financieras, pero la mayoría se vende directamente a inversionistas o indirectamente a través de agentes. Por tanto, el mercado es similar a los mercados de documentos o de papel comercial de Estados Unidos. La mayor proporción de emisiones de euronotas de 1987 fue en documentos eurocomerciales.

### **2.5.2. Mercados de eurobonos**

Los eurobonos son emitidos por empresas multinacionales, empresas domésticas grandes, gobiernos soberanos, empresas gubernamentales e instituciones internacionales. Se ofrecen simultáneamente en varios mercados

de capitales nacionales diferentes, pero no en el mercado de capitales del país, ni a los residentes del país en cuya moneda se denominan los bonos. Casi todos los eurobonos son al portador con provisiones a petición y fondos de amortización.

El consorcio que ofrece una nueva emisión de eurobonos puede estar compuesto de suscriptores de varios países, incluyendo bancos europeos, sucursales de bancos estadounidenses en el extranjero, bancos de centros financieros extranjeros, bancos de inversiones y mercantiles y empresas no bancarias de valores. En Estados Unidos, los bancos comerciales no pueden suscribir valores corporativos, pero las subsidiarias extranjeras sí pueden hacerlo. Esta distinción no existe en la mayor parte del mundo, donde los bancos comerciales también actúan como importantes suscriptores y distribuidores de nuevas emisiones de valores.

Aunque el mercado de los eurobonos se desarrolló casi al mismo tiempo que el mercado de los eurodólares, los dos mercados existen por razones diferentes y cada uno podría existir independientemente del otro. El mercado de los eurobonos debe su existencia a varios factores específicos, algunos de los cuales han cambiado recientemente. Tres de estos factores originales que todavía son de importancia son la ausencia de interferencia regulatoria, prácticas de divulgación menos estrictas, y un tratamiento tributario favorable.

## Ausencia de interferencia regulatoria

Los gobiernos nacionales a veces imponen controles estrictos a los emisores extranjeros de valores denominados en moneda local y vendidos dentro de sus fronteras nacionales. Sin embargo, los gobiernos suelen tener limitaciones menos estrictas para los bonos denominados en monedas extranjeras y vendidos dentro de sus mercados a tenedores de esas monedas extranjeras. De hecho, las ventas de eurobonos quedan fuera de los dominios reguladores de cualquier nación individual.

## Divulgación menos estricta

Los requisitos de divulgación del mercado de eurobonos son menos estrictos que los establecidos por el Securities and Exchange Commission para las ventas dentro de Estados Unidos. Las empresas estadounidenses generalmente encuentran que los costos de registro de una oferta de eurobonos son inferiores a las de una emisión local y que se necesita menos tiempo para lanzar una nueva emisión al mercado. Las empresas no estadounidenses generalmente prefieren los bonos en eurodólares a los vendidos dentro de Estados Unidos, porque no desean incurrir en los costos y divulgación, necesarios para registrarlos en la Securities and Exchange Commission. Por ejemplo, los altos ejecutivos extranjeros se resisten a la idea de que sus salarios sean del dominio público, o que se informe de la negociación con acciones de su propia empresa. La preparación de estados financieros extranjeros de acuerdo con los principios contables estadounidenses es costoso y requiere una divulgación más detallada

de las operaciones, como la división por segmentos de la industria, de lo que generalmente se requiere en otros países.

### **Situación tributaria favorable**

Los eurobonos ofrecen anonimato y flexibilidad tributarios. El interés pagado sobre eurobonos generalmente no está sujeto a una retención tributaria sobre la renta. Como es de esperar, no siempre se informa a las autoridades tributarias de los intereses sobre eurobonos.

Antes de junio de 1984, a las empresas estadounidenses que emitían eurobonos se les requería que retuvieran hasta el 30% de cada pago de intereses a los extranjeros para impuestos. La tasa dependía del país de residencia del extranjero y de los tratados tributarios bilaterales entre ese país y Estados Unidos. Las corporaciones estadounidenses que deseaban emitir eurobonos tenían que hacerlo a través de filiales financieras en el extranjero, generalmente en las Antillas Holandesas, para evitar estos impuestos. En 1984, se revisaron las leyes tributarias de Estados Unidos para eximir de retenciones impositivas a los propietarios extranjeros de bonos emitidos por las empresas estadounidenses. Para las empresas estadounidenses fue posible por primera vez vender eurobonos directamente a los extranjeros. La eliminación de la retención de impuestos en Estados Unidos hizo que otros gobiernos, incluidos los de Francia, Alemania Occidental y Japón, liberalizarán sus leyes tributarias como medida defensiva para evitar la salida de capital de sus mercados.

Los eurobonos generalmente se emiten al portador, lo cual significa que el nombre y país de residencia del propietario no constan en el certificado. Para cobrar los intereses, el portador corta un cupón de intereses del bono y lo ingresa en un banco. Los inversionistas europeos están acostumbrados a la intimidad que proporcionan los bonos al portador y se resisten a comprar bonos registrados, que exigen a los propietarios revelar sus nombres para cobrar los intereses. Los bonos al portador también están ligados, lógicamente, a la evasión de impuestos.

### 2.5.3. Cotización de los eurobonos y otras emisiones internacionales

Los compradores de eurobonos generalmente no dependen de servicios de cotización de bonos ni de análisis detallados de estados financieros. La reputación general de la empresa emisora y sus suscriptores ha sido el factor más importante para la obtención de términos favorables. Por esta razón, las empresas multinacionales grandes y conocidas, las empresas estatales y los gobiernos soberanos pueden obtener los tipos de interés más bajos. Las empresas cuyos nombres son más conocidos para el público en general, posiblemente porque fabrican bienes de consumo, se suele considerar que tienen ventaja sobre empresas igualmente calificadas cuyos productos son menos conocidos.

Moody's y Standard & Poor's (S&P's) proporcionan cotizaciones para bonos internacionales seleccionados cobrando por el servicio.<sup>3</sup> Las cotizaciones de S&P's para bonos internacionales implican el mismo valor crediticio que para los bonos locales de emisores estadounidenses. S&P's limita su cotización a la capacidad del emisor para obtener la liquidez necesaria para cancelar la emisión de acuerdo con los términos originales del bono, y excluye toda evaluación de riesgo para el inversionista producida por los tipos de cambio fluctuantes.

S&P's cotiza los bonos internacionales a solicitud del emisor. Basándose en los estados financieros y otro material obtenido del emisor, se hace una cotización preliminar. Se informa entonces al emisor y se le da la oportunidad de comentar. Una vez que S&P's determina su cotización final, el emisor puede decidir si quiere que su cotización se publique o no. Como consecuencia, una cantidad desproporcionada de cotizaciones internacionales publicadas entran en las categorías más altas, ya que los emisores que van a recibir una cotización más baja con frecuencia deciden no publicar la cotización.

La revisión por S&P's del riesgo político incluye el estudio del sistema de gobierno, el ambiente social y las relaciones exteriores del país. La revisión del riesgo económico se centra en el peso de la deuda, la liquidez internacional, la flexibilidad en la balanza de pagos, la estructura económica, el crecimiento, la administración económica y la perspectiva económica. S&P's también evalúa los bonos de entidades respaldadas por gobiernos soberanos, analizando primero su valor crediticio de una forma independiente, y después evaluando hasta qué

<sup>3</sup> Courtadon Carol, *The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry*, pp. 74-99.

punto el respaldo del gobierno aumenta o disminuye la fortaleza financiera del prestatario.

#### **2.5.4. Innovaciones en el mercado de los eurobonos**

El mercado de los eurobonos es el mercado de capital más competitivo del mundo. Cada año aparecen nuevas innovaciones en los tipos de valores creados para atraer a los emisores e inversionistas con necesidades específicas. Algunas innovaciones son los bonos mixtos, los intercambios (swaps) de moneda y tasa de interés, los bonos parcialmente pagados, los bonos de moneda doble y los bonos de cóctel de monedas.

#### **Bonos mixtos**

En 1985, el tesoro estadounidense consideró seriamente la emisión de bonos del gobierno de Estados Unidos al portador para venderlos a los extranjeros. Sin embargo, críticos del congreso argumentaron que esos bonos podrán ser comprados por (o para) ciudadanos estadounidenses para evadir impuestos. Finalmente, el Tesoro decidió no emitir bonos al portador. No obstante, nuevas regulaciones del Tesoro permiten a las empresas estadounidenses vender bonos al portador a residentes extranjeros. Además, las empresas de valores pueden comprar valores del tesoro de Estados Unidos, endosarlos a un fideicomiso, y revender los derechos sobre el título a extranjeros al portador. Estos se denominan bonos "mixtos".

Una forma de bonos mixtos del Tesoro vendidos por un consorcio

encabezado por Salomon Brothers Inc. se conoce por el anónimo "CATS", de "Certificates of Accrual on Treasury Securities" (Certificados de Intereses sobre los Valores del Tesoro). Los CATS se ofrecieron por primera vez en agosto de 1984 como bonos al portador con un gran descuento para inversionistas extranjeros y en forma registrada a los inversionistas estadounidenses. Las dos formas son intercambiables, de forma que los bonos al portador revendidos por extranjeros a residentes estadounidenses se cambiarían por certificados registrados, y viceversa. Los bonos con grandes descuentos se venden a una fracción de su valor al vencimiento, y el beneficio del inversionista se deriva completamente de la recuperación del valor, más alto, de la fecha de vencimiento. Estos bonos son especialmente populares en los círculos de inversionistas de otros países, que consideran todo aumento de valor como una ganancia de capital sujeta a un tratamiento tributario preferente o a veces sin impuesto.

En una oferta de CATS, los cupones de interés se cortan de la parte o "cuerpo" de vencimiento de los bonos del tesoro. Los certificados se venden entonces contra cada conjunto de cupones para cada fecha de interés, además de contra el cuerpo. Así, cada CATS es un bono con un cupón cero que no paga interés y se venden con un descuento alto con respecto al valor de vencimiento. En su primera emisión de CATS, Salomon Brothers ofreció 5300 millones de dólares en cupones CATS pagaderos semestralmente desde el 15 de febrero de 1985 al 15 de agosto de 2009; y un cuerpo CATS consistente en una obligación de 1700 millones de dólares de principal a petición al 15 de agosto del 2009 y con vencimiento al 15 de agosto del 2014. El cuerpo de la emisión de Salomon

Brothers se ofreció a 595 dólares bono de 1,000 dólares, para un rendimiento efectivo del 115.8%.<sup>4</sup>

### **Intercambios (swaps) de moneda y de tasas de interés**

Un intercambio (swap) en el mercado de los eurobonos es el intercambio de obligaciones financieras entre dos partes, cada una de las cuales ha incurrido en una obligación financiera en una moneda o en un tipo de pago de interés que no era realmente lo que quería pero que tal vez era lo más barato. Un acuerdo de intercambio (swap) en eurobonos puede ser de moneda, de tasas de interés o ambas cosas.

Los intercambios (swaps) de moneda permiten a los prestatarios intercambiar las obligaciones del servicio de la deuda en bonos denominados en una moneda por el servicio para una deuda similar denominada en otra moneda. Al intercambiar sus obligaciones futuras de flujo de efectivo, las dos partes tienen la posibilidad de alterar su exposición en la moneda.

Los intercambios (swaps) de tasas de interés implican intercambiar flujos de efectivo de una obligación de tasa flotante por los flujos de efectivo de una obligación de tasa fija. Los intercambios (swaps) de tasas de interés se buscan cuando una empresa tiene ingresos que varían con el nivel de las tasas de interés pero los costos de la deuda son fijos. La contraparte de la negociación puede ser otra empresa cuyos ingresos no cambian con las tasas de interés, pero que puede obtener préstamos ventajosos con una tasa flotante. Cada

<sup>4</sup> Wall Street Journal, Agosto 10 1984, pp. 4 Bussines Section.

empresa puede financiarse como mejor le convenga y después intercambiar sus obligaciones financieras por un conjunto alternativo de obligaciones financieras mejor adaptadas a la marcha de ingresos esperada.<sup>5</sup>

Durante 1987, el volumen de intercambios (swaps) de tasas de interés y moneda identificados y relacionados directamente con emisiones primarias se estimó en 38 mil millones de dólares. Casi la mitad de las nuevas emisiones en yenes, ECU y dólares australianos fueron intercambios (swaps).<sup>6</sup>

Una explicación más detallada sobre lo que son los intercámbios (swaps) de moneda y de tasa de interés, el desarrollo de este mercado, las variantes existentes, los participantes en este mercado, así como otros aspectos relacionados con los swaps serán tema del siguiente capítulo.

