

LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Durante los últimos veinte años, los mercados financieros internacionales han experimentado un desarrollo totalmente imprevisible al empezar la década de los sesenta, cuando dicho proceso estaba en su iniciación. En este artículo, **Félix Varela Parache** ofrece una visión panorámica de la evolución de los mercados financieros internacionales y describe algunos de los problemas que actualmente tienen planteados.

1. EL MERCADO DE EURODIVISAS

El mercado de eurodivisas es, sin duda, la innovación más importante del presente siglo en materia de financiación internacional. El mercado está constituido por los depósitos de dólares y otras monedas establecidos en bancos situados en países distintos de aquel al que corresponde dicha moneda. Su desarrollo espectacular puede observarse en el cuadro n.º 1. La diferencia entre dimensión bruta y dimensión neta del mercado se deriva de la existencia de depósitos interbancarios, que hacen que un depósito establecido inicialmente en el mercado aparezca contabilizado por más de un banco. Tomando como medida más significativa la de dimensión neta, podemos observar que el mercado ha pasado en los últimos diez años de una dimensión de 160 millones de dólares a 960 millones en el año 1982. Para darnos una idea de lo que significa tal cifra, señalaremos que representa más de un 50 por 100 del stock de dinero en los Estados Unidos, si bien conviene inmediatamente mencionar que

ambos no son en absoluto conceptos comparables.

Como puede observarse en el cuadro n.º 1, la porción de eurodólares dentro del total de las eurodivisas es, con mucha diferencia, la más importante. Aunque el porcentaje ha variado a lo largo del período, siempre ha estado entre el 70 y el 80 por 100. En los últimos años ha mostrado una continua tendencia al crecimiento.

Dentro del rápido crecimiento experimentado por el mercado, puede observarse, sin embargo, un cambio de ritmo en el último año, en el cual el crecimiento fue sólo de 70.000 millones de dólares, frente a crecimientos del orden de los 200.000 millones en los años anteriores. Este dato refleja un hecho de gran importancia: la aparición de situaciones críticas de incapacidad de hacer frente a las obligaciones de pago, por parte de un cierto número de países, algunos tan importantes como México o Brasil. Tal situación determinó una cierta paralización del mercado, que ha continuado en el presente año, en cuyos primeros meses experimentó un descenso. Sobre este tema de las

dificultades de la deuda externa de algunos países volveremos con más amplitud más adelante.

En el cuadro n.º 2 se resume la evolución de créditos a medio plazo, públicamente anunciados, en eurodivisas. Las cifras anuales muestran un salto muy espectacular en 1981, cuya cifra casi duplica la del año anterior, para volver a caer de una forma rotunda en 1982. Puede observarse que la mayor parte de este aumento corresponde a los créditos a países industriales, y conviene añadir que tal movimiento no es significativo, pues, en buena parte, fue debido a la obtención en el mercado de grandes préstamos por parte de empresas americanas que estaban realizando absorciones importantes, sobre todo en el sector del petróleo. Como es sabido, para llevar a cabo dichas absorciones cualquier empresa tiene que tener dispuesto el mecanismo financiero adecuado, que después no es utilizado si la operación no se lleva a cabo. Esto es lo que ocurrió con una parte de estos créditos. Aparte de este movimiento errático, la característica de estos últimos años ha sido el fuerte crecimiento de los créditos en eurodivisas, en los que han participado tanto los países industriales como los países en vías de desarrollo no productores de petróleo. En este último caso puede observarse, sin embargo, que la cifra de 1982 disminuye, y no por razones episódicas, como en el caso de los países industriales. De nuevo, aquí hay que hacer referencia a la incidencia de la situación de los países en vías de desarrollo y de los impagos importantes que se producen en 1982 y que determinan un corte del flujo de créditos hacia dichos países, salvo cuando se trata de planes de salvación con-

CUADRO N.º 1

MERCADO DE EURODIVISAS
Dimensión bruta y neta
(Valor en miles de millones de dólares)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Dimensión bruta	315	395	485	595	740	950	1.235	1.525	1.860	2.055
Dimensión neta	160	220	255	320	390	495	590	730	890	960
Eurodólares (porcentaje)	74	76	78	80	76	74	72	75	78	79

Fuente: World Financial Markets.

