

PRIMERA PARTE. LOS EUROCRÉDITOS.....	23
I. Estructura y Especificidad del Eurocrédito.....	25
1. El Mercado de Eurodivisas.....	25
Origen y desarrollo.....	26
Características del mercado de eurodivisas.....	28
2. Naturaleza del Eurocrédito.....	31
Definición.....	31
Características de los eurocréditos.....	32
II. El Comportamiento del Prestatario Público Mexicano en el Mercado de Eurocréditos.....	47
1. El Marco de Actuación del Prestatario y su Capacidad de Colecta.....	47
El marco jurídico y administrativo de las acciones del prestatario.....	47
Identificación del prestatario público mexicano y su capacidad de colecta.....	49
2. Condiciones y Costo de los Empréstitos.....	57
Evolución de las condiciones.....	57
El rango asignado al prestatario público mexicano en el mercado de eurocréditos.....	66

*Primera parte*

## **LOS EUROREDITOS**

## **I. ESTRUCTURA Y ESPECIFICIDAD DEL EUROCRÉDITO**

El fenómeno del eurocrédito es inseparable de la realidad financiera del mercado de eurodivisas; los eurocréditos se constituyen en una prolongación de este mercado. Por lo anterior, previo al análisis de la naturaleza de esta operación financiera, se requiere precisar algunas consideraciones teóricas sobre el mercado de eurodivisas.

### **1. El Mercado de Eurodivisas**

El mercado de eurodivisas es un mercado de crédito. Los bancos que participan en este circuito financiero captan divisas bajo la forma de depósito a plazo fijo y otorgan préstamos por periodos idénticos. Estos pueden extenderse en periodos de un día a un año, si bien se reconoce que la fracción más importante de depósito se realiza a tres o seis meses.

Las operaciones desarrolladas en este mercado se hacen exclusivamente en eurodivisas, es decir, divisas que se han depositado en establecimientos bancarios situados al exterior del país donde se ha emitido la moneda. Así, por ejemplo, los dólares depositados en instituciones bancarias de Londres, París o Singapur constituyen eurodivisas y más particularmente eurodólares.

El mercado de eurodivisas es frecuentemente llamado mercado de eurodólares, debido a que las operaciones realizadas en esta divisa representan un porcentaje extremadamente alto del volumen total de operaciones del mercado de eurodivisas. No obstante las transacciones en otras euromonedas como el marco alemán, el franco suizo y el florín holandés, llegan a realizarse con relativa frecuencia.

## Origen y desarrollo

Algunos autores como Champion y Trauman consideran que el origen del mercado de eurodivisas se encuentra, paradójicamente, en una decisión tomada por las autoridades soviéticas: "En el momento más tenso de la guerra fría, es decir, al finalizar la guerra de Corea, los dirigentes soviéticos temieron que los activos en dólares pertenecientes a la Unión Soviética depositados en bancos estadounidenses fuesen congelados por las autoridades norteamericanas. Las autoridades soviéticas decidieron en consecuencia transferir todos sus activos en dólares a la banca comercial para el norte de Europa situada en París creando de esta manera, sin tener conciencia de ello, los eurodólares... Astutamente, el director de la banca comercial tuvo la idea de no dejar inutilizadas estas sumas considerables, y presta lo que fue necesario en llamar desde ese momento eurodólares".<sup>1</sup>

Si bien la narración de este acontecimiento esquematiza claramente la naturaleza del mercado de eurodivisas, consideramos que esta explicación de su génesis es más anecdótica que analítica. En este sentido, participamos más del punto de vista de otros autores que consideran que el mercado de eurodivisas "...aparece como una de las vías de evolución de las relaciones financieras internacionales instauradas en los acuerdos de Bretton Woods".<sup>2</sup> De esta manera, el germen del mercado debe encontrarse en las profundas transformaciones sufridas por la economía mundial después de la segunda guerra, en donde las relaciones monetarias y financieras se inscriben en la dinámica de una creciente internacionalización del comercio y de la producción.

Al inicio de 1960, el mercado de eurodivisas no ha adquirido aún una dimensión importante, si bien las condiciones estructurales para su desarrollo se encuentran dadas: libre convertibilidad de las monedas, confianza y consolidación del dólar como moneda de reserva internacional y desarrollo de las sociedades multinacionales, creadoras de oferta y demanda de liquidez internacional.

Sobre dichas sociedades hay que hacer notar que la internacionalización de las actividades industriales y comerciales a través de las empresas transnacionales, influyó considerablemente en el desarrollo del mercado de eurodivisas, particularmente del eurodólar. "En sus operaciones fuera del territorio de los Estados Unidos, las filiales de las sociedades americanas utilizaron al dólar, reteniendo en esta divisa una parte importante de sus flujos de tesorería. Con el propósito de manejar óptimamente su liquidez depositaron sus excedentes en el mercado del eurodólar, que se benefició de una fuente considerable de fondos".<sup>3</sup>

1 Champion, Pierre Francois y Trauman, Jacques. *Mecanismos de Change et Marché des Eurodollars*. Económica. París, 1982. Págs. 12 y 13.