---

<sup>5</sup> Tanya Arnold, How to Do Interest Rate Swaps, pp. 96-101

<sup>6</sup> Richardson David et al. Bank for International Settlements, pág. 128.

## CAPITULO 3

### SWAPS

#### 3.1. ANTECEDENTES Y DESARROLLO

El mercado de los swaps ha crecido de manera acelerada en los últimos años. En 1981 era virtualmente inexistente el mercado de swaps de tasas de interés a nivel mundial, sin embargo éste creció hasta aproximadamente \$ 170 billones de capital teórico pendiente de pagos para fines de 1985 y tuvo un crecimiento de entre \$ 350 y 400 billones para finales de 1986. De este modo, los swaps de tasas de interés se han convertido en una parte importante del mercado de capital a nivel mundial.

Este crecimiento rápido ha sido debido a varios factores. Una de las mayores causas del dramático crecimiento de este mercado, ha sido el aumento de la demanda de protección contra el riesgo de las tasas de interés. El aumento de la volatilidad en las tasas de interés ha causado que los clientes de los bancos, intenten técnicas nuevas para ajustar la exposición de sus activos y sus pasivos a los riesgos de las tasas de interés. El aumento de la competencia también ha estimulado esta innovación. La falta de reglamentación a nivel mundial de la

industria bancaria, ha aumentado la competencia que los bancos enfrentan en todas partes, tanto en el territorio nacional, como más allá de sus fronteras. La competencia ha sido además estimulada por los avances tecnológicos en las telecomunicaciones y los sistemas de cómputo que han aumentado la movilidad financiera internacional. Como resultado de ésto, los bancos han tratado de encontrar nuevos caminos para general ingresos, mientras que los prestatarios han buscado costos inferiores para sus préstamos y protección contra el riesgo de la tasa de interés.

Un intercambio (swap) en el mercado de los eurobonos, como ya fue explicado en el capítulo 2, es el intercambio de obligaciones financieras entre dos partes, cada una de las cuales ha incurrido en una obligación financiera en una moneda o en un tipo de pago de interés que no era realmente lo que quería pero que tal vez era lo más barato. Un acuerdo de intercambio (swap) en eurobonos puede ser de moneda, de tasas de interés o ambas cosas.

Los intercambios (swaps) de moneda permiten a los prestatarios intercambiar las obligaciones del servicio de la deuda en bonos denominados en una moneda por el servicio para una deuda similar denominada en otra moneda. Al intercambiar sus obligaciones futuras de flujo de efectivo, las dos partes tienen la posibilidad de alterar su exposición en la moneda.

Los intercambios (swaps) de moneda existen desde hace muchos años. El motivo más usual para un intercambio de moneda en el mercado de los eurobonos es el sustituir las salidas de efectivo programadas en una moneda "indeseada" por las salidas de efectivo en una moneda "deseada". El préstamo en la moneda "indeseada" probablemente se consiguió en mejores condiciones, pero

la moneda "deseada" es probablemente aquella en la cual se generarán las ganancias de las operaciones futuras de la empresa. Los términos de financiación preferenciales en una moneda determinada se deben a las imperfecciones del mercado causadas por factores como el mejor acceso de una empresa a préstamos en la moneda de su país, la novedad de una emisión de deuda determinada, las regulaciones gubernamentales y una preferencia del inversionista por la compra de bonos de empresas domésticas.<sup>1</sup>

Los intercambios (swaps) de tasas de interés implican intercambiar flujos de efectivo de una obligación de tasa flotante por los flujos de efectivo de una obligación de tasa fija. Los intercambios (swaps) de tasas de interés se buscan cuando una empresa tiene ingresos que varían con el nivel de las tasas de interés pero los costos de la deuda son fijos. La contraparte de la negociación puede ser otra empresa cuyos ingresos no cambian con las tasas de interés, pero que puede obtener préstamos ventajosos con una tasa flotante. Cada empresa puede financiarse como mejor le convenga y después intercambiar sus obligaciones financieras por un conjunto alternativo de obligaciones financieras mejor adaptadas a la marcha de ingresos esperada.<sup>2</sup>

Durante 1991, el volumen de intercambios (swaps) de tasas de interés y moneda identificados y relacionados directamente con emisiones primarias se estimó en 38 mil millones de dólares. Casi la mitad de las nuevas emisiones en yenes, ECU y dólares australianos fueron intercambios (swaps).<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Mann Catherine, U.S. International Transactions in 1984, pp. 280.

<sup>2</sup> Tanya Arnold, How to Do Interest Rate Swaps, pp. 96-101

<sup>3</sup> Richardson David et al., Bank for International Settlements, pp. 128.

### 3.2. PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE SWAPS

Existen dos clases de participantes en el mercado de swaps: los usuarios finales y los intermediarios. Los usuarios finales, son aquellos quienes solicitan intercambiar su flujo de pagos de intereses por un tipo diferente de flujo de pagos. Los intermediarios ayudan a negociar y elaborar los convenios de los swaps, cobran y desembolsan los pagos que son parte de los usuarios finales.

En el mercado de swaps participan una variedad de usuarios finales. Las agencias internacionales de préstamos se encuentran entre los primeros que se comprometieron en los swaps. Los gobiernos soberanos y sus agencias, también fueron de los primeros participantes. Más recientemente, las corporaciones no financieras y muchas instituciones financieras han comenzado también participar en el mercado de swaps.

El rol de los bancos grandes y las casas de bolsa, como intermediarios, ha aumentado en los últimos años. Cuando comenzó a operar el mercado de swaps, a principios de la década de los 80, los intermediarios prestaban sus servicios únicamente como corredores. Para negociar los convenios de swaps entre los usuarios finales, los intermediarios tenían la desventaja obvia, de tener que encontrar usuarios finales con necesidades iguales, pero opuestas. Reconociendo la limitación de la negociación de los swaps, la cual requería una doble coincidencia de deseos, los intermediarios comenzaron a jugar un rol más importante.

Los intermediarios ahora mantienen en custodia, swaps estandarizados y algunos de ellos, hasta cotizan precios a los cuales, ellos comprarán o venderán los swaps de los usuarios finales calificados. En lugar de nada más negociar los convenios de los swaps entre los usuarios finales, los intermediarios mismos, intervienen ahora en los swaps con los usuarios finales, aún antes de encontrar los intercambios de compensación con otros usuarios finales. Lo que podía parecer como un swap único, entre dos usuarios finales, son actualmente dos swaps, en los cuales el intermediario mismo tiene un obligación contractual, con cada uno de los usuarios finales. Los intermediarios, de este modo, han llegado a jugar el rol de operadores, aumentando la liquidez del mercado de swaps y haciendo este mercado más conveniente para que los usuarios finales hagan negociaciones de los swaps.

Los intermediarios ganan comisiones por hacer las negociaciones y dar servicios a los swaps. Dichas comisiones dependen de la complejidad del convenio del swap y, por lo tanto, de la cantidad de servicios que proporciona el intermediario. Las comisiones sobre un swap en tasa de interés estándar normalmente fluctúan entre 0.07 y 0.12 puntos porcentuales anuales (considerando obviamente tasas en vigor en Estados Unidos), pero pueden ser más altas cuando se trata de swaps más complejos, especialmente aquellos que son diseñados específicamente para cubrir las necesidades del cliente. Como frecuentemente los intercambios son negociados en conjunto con el préstamo inicial de fondos, el intermediario puede dejar de cobrar la comisión sobre el swap, con el objeto de conseguir otros negocios con el cliente. Por ejemplo, un banco puede cargar una comisión inferior sobre un swap, a cambio de la posición de suscriptor principal en la emisión de Eurobonos que acompaña a dicho swap.

### 3.3. VARIABLES EN SWAPS

#### 3.3.1. Bonos Parcialmente Pagados

Se han emitido bonos parcialmente pagados en dólares y se han vendido a inversionistas extranjeros que deseaban en ese momento activos en la denominación estadounidense pero que creen que tanto las tasas de interés del dólar como el valor del dólar en moneda extranjera bajarán dentro de unos meses. Por ejemplo, los bonos se compran en enero con un pago inicial al emisor del 30% del precio de compra. El 70% restante vence a seis meses, es decir, en julio. Si el pronóstico del comprador es correcto, el pago de julio costará menos en moneda local en julio de lo que costaría en enero, en tanto que la tasa de interés más alta de enero se mantiene fija. Si en julio las tasas de interés han bajado, el valor del bono aumentará por encima del par. Al haber pagado solamente el 30%, el comprador fuerza el rendimiento al alza sobre el pago inicial. En otras palabras, si el bono aumentó de precio de 1,000 dólares a 1,050 dólares, un aumento del 5%, la liquidez del inversionista aumenta de 300 a 350 dólares, un aumento del 16.7%. Esto podría equilibrarse parcialmente con el valor inferior del bono en relación con otras monedas diferentes al dólar.

Empresas como Coca-Cola, Sears Roebuck, Security Pacific National Bank y Volvo han emitido bonos parcialmente pagados. Los bonos han sido especialmente atractivos para los inversionistas japoneses.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Business Week, Enero 31, 1992, pp. 83.

### 3.3.2. Bonos en Moneda Doble

Los bonos en moneda doble requieren que el emisor pague el interés en una moneda, y el principal, en otra. El emisor obtiene algunas de las ventajas del intercambio (swaps) de tasas de interés. En una oferta, una subsidiaria de Colgate-Palmolive vendió bonos a 10 años con denominación en francos suizos pagando el 7% de interés en francos suizos. No obstante, la cantidad nominal, 5,000 francos suizos, se redime solamente por 2,600 dólares. Se han emitido otros bonos en moneda doble, por ejemplo, pagando interés en yenes pero redimibles en dólares.<sup>5</sup>

El bono en moneda doble evita al emisor parte del costo de intercambiar sus deudas a otra moneda. Después de cambiar los francos suizos recibidos por la venta de los bonos en dólares, la subsidiaria de Colgate-Palmolive necesita solamente intercambiar su deuda de interés a dólares para tener una deuda completa en dólares. Al utilizar los bonos en moneda doble, Colgate-Palmolive calculó que había ahorrado 17 puntos base (0.17%) en cargos por intereses. La emisión se vendió en un momento en que el valor del dólar bajaba de valor en relación con el franco suizo, haciendo así que los inversionistas quisieran adquirir un bono en moneda doble. Los inversionistas de estas emisiones se consideran como pequeños inversionistas residentes en Suiza a quienes les gusta el rendimiento del franco suizo, más alto que el rendimiento disponible en las emisiones domésticas suizas. Aceptan el riesgo de un cambio en el valor del dólar en francos suizos en el momento de redimir los bonos.

---

<sup>5</sup> Wall Street Journal, Agosto 12, 1991, pp. 23 Business Section.

### 3.3.3. Bonos de Cóctel de Monedas

Los bonos de cóctel de monedas se denominan en una de las diversas bolsas de moneda, como DEG o ECU. Los bonos de cóctel de monedas se han emitido de vez en cuando desde mediados de la década de 1970. Atraen a los inversionistas porque los pagos del interés y del principal deben ser más estables que el valor de cualquiera de las monedas componentes, debido a la diversificación de las mismas. Estos bonos son especialmente útiles para organizaciones cuyas recepciones en efectivo correspondientes a las ventas están en varias monedas. Conceptualmente, algunas de esas monedas suben de valor, mientras que otras bajan. El resultado neto podría ser paralelo al valor del bono de un cóctel de monedas.

### 3.3.4. Swaps de Tasas de Interés

El rápido crecimiento de las operaciones no incluidas en el estado de posición financiera de las instituciones bancarias internacionales, en los últimos años ha originado una cantidad de preocupaciones. El manejo de Swaps origina obligaciones para los bancos, las cuales no se reflejan en su estado de posición financiera, ya sea como activos o pasivos.

Como un resultado, es frecuentemente difícil para los inversionistas, legisladores y aún para los gerentes de los bancos, determinar la exposición a los riesgos de bancos que se comprometen en dichas operaciones. Una de estas operaciones, la cual está creciendo con mayor rapidez es el swap de las tasas de interés.