CUADRO N.º 2

CREDITOS A MEDIO Y LARGO PLAZO EN EURODIVISAS
(Operaciones públicamente anunciadas)
(Valor en millones de dólares)

	1980	1981	1982
Países industriales	39.100	86.022	42.725
Países en vías de desarrollo-no OPEP	24.009	33.394	28.703
Países pertenecientes a la OPEP	11.045	11.870	12.720
Países comunistas	2.809	1.791	765
Organizaciones internacionales	429	302	150
TOTAL	77.392	133.379	85.063

Fuente: World Financial Markets.

llos que se considera que pueden tener problemas en un futuro más o menos lejano.

Por lo que respecta a los plazos de amortización de los créditos, también es característica general que dichos plazos disminuyen cuando existe una mayor sensibilización al riesgo. Esto es lo que ha sucedido recientemente, en que los plazos se han acortado para todos los países, afectando, en este caso, incluso a los deudores considerados de buena calidad.

Una característica repetida a lo largo de la exposición es el gran impacto que está teniendo en el mercado la situación actual de dificultad de pago por parte de diversos países. La preocupación por la situación de endeudamiento internacional ya se inició a fines de la última década, aunque se ha reforzado mucho a partir de 1982. Durante los años setenta, el endeudamiento de los países en vías de desarrollo aumentó considerablemente, especialmente a partir de la subida de los precios del petróleo de 1973-74. Este aumento del endeudamiento, unido a la evolución muy desfavorable de los precios de los productos básicos a partir de 1980 y a la fortísima elevación de los tipos de interés, que también se inicia en di-

certados, generalmente basados en un acuerdo del país con el Fondo Monetario Internacional, con lo que esto implica de condicionalidad de los créditos.

Cuando analizamos las condiciones de los créditos, especialmente el margen pagado sobre el *Libor* (tipo de oferta de los fondos interbancarios en cada divisa en Londres) y el vencimiento de las operaciones, nos encontramos también la influencia de lo sucedido en el mercado en tiempos recientes. Históricamente, los márgenes han tenido una tendencia a ser decrecientes en el tiempo, especialmente en aquellos momentos en que los tipos de interés son altos. Sin embargo, a

lo largo de la historia del mercado de eurodivisas, ha habido diversos momentos en que la mayor sensibilidad al riesgo ha motivado elevaciones de dichos márgenes. Esto ocurrió en el 1974-75, como consecuencia de las quiebras de algunos bancos como el Herstatt, en Alemania, y el Franklin, en Estados Unidos; después, con las dificultades de pago motivadas por la revolución de Irán. Recientemente esta sensibilización ha sido clara, y ha motivado un gran ensanchamiento de los márgenes, diferenciando más que en el pasado inmediato los cargados a los países desarrollados de los pagados a los países en vías de desarrollo, y a todos aque-

cho año, determinaron una clara preocupación por el problema de endeudamiento de los países en vías de desarrollo, debido a los siguientes factores:

1. Durante los años setenta se modificó la forma de financiación de los déficits de balanza de pagos de los países en vías de desarrollo. En los años anteriores a 1973, más de la mitad de la financiación recibida por dichos países estuvo constituida por donaciones o recursos de carácter concesional (es decir, en condiciones más ventajosas que las obtenidas en el mercado), mientras en los años siguientes dichos flujos representaron menos de una tercera parte. Hubo un fuerte decrecimiento en el porcentaje de la financiación oficial bilateral, una disminución pequeña de la financiación de instituciones multilaterales, y un fuerte aumento de la proporción de créditos privados.

2. La financiación privada permitió llevar a cabo con relativa comodidad el «reciclaje» de fondos necesarios después de la subida de precios del petróleo de 1973, pero ello se ha hecho a costa de un fuerte endeudamiento, necesario para financiar los déficits de balanza de pagos. Como éstos no eran de carácter reversible, el problema de la deuda tenía inevitablemente que plantearse.

