

TENDENCIAS FUTURAS EN LOS MERCADOS MONETARIOS (*)

A lo largo de los últimos veinticinco años, los mercados monetarios internos e internacionales han conocido una rápida expansión, y especialmente el Euromercado, tal vez la expresión más destilada de la internacionalización del sistema financiero. **Marcia Stigum y Barry Drayson** pasan revista, en este trabajo, a los problemas con los que han tenido que enfrentarse los mercados monetarios y a la manera en que los han resuelto. Su análisis se centra, en especial, en el Euromercado y en los avatares desencadenados en él por los excedentes de la OPEP y el crecimiento de la deuda internacional. El repaso de los sobresaltos pasados y de la situación presente les lleva, de todos modos, a ser optimistas y a pensar que los problemas actuales no impedirán el florecimiento e integración del mercado monetario mundial.

I. ACONTECIMIENTOS EN LOS MERCADOS MONETARIOS

HEMOS de reconocer que nos disponemos a abordar el tema que nos ocupa, «tendencias futuras en los mercados monetarios», con cierta preocupación. Si hubiéramos tratado de predecir lo que sucedería en los mercados monetarios mundiales en 1970, pongamos por ejemplo, y quisiéramos hoy comparar la predicción con los hechos reales, tememos que se acusara a muchos pronósticos de haber errado considerablemente el blanco.

Nos gustaría detenernos un poco repasando los acontecimientos de los últimos años, que nos han colocado en una posición muy distinta de la que podríamos haber esperado. De esa manera, quizá tengamos más posibilidades de ver con claridad dónde nos llevan las tendencias monetarias actuales.

1. El mercado de divisas

Entre 1971 y 1973 el sistema financiero que daba cohesión al mercado de divisas abandonó el patrón-dólar, dando con ello comienzo a la era de los tipos de cambio flexibles. La teoría económica básica nos había enseñado a respetar la disciplina de los tipos fijos, y la perspectiva de que se convirtieran en variables parecía indicar el comienzo de la inestabilidad. Existían además bancos con pérdidas de las que la opinión pública había sido ampliamente informada: Herrstatt, West Deutsche Landesbank, Franklin, LBI Lugano y Credit Swiss, por dar algunos ejemplos. Determinadas instituciones financieras, por diversas razones, pasaron muchas penalidades mientras remontaban la cuesta del aprendizaje.

La segunda mitad del último decenio fue un período en el que los agentes llegaban al sa-

lón de transacciones esperando fluctuaciones de los tipos de cambio. Y los movimientos eran amplios, no sólo en el valor del dólar frente a las demás monedas, sino en los cambios cruzados. Los primeros años ochenta han marcado una etapa de menor volatilidad. Se ha producido un uniforme fortalecimiento del dólar y la mayor parte de la información pública relacionada con su evolución ha confirmado las razones lógicas para su mejor cotización. El valor del dólar frente a todas las monedas ha sufrido menos variaciones que anteriormente; los tipos de cambio cruzados también se han mantenido más estables. La primitiva turbulencia se ha disipado a medida que los bancos comerciales y centrales han llegado a entender con claridad el funcionamiento y las posibilidades de un mercado libre.

Hace diez años nuestros periódicos estaban repletos de artículos que responsabilizaban al llamado «dinero caliente» de muchos de los problemas monetarios internacionales. Nosotros, por lo menos, llevamos algún tiempo sin ver aparecer ese término en la prensa. Milton Friedman debe de estar disfrutando con la experiencia que hemos vivido; él siempre afirmó que la especulación tenía un efecto estabilizador sobre el mercado ya que, según su teoría, si la especulación no fuese rentable, los especuladores no durarían mucho. Desde el punto de vista de Friedman, la especulación sirve para suavizar las situaciones anormales, no para complicarlas.

En un sistema de tipos de cambio fijos, el dinero caliente huía de una moneda débil hacia otra fuerte siempre que se

tenía conciencia de que un gobierno carecía de recursos para detener la corriente. En un sistema de tipos variables, el flujo de dinero es constante y las posibilidades de un movimiento brusco, como sería una devaluación, desaparecen.

El sistema de tipos variables responde, de forma continua, a las necesidades del mercado. Es un mecanismo del mercado libre que ha funcionado en los últimos años con una notable ausencia de sobresaltos.

Hace diez años los economistas sostenían que los tipos de cambio variables permitirían que cada país mantuviera una política monetaria independiente. Los gobiernos se frotaban las manos ante la perspectiva de fijar el nivel de los tipos de interés internos y de mantener el valor de su moneda a un tipo de cambio que mantuviera la competitividad exterior.

Se trataba de una idea atractiva en teoría, pero que resultó ilusoria en la práctica. Hace tres años, el Ministerio de Hacienda de los Estados Unidos reconoció que, en el mejor de los casos, era posible influir sobre los tipos de interés internos o sobre el valor de la propia moneda, pero que resultaba imposible controlar ambas cosas al mismo tiempo. La esfera de acción de una política monetaria independiente es muy restringida.