Aunque los swaps de tasas de interés aumentan la eficiencia del mercado financiero en muchos aspectos, también originan nuevos riesgos para los bancos. A los legisladores bancarios les preocupa que el rol que juegan los bancos en el mercado de swaps, los pueda conducir a exponerse a demasiados riesgos y que los bancos no sean compensados adecuadamente por dichos riesgos. Los requerimientos reglamentarios actuales de capital para los bancos, se aplican únicamente, para los riesgos originados por los activos del banco y como los swaps no están considerados como un activo y tampoco afectan el estado de posición financiera, ellos pueden conducir a los bancos a estar cada vez más expuestos a los riesgos, sin requerir que el banco tenga en custodia cantidades adicionales de capital. Por lo tanto, puede existir el potencial de correr riesgos excesivos y subvaluaciones de este instrumento de alta palanca. Los legisladores bancarios se han propuesto recientemente, revisar las instrucciones con respecto al capital, con el propósito de ayudar a los bancos a controlar estos riesgos.

Primeramente se explica como operan los swaps de tasas de interés y se documenta el crecimiento acelerado del mercado de estos instrumentos. Posteriormente, se explora los riesgos de los swaps y las técnicas para contrarrestar los riesgos, y por último se discute los cambios reglamentarios propuestos y otras mejoras posibles para limitar los riesgos para los bancos involucrados en los swaps de las tasas de interés.

Un swap de tasa de interés es una transacción financiera, en la cual el interés fijo es intercambiado por interés flotante de la misma moneda. Los swaps fueron intercambios de flujos de pagos de intereses sobre obligaciones de deuda, originalmente basados en el pasivo. Sin embargo, a últimas fechas, también se han acordado los swaps basados en los activos; intercambios de flujos de ingresos por intereses sobre los activos. Los swaps están considerados entre los

instrumentos financieros más versátiles de todos. Ellos pueden ser usados para obtener fondos más baratos o para contrarrestar los riesgos de las tasas de interés. Todos los swaps están basados en un principio central: un participante que intercambia una ventaja en un mercado de crédito por una ventaja disponible para otro participante, en un mercado de crédito diferente. Dicha ventaja pueden ser costos reducidos o mayor disponibilidad de fondos. Los swaps le dan la posibilidad a los prestatarios de aprovechar los mercados en donde ellos pueden obtener las mejores condiciones relativas y luego, intercambian las obligaciones para obtener una estructura deseada de tasas de interés.

Algunos swaps de tasas de interés son negociados, con el objeto de reducir los costos de los préstamos a través del arbitraje financiero. Existen oportunidades de arbitraje financiero, cuando los costos de los préstamos para los mismos prestatarios, difieren entre varios mercados de crédito. Por ejemplo, los inversionistas del mercado de valores están muy preocupados acerca de la calidad del crédito, debido a que ellos están prestando por períodos largos a una tasa de interés fija. Debido a que no hay oportunidad de ajustar la tasa de interés del préstamo para reflejar los cambios en la condición financiera del suscriptor de los valores, el rendimiento de los valores con tasas fijas de interés, típicamente incluye una prima de riesgos mayor emitida para las empresas que perciben que tienen un riesgo relativamente alto de fallar en los pagos. La prima de riesgo para dichas empresas, es mucho más pequeña en los mercados bancarios de interés flotante, donde los prestamistas pueden ajustar la tasa de interés del préstamo, de acuerdo con la condición financiera del prestatario. Por lo tanto, mientras una empresa con una baja calificación de crédito tiene una ventaja comparativa, originando una deuda a corto plazo con interés flotante, una empresa con una alta calificación de crédito tiene una ventaja comparativa al originar una deuda a

largo plazo a una tasa de interés fija. Como un resultado de lo anterior, una emisión de valores en conjunto con un swap de tasas de interés, puede bajar el costo del financiamiento con un interés flotante para una empresa sujeto de crédito altamente calificada. La empresa con bajas calificaciones de crédito, que debe pagar una prima relativamente alta por el préstamo en el mercado de valores, puede usar un swap para bajar sus costos, obteniendo un préstamo a corto plazo con una tasa de interés flotante, haciendo un intercambio por los pagos de tasa fija de una empresa sujeto de crédito, altamente calificada.

Los swaps de tasas de interés, también se pueden usar para reducir el riesgo de las tasas de interés. Por ejemplo, las instituciones de ahorros y préstamos han financiado tradicionalmente, préstamos hipotecarios con tasas fijas de interés con depósitos a corto plazo. El peligro de este tipo de desajuste de vencimientos fue demostrado a finales de la década de los años 70 y a principios de los 80, por las fuertes pérdidas soportadas por las instituciones de ahorros y préstamos, habiendo sido estas pérdidas, un resultado del aumento en las tasas de interés. Una institución de ahorros y préstamos, puede ahora intercambiar sus pagos de tasas de interés flotante en los depósitos a corto plazo, por pagos de interés fijo, o podría intercambiar sus ingresos por concepto de tasas de interés fijas sobre préstamos hipotecarios, por ingresos por tasas de intereses flotantes. Haciéndolo de este modo, el banco ajusta mejor el flujo de ingresos sobre sus activos con el flujo de pagos sobre sus pasivos, reduciendo, por medio de esta operación, el riesgo de la pérdida de capital debido a un aumento inesperado en las tasas de interés.

### 3.4. DETERMINACION DE PRECIOS DE SWAPS

Un intermediario puede negociar un swap, el cual permita a los usuarios finales, reducir el costo de sus préstamos o ajustar mejor sus pagos por conceptos de intereses, con sus flujos de ingresos esperados. Los pagos de intereses que se van a intercambiar están basados en una cantidad de capital "teórica" -- teórica, porque el capital no está siendo realmente intercambiado, sino que meramente sirve como la base para calcular la cantidad que paga cada uno de los usuarios finales. Los que se intercambian, son solamente los pagos de los intereses.

Un ejemplo muestra como pueden beneficiarse ambos usuarios finales por el intercambio de tasas de interés. Supongamos que la Empresa XYZ, una empresa no financiera con una baja calificación de crédito, busca financiamiento en dólares con una tasa fija de interés, para la inversión en un proyecto a largo plazo, mientras que Eurobank, un banco que tiene una alta calificación de crédito, busca fondos en dólares a un interés flotante, para financiar su cartera de préstamos a corto plazo. Como Eurobank tiene una calificación de crédito mas alta que XYZ, puede conseguir prestados fondos de cualquier tipo, en tasas de interés más bajas que los préstamos que están disponibles para XYZ. Supongamos que la empresa XYZ puede obtener préstamos de fondos a una tasa flotante del 1 por ciento sobre las tasas de LIBOR (Tasa intercambiaria de Londres), mientras que Eurobank, puede obtener préstamos al 0.5 por ciento sobre las tasas LIBOR. Además supongamos que Eurobank puede obtener préstamos en el mercado de valores al 12 por ciento, mientras que XYZ puede obtener estos préstamos al 14 por ciento con tasas de interés fija. Aunque Eurobank tiene una ventaja en ambos

mercados de crédito, tiene una ventaja mayor en un mercado que en el otro. Comparada con Eurobank, XYZ debe pagar un porcentaje de dos puntos de prima por el financiamiento con tasa de interés fija, pero únicamente un porcentaje de medio punto de prima por el financiamiento a una tasa de interés flotante. Esta diferencia origina una tendencia del préstamo que puede ser explotada a través de un intercambio de tasas de interés.

El Cuadro 3.1 nos muestra el mecanismo de un intercambio de tasas de interés. Eurobank emite Eurobonos a siete años con tasa de interés fija al 12 por ciento, y XYZ obtiene un préstamo bancario a tasa de interés flotante, sobre el cual paga la Tasa LIBOR más el 1 por ciento. Eurobank y XYZ entonces intercambian los pagos de intereses a través del intermediario. XYZ paga la obligación de Eurobank del 12 por ciento más una comisión por intermediación del 0.1 por ciento a un banco grande de los Estados Unidos de América. Eurobank paga la parte de LIBOR del pago de interés flotante de XYZ, dejando que XYZ pague el 1 por ciento restante. De este modo, Eurobank tiene una obligación para pagar la tasa LIBOR, mientras que XYZ tiene la obligación total de la tasa de interés fijo "todo incluido" del 13.1 por ciento (12 por ciento + 0.1 por ciento + 1 por ciento).

Como un resultado del swaps, ambos Eurobank y XYZ están en posibilidad de obtener las estructuras de tasas de interés que ellos desean y de reducir los costos de sus préstamos. Eurobank está financiando su cartera de préstamos con interés flotante, con fondos con interés flotante, mientras XYZ ha cerrado los costos del préstamo para financiar su proyecto de inversión a largo plazo,

intercambiándolo por fondos a tasas fijas de interés. Y, tal y como se muestra en el Cuadro 3.1, ambos lo han hecho a costos reducidos. El intercambio le da la posibilidad a Eurobank de reducir su costo de la deuda a una tasa de interés flotante por 50 puntos base de la tasa LIBOR + 0.5 por ciento a LIBOR: Los costos de la deuda con tasa fija de interés de XYZ han bajado de 14.0 por ciento sin el swap, a 13.1 por ciento con el swap, con un ahorro de 0.90 puntos.

El intermediario gana una comisión de intermediación basada en el diferencial entre la tasa de interés fijo pagada y la tasa de interés fijo recibida. Los precios de los swaps, se cotizan como un diferencial sobre un índice de tasa de interés fijo versus un índice de tasa de interés flotante, tal como la tasa de interés de los bonos de la Tesorería de los Estados Unidos más 0.60 puntos versus la tasa LIBOR a seis meses. El banco le da un precio de licitación al pagador de la tasa de interés flotante y un precio de oferta al pagador de la tasa de interés fija. La licitación es la tasa de interés fija que paga el banco en un swap y la oferta es la tasa de interés fija que recibe. En el Cuadro 3.1, la licitación es del 12 por ciento y la oferta es del 12.1 por ciento. La utilidad del intermediario es la oferta menos la licitación o diez puntos base en este ejemplo. De este modo, el intermediario gana una utilidad negociando un intercambio mientras que ambos usuarios finales obtienen el financiamiento a costos inferiores.

Cuadro 3.1

ANÁLISIS DE PAGOS DE SWAPS		
Costos para XYZ	Comisiones del Intermediario	Costos para Eurobank
Pago de la Deuda: LIBOR + 1.0%  + Pago al Intermediario: 12.1%  - Recibido del Intermediario: LIBOR  = Costo Total: 13.1%	Recibido de XYZ: 12.1%  - Pago a XYZ: LIBOR  + Recibido de Eurobank: LIBOR  - Pago a Eurobank: 12.0%  = Comisiones Totales: 0.1%	Pago de la Deuda:  + Pago al intermediario: LIBOR  - Recibido del Intermediario: 12.0%  = Costo Total: LIBOR
Ahorro de XYZ		Ahorro de Eurobank
Mejor alternativa de Tasa Fija: 14.0%  - Costo con Swap: 13.1%  = Ahorro Total: 0.9%		Mejor Alternativa de Tasa Flotante + 0.5%  - Costo con Swaps: LIBOR  = Ahorro Total: 0.5%

### 3.5. COBERTURA DE RIESGOS

El rol de los bancos como intermediarios en las transacciones de swaps, los ha expuesto a riesgos nuevos y variados. Los riesgos se originan porque, bajo ciertas circunstancias, los swaps pueden causar que los bancos sufran pérdidas de capital. También existe la preocupación de que los bancos puedan estar

subvaluando sus servicios y no estén siendo compensados adecuadamente por los riesgos que están corriendo. Sin embargo, los bancos han desarrollado métodos para limitar los riesgos comprendidos en sus funciones como intermediarios en los swaps.

La intermediación de un swap, requiere que el banco entre en un contrato financiero con cada uno de los usuarios finales. En el ejemplo anterior, el Banco de los Estados Unidos de América que negocia el swap entre la empresa XYZ y Eurobank, tiene una obligación contractual con cada uno de ellos. En lugar de que los dos usuarios finales convengan en intercambiar los pagos de intereses uno con el otro directamente, cada uno de ellos entra en contratos separados con el banco de Estados Unidos que actúa como intermediario. La Empresa XYZ conviene en pagar al Banco de Estados Unidos un flujo de pagos de intereses a tasa fija, en intercambio por el flujo de interés flotante del banco, y Eurobank conviene en pagar al banco de Estados Unidos un flujo de pago de tasas de interés flotante en intercambio por el flujo de tasas fijas de interés del banco de Estados Unidos. Ninguno de los usuarios finales tiene obligación alguna con el otro. Ellos pueden aún, desconocer a la otra identidad. El intermediario, en efecto, se compromete en dos contratos separados los cuales se compensan, excepto por la comisión ganada por sus servicios como intermediario.