3. Aunque inicialmente sólo surgieron de forma agudizada en determinados países, los problemas de deuda exterior dieron lugar a una desconfianza generalizada en todos los países en vías de desarrollo. Después de la subida de precios de petróleo de 1979-80 —y especialmente desde 1982—, lo que se puso en duda fue la capacidad de este conjunto de países en vías de desarrollo

para hacer frente a sus obligaciones.

En el cuadro n.º 3 puede observarse la evolución del endeudamiento de los países en vías de desarrollo no productores de petróleo durante los últimos nueve años y la estimación para 1982 y 1983. Conviene señalar que la mencionada clasificación excluye a los países productores de petróleo, algunos de los cuales, como Venezuela y Nigeria, tienen fuerte endeudamiento y experimentan serias dificultades de pago; también excluye a un país como Polonia, no clasificado como «en vías de desarrollo». Incluyendo a este país y a los países de la OPEP, el endeudamiento total a finales de 1982 se elevaría por encima de los 700.000 millones de dólares.

Lo primero que destaca en el cuadro mencionado es el fuerte crecimiento del endeudamiento hasta 1981, con incrementos porcentuales que en todos los años superan el 17 por 100 y en alguno alcanzan el 22 por 100, con

una media aproximada del 19 por 100 acumulativo. Sin embargo, en 1982 se rompe esta tendencia con un aumento de sólo el 9,5 por 100. E incluso esta cifra resulta engañosa, ya que la mayor parte del aumento se produjo en la primera mitad del año, antes de que se hiciera pública la incapacidad para atender la deuda de países como Méjico y Brasil.

Una segunda observación que se deduce de sus datos es el fuerte crecimiento de la deuda a corto plazo a partir de 1980. Este crecimiento fue debido, en parte, al intento de algunos países deudores de limitar los márgenes pagados por encima del *Libor*, en un momento en que tales márgenes se estaban incrementando para los países en vías de desarrollo, como consecuencia de la mayor sensibilización de la Banca al riesgo de tales operaciones. Pero, en parte, también refleja un error de juicio de la Banca, una parte de la cual no estuvo dispuesta a seguir financiando operaciones a largo plazo por razones de riesgo y, sin embargo, sí lo estuvo a fi-

CUADRO N.º 3
PAISES EN VIAS DE DESARROLLO NO PRODUCTORES
DE PETROLEO
Deuda Externa
(Valor en miles de millones de dólares)

Años	A corto	A largo	Total	% aumento
1974	23,4	139,8	163,3	—
1975	28,2	165,6	193,8	18,7
1976	34,2	197,5	231,7	19,6
1977	42,3	240,2	282,6	22,0
1978	49,5	291,0	340,5	20,5
1979	58,4	337,9	396,4	16,4
1980	77,7	387,1	464,8	17,3
1981	94,5	452,6	547,1	17,7
1982 (Estimación) ...	92,7	506,3	599,0	9,5
1983 (Proyección) ...	84,0	563,9	647,9	8,2

Fuente: FMI y Banco Mundial.

nanciar a corto plazo. Todo ello muestra la información insuficiente con la que ha actuado la Banca en el contexto internacional, que ahora está tratando de corregirse.

El servicio de la deuda queda reflejado en el cuadro n.º 4. Puede observarse que los pagos por intereses crecieron moderadamente hasta 1979; durante dichos años, la caída de los tipos de interés respecto a los niveles de 1974 permitió en parte compensar el aumento derivado del fuerte crecimiento de la deuda. Pero a partir de 1978 se inicia un aumento de los tipos de interés, que alcanzará niveles sin precedentes en 1979 y después en 1980 y 1981, continuando a alto nivel en la primera parte de 1982. Como puede observarse en el cuadro n.º 4, los pagos por intereses de 1978 más que se duplican en 1980 y casi se triplican en 1981, continuando todavía su aumento en 1982, pero a un ritmo más moderado, que refleja la baja experimentada en el segundo semestre.

La amortización de la deuda también experimenta un gran crecimiento en los últimos años, que se inicia a partir de 1978. Tal crecimiento se deriva de un factor no reflejado en el cuadro n.º 4, pero al que hemos hecho referencia: el incremento del endeudamiento bancario dentro del endeudamiento total de los países en vías de desarrollo. Dicho endeudamiento es a medio plazo y su vencimiento es notablemente más corto que el endeudamiento oficial y de organismos internacionales, que representaba un mayor porcentaje cuando se inició la década.