En los mercados de euromonedas existen canales muy bien dragados para facilitar el flujo del dinero internacional. Cuando los niveles de los tipos de interés se sitúan por encima o por debajo del nivel de equilibrio, en un mercado libre se producen los correspondientes movimientos de capital. Más aún,

la profundidad del mercado de divisas ha hecho nacer mercados al contado, mercados de futuro y mercados *swap*, en los que los arbitrajistas están en condiciones de aprovecharse de las medidas económicas artificiales adoptadas por los gobiernos. Las principales economías occidentales tardaron años en darse cuenta de que la existencia de un eficaz mercado monetario internacional significaba que seguían siendo tan interdependientes como antes. Prueba de ello son los acontecimientos de 1981 en Ottawa, donde, con motivo de la Conferencia Económica en la cumbre, los dirigentes de las otras grandes potencias occidentales solicitaron del presidente Reagan que hiciera menos dura la política monetaria de los Estados Unidos. Los elevados tipos de interés estadounidenses habían traído consigo la recesión y un desempleo políticamente muy desagradable en Alemania, Francia, Gran Bretaña y en otros países. Y la política monetaria restrictiva de los Estados Unidos había creado dificultades similares para sus otros aliados económicos occidentales. La independencia prevista había resultado un mito y ahora la orden del día es la interdependencia.

2. El mercado de la euromoneda

Después de veinte años de existencia vergonzante, el mercado de euromonedas desempeña por fin su verdadero papel en el sistema monetario mundial. Durante los años setenta, los bancos centrales deploraron las actividades de este mercado, que eludía el control regulador

mientras trasvasaba fondos a centros extraterritoriales (*offshore*). Los críticos esperaban su fallecimiento, ya que contaban con que la quiebra de uno de los bancos provocaría el desplome general, como si se tratara de un castillo de naipes. Hoy en día, sin embargo, el mercado de euromonedas se mantiene como una fuente de liquidez con un total de dos billones de dólares en depósitos.

A pesar de que ya se acepta su decisiva importancia financiera, el mercado de euromonedas sigue siendo objeto de preocupaciones. En los dos últimos años ha existido un incesante debate sobre los efectos del volumen de los préstamos euro-sindicados hechos a los países del Tercer Mundo. Conforme disminuía, en los últimos años, la demanda mundial de productos procedentes de los países en desarrollo, aumentaba la refinanciación de sus créditos. Y habrá que seguir haciéndose la misma pregunta: ¿habrá un incumplimiento de tal magnitud en las obligaciones contraídas como para causar una pérdida tan catastrófica que desestabilice el sistema financiero internacional?

En primer lugar, las críticas que se ha hecho al mercado de euromonedas por su función de reciclaje son infundadas. Los gobiernos han apoyado abiertamente el aumento de los préstamos a los países en desarrollo mediante instituciones tales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Los excedentes de la OPEP, que se acumularon con tanta rapidez a mediados de los años setenta, se invirtieron en el Tercer Mundo de la mano de un grupo de grandes bancos al por mayor que lograron, vía créditos sindi-

cados, diluir enormemente los riesgos inherentes a la actividad bancaria. Más aún: los gastos generales de las transacciones resultaron muy bajos, gracias a no tener que hacer frente a los costes que producen las regulaciones. A falta de la intervención directa de los gobiernos, da la impresión de que el problema se ha resuelto de la mejor manera posible.

En segundo lugar, la misma cooperación que ha sido esencial para la formación de los sindicatos será un factor que contribuya en gran medida a su supervivencia. Ningún banco aislado querrá declarar un fallido, en lugar de aceptar una refinanciación de la deuda, ya que ese banco tendrá una menor flexibilidad temporal para regularizar la pérdida de esos préstamos. Los bancos tienen, pues, un interés común en que la situación se resuelva.

En tercer lugar, si un banco declarase un fallido, comprometería de inmediato al gobierno de su país de origen. Otros bancos de ese mismo sindicato se encontrarían, es de presumir, con problemas de magnitud suficiente para implicar a los gobiernos de sus países de origen. El volumen de los créditos en cuestión es tan enorme que un incumplimiento generalizado se convertiría en un asunto de cooperación política internacional. El bienestar económico del Tercer Mundo depende íntimamente del de las naciones desarrolladas. Los métodos para que los gobiernos proporcionen a los bancos la ayuda necesaria para llevar a cabo una reprogramación eficaz no están todavía claros, pero no tuvo nada de sorprendente que el presidente Reagan facilitara al FMI los recursos adicionales que ne-

cesitaba en el otoño de 1983. Era algo fácil de predecir después de que el gobierno de los Estados Unidos acudiera tan rápidamente en ayuda de Méjico hace dos años.

La interdependencia económica y política ha permitido, pues, que el sistema financiero internacional superase una crisis pasajera de liquidez.