2 Métais, Joël. *Le Marché des Eurodollars et des Euro-obligations*. La Documentación Francesa. París, 1975. No. 4224-4225. Pág. 22.

3 Métais, Joël. *Op. Cit.* Pág. 24.

En adición a las condiciones mencionadas con anterioridad, que llamamos estructurales, el mercado de eurodivisas, específicamente el compartimiento del eurodólar, recibió un impulso definitivo como consecuencia de algunas medidas administrativas tomadas por diferentes administraciones de los Estados Unidos de Norteamérica.

### ***La reglamentación Q***

La reserva federal de los Estados Unidos de Norteamérica, al iniciar la década de 1960, pone en marcha un sistema tendiente a limitar la tasa que los bancos norteamericanos podían ofrecer sobre los depósitos a más de 30 días. Este sistema denominado "Regulación Q", se orientaba a comprimir la liquidez de los bancos, racionalizar los préstamos bancarios a las empresas, así como a regular la competitividad de los intermediarios bancarios. Como consecuencia de esta medida, una parte importante de los depósitos emigraron a lugares donde las tasas de interés no fueran reglamentadas. El mercado de eurodólares satisfizo esa demanda.

### ***La tasa de perecuación del interés (IET)***

A fin de poner término al creciente deterioro de su balanza de pagos, la administración de Kennedy instauró la IET, cuyo objetivo era el de aumentar el costo de los empréstitos extranjeros emitidos sobre el mercado americano. "Para ello, la tasa se aplicó a todas las adquisiciones y suscripciones de valores extranjeros efectuados por los residentes de los Estados Unidos a una tasa uniforme de 15 por ciento para las acciones y variable para las obligaciones en función del vencimiento (de 1 a 15 por ciento entre 3 y 3.5 años, a 15 por ciento más allá de 28 años)."<sup>4</sup>

En atención a la tasa de perecuación, los prestatarios europeos y japoneses se vieron obligados a buscar otras vías para procurarse capitales. Esta fuente alternativa de financiamiento la encontraron en el mercado del eurodólar.

### ***Programa sobre restricciones voluntarias de inversiones directas en el extranjero (UFCR)***

Una tercera reglamentación vino a favorecer la expansión del mercado del eurodólar. En virtud de la *voluntary foreign credit restraint*, las sociedades americanas no pudieron transferir capitales al extranjero para financiar su

\* El hecho de que fueran exonerados de esta tasa los títulos emitidos por organizaciones internacionales y países en vías de desarrollo, explica el por qué México tuvo una relativa facilidad de acceso en la colocación de sus empréstitos en el mercado americano.

<sup>4</sup> Michalet, Charles-Albert. "Le Marché des Euro-obligations: Un Marché Financier Transnational", en *Les Euro-obligations*. Libros Técnicos. París, 1972. Pág. 9.

expansión internacional y reinvertir localmente los beneficios realizados por las filiales, los cuales debían ser repatriados automáticamente. El resultado de esta medida fue inmediato: las empresas multinacionales norteamericanas dejaron de utilizar los mercados financieros nacionales para financiar su expansión internacional y tuvieron que recurrir al mercado del eurodólar.

Las reglamentaciones señaladas dieron un impulso decidido a la expansión del mercado de eurodivisas y particularmente al compartimiento del eurodólar. La coyuntura internacional propia a la década de 1970, que aceleró la necesidad y el reciclaje de dólares como consecuencia de la crisis del petróleo, influyó para que este mercado adquiriera en esta década dimensiones espectaculares.

CUADRO 3  
EVOLUCION DEL MERCADO DE EURODIVISAS  
(Millones de Dólares)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Montante neto	8.0	10.0	14.5	17.5	25.0	44.0	57.0	71.0	92.0	132.0	215.0	250.0	310.0	380.0	485.0	600.0	635.0*
Porcentaje de eurodólares	—	77	81	81	81	82	71	75	75	70	77	78	79	76	74	72	74

\*Hasta marzo de 1980.

Fuentes: Para el Montante neto y el Porcentaje de eurodólares de 1964 a 1983, datos publicados periódicamente por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Para el Montante neto y Porcentaje de eurodólares a partir de 1974, cifras publicadas periódicamente por la Morgan Guaranty Trust.

Las cifras contenidas en el cuadro anterior nos dan una idea del volumen de divisas manejadas en el circuito del euromercado, especialmente en el mercado de eurodólares que es el dominante. "El crecimiento del mercado de eurodólares representa un fenómeno excepcional. En 1957-1958, el mercado apenas alcanzaba la cifra de 1000 millones de dólares. Al finalizar 1980, según estimaciones del Banco de Pagos Internacionales, alcanzaba la cifra de 520,000 millones de dólares. Las estimaciones sobre la dimensión del mercado difieren considerablemente de acuerdo a las fuentes de estadísticas. Ciertas fuentes americanas mencionaban la cifra de 100 billones de dólares para 1981".<sup>5</sup>

### Características del mercado de eurodivisas

#### *Un mercado a corto plazo y extremadamente liberal*

Como todos los mercados monetarios, el mercado de eurodivisas está constituido por depósitos a corto plazo. "No existen, desgraciadamente, estadísti-

<sup>5</sup> Champion y Trauman. *Op. Cit.* Pág. 33.

cas sobre la duración de los depósitos... el euromercado se conforma muy probablemente por una masa importante de depósitos a corto plazo, cuyo volumen disminuye rápidamente cuando se considera el alargamiento de los periodos".<sup>6</sup> Normalmente, se admite que el mercado de eurodivisas, como todos los mercados monetarios, está constituido por una fracción importante de depósitos a tres o seis meses.