Lo que caracteriza este endeudamiento privado es la concentra-

PAISES EN VIAS DE DESARROLLO NO PRODUCTORES DE PETROLEO				
Servicio de la Deuda				
(Valor en miles de millones de dólares)				
Años	Interés	Amortización	Total	% aumento
1974	9,4	12,9	22,3	—
1975	10,5	14,7	25,2	13,0
1976	11,0	17,0	27,9	10,7
1977	13,5	21,1	34,6	24,0
1978	19,5	31,1	50,6	46,2
1979	28,5	37,4	66,0	30,4
1980	40,6	36,3	76,9	16,5
1981	54,5	39,6	94,1	22,4
1982 (Estimación) ...	58,3	50,1	108,4	15,2
1983 (Proyección) ...	54,8	55,8	110,5	1,9

Fuente: FMI y Banco Mundial.

ción en un número relativamente pequeño de países —un conjunto de veinte—, que incluye siete latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Perú, Venezuela), cuatro de Extremo Oriente (Corea, Filipinas, Indonesia, Tailandia), cuatro países socialistas de Europa (Hungría, Polonia, Rumanía, Yugoslavia), tres del Próximo Oriente (Egipto, Israel, Turquía), además de Portugal y Argelia. A este conjunto de países le ha correspondido un 75 por 100 del servicio de la deuda en 1982. Su participación en el total de la deuda era en 1981 algo inferior (71 por 100), pero en los préstamos bancarios representaban el 80 por 100 y en el crédito a corto plazo, el 90 por 100.

Para estos países, la relación deuda/exportación de bienes y servicios superaba el 171 por 100, mientras tal relación para el resto de los países en vías de desarrollo era de sólo el 65 por 100.

Ni siquiera los datos anteriores, que destacan el papel de una veintena de países, son del todo representativos de la concentra-

ción de riesgos. Diez países, entre los cuales ocupan puestos muy relevantes cuatro latinoamericanos (México, Brasil, Argentina y Venezuela), significan más del 60 por 100 del endeudamiento bancario de los países en vías de desarrollo. La concentración de riesgos es muy marcada en este grupo de países. La desproporción de la deuda con el conjunto de ingresos por exportaciones de bienes y servicios, muy alta. El coeficiente del servicio de la deuda (es decir, el porcentaje del total de exportaciones que es absorbido por el pago de intereses y amortizaciones) en los tres primeros países latinoamericanos antes mencionados está entre el 50 y el 90 por 100. Normalmente se considera que cuando dicho coeficiente supera el 18 por 100 empieza a existir peligro potencial de que un país no pueda atender la deuda en el futuro.

No puede extrañar, a la vista de los datos anteriores, el fuerte problema de endeudamiento que estamos viviendo, ni que la desconfianza de los bancos alcance, no

sólo a los países que tienen dificultades, sino también a aquéllos otros que, por su estructura similar, se estime que pueden llegar a tenerlas. La prudencia en las nuevas operaciones es una de las características. Otra es la necesidad de seguir financiando a los países en dificultades, pero, generalmente, en operaciones ligadas con préstamos del Fondo Monetario Internacional, de forma que este organismo pueda introducir sus exigencias de condicionalidad para el ajuste de la economía de dichos países.

2. LOS MERCADOS FINANCIEROS NO BANCARIOS

Terminaremos esta exposición haciendo mención breve de la evolución del endeudamiento internacional en los mercados financieros no bancarios. Dentro de éstos, hay que distinguir entre el mercado de eurobonos y las emisiones de obligaciones internacionales en los mercados nacionales.