3. Volatilidad de los tipos de interés

Los bancos comerciales siempre han tenido que gestionar el riesgo crediticio. Durante los últimos veinte años también han tenido que convertirse en expertos en el manejo del riesgo derivado de los tipos de interés.

La volatilidad de los tipos de interés amenaza a una institución cuando el vencimiento de sus activos no se corresponde con el de sus pasivos. El resultado de tal estrategia puede ser una reducción o una diferencia negativa de los tipos de interés y, por consiguiente, una disminución de beneficios. Economistas y organismos reguladores han expresado su preocupación por el gran esfuerzo de transformación que se produce en los mercados de euromonedas, citándolos como un factor que podría crear inestabilidad.

La volatilidad de los tipos de interés ya no resulta tan amenazadora como antaño. En primer lugar, los bancos han seguido una política de casar, al máximo posible, los vencimientos de sus activos con los de sus pasivos. También han procurado casar activos a tipos variables con pasivos de características similares. Más adelante

se analizarán otros métodos para reducir el riesgo de los tipos de interés. En este momento, basta con señalar que los bancos han hecho lo posible por aislarse de los efectos de las fluctuaciones de los tipos de interés. En segundo lugar, los mercados monetarios han puesto de manifiesto un cambio de sentido en la tendencia hacia una mayor volatilidad de los tipos de interés. En octubre de 1979, el Consejo de la Reserva Federal decidió fijar el volumen de reservas en lugar de los tipos de interés en los fondos federales a muy corto plazo. Los operadores del mercado monetario pensaron que esta acción aumentaría la volatilidad de los tipos de interés, pero los hechos no han confirmado tal previsión. Bastan unas cuantas estadísticas para probarlo. (Hemos usado el tipo preferencial en los Estados Unidos como tipo básico de interés). En 1979, hubo 12 cambios en el tipo preferencial dentro de una banda del 4 por 100. En 1980, 42 cambios dentro de una banda del 10,5 por 100. En 1981, 26 cambios dentro de una banda del 5,75 por 100. En 1982, 12 cambios, con una banda del 5,50 por 100. En 1983, 3 cambios, con una banda del 1 por 100.

Los bancos han adoptado medidas defensivas contra una amenaza que desaparecía, lo que equivale, en suma, a cerrar la puerta de la cuadra en el momento en que el caballo se está quedando dormido.

En conclusión, la interdependencia política y económica y una reducción de la volatilidad, tanto en la cotización de las divisas como en los tipos de interés han contribuido en gran manera a una inesperada esta-

bilidad en nuestros mercados internacionales de moneda.

Somos conscientes de que este repaso nos presenta un cuadro alentador, y las razones que analizaremos en la segunda parte nos llevan a pensar que nuestra fe en el mercado libre descansa sobre fundamentos sólidos.

II. EL FUTURO DE LOS MERCADOS MONETARIOS

En el repaso que acabamos de hacer, nos hemos detenido intencionadamente en el análisis de los mercados monetarios internacionales. Saldría fuera del alcance de esta exposición pasar revista, uno a uno, a los mercados nacionales más importantes. Muchos acontecimientos que se producen al oeste del océano Atlántico constituyen la piedra angular del sistema financiero mundial, pero hablar sólo del mercado nacional de los Estados Unidos sería no ver más allá de la propia nariz. Nuestros mercados internacionales operan libres de regulaciones, y son un lugar de encuentro para los bancos, los gobiernos, los organismos gubernamentales, las empresas y los individuos de todo el mundo. En ese sentido, proporcionan un auténtico barómetro, muy sensible, del clima internacional.

1. El papel futuro del mercado de las euromonedas

Entre 1965 y 1980, el mercado de euromonedas creció a razón de una media anual del 28 por 100. Desde 1980, lo ha he-

cho a una media anual del 10 por 100. Con la llegada de la madurez se ha producido una disminución del ritmo de crecimiento.

A lo largo de la última década, banqueros y directores financieros de grandes empresas se preocupaban constantemente del riesgo soberano que presentaban los depósitos en bancos extraterritoriales (*offshore*). Este miedo se ha ido disipando gradualmente, a medida que los bancos regionales de los Estados Unidos abrían sucursales en Nassau y Gran Caimán para poder participar en el mercado internacional. En los dos últimos años, las entidades de ahorro estadounidenses han empezado a colocar sus activos a corto plazo en bancos extraterritoriales (*offshore*). Por lo que a depósitos se refiere, el euromercado los retribuye por encima de los certificados de depósito para grandes sumas de los bancos de Estados Unidos. Tal diferencia refleja la diferencia en el coste neto de los fondos para el banco que, en la actualidad, tiene que soportar un coste de reservas de 20 centésimas de punto porcentual y otro de 8 centésimas de la corporación federal de seguros de depósitos (FDIC) en los certificados de depósito. Desde el punto de vista del riesgo, ello quiere decir que los depositantes sólo obtienen, como prima de riesgo, 30 centésimas de punto porcentual. En nuestra opinión, algunas de las sociedades de ahorro y crédito más conservadoras de los Estados Unidos también aceptarían un diferencial tan pequeño como 10 ó 15 centésimas de punto por un depósito de eurodólares colocado en una sucursal de Londres. El riesgo soberano desempeñará un papel muy