Destaquemos que en el mercado de referencia se captura un volumen extremadamente alto de los llamados capitales flotantes, que son muy sensibles a las diferencias de tasa de interés y a los cambios de paridad. Por ello, algunos observadores han señalado que el mercado de eurodivisas representa el primer instrumento de especulación monetaria internacional.

Los créditos otorgados en el mercado de eurodivisas no se encuentran sujetos en muchos puntos a regulación oficial y, a decir de algunos analistas, es lo que más se parece al mercado perfecto descrito por los clásicos.

El mercado de eurodivisas es un mercado extremadamente libre, abierto y competitivo. Su carácter transnacional es tal que no podría ser controlado por ningún banco o país sin prestar atención a lo que puede denominarse liquidez internacional privada.

### ***Un mercado internacional no localizado***

En el mercado de eurodivisas no existe un lugar específico donde los agentes de cambio se encuentren físicamente con el propósito de debatir el curso de las divisas. El mercado está conformado por una red de télex y de teléfonos que enlazan las principales plazas financieras de todo el mundo.

A este mercado se integran instituciones profesionales únicamente, es decir, bancos de depósito y comerciales, así como ciertas casas de cambio conocedoras del mercado. Los bancos que participan en este circuito son calificados de eurobancos, si bien son bancos normales que generalmente tienen un área especializada en operaciones de euromonedas. Asimismo, muchos eurobancos tienen filiales en ciertas regiones del mundo que facilitan las operaciones.

### ***Depositantes y prestatarios***

Conocer con precisión quiénes son los depositantes y los utilizadores de los fondos del mercado de eurodivisas es difícil, por cuanto las estadísticas son escasas. No obstante, se reconoce que los fondos que circulan en este circuito provienen de las siguientes categorías de depositantes: los bancos centrales de los países industrializados, los particulares, los países exportadores de petróleo, así como las empresas transnacionales y bancos comerciales.

<sup>6</sup> Herrenschmidt, Jean-Luc. "Presentation des Eurocredits", en *Les Eurocredits. Un Instrument du Systeme Bancaire Pour le Financement International*. Libros Técnicos, París, 1981. Pág. 25.

Por lo que respecta a los bancos centrales, cabe señalar que hasta 1963 sus colocaciones fueron las primeras del mercado. Esta preeminencia se reduce por algún tiempo, pero se afirma en los años de 1968 a 1969; si bien estos depósitos son importantes actualmente, han tendido a reducirse como consecuencia de ciertas reglamentaciones impuestas por los bancos centrales de los países del "Grupo de los Diez".\*

Las personas privadas representan una segunda categoría de depositarios. Estos fondos provienen de familias muy ricas de todo el mundo, incluyendo los Estados Unidos de Norteamérica. "Los ciudadanos de los países de América Latina y de numerosos países en vías de desarrollo son también depositantes importantes en Londres, Luxemburgo y en los bancos suizos".\*\*<sup>7</sup>

Otra categoría importante de depositantes está constituida por los bancos comerciales y las empresas transnacionales, estas últimas ya referidas anteriormente. Conviene hacer notar que los bancos, que a la vez son prestatarios de este mismo mercado, deben considerarse más como intermediarios que como verdaderos depositantes, un ejemplo concreto está representado por los bancos suizos, que depositan en este circuito los depósitos que recolectan.

Por último, los países productores de petróleo son considerados como los depositantes netos más importantes del mercado, particularmente en eurodólares.

Por el lado de los prestatarios, pueden reconocerse las mismas categorías señaladas para los depositantes, si bien sus móviles económicos los impulsan a actuar de manera diferente. Es interesante señalar que el utilizador final de los fondos del mercado de eurodivisas rara vez conoce quién es el proveedor inicial de los fondos. Un periódico financiero alemán ha ilustrado muy bien el mecanismo de empleo de las euromonedas: "cuando una ciudad japonesa necesita dinero a fin de mes para pagar a sus obreros ocupados en la construcción del metro, pide rápidamente dólares a una banca inglesa y los cambia por yens. La banca inglesa se aprovisiona de dólares en Zurich y la banca suiza quizá los ha conseguido en París. No obstante que el depositante inicial de los fondos pudiese ser, por ejemplo, una firma alemana que ha depositado en un gran banco alemán los ingresos en dólares provenientes de sus exportaciones".<sup>8</sup>

El siguiente cuadro conformado a partir de estadísticas del Banco de Pagos

\* Recordemos que el "Grupo de los Diez" está constituido por Alemania Federal, Bélgica, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Gran Bretaña, Holanda, Italia, Japón y Suecia, los gobernadores de los bancos centrales de estos diez países se reúnen cada mes en Bâle, Suiza, para examinar la situación monetaria internacional y tomar medidas de acción. Sobre este respecto cabe señalar que los gobernadores de los bancos centrales del "Grupo de los Diez" debatieron, en su sesión mensual realizada el lunes 7 de julio de 1986 en las oficinas del Banco de Pagos Internacionales, sobre el problema de la deuda de México y las tendencias de las tasas de interés.