El mercado de eurobonos es un mercado de colocación y venta de obligaciones denominadas en

una moneda, que tiene lugar fuera del país al que corresponde dicha moneda. Lo mismo que en el caso del mercado de eurodivisas, los eurobonos quedan fuera del ámbito de influencia directa, mediante disposiciones legislativas, del país en cuya moneda se denomina; ello determina una gran libertad de su funcionamiento y una exclusión de impuestos. El mercado se desarrolló desde 1963, influido por las limitaciones impuestas en dicho año al mercado de Nueva York, como consecuencia de la situación deficitaria de la balanza de pagos americana. Desde entonces tuvo un desarrollo desigual, pero predominando la tendencia creciente. Ha sido especialmente en los tres últimos años cuando el crecimiento ha sido más importante. Característico de esta evolución reciente es que algunas grandes empresas americanas, entre las más acreditadas en los mercados financieros de aquel país, han empezado a emitir obligaciones en el mercado de eurobonos.

Las cifras del cuadro n.º 5 son bastante significativas de dicha evolución. En él puede observarse el gran crecimiento, especialmente en los dos últimos años, y el

desarrollo impresionante de las empresas americanas. Pero, realmente, también los gobiernos y las empresas no americanas, estatales o no, han experimentado un aumento muy considerable.

Conviene señalar que este mercado sólo excepcionalmente es utilizado por países en vías de desarrollo, por lo que no ha estado sometido a la misma problemática a la que hemos hecho referencia al hablar de eurodivisas. Por otra parte, aunque la parte más importante del mercado está constituida por obligaciones a tipo de interés fijo, en los últimos tiempos ha sido extraordinariamente importante el desarrollo de los títulos a tipo flotante, generalmente en función del *Libor*.

La emisión de obligaciones extranjeras en mercados nacionales ha tenido también durante estos últimos años una tendencia creciente, pero mucho menos intensa que los eurobonos (véase cuadro n.º 6). Los mercados nacionales están sometidos a la influencia de la política económica de cada país —por ello ha habido oscilaciones en las emisiones extranjeras en Nueva York— y, en ocasiones, a la actuación directa de las autoridades, que frena el acceso de entidades extranjeras al mercado. Este ha sido el caso de Alemania, especialmente en 1981, y de Japón, en 1980 y 1981. Como también puede observarse en el cuadro n.º 6, el mercado nacional más importante para las emisiones extranjeras es Suiza, si bien hay que tener en cuenta que todas las emisiones en francos suizos tienen lugar en el mercado suizo. A diferencia de lo que ocurre con las otras monedas importantes, no hay eurobonos en francos suizos, debido a la presión ejercida por las autoridades suizas, respaldada por su propia

CUADRO N.º 5

EMISION DE EUROBONOS (Por tipo de prestatario) (Valor en millones de dólares)

	1978	1979	1980	1981	1982
Total eurobonos	14.125	18.726	23.970	31.616	50.365
Compañías estadounidenses ..	1.122	2.872	4.107	6.178	12.596
Compañías no estadounidenses ..	4.540	7.183	9.032	12.882	13.231
Empresas estatales	3.291	4.524	5.839	7.496	13.538
Gobiernos	3.643	2.433	3.045	2.629	7.624
Organizaciones internacionales ..	1.529	1.714	1.947	2.431	3.376

Fuente: *World Financial Markets*

CUADRO N.º 6

**EMISION DE BONOS EXTRANJEROS EN MERCADOS
NACIONALES (Valor en millones de dólares)**

	1978	1979	1980	1981	1982
Estados Unidos	5.795	4.515	3.429	7.552	5.946
Alemania	3.789	5.379	4.839	1.310	2.745
Suiza	5.698	9.777	7.617	8.285	11.129
Japón	3.826	1.833	1.088	2.457	3.494
Otros	1.046	760	977	1.765	2.511
Total bonos extranjeros emitidos en mercados nacionales	20.154	22.264	17.950	21.369	25.825

Fuente: *World Financial Markets*.

banca, que tiene una enorme capacidad disuasoria, dada la enorme cartera de fondos que administra. En el año 1983, el mercado suizo ha continuado su fuerte expansión, mientras las emisiones en Japón y Alemania se producen a ritmo similar al del año 1982. Entre los otros mercados, hay que señalar el progreso del mercado de Londres, al ir cediendo los elevados tipos de interés de años anteriores.

3. ACTUACION ESPAÑOLA

Por último, una somera referencia a la actuación española en estos mercados.