El rol del banco como intermediario entre dos usuarios finales en los swaps de tasas de interés, expone al banco a dos tipos de riesgos: el riesgo del precio y el riesgo del crédito.

### 3.5.1. Riesgo del Precio.

El riesgo del precio se origina porque los bancos "guardan en custodia" los intercambios a partir de la negociación de un contrato de swap con el usuario final, sin haber negociado un swap compensatorio con otro usuario final. Hasta que se queda convenido el swap compensatorio, el banco tiene una posición de swap abierto y es vulnerable a un cambio adverso en los precios del swap.

La razón más común para un cambio en los precios del swap es un cambio en las tasas de interés, un cambio que pudiera causar que el banco sufriera una pérdida en su intercambio. Por ejemplo, si el banco tiene un swap abierto, en el cual él, le paga a XYZ una tasa de interés variable en intercambio por una tasa de interés fija, un aumento en las tasas de interés en el mercado, lo conduciría a un aumento en los pagos que el banco hace, sin que ocurran cambios en los pagos que el banco recibe. En este caso, el banco incurre en una pérdida de capital, como ocurriría con los financiamientos de prestamos a largo plazo con tasa de interés fija que tienen depósito de interés flotante. El banco solamente tiene en custodia, una cantidad pequeña de swaps, en relación con la cantidad de swaps vigentes, por lo que solamente una pequeña porción de la cartera total de swaps del banco está sujeta al riesgo del precio.

Los bancos se cubren para limitar el riesgo del precio de los swaps abiertos. El medio predominante de cobertura, es compensar una posición de swap abierto a través de la compra o venta de bonos de la Tesorería. Un banco que es pagador de tasas de interés fijas en un swap de tasas de interés abierto, puede limitar el riesgo de la tasa de interés de esa posición, comprando un bono de la Tesorería, cuyo precio se cambiará por la misma cantidad que tiene el precio del

swap, pero en una dirección opuesta. Con esta cobertura, un cambio inesperado en las tasas de interés, no afectará el valor en el mercado de la cartera general del banco, porque el cambio resultante en el precio de los swaps será compensado por el cambio correspondiente en el precio del bono de la Tesorería, sin embargo este procedimiento requiere que el banco comprometa capital, por lo que los bancos frecuentemente usan los mercados futuros (en los que no se requiere de capital en el momento), en vez del mercado de efectivo, y de esta manera cubren sus posiciones de swaps abiertos con vencimientos lo suficientemente cortos, como para compensar un contrato a futuro.

Aunque la cobertura a través del uso de bonos de la Tesorería está ampliamente difundida, es difícil compensar totalmente el riesgo de una posición de un swap abierto de esta manera. Es difícil diseñar una posición en bonos de la Tesorería, en efectivo y futuro, que compense exactamente el riesgo de la tasa de interés de un swap. En la práctica, los bancos pueden compensar únicamente una porción del riesgo del precio de un swap, a través de la cobertura en el mercado de bonos de la Tesorería. Por esta razón, los bancos normalmente, se rehusan a tener posiciones sustanciales de swaps abiertos en sus libros, por periodos largos.

### 3.5.2. Riesgo del Crédito

El riesgo del crédito es la principal preocupación, tanto de los legisladores, como de los bancos. El riesgo del crédito existe en todos los swaps, en los cuales el banco es el intermediario entre dos usuarios finales. Supongamos que un banco participa en dos swaps compensatorios, perfectamente ajustados con XYZ y Eurobank. Si las tasas de interés cambian, el valor de un swap disminuirá,

mientras que el valor del otro aumentará por una cantidad igual, proporcionando al banco una cobertura contra el riesgo del precio. Pero si uno de los usuarios finales, no cumple con sus pagos, el banco pierde el valor de cobertura del swap compensatorio y puede sufrir una pérdida de capital.

Consideremos nuevamente el ejemplo anterior, en donde el banco paga el interés de tasa fija a Eurobank en intercambio por el interés de tasa flotante, mientras el banco paga la tasa de interés flotante a XYZ en intercambio por la tasa de interés fija. Si las tasas de interés bajan y subsecuentemente XYZ deja de cumplir con sus pagos, el banco se queda con una obligación de continuar haciendo lo convenido, en cuanto a los pagos de la tasa de interés fijo a Eurobank, pero ahora está recibiendo menos, en pagos de tasa de interés flotante. Por otra parte, supongamos que Eurobank, el pagador del interés flotante, no cumple con sus pagos después de que las tasas de interés hayan aumentado. Ahora el banco se ha quedado con una obligación de pagar a XYZ la tasa flotante más alta, pero continúa recibiendo la misma tasa de interés fija. En ambos casos, el banco que sirve como intermediario, incurriría en una pérdida de capital. Los cambios en las tasas de interés, por lo tanto, pueden causar pérdidas en las operaciones de los swaps de los bancos, aún cuando el banco compense inmediatamente un swap con otro. Debido a que en este caso se puede incurrir en pérdidas solamente cuando uno de los usuarios finales deje de cumplir su compromiso, este tipo de riesgo es denominado riesgo del crédito.

Dos de los aspectos más críticos para contrarrestar el riesgo del crédito en el mercado de swaps, son los procedimientos de valuación bancarios y el grado de diversificación de la cartera. Los bancos deben asegurarse de que el precio del servicio que ellos proporcionan, realmente refleje de una manera adecuada, el

riesgo inherente en este convenio. Justamente, como los inversionistas reclaman un rendimiento más alto sobre las acciones emitidas por una empresa con una calificación de crédito baja que el rendimiento del papel comercial emitido por una firma con una calificación de crédito alta, los bancos deben hacer cargos mayores, para los swaps a largo plazo, con usuarios finales que tengan una baja calificación de créditos, que para los swaps a corto plazo con usuarios finales que tengan alta calificación de crédito. En ambos casos, el riesgo de comprometerse en un contrato financiero, varía directamente en función de la extensión del contrato y de lo sujeto de crédito que sea la otra parte en el contrato. Un swap individual riesgoso, no necesariamente pone en peligro la posición financiera del banco, siempre que el banco esté adecuadamente compensado por el riesgo y haya diversificado su cartera de swaps, de modo que la falta de cumplimiento por parte de cualquiera de sus clientes o grupos de clientes, no desequilibre de manera sustancial, la posición de utilidades o de capital del banco.

El riesgo del crédito de los swaps de tasas de interés también puede ser limitado, haciendo cumplir estándares de crédito estrictos. Tal vez el medio más importante para limitar el riesgo es comprometerse en swaps solamente con clientes sujetos de crédito. Típicamente, el departamento de crédito de un banco, debe de estar de acuerdo con el swap, antes de que se ejecute el contrato. Además los bancos normalmente monitoréan la posición financiera de los clientes durante la vigencia total del swap. Los bancos pueden requerir clientes menos dignos de crédito para registrar garantías colaterales o usar otros incrementos de crédito, que reduzcan aún más, el riesgo para el banco, en caso de falta de cumplimiento del cliente. La cantidad de protección que proporciona la colateralización de garantías es incierta, sin embargo, debido al status legal de la garantía colateral registrada contra los swaps, ésta no ha sido probada todavía en

los tribunales. Y como el mercado de swaps continúa creciendo, los legisladores están preocupados de que los estándares de crédito puedan deteriorarse, conforme los bancos tratan de acomodar más y frecuentes clientes con menos calificación para créditos.

### 3.5.3. Reglamentación de los Intercambios

Los legisladores están preocupados acerca de los riesgos involucrados en la intermediación en los swaps. Sin embargo, prohibir a los bancos su participación en el mercado de swaps, podría reducir la eficiencia del mercado financiero. Para lograr un equilibrio, los legisladores están estudiando un medio para imponer requerimientos de capital en las operaciones de swaps de los bancos.

Aún cuando los bancos han desarrollado métodos para la limitación de los riesgos de los swaps, se han expresado las preocupaciones existentes acerca del efecto que tienen los swaps, en la seguridad de los bancos y la firmeza del sistema financiero. Algunas de estas preocupaciones son el resultado del rápido crecimiento de los swaps. El incremento de \$ 400 billones en los swaps de tasas de interés, durante los últimos seis años origina preguntas acerca de si los usuarios finales, los legisladores financieros y los bancos mismo, comprenden completamente los riesgos inherentes en los swaps. Los cuestionamientos son aún más molestos, debido a que casi todo dicho crecimiento ha ocurrido durante un periodo de disminución de las tasas de interés. Las características del riesgo de los swaps de tasas de interés, pueden cambiar cuando aumenten las tasas de interés. Además, una recesión podría causar presiones financieras, las cuales podrían conducir a faltas de cumplimiento en los pagos relacionados con los swaps, que tendrían un efecto acumulativo en la posición financiera de los

intermediarios. Aunque dichas preguntas no pueden ser resueltas ahora, la planeación para dichas circunstancias adversas, parece ser una medida inteligente.

Otra preocupación se origina del hecho de que los bancos, posiblemente no familiarizados con el rango total de los riesgos que se pueden encontrar, pueden ser demasiado agresivos al valorar los swaps de las tasas de interés. Solamente si la institución financiera que ofrece nuevos instrumentos financieros, comprende de manera total los riesgos inherentes en esos instrumentos, la valuación de los mismos puede reflejar los riesgos de una manera completa. Sin embargo debido a los desacuerdos entre los mismos bancos, con respecto a los medios de medición apropiados de los riesgos y la valuación de los swaps, los legisladores están preocupados de que los bancos puedan estar subvaluando sus servicios. El mercado de los swaps de las tasas de interés, se ha vuelto tan competitivo en los últimos años, que los márgenes para los bancos que actúan como intermediarios, han sido reducidos de manera sustancial. Existe el temor de que para ganar participación en el mercado, en lo que se refiere a los swaps de las tasas de interés, los intermediarios puedan estar subvaluando los servicios que ellos proporcionan, que el rendimiento por la intermediación en los swaps de las tasas de interés puedan no ser comparables con los riesgos.

Esta preocupación es exacerbada por las tensiones existentes en el sistema bancario, causadas por las pérdidas provenientes de los préstamos hechos a los países menos desarrollados, empresas de electricidad, y los sectores de agricultura y bienes raíces. Las pérdidas incurridas en las operaciones bancarias tradicionales pueden hacer que algunos bancos sean demasiado celosos para tratar de ganar comisiones provenientes de operaciones que no están incluidas

en el estado de posición financiera. La tentación de hacerlo se agudiza, debido a que el sistema de depósitos de seguros, el cual basa las comisiones de los seguros en los activos totales, en vez de hacerlo sobre los riesgos de las operaciones, puede alentar a los bancos a que tomen riesgos excesivos. Aunque no existe una evidencia de que los bancos comprometidos en los swaps, hayan sufrido pérdidas sustanciales como resultado de estas operaciones, si existe el peligro de que los nuevos participantes en el mercado de los swaps o los participantes existentes, en circunstancias financieras adversas podrían ser demasiado agresivos para buscar nuevos negocios de swaps, para compensarse de las pérdidas en las operaciones tradicionales de préstamos.

Existe una preocupación adicional, la cual es originada por la naturaleza misma de los swaps. Los swaps de tasas de interés, pueden cambiar la exposición a los riesgos tanto de los usuarios finales, como de los intermediarios. Esta capacidad puede ser usada para reducir el riesgo de las tasas de interés, cubriendo los activos o pasivos existentes. Pero la misma capacidad, también podría usarse para especular sobre futuros movimientos en las tasas de interés. Un banco que tuviera una "visión" sobre la dirección que van a tomar los movimientos en las tasas de interés, podría usar el método de alto apalancamiento para participar en swaps de tasas de interés desajustadas, para apostar el dinero de los accionistas, depositantes no asegurados y el sistema de depósitos de seguros, con la esperanza de obtener grandes utilidades. Pero la contraparte de la oportunidad de lograr grandes utilidades, es el riesgo de incurrir en grandes pérdidas. Por ejemplo, un banco que cree que las tasas de interés aumentarían, podría fácilmente tomar una posición abierta en la cual, el mismo banco sería el pagador de la tasa de interés fija, en una cantidad

sustancial de swaps. Sin embargo, si las tasas de interés bajaran subsecuentemente, el banco sufriría una pérdida de capital significativa.