\*\* Descrito a veces como "dinero caliente" y en ocasiones como pillaje económico, la fuga de capitales de los países del tercer mundo es, sin duda alguna, una de las principales fuentes de aprovisionamiento del mercado de eurodólares.

<sup>7</sup> Champion y Trauman. *Op. Cit.* Pág. 40.

<sup>8</sup> Tomado de la revista *Eurépargne*, Luxemburgo (sin referencia).

Internacionales permite efectuar algunas estimaciones sobre el origen (depósito) y empleo (préstamos) de los fondos que circulan en el mercado de eurodólares (al 31 de junio de 1979).

CUADRO 4

**ORIGEN Y EMPLEO DE FONDOS EN EL MERCADO DE EURODOLARES**  
(Miles de Millones de Dólares)

	<i>Origen</i>	<i>o/o</i>	<i>Empleo</i>	<i>o/o</i>
Países Industrializados que Declaran al BRI	163.0	39.5	147.6	35.8
Otros Países del "Grupo de los Diez": EUA, Canadá y Japón	57.2	13.9	57.9	14.0
Otros Países Desarrollados	28.1	6.8	36.1	8.8
Europa del Este	7.8	1.9	32.6	8.0
Centros Financieros de Shore*	45.4	11.0	59.1	14.3
Países de la OPEP	58.6	14.2	25.3	6.3
Países en Vías de Desarrollo**	44.6	10.8	48.7	11.8
No Atribuídos	7.7	1.9	3.7	1.0
	412.0	100	412.0	100

\* Los llamados paraísos fiscales: Bahamas, Barbados, Bermudas, Islas Caimán, Hong Kong, Líbano, Liberia y Singapur.

\*\* El vicepresidente del Morgan Guaranty Trust, Norman Klath, señala que una estimación conservadora calcula que en la última década se han retirado de los principales países latinoamericanos unos 120,000 millones de dólares (*Excelsior*, Sección Financiera, 7 de junio de 1986). Como se ha señalado anteriormente, la fuga de capitales de los países subdesarrollados, particularmente de Latinoamérica, representa una fuente de aprovisionamiento del mercado de eurodivisas. Para el caso particular de México, diversas fuentes calculan la fuga de capitales en la última década entre 40 y 50 mil millones de dólares.

De las características hasta aquí enunciadas para las eurodivisas es necesario retener dos aspectos:

1. Los depósitos en eurodivisas son depósitos a corto plazo. En consecuencia, deben ser transformados por los bancos para poder ser utilizados en operaciones de crédito a mediano y largo plazo.
2. Estos depósitos, independientemente del periodo de colocación, son generadores de intereses para los depositantes, por lo que los bancos se ven obligados a utilizarlos en operaciones de préstamo o crédito.

## 2. Naturaleza del Eurocrédito

### Definición

Si bien no existe una definición de aceptación general sobre el eurocrédito, los diferentes analistas coinciden en que éste es un préstamo bancario a partir

de recursos obtenidos en el mercado de eurodivisas. Así, por ejemplo, Du Floux y Margulici destacan que el eurocrédito es "...un préstamo bancario resultante de fondos obtenidos en el mercado monetario internacional de eurodivisas".<sup>9</sup> En un plano similar, pero de una manera más extensa, Herrenschmidt define a los eurocréditos como "...operaciones bancarias a tasa variable, en las cuales los bancos repercuten en el prestatario su costo de refinanciamiento sobre el mercado de eurodivisas, aceptando, en cierta medida, un riesgo en cuanto a la disponibilidad futura de los fondos que ellos toman prestados".<sup>10</sup> Por su parte, P.A. Wellons establece que "Un eurocrédito es un préstamo a mediano plazo realizado en eurodivisas".<sup>11</sup>

De las definiciones señaladas se infiere que el eurocrédito se constituye como el resultado de la transformación que los bancos realizan de los fondos obtenidos en el mercado de eurodivisas. Los préstamos en eurocréditos no deben confundirse con los préstamos que se generan en el mercado de eurodivisas, ya que estos últimos son generalmente préstamos a corto plazo y frecuentemente interbancarios, mientras que los eurocréditos son operaciones de crédito a mediano plazo.