Como es bien conocido, el endeudamiento español en el mercado de eurodivisas es apreciable. Atrás quedó, hace ya más de una decena de años, la época en que un director financiero de una gran empresa podía preguntar: «¿y eso de los eurodólares... ¿qué es?». Especialmente los años que siguen al programa estabilizador de 1977 son años de fuerte endeudamiento, en los que España ocupa, por países, uno de los primeros lugares en el endeudamiento

con la banca internacional. Recientemente, sin embargo, nuestro ritmo de endeudamiento global ha bajado. Especialmente desde mediados de 1982, las empresas privadas han tenido una lógica sensibilidad al riesgo de cambio, que les ha llevado a no tomar nuevos créditos y — en la medida en que se ha autorizado — a devolver anticipadamente los tomados con anterioridad. Incluso las empresas del sector público — INI e INH — han seguido esta pauta, endeudándose en el exterior menos que anteriormente y sustituyendo tal endeudamiento por préstamos flotantes u otro tipo de financiación en pesetas. Sólo han continuado saliendo al mercado internacional de forma regular, el Tesoro y las entidades más próximas a él (ICO y RENFE), las empresas que tienen cubierto el riesgo de cambio (autopistas) y aquellas otras que no pueden encontrar en el mercado interno recursos adecuados, en plazo o cantidad, para cubrir todas sus necesidades (compañías eléctricas y Telefónica). De esta forma, el endeudamiento reciente se ha polarizado y mantenido en cifras más modestas que en años anteriores.

Hay que decir que este declive en las necesidades de financiación ha tenido un efecto oportuno. Como consecuencia de la situación de los países en vías de desarrollo, a la que hemos hecho referencia, ya hemos visto que los mercados han aumentado su sensibilidad al riesgo, reflejada tanto en la disponibilidad de fondos como en los márgenes pagados.

En el último período de gobierno de UCD y al principio del gobierno socialista hubo un cierto período de reserva de la banca internacional que se ha visto superada a partir de la primavera de 1983. Junto con la orientación general de la política económica, la actuación del Tesoro en el campo financiero ha permitido crear un clima que indudablemente ha mejorado la aceptación del papel español en buena parte de los mercados exteriores.

Quizá donde las operaciones se han desenvuelto con menos fluidez es en los mercados suizo y alemán, dos fuentes tradicionales de financiación de las entidades de mayor calidad de nuestro mercado. En dichos mercados probablemente hubiera sido deseable una actuación indirecta, mediante *swap*, en vez de una emisión directa de obligaciones. El *swap* es una operación relativamente nueva, por la que una entidad de la máxima calidad — generalmente un gran banco — sale al mercado a tipo fijo e intercambia con otra que se endeuda, por ejemplo, a tipo flotante, los flujos necesarios para pagar recíprocamente sus obligaciones. Tal intercambio resulta rentable porque los mercados a tipo fijo son más sensibles a la calidad. La diferencia entre una entidad de primer rango y otra de buena calidad, pero no tan conocida, es apreciable en el mercado a tipo fijo — hasta 2 por

100— y puede no ser mayor de 0,25 a 0,50 por 100 en el mercado a tipo flotante. Saliendo cada entidad en aquel mercado en que tiene ventaja comparativa e intercambiando después los flujos de deuda, se puede conseguir que una entidad obtenga recursos a tipo fijo por debajo de lo que hubiera sido su coste en dicho mercado y que el banco obtenga fondos a tipo flotante por debajo del *Libor*. Este tipo de operaciones se están haciendo ahora en el mundo por valor de miles de millones de dólares al año. Desgraciadamente, en España están casi inéditas, en parte por su novedad, y, sobre todo, por la falta de clarificación de un tratamiento fiscal razonable.

Entre los otros mercados, el mercado japonés, con sus múltiples variedades, ha sido uno de los más utilizados en estos últimos meses. Comienza a utilizarse el mercado en libras esterlinas y, sobre todo, las distintas modalidades del mercado de obligaciones en dólares a tipo flotante. Parece indudable que, por parte del Tesoro, existe una voluntad de diversificación cuya utilidad ha sido públicamente reconocida. Esperemos que esa trayectoria se consolide y que vaya acompañada de una cierta preocupación por los mercados secundarios, que no siempre han sido cuidados como debieran.