poco importante a la hora de decidir en el futuro el coste de los fondos en los eurobancos. Todo se reducirá a un cálculo matemático basado en el coste del depósito en eurodólares para el banco comparado con el de las posibilidades internas. Es de esperar que se produzca una relación continua entre los tipos de interés pasivos del mercado nacional y de la banca extraterritorial (*offshore*).

Los economistas han explicado de muchas formas el espectacular crecimiento pasado del euromercado. Su crecimiento futuro dependerá de que siga o no siendo el mercado más barato para realizar transacciones al por mayor. Los directivos de los bancos centrales han querido sujetar muchas veces esta cabalgadura un tanto incómoda, pero no han encontrado ningún método práctico para hacerlo. Nuestra impresión es que no habrá nuevas reglamentaciones que modifiquen la forma de actuar de los euromercados. Sin embargo, y con la excepción de Alemania, existe una tendencia hacia la liberalización de los mercados nacionales que podría reducir el margen de eficiencia entre éstos y sus competidores extraterritoriales (*offshore*). Sin embargo, nos guardaremos mucho de basar nuestras predicciones en lo que puedan hacer o dejar de hacer los organismos reguladores de los bancos centrales.

Nos viene a la memoria que Henry Wallich, miembro del Consejo de Administración de la Reserva Federal, dijo una vez que había que vigilar estrechamente a todo lo que crece por encima del 20 por 100 anual en los mercados financieros. Creemos que ya debe estar más tranquilo. Después de alguna

pequeña contracción en los últimos tiempos, esperamos que el mercado de euromonedas muestre tasas de crecimiento de un solo dígito durante los próximos diez años. Partimos del supuesto de que se producirán pocos cambios en las tasas de inflación. El mercado de euromonedas seguirá siendo la primera fuente de pasivos para los bancos de todo el mundo, pero funcionará en armonía con los mercados nacionales, y no en competencia con ellos.

2. El futuro del mercado interbancario de euromonedas

Nos hemos referido anteriormente al tamaño del euromercado y lo hemos situado en dos billones de dólares de depósitos. De esta cifra, aproximadamente el 55 por 100 son depósitos interbancarios, o fondos depositados por un banco en otro. De esta forma, y dentro del euromercado, cuya misión es intermediar fondos de particulares, existe un mecanismo interno que facilita la transferencia de fondos entre los bancos internacionales del mundo. No existe un servicio oficial de clasificación que defina con precisión cuál de los bancos internacionales puede participar en el mercado interbancario. Sin embargo, los tipos interbancarios de interés están basados en los tipos correspondientes a bancos de «primera fila». A estos bancos se les puede definir, de manera amplia, como aquellos que están en condiciones de atraer fondos cuantiosos a los tipos fijados.

De forma tradicional, los más importantes bancos estadouni-

denses, canadienses, británicos, franceses, alemanes y suizos han estado incluidos en esta «primera categoría». Durante los últimos tres años esa situación se ha modificado. Los bancos canadienses se han visto perjudicados por los créditos relacionados con el petróleo; los alemanes, por el volumen de crédito concedido a la Europa del Este; el triunfo electoral de la izquierda, la nacionalización de los bancos y una economía con mala salud han hecho muy poco en pro de la causa francesa. En 1983, la «primera categoría» estaba integrada únicamente por bancos estadounidenses, británicos y suizos. Todos los demás tenían que pagar una prima por encima del tipo preferencial para atraer depósitos.

Británicos y suizos conservaron su rango porque contaban con carteras de préstamos internacionales que estaban menos expuestas al riesgo soberano que las de sus competidores. No puede decirse lo mismo de los bancos norteamericanos. Citibank tiene un riesgo con Brasil superior a su capital. Al Manufacturers Hanover le pasa algo parecido con México. La dirección de Chase Manhattan no debe de estar nada contenta con el asunto Drysdale. El Continental Illinois y el Seattle First están empezando a recuperarse de sus molestas experiencias debidas a pérdidas nacionales. Sin embargo, los 20 ó 30 primeros bancos nacionales estadounidenses copan sistemáticamente la «primera categoría», y continuarán haciéndolo. Los bancos y las empresas estadounidenses son los que proporcionan gran parte de la liquidez, del mercado de euromonedas, y estas instituciones prefieren depositar sus fondos en los gran-