### **Características de los eurocréditos**

Un eurocrédito puede revestir diferentes formas. Así, existen los eurocréditos en los que participa un solo banco acreedor; existen las operaciones eurocréditicias, en donde participan, a diferencia de la anterior, un grupo de bancos acreedores. A estos últimos créditos se les conoce con el nombre de eurocréditos sindicalizados y son considerados como los eurocréditos clásicos. A ellos nos referiremos en este apartado. Las características de éstos son: La sindicalización, la tasa variable, la tarificación, el periodo y el contrato de préstamo.<sup>12</sup>

#### ***Sindicalización***

Si el crédito sindicalizado no es, propiamente hablando, una invención del euromercado, no hay ninguna duda de que éste ha conocido un desarrollo extraordinario desde que el euromercado existe. La sindicalización tiene por objeto disminuir el riesgo comercial de los bancos en sus operaciones de crédito, al repartirlo entre un grupo determinado de agentes. La sindicalización es tanto más importante cuanto aumente el volumen del eurocrédito, a tal punto que es posible afirmar que los grandes montos que particularizan

<sup>9</sup> Du Floux, Claude y Margulici, Laurent. "Le Phénomène Des Eurocredits et ses Statistiques". *Revue Banque* No. 403, febrero de 1981. Pág. 149.

<sup>10</sup> Herrenschmidt. *Op. Cit.* Pág. 26.

<sup>11</sup> Wellons, P.A. *Borrowing by Developing Countries on the Eurocurrency Market*. Development Centre of the Organization for Economic Co-operation and Development. París, 1977. Pág. 448.

<sup>12</sup> Esta caracterización ha sido establecida por Herrenschmidt. *Op. Cit.* Pág. 30.

a las operaciones eurocrediticias se deben, en gran parte, a la práctica de la sindicalización. Así, por ejemplo, un crédito de 2,000 millones de dólares difícilmente podría ser otorgado por un solo establecimiento bancario.

### *Constitución del sindicato*

“En la práctica, la puesta en marcha de un eurocrédito sindicalizado se presenta como sigue. Cuando un demandante de crédito decide lanzar una operación sobre el mercado internacional, se dirige ya sea a su consorcio habitual o bien a diferentes bancos para invitarlos a proponer ofertas. Admitamos, para simplificar, que un banco respondiendo a la solicitud, somete una oferta de 150 millones de dólares. La oferta del banco comporta las condiciones usuales (duración, modalidad de amortizamiento, tasa de interés, comisiones, etcétera). Cuando el banco recibe del demandante el mandato de crédito, dicho banco se convierte en el manager-jefe de la operación, el cual debe esforzarse para conformar un sindicato capaz de garantizar la totalidad del monto en un tiempo determinado, digamos cuatro semanas”.<sup>13</sup>

La constitución del sindicato se realiza normalmente en dos fases. En la primera, el manager-jefe (que puede estar representado por un banco o un consorcio de bancos de acuerdo a la magnitud del préstamo) se propone reunir un número de establecimientos bancarios de diferentes países que se comprometan a garantizar al demandante de crédito el monto de la operación pactada; los bancos así reunidos conforman el sindicato de garantía. Dependiendo del volumen del crédito y de la calidad del deudor, el número de miembros del sindicato de garantía puede variar. Se reconoce que los préstamos que se otorgan a países en vías de desarrollo involucran un número mayor de bancos en el sindicato de garantía. Los integrantes del sindicato de garantía reciben simplemente el nombre de *managers*; no obstante, en muchas operaciones se distinguen las siguientes categorías: *Lead-managers*, *managers* y *comanagers*. “Esta tipología no recubre necesariamente la realización de funciones diferentes y sólo sirve para distinguir a los bancos de acuerdo a la importancia de su participación financiera en el préstamo”.<sup>14</sup>

Una vez que se ha constituido el sindicato de garantía, se inicia la siguiente fase de la sindicalización, la cual tiene que ver con la extensión del sindicato, a fin de conformar un grupo más grande que reduzca los montantes garantizados por los miembros del sindicato de garantía. Para ello, el manager-jefe invita a una gran cantidad de establecimientos bancarios a participar en la operación.

Precisemos que “...en la sindicalización, el papel del manager-jefe consiste

13 Puhf, Christian. “L'organisation Bancaire des Eurocredits”, en *Les Eurocredits. Un Instrument...*, Op. Cit. Pág. 109.

14 Elland-Goldsmith, Michael. “Le Fonctionnement du Syndicat”, en *Les Eurocredits. Un Instrument...* Op. Cit. Pág. 115.

en instrumentar el crédito, a atribuir las cuotas-parte a los consorcios y a vigilar que el contrato de empréstitos sea firmado por todos los participantes... la firma del contrato marca el fin de las obligaciones del manager-jefe y el inicio de las tareas de la gente a quien incumbe el deber de administrar el crédito hasta su reembolso".<sup>15</sup>

De esta manera, el rol jugado por los bancos en un sindicato puede ser de diferentes categorías: lead manager, manager, comanager, proveedor de fondos o agente.

Atendiendo a esta categorización, es que normalmente aparecen los *to stone*, es decir, los anuncios publicitarios que comunican la realización de operaciones de eurocréditos y los cuales aparecen en las revistas especializadas.