Una respuesta posible para dichas preocupaciones acerca del efecto de los swaps de tasas de interés en la seguridad y firmeza del sistema bancario, podría ser que los legisladores prohibieran la participación de todos los bancos en el mercado de swaps. Sin embargo, tal prohibición en firme, colocaría a los bancos en una desventaja relativa con las casas de bolsa, en la competencia por el negocio de los clientes corporativos que tienen necesidades complejas crecientes de obtener financiamiento en los mercados de capital. Los bancos de depósito grandes se están comprometiendo cada vez más, en un amplio rango de operaciones del mercado de capital, tanto en los mercados de crédito domésticos como en los mercados extranjeros. La incapacidad para ofrecer swaps de tasas de interés en conjunto con la obtención de préstamos en los mercados del Eurodólar, por ejemplo, podría erosionar las utilidades de los bancos proveniente de sus servicios con los mercados de capital para sus clientes. Más aún, esta incapacidad de proporcionar un rango completo de servicios, podría desequilibrar las relaciones establecidas desde mucho tiempo atrás con los clientes, entre los bancos y los clientes corporativos.

El hecho de prohibir a los bancos su participación en los swaps de las tasas de interés, podría también reducir la seguridad de los mercados financieros. Los swaps de tasas de interés pueden contribuir a la seguridad de los mercados financieros, proporcionando un medio de cobertura contra los riesgos de las tasas de interés. Los contratos financieros futuros no se extienden normalmente más allá de dos años. Por lo tanto, los swaps de tasas de interés, proporcionan el método más eficiente tanto para los negocios financieros, como para los no

financieros, para protegerse contra los efectos adversos de la volatilidad de las tasas de interés.

Los intercambios también pueden aumentar la eficiencia de los mercados financieros, dejando que los bancos "desenreden" los riesgos que han sido tradicionalmente inseparables, permitiendo que los riesgos se vuelvan a distribuir entre aquellos que estén en mayor posibilidad de soportarlos. Por ejemplo, los usuarios finales pueden usar los swaps, para contrarrestar el riesgo de las tasas de interés que sus carteras y transferir el riesgo del crédito de los mismos swaps, al intermediario, quienes pueden estar en una posición mejor para contrarrestar el riesgo del crédito. De un modo más general, los swaps pueden ser usados para mejorar la eficiencia de los mercados financieros reduciendo los costos de la obtención de préstamos. Los prestatarios pueden usar los swaps para mejorar las condiciones de los préstamos y aumentar la disponibilidad de fondos, aprovechando un rango de mañas extenso de mercados de crédito.

Para controlar el riesgo de los swaps, es deseable la cooperación entre las agencias legisladoras de la banca y la Comisión de Valores y Bolsa, la cual regula a las bolsas de valores, con respecto a las nuevas instrucciones acerca del capital. Además de los bancos comerciales, las bolsas de valores grandes, también juegan un rol de gran importancia en el mercado de los swaps. La reciente propuesta de capital basada en el riesgo, no es aplicable para las bolsas de valores, sin embargo, aún cuando las interrelaciones entre los principales operadores de swaps, compromete a las carteras individuales de swaps entre sí. Consecuentemente, los cambios en la reglamentación para los bancos comerciales sola, puede ser que no resulte adecuada para asegurar que el riesgo en el mercado de swaps sea controlado correctamente. Además, los

requerimientos son más estrictos para los bancos que para las bolsas de valores, lo que origina cuestionamientos acerca de que tan nivelado está el campo de juego para proporcionar servicios financieros.

También sería deseable una revelación más completa y más uniforme acerca del riesgo proveniente de los swaps. Los reglamentos pertenecientes a la revelación de las operaciones de swaps de los bancos, no aseguran que los riesgos involucrados con estas transacciones, se reporten de una manera adecuada. Cualquier operación que pueda tener un "efecto material" en la condición financiera del banco, debería en principio, ser descrita en las notas al pie de las páginas de los estados financieros del banco. Pero muchos contadores en los Estados Unidos, aparentemente no consideran que los swaps tienen un "efecto material" por lo que no los incluyen en los estados financieros accesibles al público en general. Como un resultado, está faltando actualmente que se revele la magnitud de las operaciones de los swaps y de la exposición a los riesgos resultante, la cual es originada por dichas operaciones.

El incremento de los estándares para reportar estas operaciones, ayudaría a asegurar que los swaps no causen riesgos indebidos. El personal encargado de las emisiones de emergencia del Financial Accounting Standards Board (similar a la Comisión de Principios de Contabilidad del IMCP), está considerado actualmente los problemas causados por estas operaciones que no son incluidas en el estado de posición financiera, entre las que se encuentran los swaps, y se espera que proponga modificaciones contables. La modificación de los estándares para requerir que el efecto de los swaps en la sensibilidad de la tasa de interés, liquidez y exposición del crédito en un banco, también podría ayudar a los legisladores e inversionistas para evaluar la fuerza de un banco. A los bancos

de los Estados Unidos se les ha requerido desde 1983, la revelación de la cantidad de las operaciones que no están incluidas en el estado de posición financiera (de las cuales los swaps forman parte) y que son presentados trimestralmente a las agencias legisladoras de la banca, esto a servido a que muchos bancos han aumentado voluntariamente las revelaciones de los swaps y otras operaciones que no están incluidas en el estado de posición financiera, en sus reportes anuales. Pero el simple hecho de revelar la cantidad de las operaciones de los swaps, no es suficiente por sí solo, para determinar el grado de riesgo asociado con esas operaciones.

Por lo tanto, también es necesaria la uniformidad de los estándares de los reportes. A menos que los bancos se adhieran a los estándares uniformes para la elaboración de los reportes, solamente el aumento de las revelaciones, puede que no sea suficiente para terminar con la confusión con respecto al riesgo de las operaciones que no son incluidas en el estado de posición financiera. Los banqueros y los legisladores de los bancos, deben acordar un juego de revelaciones y de estándares de medición de la exposición a los riesgos originada por los swaps. Un diccionario patrocinado por la industria, del análisis de los riesgos de las operaciones que no están incluidas en el estado de posición financiera, ha sido sugerido por algunos. Una medida obvia, para ser usada de manera uniforme para revelar la exposición a los riesgos relacionados con los swaps, es la medición de exposición que será usada a final de cuentas por las agencias legisladoras de los bancos para propósitos de adecuación del capital. Tales acciones servirían para reducir la confusión y aumentar la seguridad del mercado.

La reglamentación propia en el mercado de los swaps es otro medio complementario para contrarrestar el riesgo. Los bancos comerciales y las bolsas de valores, que están más activamente comprometidos en el mercado de los swaps, han formado una organización para estandarizar las condiciones de los contratos de los swaps y asegurar las buenas prácticas comerciales en el mercado de los swaps. Esta organización es la Asociación Internacional de Operadores de Swaps (ISDA). Aunque la Asociación Internacional de Operadores de Swaps ha hecho progresos sustanciales, los métodos para la medición y valuación del riesgo aún tiene grandes variaciones entre los participantes del mercado de swaps. Además, los controles internos, tales como la pronta terminación de la documentación del swap, a veces son inadecuados. El progreso continuado de la Asociación Internacional de Operadores de Swaps, para resolver estos y otros problemas, reduciría más los riesgos en el mercado de swaps y reafirmaría las obligaciones que tienen los participantes en el mercado de swaps para con la seguridad de los mercados financieros.

Los swaps son ahora una parte integral y normalmente benéfica del sistema financiero. Estas operaciones son el resultado de un número de factores, incluyendo el aumento de competencia en los bancos y las demandas en aumento por protección contra el riesgo de las tasas de interés. Los swaps ofrecen a los bancos un negocio atractivo para generar comisiones y técnicas de manejo de la cartera, pero también exponen a los bancos a nuevos y variados riesgos. La capacidad de apalancamiento de los swaps, y otras preocupaciones, ha causado que las agencias legisladores de los bancos consideren estas operaciones para incluirlas en una propuesta de adecuación del capital basada en los riesgos.

## CAPITULO 4

### LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES Y SUS INNOVACIONES MAS RECIENTES

#### 4.1 ANTECEDENTES

Como es bien sabido, los sectores público y privado de México tenían un endeudamiento acumulado con la banca comercial extranjera que ascendía a \$ 76,000 millones de USD al inicio de la década de los noventa, monto que ha estado sujeto a renegociaciones periódicas debido a las dificultades para servir la deuda de acuerdo con los términos originales. Como resultado, la concesión de nuevos créditos del exterior es ahora mas selectiva. Las empresas mexicanas que tienen acceso a los mercados financieros internacionales cuentan con una administración reconocida y una base de exportación sólida, pese a lo cual, la prima sobre la tasa LIBOR que se les carga es alta.

Los préstamos de los bancos comerciales en moneda fuerte al sector público mexicano también han sido muy escasos en la última década. La más reciente renegociación de la deuda externa del sector público con la banca comercial del exterior, se hizo oficial en marzo de 1990. Por virtud del acuerdo logrado, los acreedores de México recibieron la oportunidad de reestructurar sus créditos de varias formas alternativas:

- Reducción del principal.
- Reducción y fijación de la tasa de interés a 6.25% en dólares o su equivalente en otras divisas.
- Créditos frescos.

La mayoría de los bancos acreedores eligieron reducir el principal y los intereses, y sólo unos cuantos optaron por conceder créditos frescos. De esta manera, la tercera opción--que implicaba la extensión de créditos nuevos por el 25% del valor de la deuda original--se aplicó únicamente al 12% de la deuda del sector público que fue reestructurada bajo dicho paquete financiero (\$ 48,500 millones de dólares estadounidenses).<sup>1</sup>

Muchos expertos han interpretado la relativa resistencia de los bancos extranjeros a extender créditos nuevos como un signo de la escasez de financiamiento externo de largo plazo, con la cual tendrán que vivir en los años venideros tanto el sector público como el privado. No obstante, esta

<sup>1</sup> Heyman Timothy, Las Nuevas Finanzas en México, pp. 34

Interpretación puede estar equivocada, pese a la negativa de los bancos de proporcionar créditos tradicionales a entidades mexicanas, su reacción no ha sido la misma en lo que se refiere a créditos con una estructura mas innovadora, mediante la cual pueden reasignar riesgos y lograr un mejor balance entre riesgo y rendimiento.

Con frecuencia, el riesgo global de un crédito específico se puede subdividir en riesgos diferentes, los cuales pueden transferirse, a través de la estructura innovadora de créditos, de la entidad que desea evitarlos a aquellas que están dispuestas a asumirlos explícitamente por un precio. Así, el riesgo de un crédito se puede reducir con el reagrupamiento de diversos activos, formando una cartera, cubriendo los riesgos por medio de instrumentos de mercado, proporcionando colaterales y haciendo la deuda más líquida.

Las primeras dos innovaciones que se analizarán serán los swaps de mercancías básicas y el mejoramiento de la calidad crediticia con futuros. Ambos mecanismos permiten a los participantes del mercado de mercancías básicas reducir en forma dramática el riesgo de una caída en el precio de la mercancía, al establecer por anticipado los precios futuros y así mejorar su calidad crediticia. Mexicana de Cobre, S.A. de C.V. los ha empleado--la primera empresa en aprovechar un préstamo voluntario importante hecho a una entidad mexicana desde 1982--y un creciente número de exportadores de café, para obtener créditos mas baratos en dólares estadounidenses.

La tercera innovación, el factoraje internacional, es una herramienta de finanzas corporativas que permite reasignar el riesgo, en este caso el riesgo crediticio, con lo que se puede obtener un mayor crédito en moneda fuerte a un costo menor. Recientemente, el factoraje internacional se ha vuelto muy popular entre los exportadores mexicanos más sofisticados, aunque su potencial para otros exportadores, así como para instituciones financieras mexicanas, es muy grande dado que permite obtener tasas de rendimiento y cuotas atractivas en sus operaciones internacionales de factoraje.

Desde 1988, un grupo selecto de empresas mexicanas, tanto públicas como privadas, ha logrado acceder nuevamente al mercado internacional de bonos, con la emisión de eurobonos y bonos chatarra (categorías que con frecuencia se traslapan). También se han dado algunas operaciones de financiamiento estructurado mediante bonos, respaldados por cuentas por cobrar, con una estructura legal y de flujo de efectivo altamente sofisticada.

Por último, se analiza un instrumento de mercado de capitales internacionales conocido como el American Depositary Receipt (ADR). Estos son cada vez más utilizados por las empresas mexicanas con objeto de atraer inversionistas de capital extranjero, así como para mejorar su proyección en los mercados internacionales.