des bancos de los Estados Unidos. El mercado, en última instancia, se da cuenta de que el sistema financiero estadounidense proporciona un apoyo muy fuerte a sus propios bancos. El seguro de la Corporación Federal de Seguros y Depósitos (FDIC) respalda una parte de los depósitos fundamentales. Los bancos que han quebrado, como el Franklin y el U.S. National Bank de San Diego, se han fusionado con instituciones sólidas. Y además los bancos estadounidenses tienen acceso a un mercado nacional muy complejo y diferenciado. Y, además de ello, el volumen de su activo sigue teniendo gran importancia a la hora de valorar la categoría de un banco. Dando por supuesto que la creación de sucursales en otros Estados de la Unión siga adelante sin tropiezos, puede que llegue a haber más bancos estadounidenses de gran tamaño o puede que los bancos más importantes de los Estados Unidos se hagan todavía mayores. Por todas estas razones, creemos que los bancos estadounidenses mantendrán su posición a la cabeza de la lista.

A medida que los mercados financieros lleguen a darse cuenta de que los recientes sobresaltos, nacionales e internacionales, no han producido quiebras de bancos, aumentará el número de bancos considerados de primera fila. Esto significará que los grandes bancos de las principales economías occidentales podrán conseguir fondos a los tipos preferenciales del mercado. La lista se ampliará para incluir a bancos de Australia, Nueva Zelanda, Holanda, Bélgica, Austria y los países escandinavos, que estarán en condiciones de operar a niveles pre-

ferenciales o casi preferenciales. También los bancos italianos y españoles deberán mejorar su clasificación.

La Banca japonesa, cuyas actividades han dominado el mercado interbancario a lo largo de los dos últimos años, verá cómo sus bancos van resultando cada vez más aceptables. Normalmente, 10 bancos japoneses se encuentran entre los primeros 40 del mundo por el volumen de activos. Y tienen por costumbre realizar, entre ellos, operaciones interbancarias sin techo máximo. Al parecer, operan con líneas de crédito no clasificadas, y en la actualidad constituyen un mercado singular. Otros bancos del Extremo Oriente deberán participar más activamente. El Banco de China está esforzándose por hacer notar su presencia en Estados Unidos y, hacia finales de esta década, creemos que participarán en el mercado bancos de Corea del Sur, de Malasia y de Singapur.

No nos sentimos tan optimistas por lo que se refiere a las perspectivas de los bancos del Este y del Centro de Europa, así como a las de los de América del Sur. Estas instituciones empezaban a ganar algún terreno hace cinco años, pero sus operaciones en el euromercado se vieron bruscamente contraídas hace dos años, a medida que los otros bancos les cancelaban sus líneas de crédito. No creemos que esos bancos puedan volver a escena en un futuro próximo.

El escalonamiento, es decir el pago de tipos de interés pasivos más altos por parte de los bancos que no están en la «primera categoría», ha sido siempre una característica de los euromercados, característica que

se hará aún más pronunciada. Hace diez años, los intermediarios ofrecían dinero con un margen de 1/8 por 100 sobre el LIBOR y el 99 por 100 de los contratos firmados se ajustaban a tal diferencial. En un próximo futuro creemos que se mantendrá la situación actual: los mediadores seguirán cerrando operaciones con margen superior al básico cuando de bancos pequeños se trate y con margen inferior cuando la operación se haga con instituciones sometidas a una rígida disciplina crediticia. Los mediadores tendrán que aplicar esa norma en un mercado cuyos participantes persiguen objetivos claramente distantes.

Hasta este momento, nuestros comentarios sobre la situación crediticia se han referido a los depósitos a plazo en eurodólares. Desde 1980, la actividad del mercado con los certificados de depósito en eurodólares ha aumentado considerablemente. Este mercado ha sido tan sensible al prestigio de los nombres que tres o cuatro de los mayores bancos estadounidenses han estado en condiciones de dominarlo, permitiendo tan sólo niveles muy bajos de participación a otros bancos de los Estados Unidos (entre 10 y 20) y alguna participación ocasional de bancos extranjeros. Hace cinco años, los bancos japoneses hubieran tenido que emitir sus certificados de depósito en eurodólares a los tipos interbancarios para depósitos a plazo. En la actualidad, existe un saneado mercado secundario de efectos japoneses, que se negocian de 8 a 10 puntos por encima del nivel de cotización de los nuevos cinco bancos estadounidenses. Esta situación es idéntica a la que presenta ahora

el mercado nacional de los Estados Unidos. A pesar de que los bancos extranjeros se hallan bajo la supervisión del Consejo de la Reserva Federal, los certificados de depósito nacionales emitidos por los bancos extranjeros en los Estados Unidos (*Yankee CD's*) no han obtenido una aceptación muy amplia. Ni siquiera los mejores bancos británicos y suizos están en condiciones de afirmar que sus efectos se negocien al nivel o cerca del nivel de cotización de los certificados de depósito emitidos por los principales bancos estadounidenses.

Tanto en el mercado internacional de depósitos como en el nacional, creemos que los grandes nombres se cotizarán aún más y que cambiarán muy poco los criterios de clasificación bancaria. Los bancos más importantes de los Estados Unidos seguirán dominando la clasificación.