### ***Criterios para la selección del manager-jefe y de los managers***

Los demandantes de crédito seleccionan normalmente al manager-jefe sobre la base de criterios comerciales, es decir, a bancos con la suficiente experiencia y reputación en el mercado que garantice el éxito de la operación. Es una regla general que entre más grande sea el monto del crédito pactado, más grande es la calidad del manager-jefe seleccionado. "Por ejemplo, los pequeños bancos fueron incapaces de conjuntar suficientes participantes para un crédito por 115 millones de dólares para Panamá en 1973, el prestatario descubrió que sólo uno de los bancos más importantes de EUA fue capaz de formar el sindicato".<sup>16</sup>

Seleccionar un banco importante no significa necesariamente que se deba escoger a un gran eurobanco, ya que la mayoría de los bancos de primera línea del mercado de eurocréditos poseen filiales importantes en todo el mundo, que pueden ser las responsables directas de la instrumentación de la operación. En ocasiones, los grandes bancos tienen razones especiales para que sea una subsidiaria la que realice la operación en un punto específico del mundo.

Algunas veces, los prestatarios pueden tener preferencia para que el manager-jefe pertenezca a una nacionalidad en específico, lo anterior por razones económicas o políticas. Así, un demandante de crédito puede seleccionar a un eurobanco que tiene negocios o que guarda buenas relaciones con su país.

En lo que respecta a la selección de los comanagers, Christian Pühr señala que un manager-jefe puede seleccionarlo en atención a los siguientes criterios:<sup>17</sup>

- Escoger bancos de diferentes nacionalidades para formar un sindicato internacional.
- Dar preferencia a establecimientos que conocen al prestatario (en ciertos casos, estos establecimientos pueden ser propuestos por el prestatario).

<sup>15</sup> Pühr, Christian. *Op. Cit.*

<sup>16</sup> Wellons, P.A. *Op. Cit.* Pág. 60.

<sup>17</sup> Pühr, Christian. *Op. Cit.* Pág. 111.

- Establecer relación con establecimientos que tienen apetito por las transacciones internacionales y especialmente en eurocréditos.
- Contactar, preferentemente, establecimientos de renombre a fin de realzar el prestigio del prestatario.
- Tener en consideración los deseos del prestatario en cuanto a la selección de los establecimientos a invitar.

### *El valor de la sindicalización*

El procedimiento de la sindicalización ha permitido una larga dispersión de riesgos entre bancos de diferentes países, a la vez que se ha constituido en una actividad de interés lucrativo merced a las importantes comisiones que reciben los consorcios del sindicato, las cuales varían de acuerdo al rol desempeñado por los bancos en la operación. La repartición de riesgos y las altas comisiones han hecho de la sindicalización una práctica corriente en las operaciones de eurocréditos. "La estructura misma de estas operaciones hace que los eurobancos se encuentren en una situación ambivalente. Ellos son constantemente rivales y aliados: rivales en la conquista de las posiciones de manager-jefe y aliados porque ninguno de ellos puede, en principio, montar una operación por sí mismo; se hace necesario repartir los riesgos y una cooperación entre los managers, los comanagers y los simples proveedores de fondos".<sup>18</sup>

Esta ambivalencia ha generado consecuencias prácticas: "los eurobancos han establecido una feroz concurrencia con el fin de dominar o conservar una fracción cada vez más importante del mercado, lo que ha incitado a ofrecer créditos, sobre todo en momentos de liquidez, a manos abiertas".<sup>19</sup> Asimismo, la práctica de la sindicalización en el contexto de esta concurrencia ha tendido a diluir entre los bancos la evaluación de los riesgos comerciales, afectando los criterios de prudencia en el otorgamiento de los créditos.

### *La tasa de interés variable*

Es muy raro que un eurocrédito se otorgue en una moneda determinada a tasa fija. La tasa variable es una de las características esenciales de los eurocréditos; esta característica de variabilidad se debe a la técnica de refinanciamiento de los bancos, es decir, al hecho de que los bancos se refinancian en el mercado de eurodivisas que, como ya hemos visto, es un mercado a corto plazo. Los bancos deben recurrir al mercado de eurodivisas tantas veces como se haga necesario para cubrir el período de préstamo otorgado a mediano plazo. Por esta razón, la tasa de interés se revisa periódicamente.

<sup>18</sup> Dufloux, Claude. "Eurobanquiers et Eurocapitaux". *Revista Banque* No. 391, enero de 1980, París. Pág. 174.

<sup>19</sup> *Ibid.*

Un eurocrédito comporta diversos períodos de interés; la duración de un periodo de interés varía de una operación a otra, no obstante, se reconoce que los periodos más frecuentes abarcan periodos de tres y seis meses, en virtud de que los depósitos a estos plazos son los más abundantes en el mercado de eurodivisas.

### *Determinación de la tasa de interés*

Los primeros eurocréditos determinaban la tasa de interés para un periodo refiriéndose a la tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate), correspondiente a las tasas de base practicadas en Londres por los más grandes bancos de esta plaza financiera para un periodo determinado; estas tasas se publicaban regularmente y eran consideradas cuasi oficiales.