## 4.2 SWAPS DE MERCANCIAS BASICAS

Los swaps de mercancías básicas son similares a los swaps de tasas de interés y de divisas, pues constituyen una secuencia de contratos adelantados, de tal manera que un precio futuro se fija sobre un horizonte amplio. Los swaps de mercancías son utilizados primordialmente por exportadores, procesadores y comerciantes de mercancías. Al igual que en el caso de los swaps de tasas de interés y de divisas, los swaps de mercancías son intermediados por corredores/distribuidores, la mayoría de los cuales se encuentran en Nueva York y en Londres. En los últimos años, estos bancos han impulsado el mercado de swaps de mercancías, principalmente los basados en petróleo, y algunos bancos incluso ofrecen swaps de cobre, aluminio, y metales preciosos, mientras que otros bancos estadounidenses analizan la posibilidad de ofrecer swaps de cacao y café. El valor de los swaps radica en que eliminan el riesgo de volatilidad en los precios de la mercancía en cuestión, tanto para productores como para consumidores, lo que a su vez permite a los acreedores ofrecerles créditos en términos más favorables.

El swap de mercancía más común es el "plain vanilla petroleum swap", es decir, el swap convencional de petróleo. Esta operación generalmente involucra a un banco intermediario, a un productor de petróleo y a un refinador, quienes tienen interés en cubrir sus exposiciones al riesgo de movimientos adversos en el precio de petróleo. En principio, acuerdan el monto por el cual

se contratará el swap, y se establece un precio de referencia en dólares por barril. Posteriormente, y de acuerdo con intervalos de tiempo predeterminados, el productor de petróleo le paga al banco, quien paga al refinador el diferencial de precios, en caso de que el precio del mercado se encuentre por arriba del precio de referencia; en cambio, cuando el precio del mercado es menor que el precio de referencia, el refinador le paga al banco, quien a su vez paga al productor de crudo el diferencial de precios.<sup>2</sup>

A finales de 1990 e inicios de 1991, el gobierno mexicano compró opciones y vendió "futuros" para proteger el ingreso de divisas al país contra una caída en los precios de petróleo. Nacionales y extranjeros recibieron esta noticia con alivio y sorpresa. La volatilidad en los precios internacionales de mercancías como petróleo, café y metales, así como en las tasas de interés, han inducido grandes fluctuaciones en la actividad económica del país. Antes se pensaba que los cambios externos eran inevitables y debían aceptarse con estoicismo, o disfrutarse, según fuera el caso. Quienes estaban conscientes de la existencia de la administración de riesgos --la nueva tecnología financiera para contrarrestar los riesgos de fluctuaciones abruptas en precios-- no esperaban que el gobierno mexicano la adoptara con tal rapidez y habilidad como lo ha hecho.

---

<sup>2</sup> Biedleman Carl, Financial Swaps, pp. 28

Sin embargo, estos "futuros" probablemente fueron swaps contratados con un banco intermediario, y no contratos de futuros como los que se comercian en el New York Mercantile Exchange y/o en el London International Petroleum Exchange. A pesar de que los detalles de esta operación (v.g., montos, fechas, etcétera) no se han hecho públicos, cabe suponer que los swaps contratados fueron muy similares al swap convencional arriba descrito. En este caso, los swaps de petróleo producen el mismo resultado que vender el petróleo a futuro--es decir, implica la adquisición de una cobertura contra la caída del precio del petróleo--pero de una manera mas adecuada.

El mercado de swaps de mercancías básicas, al igual que el de swaps de divisas y de tasas de interés, es relativamente nuevo. Una de las innovaciones clave en este mercado ha sido la extensión del swap convencional de petróleo a otras mercancías<sup>3</sup>. De hecho, en julio de 1989, Banque Paribas, líder en el mercado de swaps de petróleo, diseñó un crédito sumamente innovador por 210 millones USD a Mexicana de Cobre, en el cual, a través del primer swap de mercancía con cobre, se eliminó el riesgo de variaciones en el precio del metal.

Paribas dividió el riesgo del crédito a Mexicana de Cobre (MdC) en tres partes: 1) el riesgo de no encontrar un comprador para la producción de cobre; 2) el riesgo de la caída del precio del cobre, lo que hubiera afectado la

---

<sup>3</sup> IDEM

capacidad de MdC de servir su deuda; y, 3) el riesgo de problemas en la producción.

El primer riesgo se eliminó con un contrato de venta con la empresa belga SOGEM, en el cual MdC se comprometió a venderle 4 000 toneladas de cobre al mes, durante 38 meses, al precio promedio diario en el London Metal Exchange. El monto obtenido por la venta va directamente a una cuenta de custodia para pagar a los bancos acreedores.

El segundo riesgo se eliminó con el swap de cobre, mediante el cual Paribas logró fijarle a MdC el precio de venta de su cobre aproximadamente en 2 000 USD por tonelada por un período de 38 meses. A través de esta operación, Banque Paribas adquirió el compromiso de compensar a MdC en caso de que el precio corriente del metal cayera por debajo del nivel de referencia. Lo contrario sucedería si el precio corriente rebasara el precio de referencia. Banque Paribas, a su vez, neutralizó su riesgo al establecer la contraparte del swap con un grupo de consumidores y comerciantes de cobre.

Después de eliminar los dos primeros riesgos, Banque Paribas organizó un crédito sindicado por 210 millones USD: el mayor crédito externo voluntario concedido a México desde 1982.

Las perspectivas para la participación de entidades mexicanas en los swaps de mercancías básicas son alentadoras. México es un exportador importante de gran número de mercancías, incluyendo petróleo, plata, cobre, café, azúcar y jugo de naranja. Los productores están expuestos a riesgos de precios; no obstante, si estos se administran adecuadamente, las empresas productoras tendrán menores riesgos crediticios y podrán recibir mayores ofertas de crédito en moneda extranjera en términos superiores. Los futuros y las opciones permiten la administración eficiente de riesgos para horizontes cortos de tiempo. Sin embargo, para horizontes de mas largo plazo y/o necesidad de cubrir montos mayores de una mercancía específica, deben utilizarse swaps de mercancías.

El swap que hizo Mexicana de Cobre es particularmente alentador, pues refleja sofisticación técnica y habilidad para administrar eficientemente los riesgos, aunque haya sido un banco extranjero, Banque Paribas, quien concertara el swap para esta empresa. Si bien la eliminación del riesgo de una caída en los precios del cobre ayudó a Mexicana de Cobre a obtener un préstamo fuerte en dólares, cabe recordar que sus nuevos dueños, Industrial Minera de México--parte del Grupo México--gozan de una calificación crediticia excelente a nivel internacional, lo cual les dio acceso al mercado de swaps.

### 4.3. FACTORAJE INTERNACIONAL PARA EXPORTADORES

Para que el sector privado juegue el papel del motor de crecimiento económico basado en exportaciones, no sólo tendrá que aprovechar la apertura comercial, sino también enfrentar los enormes desafíos que se le presenten. Uno de estos desafíos consiste en que ser competitivo no sólo es cuestión de producir más, mejores y mas baratos bienes y servicios de exportación, sino venderlos en términos financieros mas atractivos. La mayor parte de los clientes extranjeros solicitan crédito, por lo general a 30, 60 e incluso 90 días, dependiendo del producto y del volumen del pedido. Por consiguiente, los exportadores que no puedan extender crédito, posiblemente pierdan clientes importantes y queden fuera de negocios lucrativos. Debido a la escasez de crédito en dólares y a la fuerte competencia--sobre todo de los otros países de la Cuenca del Pacífico--la incapacidad de muchas empresas mexicanas para ofrecer financiamientos atractivos ha sido un serio obstáculo para su éxito exportador.

Es aquí donde el factoraje internacional puede representar una herramienta clave en la lucha de México por competir en los mercados internacionales de bienes y servicios.

El factoraje es un concepto sumamente transparente: una empresa con cuentas por cobrar, digamos a 60 días, puede transferir sus documentos a un factor o a un intermediario que encontrara a un factor, quien le pagará su dinero en ese momento, con un descuento. Al igual que cualquier tasa de interés en un préstamo a corto plazo, el descuento esta determinado por el riesgo crediticio del importador, la tasa de interés del mercado de dinero nacional y la fecha de vencimiento de la operación. Desde otro punto de vista, el factor aporta liquidez por un precio. En caso de que la operación de factoraje este sin recurso--en cuyo caso la obligación legal de pagar al factor reside en el comprador, no en el vendedor--el factor también asume por completo el riesgo crediticio del comprador de los bienes.

El factoraje internacional es únicamente una extensión del mismo concepto, pero con cuentas por cobrar en una moneda diferente a la del país del exportador.

El empleo del factoraje internacional no sólo da a los exportadores mexicanos acceso a crédito en divisas fuertes a tasas de interés bajas, sino que reduce sus costos administrativos. Además, en el caso de factoraje internacional sin recursos, el exportador mexicano ya no tiene que preocuparse por el riesgo crediticio de su cliente. El factor, que por lo general tiene una infraestructura para identificar el riesgo crediticio y llevar a cabo el cobro, asume el riesgo por una prima.

Dada su sencillez y utilidad, no sorprende que el factoraje tenga una historia larga, que data desde la década de los veinte en Estados Unidos. Para finales de los sesenta, existía un número importante de empresas de factoraje en Estados Unidos y Canadá, así como algunas en Europa que realizaban actividades de factoraje internacional.

El factoraje en moneda nacional tomó por asalto los mercados financieros mexicanos al momento en que la actividad mundial de factoraje y de factoraje internacional atravesaba por un crecimiento verdaderamente explosivo. De acuerdo con Factors Chain International, la principal asociación de la industria de factoraje, la cantidad total de factoraje en el mundo creció de \$ 66,994 millones USD en 1983 a más de cien mil millones a finales de la década. Del mismo modo, el factoraje internacional en todo el mundo casi se triplicó, de \$ 3,695 millones USD en 1983 a poco menos de diez mil millones de dólares a finales de los ochenta. Actualmente, es posible realizar operaciones con más de 400 empresas de factoraje en 40 países. Los mercados de mayor crecimiento forman parte de la Cuenca del Pacífico: Japón, Taiwán, Corea del Sur y Singapur.<sup>4</sup>

Si bien el factoraje en pesos se ha extendido, las operaciones de factoraje internacional cobraron importancia en México hasta fechas recientes. La actividad total se ha incrementado y algunas instituciones financieras mexi-

---

<sup>4</sup> Beidleman Carl. *The Handbook of International Investing*, pp. 89

canas han empezado a realizar operaciones de factoraje internacional. De hecho, en 1991, Bancomext y Barclays anunciaron la intención de ofrecer financiamientos a través de factoraje internacional hasta por 50 millones de USD a exportadores mexicanos que negocian con Estados Unidos, Canadá y Puerto Rico. Se estima que, en los años próximos, los financiamientos bajo este esquema podrían ascender a varios miles de millones de dólares de créditos a exportadores mexicanos.

Con la apertura de la economía mexicana, cabe esperar que el factoraje internacional se convierta en un instrumento de gran aceptación entre el sector exportador en México. En la medida que los exportadores mexicanos coloquen sus productos con compañías del exterior con una buena calificación crediticia, los créditos en moneda extranjera a través del factoraje internacional aumentarán en volumen y bajarán en costo.

#### **4.4. EUROBONOS Y BONOS CHATARRA**

Los eurobonos y los bonos chatarra son subconjuntos del gran mercado internacional de bonos --es decir, obligaciones a largo plazo-- que ha experimentado un renacimiento en la última década. Para dar una idea de la dimensión de este mercado, las estimaciones sobre los bonos denominados en dólares estadounidenses, vigentes a finales de marzo de 1991, indicaron una

cifra de \$ 613.8 miles de millones USD; los bonos en yenes, marcos alemanes y francos suizos, equivalen a \$ 166.3 mil millones USD, \$ 129.5 mil millones USD y \$ 156.9 mil millones USD, respectivamente. En total, incluyendo los bonos denominados en ECUs, el monto de bonos vigentes en los mercados internacionales se estima en \$ 1,435.9 mil millones de dólares estadounidenses.

De manera similar que los valores en general, los bonos representan dos grandes ventajas para un banco que quiere proporcionar crédito a ciertos clientes: primero, el banco no necesita prestar sus propios fondos en el largo plazo, como sucede en el caso de un préstamo (a la vez que puede cobrar varias comisiones por colocar la emisión). El banco arriesga su propio capital únicamente durante el período de suscripción y sólo si la colocación no se hace sobre la base del mejor esfuerzo. El banco también puede adquirir los bonos, con los que arriesgaría su capital por el tiempo que decida mantenerlos en su portafolio. En segundo lugar, los bancos pueden variar su posición de bonos mediante operaciones en el mercado secundario. En contraste, los préstamos de la banca comercial no son líquidos, puesto que difícilmente pueden comerciarse en un mercado secundario. Para los prestatarios, los bonos son un medio de obtener financiamiento a largo plazo, a tasas fijas o flotantes, el cual podría ser mas flexible y menos caro que un préstamo de un banco comercial.