3. El futuro de los centros del mercado monetario internacional

A medida que la actividad del mercado de divisas y de euromonedas aumentaba por todo el mundo, los bancos se concentraron en unos cuantos centros de más importancia. De entre éstos, algunos seguirán floreciendo, otros quizá declinan. Vamos a revisar las distintas zonas sucesivamente, yendo del Este hacia el Oeste, para tratar de dar ideas sobre la distribución geográfica de los centros financieros.

Al Extremo Oriente le corresponden en la actualidad el 14 por 100 de los pasivos en euro-

monedas. Esto deforma el cuadro desde el punto de vista del nivel de actividad, ya que el 6 por 100 se le atribuye a Tokio. Muchos de los pasivos contabilizados en Tokio representan transacciones realizadas por sucursales en el extranjero de bancos japoneses en representación de su sede social. Desde 1981 estamos esperando que los legisladores, tanto en Japón como en Australia, liberalicen sus leyes y permitan la presencia de bancos internacionales en su territorio. Si lo hacen, Tokio, Sydney y Melbourne se convertirán en importantes mercados extraterritoriales (*offshore*). Pero vamos a resistir la tentación de hacer predicciones sobre si las leyes se suavizarán o no. Nos limitaremos, más bien, a cuestiones sobre las que tengamos un mayor grado de certeza. A la larga, Hong-Kong pasará a manos de Pekín, e incluso, aunque el gobierno chino haga todo lo posible por asegurar a los bancos residentes que mantendrá intacto ese centro bancario, la incertidumbre general antes de que se produzca el acontecimiento impulsará a los bancos a trasladar sus operaciones a Singapur. El paso recientemente dado por Citibank en relación con los pasivos de su sucursal en Manila ha ensombrecido la situación. El riesgo soberano en los centros extraterritoriales (*offshore*) de los países inestables es una cosa muy real en los momentos presentes, aunque no entendemos algunas de las críticas dirigidas contra Citibank. Los que depositaron fondos en el Citibank de Manila disfrutaban de un tipo de interés de 1/16 ó 1/8 por 100 por encima del que estaba pagando la sucursal del mismo banco en Londres. Esto tendría que haber dado la alarma, pero,

en cualquier caso, el mercado de euromonedas no es lugar para aficionados. El efecto último de la decisión de Citibank será cercenar la posibilidad de Manila de convertirse en un centro extraterritorial (*offshore*). Kuala Lumpur puede salir perjudicada, si los depositantes de Extremo Oriente buscan un refugio más seguro para sus fondos.

Al Extremo Oriente le seguirá correspondiendo aproximadamente una décima parte de la actividad del mercado de euromonedas. Si Tokio mantiene las puertas cerradas, cabe esperar que crezca la importancia de Singapur.

El Oriente Medio tiene un gran centro internacional, Bahrein, que cuenta con un 3 por 100 de los pasivos del mercado de euromonedas. En el caso de que no se produzca en la zona ningún trastorno político catastrófico, Bahrein debe continuar funcionando al nivel actual.

A Europa le corresponde el 60 por 100 de la actividad del euromercado, y a Londres un poco más de la mitad de esta cifra. Nuestra impresión es que ha concluido la tendencia a trasladar a América del Norte la actividad en euromonedas. Europa ocupa una posición central desde el punto de vista horario y es, por consiguiente, el área fundamental de transacciones internacionales. En Europa, el único cambio importante será el papel más limitado de Luxemburgo. Los bancos alemanes, cuyas filiales han efectuado casi todas las operaciones realizadas allí, tienen ahora que consolidar sus balances exteriores e interiores por disposición expresa, y han desaparecido, por tanto, las ventajas de

su presencia en Luxemburgo. Los mediadores han advertido ya una reducción de la actividad de los depósitos del euro-mercado en ese centro.

A los centros de América del Norte les corresponde el restante 23 por 100 de los pasivos del mercado de euromonedas. Shell inauguró sucursales en Nassau y Gran Bretaña durante los años setenta. Los bancos de Nueva York han sido especialmente partidarios de realizar sus transacciones en el Caribe y han sufrido inspecciones muy rigurosas del Estado de Nueva York, por considerar que habían usado estos centros para, en una parte de sus ingresos, evadir los impuestos estatales y locales. Los mismos bancos de Nueva York cabildearon durante años para que se les permitiese realizar negocios con el mercado internacional de monedas en el territorio de los Estados Unidos, pero el Consejo de la Reserva Federal se opuso a lo que venía a ser la solicitud de un grupo concreto. Finalmente, el Consejo cedió y otorgó el derecho a establecer servicios bancarios internacionales (IBF's) a cualquier banco comercial con sede en los Estados Unidos. Los bancos japoneses en los Estados Unidos, que nunca habían tenido sucursales en el Caribe, hicieron amplio uso de esta nueva medida. Los bancos nacionales estadounidenses, sin embargo, no se han mostrado tan dispuestos a utilizar esta posibilidad. Las ventajas fiscales previstas han resultado ser menores de lo esperado, por lo menos inicialmente. Todavía es posible que algún negocio más de depósitos internacionales vuelva a las sucursales IBF, pero, como demuestran las estadísticas de América del Norte, más de la

mitad de los depósitos de euro-moneda en ese mercado siguen estando en el Caribe.