Hoy en día, la determinación de la tasa de interés ya no se realiza de acuerdo al sistema señalado. Actualmente, la determinación se hace en lo que se ha llamado sistema de referencia, si bien la expresión LIBOR se ha conservado todavía. La determinación se realiza de acuerdo al siguiente procedimiento: "El agente demanda a ciertos bancos cuyos nombres se inscriben en el contrato, generalmente tres o cuatro, la tasa que ellos ofrecen por depósitos comparables al monto del crédito en cuestión y por la duración del periodo de interés que se va a abrir. Los bancos de referencia pueden o no formar parte del sindicato bancario; es evidente que en aras de la objetividad se evita retener como banco de referencia a una institución bancaria que forma parte del consorcio ...la interrogación hecha por el agente se realizará siempre dos días hábiles antes del primer día del periodo de interés, a una hora determinada en el contrato, 11 horas de la mañana o el medio día, horas consideradas como las más características del mercado. El agente establece una media de las tasas y las redondea de acuerdo a reglas muy precisas. La tasa así determinada por el agente es comunicada por télex al prestatario y a los bancos participantes en el sindicato..."<sup>20</sup>

Señalemos que los bancos de referencia se escogen normalmente entre los bancos que tienen una mayor actividad sobre el mercado del eurodólar y que obtienen las tasas más bajas. La noción de "banco de referencia" reviste una importancia esencial para el prestatario: la gran clientela tiende a imponer en sus contratos a bancos de primer orden para verse favorecida por las mejores tasas del mercado.

Lo reseñado anteriormente nos obliga a efectuar dos aclaraciones:

1. Existe una tasa LIBOR para cada periodo de interés y para cada eurodivisa. Así, el término LIBOR no significa técnicamente nada si no se acompaña de una duración (7 días, 1 mes, 3 meses, 6 meses ó 1 año) y de una

<sup>20</sup> Eck, Jean Pierre y Jacquemont, André. "Le Financement des Eurocredits", en *Les Eurocredits. Un Instrument...* Op. Cit. Págs. 313 y 314.

divisa (dólar americano, marco alemán, franco suizo, etcétera). Las revistas especializadas dan a conocer normalmente los promedios semanales de la tasa LIBOR para tres y seis meses, y para las eurodivisas más importantes.

2. Para tener una tasa LIBOR en concreto hay que referirse a una operación en específico y calcularla de acuerdo al sistema de referencia señalado con anterioridad.

### ***La formación de la tasa de interés***

Por ser el eurodólar el compartimiento más importante del euromercado, nos referiremos exclusivamente a ciertas variables que influyen en la formación de la tasa de interés de esta eurodivisa. La tasa de interés del eurodólar varía, en principio, de acuerdo a la ley de la oferta y la demanda. No obstante, se reconoce que el costo del alquiler del dinero en el mercado del eurodólar se encuentra influenciado directamente por ciertas variables. Una de ellas es el comportamiento de la tasa de interés en Estados Unidos de Norteamérica. "La reglamentación y la política monetaria americana tienen una incidencia directa en la tasa de interés del eurodólar. Esto se ha podido constatar cuando las autoridades federales americanas decidieron, el 6 de octubre de 1979, elevar sensiblemente la tasa de alquiler del dinero... la alza de la tasa de interés en los Estados Unidos repercutió rápidamente sobre el mercado de Londres".<sup>21</sup>

Si bien la tasa de interés del eurodólar varía en estrecha correlación con la tasa de interés americana, la experiencia empírica reconoce que los depósitos en eurodólares presentan una prima de ventaja en relación a las tasas de interés americanas de la misma naturaleza. En efecto, los eurobanco están en posibilidades de ofrecer condiciones más ventajosas a sus clientes que las practicadas, por ejemplo, en Nueva York, debido fundamentalmente a que las disposiciones monetarias son más rígidas en el mercado americano. El cuadro número cinco presenta y compara las tasas de interés señaladas con el objeto de constatar lo anterior.

La coyuntura mundial también ejerce una incidencia sobre la tasa de interés del eurodólar. Junto con Abadie citaremos tres factores que parecen ser los más remarcables:

- Una acentuación de las tensiones inflacionarias a nivel mundial engendra una presión en la tasa de interés del eurodólar.
- El crecimiento de la demanda de eurodólares ligada a las crecientes necesidades de financiamiento de la balanza de pagos de los diferentes países, puede ejercer tensiones a la alza en dicho mercado.

<sup>21</sup> Abadie, Pierre-Marie. "La Formation des Taux D'interet sur le Marché de L'eurodollar". *Revista Banque* No. 392, febrero de 1980. París, Pág. 178.

CUADRO 5

**COMPARACION DE TASAS DE INTERES SOBRE EL MERCADO DEL EURODOLAR Y SOBRE EL MERCADO DE NUEVA YORK**

<b>1979</b>	<i>Certificado de depósito a tres meses (sobre el mercado americano)</i>	<i>Certificado de depósito de eurodólares a tres meses</i>
Enero	10.2	10.4
Febrero	10.1	10.5
Marzo	10.0	10.5
Abril	10.1	10.8
Mayo	10.1	10.4
Junio	9.9	10.5
Julio	10.1	11.1
Agosto	10.7	12.0
Septiembre	11.9	12.5
Octubre	13.7	15.1
Noviembre	13.4	14.0

Fuente: Morgan Guaranty Trust. "World Financial Market", en Abadie, P.M. Op. Cit. Pág. 177.