Cuadro 4.1

**DIMENSIONES DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE BONOS**  
(Miles de millones de usd)

	Montos vigentes (final del periodo)			
	Dic. 1988	Dic. 1989	Dic. 1990	Mar. 1991
<b>EMISIONES TOTALES</b>	<b>1 098.6</b>	<b>1 252.6</b>	<b>1 473.4</b>	<b>1 435.9</b>
<b>OBLIGACION A TASA FLOTANTE</b>	<b>160.7</b>	<b>168.0</b>	<b>206.0</b>	<b>198.9</b>
USD	106.9	108.3	115.8	115.5
Otra divisa	51.8	59.6	90.2	83.4
Bancos	76.6	82.3	95.6	93.3
Otras instituciones financieras	34.5	38.6	53.2	50.1
Gobiernos	29.6	27.8	30.8	28.6
Instituciones internacionales	3.9	3.8	4.9	4.7
Otros emisores	16.1	15.5	21.5	22.2
<b>OBLIGACIÓN A TASA FIJA</b>	<b>788.3</b>	<b>860.9</b>	<b>1 008.3</b>	<b>985.8</b>
USD	279.9	305.8	322.0	326.1
Otra divisa	508.3	555.1	686.3	659.7
Bancos	164.9	197.3	230.2	221.2
Otras instituciones financieras	63.2	75.3	96.9	93.8
Gobiernos	148.7	150.8	168.2	171.4
Instituciones internacionales	137.0	148.2	183.6	177.4
Otros emisores	274.4	288.4	329.4	322.0
<b>CON CARACTERÍSTICAS DE</b>				
<b>ACCIONES</b>	<b>149.6</b>	<b>223.7</b>	<b>259.1</b>	<b>251.3</b>
Convertibles	65.2	71.4	83.1	76.3
Warrants	84.3	152.4	176.0	175.0
Emisores japoneses	101.8	173.6	202.3	198.1
Otros emisores	47.8	50.1	56.8	53.2
<b>DIVISA EN QUE ESTA DENOMINADA LA EMISIÓN:</b>				
Dólar australiano	26.8	29.2	26.0	25.4
Dólar canadiense	33.7	46.4	47.9	50.8
Marco alemán	103.7	121.6	147.4	129.7
Florin holandés	20.5	22.6	25.3	22.1
ECU	46.6	54.9	74.6	78.7
Franco Francés	12.8	18.3	28.8	27.8
Yen japonés	132.6	131.3	168.0	166.3
(Euroyen)	82.5	87.5	116.0	116.1
(Extranjero)	50.1	43.8	52.0	50.2
Libra esterlina	74.5	82.9	116.3	110.3
(Eurolibras)	67.0	74.9	106.8	102.0
(Extranjero)	7.6	8.0	9.5	8.4
Franco suizo	1 39.1	140.3	175.3	156.9
Dólar estadounidense	482.1	567.7	607.4	613.8
(Eurodólar)	41 3.7	495.3	525.6	527.9
(Extranjero)	68.4	72.5	81.8	85.9
Otra divisa	28.2	37.53	56.5	54.2

#### 4.4.1. Eurobonos

Al igual que los instrumentos de deuda de corto plazo como eurodólares, certificados de depósito en euro-papel comercial, euro-aceptaciones bancarias, etcétera, los eurobonos se registran fuera de la jurisdicción legal del país de la moneda en que están denominados. Por consiguiente, un bono denominado en dólares estadounidenses, emitido en las Islas Caimán, Londres o Luxemburgo, es un eurobono. La mayoría de los eurobonos están denominados en dólares estadounidenses, pero algunas emisiones importantes se han denominado en yenes, marcos alemanes, francos suizos, libras esterlinas, florines holandeses y ECUs.

El mercado de eurobonos se desarrolló como respuesta a los altos impuestos y a los complicados trámites involucrados en la emisión de bonos en el país de la moneda de denominación. Otro elemento que contribuyó a su aparición fue la necesidad--tanto de emisores como de inversionistas--de contar con instrumentos flexibles, anónimos y de emisión expedita.<sup>5</sup>

Los prestatarios en este mercado incluyen a los gobiernos soberanos de países, a grandes empresas multinacionales, bancos y organizaciones multilaterales (tales como el Banco Mundial, Bancos de Desarrollo Asiático y

---

<sup>5</sup> Courtadon Carol, The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry, pp. 14

Africano, etcétera). Los inversionistas en eurobonos son principalmente los fondos de renta fija, empresas aseguradoras, fondos de pensiones y personas físicas, además de las instituciones mencionadas al inicio del párrafo.

Uno de los incentivos para los inversionistas es que los eurobonos se emiten al portador. Esto los hace mas atractivos para los acreedores que los préstamos bancarios, debido a que los propietarios no son fácilmente identificables para futuras renegociaciones de la deuda externa. Además, por razones legales, es mucho mas costoso para el emisor retrasar los pagos de bonos que atrasar y reestructurar préstamos bancarios. Por esta razón, la mayoría de los eurobonos emitidos por países del Tercer Mundo--tanto por el sector público como privado--pagan los intereses y el principal a tiempo, en contraste con los préstamos extendidos por bancos comerciales, cuyos pagos se han suspendido y postergado infinidad de veces.

Las emisiones mexicanas en el mercado de eurobonos disminuyeron abruptamente a partir de la crisis de 1982. Sin embargo, en los últimos años, algunas instituciones mexicanas de los sectores público y privado han comenzado a tener acceso nuevamente a estos mercados. A finales de 1988, Operadora de Bolsa dirigió la colocación de la emisión de una cadena hotelera por 80 millones USD a 2 años y, en octubre de 1989, la colocación de una emisión de Petrocel por 40 millones USD a 6 meses. No obstante, la mayoría de los participantes del mercado consideraron el bono de Bancomext a cinco

años, por 100 millones USD, emitido en 1989, como el debut de México en el mercado internacional de bonos. Luego vino una rápida sucesión de emisión de bonos internacionales. El primer bono internacional emitido por el sector privado en 1989 fue el de Comex: un eurobono a 2 años por 150 millones USD. Posteriormente vino el de Telmex por 320 millones USD, en 1990 y, en 1991, una verdadera avalancha de emisiones.

Por último, los bonos de reducción colateralizados emitidos por los Estados Unidos Mexicanos en la reciente renegociación de la deuda externa (intercambiados por 88% de la deuda elegible sujeta a reestructuración bajo el Plan Brady), también son eurobonos.

#### **4.4.2. Bonos chatarra**

Los bonos chatarra, también conocidos como bonos de alto rendimiento, son bonos corporativos que, debido a su riesgo crediticio, no gozan de una calificación suficientemente alta por parte de las agencias calificadoras como la Standard & Poor's o Moody's para considerarlos como grado inversionista (investment grade), es decir, de calidad adecuada para los inversionistas institucionales. Por lo tanto, estos bonos ofrecen a los inversionistas una tasa de rendimiento mayor para compensar su alto riesgo. Los bonos denominados en dólares emitidos por las empresas mexicanas normalmente se califican con un grado menor a BBB por Standard & Poor's o menor a BAA por Moody's.

Estos grados tipifican al bono como de alto riesgo (se consideran predominantemente especulativos), por lo cual se categorizan como bonos chatarra.

Bajo la influencia de Milken, el mercado de bonos de alto rendimiento disfrutó de un enorme éxito, alcanzando emisiones de más de 200 mil millones USD a finales de los años ochenta, con prestatarios de diversos sectores, tales como el comercio al menudeo, químico, servicios financieros, servicios públicos, aeronáuticos y de defensa. Sin embargo, Milken y Drexel utilizaron los bonos chatarra no sólo para financiar inversiones tradicionales de largo plazo, sino también compras apalancadas de empresas, tomas hostiles de compañías y negocios que en ocasiones eran de dudosa reputación, instrumentadas a través de una compleja red de transacciones que con frecuencia violaban la Ley de Valores de los Estados Unidos.<sup>6</sup> Como consecuencia, Milken y otros participantes del mercado de bonos chatarra se encuentran desde hace más de dos años sumergidos en problemas legales (de hecho, Milken está actualmente en la cárcel), Drexel Burnham Lambert se declaró en bancarota en febrero de 1990 y el mercado de bonos chatarra sufrió bajas abruptas a finales de 1989, antes de estabilizarse.

Pese a la gran difusión que se ha dado a los problemas del mercado de bonos chatarra, este continúa siendo una fuente atractiva de financiamiento

---

<sup>6</sup> Wurman Richard, The Wall Street Journal to Understanding Money and Markets, pp. 76

externo para las empresas mexicanas de bajo riesgo crediticio, sobre todo porque las emisiones mexicanas se dirigen a un tipo de inversionista muy diferente al interesado en adquirir bonos chatarra emitidos para financiar tomas hostiles de empresas o para cubrir otras necesidades de financiamiento de las empresas norteamericanas. Los inversionistas interesados en adquirir bonos chatarra emitidos por entidades mexicanas no consideran el mercado de bonos chatarra en si, sino la solvencia del emisor y el riesgo México. Cada vez que el inversionista percibe que la tasa de interés del mercado es menor que el rendimiento del bono ajustado por riesgo, logra identificar una oportunidad de ganancias fuera de lo normal.

Las emisiones recientes de eurobonos/bonos chatarra mexicanos corresponden a la primera ola de emisiones. Frecuentemente resulta mas atractivo para los bancos universales suscribir estas emisiones de bonos que hacer préstamos de largo plazo en divisas fuertes y, para los bancos de inversión --sobre todo los estadounidenses, excluidos por la ley bancaria de ese país de realizar intermediación propia de la banca comercial-- son una bonanza. En el caso de los prestatarios, emitir este tipo de bonos puede ser una fuente mas barata de financiamiento a largo plazo y, para los inversionistas, los rendimientos ajustados por riesgo pueden ser mas atractivos que los ofrecidos por otros instrumentos.

Sin embargo, este entusiasmo debe moderarse pues, con excepción de algunas empresas y bancos mexicanos grandes, cuyo riesgo crediticio es bajo y tienen fuertes ingresos de divisas, las compañías mexicanas no tienen acceso al mercado de eurobonos/bonos chatarra. Incluso para las pocas empresas y bancos mexicanos que pueden emitir estos bonos, los mercados internacionales de crédito exigen altas primas de riesgo que se reflejan en rendimientos y cupones más altos. Además, casi siempre imponen condiciones especiales, como garantías específicas u opciones de convertibilidad a capital. Resultaría más factible para la mayoría de estas empresas y bancos mexicanos--así como para las demás--emitir deuda a plazo más corto; es decir, participar en los mercados de dinero, tanto doméstico como internacional. En particular, la emisión de euro-papel comercial podría resultar menos costoso para las entidades mexicanas.

#### 4.5 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS

El American Depositary Receipts, o ADR, es un recibo que ampara la adquisición de una acción comprada en una bolsa extranjera (no estadounidense), depositado con un custodio- por lo general un banco internacional reconocido. Los ADR's se emiten bien sea por iniciativa de la compañía enlistada (en cuyo caso son patrocinados (*sponsored*), o por iniciativa de los inversionistas (no patrocinados o *unsponsored*). Después se

comercian en el mercado secundario, el cual puede ser en una bolsa, y/o en forma extrabursátil.

La figura 4.1 muestra cómo se emite un ADR para un valor mexicano: un inversionista extranjero coloca una orden para comprar acciones de la compañía XYZ con su corredor de bolsa en Estados Unidos, el cual, a su vez, coloca la orden para comprar estas acciones con un corredor mexicano. Este compra acciones de la empresa XYZ en el piso de la Bolsa Mexicana de Valores, y posteriormente las entrega a un custodio -en este caso, un banco mexicano. El banco mexicano envía un telex al banco de inversión extranjero que opera el ADR y le avisa que tiene las acciones de la empresa WYZ bajo custodia, con lo cual el banco estadounidense emite el ADR al corredor estadounidense. El corredor por su parte, entrega el ADR al inversionista. Por lo tanto, el inversionista extranjero no es dueño de hecho de las acciones de XYZ, sino de un recibo por las mismas. (Una analogía sencilla es que el inversionista no ha comprado un automóvil, sino un boleto de estacionamiento; si lo muestra, puede obtener su automóvil).