De hecho, los IBF tienen menos flexibilidad que los bancos de otros centros internacionales. No pueden aceptar préstamos a muy corto plazo porque los depósitos han de hacerse con un vencimiento de dos días como mínimo. Tampoco pueden emitir certificados de depósito negociables —lo que les impide trasvasar desde Londres operaciones con certificados de depósito en eurodólares— ni aceptar depósitos de instituciones en los Estados Unidos, careciendo así, por tanto, de una importante fuente de fondos.

A América del Norte seguirá correspondiendo un poco menos de la cuarta parte de la actividad del euromercado. Habrá muy pocos cambios en la importancia relativa de cada uno de los centros. Quizá se dé una excepción si Japón o Australia deciden abrir sus puertas. En ese caso, San Francisco o Los Angeles se desarrollarán, sin duda, para enlazar el último mercado que se cierra en América del Norte con los primeros en abrirse al otro lado del Pacífico. Por vez primera, estaremos negociando en un mercado en el que nunca se pone el sol.

4. Nuevas ideas tecnológicas en los mercados monetarios

En la parte primera de este trabajo nos referimos, brevemente, a los medios utilizados por la Banca para reducir el riesgo derivado de la variación de tipos de interés. Desde el ángulo teórico, se ha insistido mucho en que los mercados de futuros

sirven para cubrir los riesgos de la volatilidad, pero son pocos los bancos que han hecho amplio uso de los mismos: la aplicación práctica resulta lenta y farragosa.

Sin embargo, a lo largo del año último, muchas instituciones han utilizado los *swaps* de tipo de interés para cubrirse de ese riesgo. Explicaremos, mediante un ejemplo, de lo que se trata.

Imaginemos que un banco, A, quiere captar pasivo a dos años, pero no tiene acceso a esos fondos; imaginemos también que otra institución, B (tal vez una compañía de seguros o una empresa municipal) desea obtener fondos a 6 meses y al LIBOR, pero no puede obtener un depósito en eurodólares. En suma, pues, A tiene acceso al mercado de eurodólares a 6 meses y B puede financiarse fácilmente con fondos a 2 años. Se firma, entonces, entre A y B un contrato en virtud del cual A paga a B, semestralmente, el interés del dinero a 2 años. Supongamos que se trata de un 12 por 100 anual. Al mismo tiempo, B se compromete a pagar a A el interés del depósito a 6 meses en eurodólares. Imaginemos que, al iniciarse la operación, el interés correspondiente es del 10 por 100 anual. Al cumplirse el primer semestre, se calcularán las obligaciones correspondientes y A pagará a B la diferencia, puesto que A debe hacer frente a un mayor tipo de interés en el primer período contractual. Suponiendo que las dos partes hayan tomado a préstamo 10 millones de dólares, A pagará a B 100.000 dólares. Si el LIBOR del período siguiente alcanza el 14 por 100, al final del mismo B pagará a A 100.000 dólares. Obsérvese que esas obli-

gaciones no figuran en el balance de ninguna de las partes, dado que un *swap* de intereses es, simplemente, un acuerdo para intercambiar obligaciones de pago futuras.

El ejemplo empleado se refiere al caso más simple. Pueden utilizarse *swaps* de tipos de interés para plazos de 15 años, frente a los tipos a 90 días de certificados de depósito norteamericanos, tipos preferenciales o intereses de cualquier título de cualquier mercado. Pueden concertarse *swaps* en distintas monedas para enlazar instituciones de países distintos, lo que afectará, evidentemente, a las autoridades monetarias y al control de transacciones internacionales.

Intervienen en este mercado instituciones como el Banco Mundial, IBM y otras grandes multinacionales, bancos comerciales y de inversión, compañías de seguros, empresas municipales en Estados Unidos y empresas locales en el Reino Unido. El *swap* de intereses permite acceder a un mercado y no incluir la transacción en el balance y, por otro lado, se logra cubrir el riesgo de obligaciones futuras de forma idéntica a la que se produce al casar directamente los plazos de las operaciones activas y pasivas. El riesgo, pues, queda limitado a la diferencia de intereses. Todo lo cual significa que las instituciones ya no necesitan apelar directamente a un mercado para poder hacer uso de las ventajas que ofrece. Por eso, tales *swaps* se convertirán en un importante instrumento del mercado monetario en esta década y es probable que el riesgo planteado por la volatilidad de intereses deje de ser la principal preocupación de todos

los directores financieros del mundo.