La figura 4.2 ilustra cómo se comercia un ADR en el mercado secundario, lo cual puede suceder en una bolsa de Estados Unidos y/o en el mercado extrabursátil. Los inversionistas extranjeros compran y venden ADR's que representan acciones de XYZ con sus corredores estadounidenses, al igual que comprarían o venderían acciones de ese país.

FIGURA 4.1  
EMISION DE UN ADR

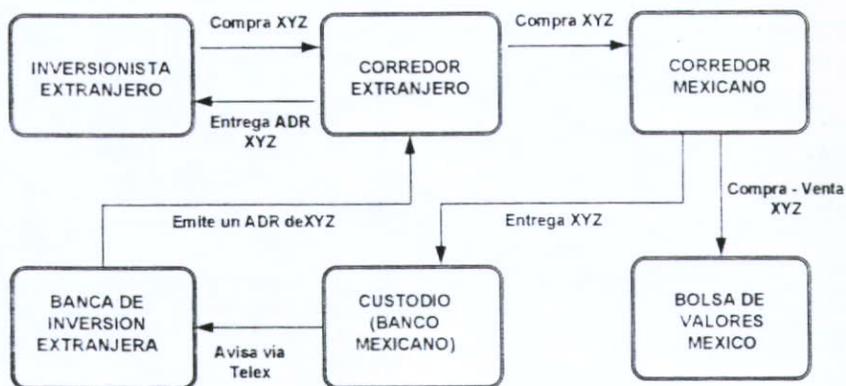


FIGURA 4.2  
VENTA DE ADR'S EN EL  
MERCADO SECUNDARIO



Con frecuencia, los inversionistas se interesan en acciones de empresas extranjeras, aunque les resultan prohibitivos los costos de obtener la información sobre un corredor local, los riesgos de repatriar las utilidades y

dividendos en moneda extranjera, y el riesgo general de comerciar en un mercado extranjero. No obstante, los ADR's le permiten operar con los corredores de Estados Unidos, en dólares estadounidenses, en inglés, y en su país. Por otra parte, los ADR's son ideales para los inversionistas institucionales que tienen restricciones de sólo poder invertir en títulos cotizados en su mercado interno.

Algunas razones de las compañías e inversionistas para preferir los ADR's en lugar de las acciones son las siguientes:

- Hay países que restringen la transferencia de dividendos fuera de su economía.
- Los ADR's pueden cotizarse en el contexto del mercado estadounidense, ya que cada uno representa un número múltiple o una fracción de los dividendos del mercado subyacente.
- Están denominados en dólares y pagan dividendos a sus poseedores en la misma moneda.
- Las compensaciones y liquidaciones de los ADR's se hacen bajo los términos estadounidenses.

- Los poseedores de los ADR's comerciados en Estados Unidos tienen los mismos derechos y ventajas, incluyendo los privilegios de voto, que los titulares de las acciones en el mercado subyacente.

- Toda la comunicación entre los poseedores de ADR's es comunicada en inglés por parte del depositario.<sup>7</sup>

Aunque en ocasiones un banco de inversión inicia la emisión de un ADR a solicitud de los inversionistas, también puede estar patrocinado por la empresa enlistada. En tal caso la ventaja para la empresa enlistada es que el ADR, al igual que una nueva emisión de acciones, le proporciona dinero fresco, pero no necesita cumplir con las mismas regulaciones y requisitos de la Securities and Exchange Commission (SEC), ni con las altas cuotas y periodo de espera que implica un listado en una bolsa de Estados Unidos. Los ADR's también pueden utilizarse para diversificar la base de accionistas de una empresa, y para mejorar su imagen en los mercados internacionales y así, atraer crédito en monedas fuertes a menores tasas de interés.

Existen tres niveles de ADR's patrocinados: el ADR de nivel 1 implica requisitos de registro y requisitos de información más estrictos, pueden utilizarse para obtener capital fresco.

---

<sup>7</sup> Stoval Robert ADR's; What, Why and How?, pp. 64

Cabe hacer notar que en abril de 1990, la SEC adoptó la Regla 144A (Rule 144-A), la cual permite a los inversionistas institucionales estadounidenses comerciar valores de deuda y de capital de colocación privada, sin tener que mantenerlos en sus portafolios por dos o tres años, como se requería antes. Además, la Regla 144A homologa los requisitos de registro de los ADR's para obtener capital fresco, con los requisitos de su mercado doméstico.

Dadas las ventajas de los ADR's, tanto para los inversionistas como para los emisores, no es de sorprender que varias empresas mexicanas ya hayan emitido ADR's. En el cuadro 4.2 se indica que, en marzo de 1992, se comerciaban los ADR's de 22 empresas mexicanas, cuyo valor ascendía a una suma sustancial de 18,600 millones de dólares.

Por su parte, en el cuadro 4.3, es posible observar como se encontraba la inversión extranjera en ADR's por sector para octubre de 1993, siendo el monto total invertido de 26,510 millones de dólares.

## Cuadro 4.2 Inversión Extranjera en ADR's

(Hasta marzo de 1992)  
(en miles de USD)

EMISORA	SALDO
<b>TRANSFORMACION</b>	
Empaques Ponderosa (EMPAQ)	17 911.66
Fomento Económico Mexicano (FEMSA)	57 812.50
Ponderosa Industrial (PONDER)	138.48
Tubos de Acero (TAMSA)	283 555.50
Vitro (VITRO)	305 001.33
<b>CONSTRUCCION</b>	
Cementos Mexicanos (CEMEX)	284 525.17
Intercerámica (CERAMIC)	6 915.94
Empresas Toltteca de Mexico (TOLMEX)	45 579.90
<b>COMERCIO</b>	
Cifra	
(CIFRA A)	41.56
(CIFRA B)	836 891.51
Grupo Gigante (GIGANTE)	32 081.86
Sears (SEARS)	59 506.27
<b>COMUNICACIONES Y TRANSPORTES</b>	
Aerolíneas de México (AEROMEXICO)	124 980.21
Teléfonos de México	
(TELMEX A)	473 783.70
(TELMEX L)	13 764 375.67
Grupo Televisa (TELEvisa)	09 270.37
Transportación Marítima Mexicana (TMM)	43 538.23
<b>SERVICIOS</b>	
(GFB C)	915 109.39
Grupo Video Visa (GVIDEO)	100 024.63
Posadas de México (POSADAS)	28 076.64
Grupo Situr (SITUR)	100 930.96
<b>VARIOS</b>	
Grupo Carso (GCARSO)	343 014.33
Corporación Industrial San Luis	
(SANLUIS A-1)	19.56
(SANLUIS A-2)	88.60
Grupo Sidek (SIDEK)	15 890.55
Industrias Syndro (SINKRO)	4 112.13

Fuentes: INDEVAL, Citibank, Banamex, Bolsa Mexicana de Valores

**Cuadro 4.3**  
**Inversión Extranjera en ADR's por Sector**  
 (Hasta octubre de 1992)  
 (en millones de USD)

EMISORA	SALDO
TRANSFORMACION	1,445.2
CONSTRUCCION	2,166.5
COMERCIO	2,137.0
COMUNICACIONES Y TRANSPORTES	18,838.3
SERVICIOS	1,299.9
VARIOS	823.0
Fuente: Bolsa Mexicana de Valores	

## CONCLUSIONES

La reciente aprobación por parte del Congreso de los Estados Unidos del Tratado de Libre Comercio entre los países de Norteamérica, abre nuevas expectativas al desarrollo de nuestro país en general. Asimismo, impone nuevos retos tanto a empresas, instituciones educativas, sector financiero y otros, así como a la población en general y en particular a aquellos profesionales que iniciamos nuestro desempeño en distintas áreas de las organizaciones.

La necesidad de ofrecer un valor agregado a las distintas empresas que requieren de nuestros servicios profesionales, debe ser el objetivo de aquellos que consideramos lo que pasa actualmente en México como una etapa de oportunidades y retos más que de catastrofismos nacionalistas que en ocasiones no nos permiten pensar respecto a las posibilidades que realmente tenemos como pueblo preparado técnicamente.

El tema de investigación vertido a lo largo de las páginas anteriores, intenta constituirse en promotor de profesionales de la administración competitivos, tanto para prestar sus servicios en empresas nacionales como transnacionales que empiezan a proliferar en nuestro medio.

A lo largo de sus páginas, el administrador en el área financiera podrá encontrar una guía que le oriente respecto a las diversas alternativas que los mercados de dinero y capitales a nivel internacional vienen ofreciendo a las tesorerías de las empresas en todo el mundo.

Los avances tecnológicos en materia de comunicaciones, permiten establecer contacto con los centros financieros internacionales que ofrecen sus servicios en las áreas analizadas a través del trabajo antes presentado.

Esperamos que nuestro esfuerzo aplicado a esta investigación nos permita el acceso a la recepción profesional que sirva de base para continuar con la preparación técnica que las condiciones de nuestro país imponen actualmente.

## BIBLIOGRAFIA

ANDERSEN, Toorben Juul. Currency e Interest-Rate Hedging. Nueva York, Instituto de Finanzas, 1987. 156 pp.

RODRIGUEZ, Javier et. al. Informe Anual, México D.F., Banco de México, 1992. 34-56 pp.

JOHANSSON, Edward et. al., The Role and Function of the International Monetary Found., Nueva York, Fondo Monetario Internacional. 1990. pp. 230

HEYMAN, Timothy, Inversión contra Inflación. 2° Ed., México D.F., Editorial Milenio, 1988. 57-160 pp.

HEYMAN, Timothy, Las Nuevas Finanzas en México. México D.F., Editorial Milenio, 1992. 267 pp.

MANSELL, Catherine, "Hedging Against Exchange Rate Risk", en la revista Business México, Nueva York, Marzo 1990. Año 4 No. 3, pp. 33-35

RIVERA, Francisco y Luis Rivera, Finanzas Internacionales y Apertura a la Economía Macroeconómica, 2° Ed., Bostón, Macmillan Publishing Company 1985. 186 pp.

RODRIGUEZ, Rita, Mercados de Divisas y Mercados de Dinero, 2° Ed., México D.F., Mc Graw Hill Inc, 1990. 214 pp.

SOLNICK, Bruno, International Investments, 4° Ed. Nueva York, Addison-Wesley Publishing Company, 1988. 298 pp.

VEALE, Stuart, Stocks, Bonds, Options, Futures: Investment and Their Markets, 2° Ed., Nueva York, Instituto de Finanzas. 1987. 174 pp.

WURMAN, Richard, The Wall Street Journal Guide to Understanding Money and Markets, Nueva York, Access Press, 1990. 126 pp..

DUFFEY, Mark y John Guidey, The International Money Market, 4° Ed., Nueva York, Prentice Hall, 1989. 203 pp.

BIEDLEMAN, Carl, The Handbook of International Investing, Chicago, Probus Publishing, 1987, pp. 97.

CUARTADON, Carol, The Competitive Structure of The Eurobond Underwriting Industry, 3° Ed., Nueva York, University Press, 1985. 74-99 pp.

MANN, Catherine, "U.S. International Transactions in 1984", en la revista Federal Reserve Bulletin, Mayo de 1985, pp 280

STOVALL, Robert, "ADR's; What, Why and How?" en la revista Financial World", Junio de 1993, pp. 64

ARNOLD, Tanya, "How to Do Interes Rate Swaps" en la revista Harvard Business Review, Septiembre-Octubre de 1984, pp. 96-101

Bank for International Settlements Fifty Eighth Anual Report, Basilea Suiza, B.I.S., 1988, 128-130 pp.

BEIDLEMAN, Carl, Financial Swaps, Nueva York, Dow Jones-Irwin, 1985. pp. 105

ACIONAMIENTO SOLO PARA NUESTROS CLIENTES  
ADIE COMPITE CON NUESTRA CALIDAD DE  
PRESION Y TIEMPO DE ENTREGA, COMPRUEBELO!

D TENEMOS SUCURSALES

EN 8 HORAS

**TESIS PROFESIONALES**

TESINAS • MEMORIAS • INFORMES  
**8 DE JULIO No. 13**  
(ENTRE PEDRO MORENO Y MORELOS)

TELS. **614-01-22**  
**613-61-42**

**GUADALAJARA, JAL.**

PASAMOS TUS TESIS  
EN MAQUINA IBM



**copi • offset**  
(TIROS CORTOS AL INSTANTE)