El euromercado es un mercado a corto: rara vez se deposita dinero a más de un año, y el vencimiento medio es de unos noventa días. A lo largo del pasado año, los participantes parecen haberse acostumbrado a operar a plazos más largos, a plazos por encima del año. Los intermediarios han ofrecido operaciones, en los principales euromercados, con vencimiento de hasta cinco años. También en los mercados de divisas se advierte la misma tendencia. En especial, los bancos comerciales británicos han dado cotizaciones de futuros de dólar contra libra para *swaps* desde uno a cinco años y, a veces, hasta diez años. Hay que suponer que la tendencia se mantendrá y que los mercados internacionales que, hasta ahora, han operado a corto ampliarán sus líneas para que puedan realizarse transacciones a medio plazo.

Los mercados monetarios tampoco se han hurtado al cambio tecnológico que afecta a la vida de todos. Hace diez años resultaba complicado hallar las cotizaciones de futuros a partir de los depósitos al contado en dólares y divisas. Hace tres años los intermediarios desarrollaron un programa que, utilizado en una pequeña calculadora «Hewlett-Packard», ¡logra hacerlo en diez segundos! Y todavía resulta un cálculo demasiado lento. En la actualidad, las pantallas nos dan a conocer, durante las veinticuatro horas del día, todos los arbitrajes posibles en las cuatro divisas fundamentales, y en los mercados de contado y futuro. La información procede de los intermediarios de todo el mundo que facilitan los tipos más afinados. Podría pensarse

que, con toda esa continua información, los operadores debían de poder llevar a cabo miles de transacciones, pero, curiosamente, ocurre lo contrario. Hace diez años, y gracias a las desviaciones que se producían, los bancos podían lograr ganancias, en el arbitraje, de hasta veinte centésimas de punto; hoy esa posibilidad no existe, porque los intermediarios suministran información de manera constante. La informática ha logrado que la información sea tan perfecta y coherente que, tan pronto como surge la oportunidad de efectuar un arbitraje beneficioso, surge también el banco que efectúa la operación. Los mercados monetarios resultan así ser demasiado perfectos, lo que nos trae a la memoria el caso de la *Rolls-Royce*. Cuando dicha empresa quiso, por primera vez, montar un cambio automático fabricó los correspondientes elementos, pero los ajustó tan perfectamente que los lubricantes no podían actuar sobre las superficies de los mismos. ¡Y lo mismo ha ocurrido con los esfuerzos realizados por los intermediarios para automatizar su actividad! Por lo menos podrán disfrutar del perfecto mecanismo que han montado.

Sin embargo, el ejemplo dado no es sino la punta del iceberg. *Telerate* facilita, a sus clientes norteamericanos, más de 200 páginas de cotizaciones e información del mercado monetario y Reuters, que quiere ahora actuar de forma mucho más agresiva, facilitará parecidos servicios al mundo entero.

Los sistemas de información computerizada a domicilio permitirán que los operadores de distintos mercados logren una mejor coordinación. La información selectiva hará que los clien-

tes de la misma conozcan, de forma inmediata, precios y demás detalles de las operaciones. Los sistemas de comunicación de masas y la moderna informática harán que la información fundamental y las correspondientes reacciones de los mercados se transmitan tan rápidamente que los mercados internacionales se integrarán casi a la perfección. En los departamentos de cambios siempre ha habido jóvenes de ambos sexos con olfato para conocer la evolución previsible de los mercados. Pienso que, hacia finales de los ochenta, muchos de esos jóvenes serán matemáticos, estadísticos o expertos en informática.

CONCLUSION

Los mercados monetarios internacionales son una pieza útil e importante del sistema financiero mundial y van a continuar siéndolo. Seguirán libres de intervención y desempeñarán eficazmente su papel en buena armonía con los mercados monetarios internos, aunque hay que pensar que el euromercado crecerá, en el futuro, a ritmo más lento que en el pasado.

Los grandes bancos, que han visto descender su cotización internacional debido a problemas de su cartera nacional o internacional, recuperarán, en un próximo futuro, su condición de bancos de primera línea. No habrá, tampoco, colapso financiero producido por la deuda del Tercer Mundo.

El mercado libre seguirá siendo el mejor mecanismo para mantener la estabilidad de tipos de interés y de cotizaciones.

Los bancos y otras instituciones seguirán mostrándose re-nuentes a los riesgos que pro-vo-ca la volatilidad de cotizacio-nes y tipos de cambio y conti-nuarán tomando medidas para reducirlos.

La moderna informática y los sistemas de comunicación in-ternacional harán que los mer-cados sean más perfectos e in-tegrados. Los profesionales con gran capacidad técnica y de in-novación lograrán que el mer-cado monetario llegue a ser, en los próximos años, todavía más amplio y complejo.

NOTA

(*) Traducción de Equipo de Traducto-res, S. A., revisado por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.