- El desarrollo o contracción del comercio mundial repercute directamente sobre el nivel de la demanda del eurodólar, en consecuencia sobre este mercado.

La influencia de los factores mencionados hace que la tasa del eurodólar sea extremadamente sensible. Una apreciación histórica de la evolución de esta tasa muestra que ella ha tendido hacia el alza, lo que ha repercutido directamente en el costo de los eurocréditos.

***La tarificación***

La tasa LIBOR representa el costo que deben pagar los eurobancos por el alquiler del dinero en el mercado de eurodivisas. Por encima de esta tasa de base, los bancos que participan en el circuito del eurocrédito agregan un porcentaje que representa su ganancia bruta. Este porcentaje es la tarificación y se compone tanto del margen o sobretasa (*spread* en terminología inglesa) y las comisiones.

***El margen***

El margen es el porcentaje que se agrega a la tasa LIBOR. Los bancos pagan LIBOR en el mercado de eurodivisas y reciben del prestatario LIBOR más

margen. Este margen se establece de acuerdo a la calidad del deudor y a las condiciones del mercado. Así, por ejemplo, se podrá hablar de un eurocrédito a 1.35 por ciento ó 0.50 por ciento, lo que significa que los bancos han aumentado a la tasa LIBOR los porcentajes señalados. La determinación de los márgenes es compleja, pues depende tanto de factores objetivos como de factores subjetivos.

Herrenschmidt menciona los siguientes factores objetivos:<sup>22</sup>

- La situación política, económica y financiera del prestatario. Si se consideran los riesgos de Estado, estos márgenes pueden variar de alrededor de 0.50 por ciento, para los países industrializados, a 2 por ciento para ciertos países de África.
- La liquidez general del mercado de eurodivisas que, cuando es abundante, empuja a los bancos a participar en los eurocréditos, lo que influye sobre los márgenes (exceso de la oferta sobre la demanda).
- Las situaciones económicas de los países industrializados que, cuando tienden hacia la recesión, incitan a sus bancos a desarrollar su actividad internacional (exceso de la oferta sobre la demanda).
- La duración del crédito y la calidad del prestatario son aspectos que influyen sobre los márgenes. Si el margen para una operación a 7 años es de 3/4 por ciento, puede reducirse a 5/8 por ciento para un crédito a 5 años, a 1/2 por ciento para 3 años y a 1/4 por ciento para 1 año. Muchos eurocréditos han incorporado la técnica del margen variable; de esta manera, una operación puede comportar márgenes de 5/8 a 7/8 a 8 años, es decir, 5/8 para los primeros 4 años y 7/8 para los 4 restantes.\*

La naturaleza del prestatario, según se trate de un organismo público o privado de un país industrializado o de un país en vías de desarrollo, también ejerce una influencia sobre el margen. Sobre este último aspecto, señalemos que las principales variables que explican el valor promedio del *spread* en el mercado de eurocréditos son la liquidez, la coyuntura del mercado, la duración del crédito y el hecho de pertenecer a un país industrializado o del tercer mundo, este último factor de importancia esencial. De acuerdo con un estudio de Nicholas Sargen, los prestatarios de los países subdesarrollados pagaron, en promedio en 1974, un *spread* de 140 puntos de base, mientras que los países industrializados pagaron 25 puntos menos. En este mismo estudio se comprueba que la variabilidad del *spread* entre los países subdesarrollados se explica también por el crecimiento de su endeudamiento. A mayor endeudamiento, aumenta el riesgo de un país y, por consecuencia, aumenta también el *spread*.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Herrenschmidt, *Op. Cit.*

\* El margen variable se representará a lo largo del presente trabajo de la siguiente manera: 5/8-7/8 

<sup>23</sup> Ver al respecto: Sargen, Nicholas. *Commercial Bank Lending to Developing Countries*. Bank of San Francisco Economic Review, primavera 1976.

Por lo que respecta a los factores subjetivos, precisemos que éstos son más difíciles de definir por cuanto dependen de apreciaciones valóricas de los bancos. Así, existen países bien favorecidos porque se consideran que tienen materias primas estratégicas o porque se aprecia que aplican medidas económicas conforme a los deseos de la comunidad bancaria. No obstante este aspecto, conviene reconocer en justa medida que ...“los recursos prestados por la banca privada internacional han respondido a criterios comerciales sin posiciones ideológicas... esto contrasta, a menudo, con las posiciones ideológicas, políticas o moralistas que sostienen otros acreedores públicos, multilaterales o bilaterales”.<sup>24</sup>

### *Comisiones*

Normalmente, diversas comisiones acompañan a los eurocréditos: la llamada comisión de gestión (*management fee*) es por su naturaleza y monto la más importante. La negociación de la comisión de gestión con los prestatarios se ha convertido en un elemento casi tan esencial como el margen, por cuanto ella cubre de hecho 3 elementos básicos: las comisiones de los *managers*, las comisiones de garantía y las bonificaciones de participación.

Las comisiones de los *managers* se establecen de acuerdo al monto de su participación en el eurocrédito, entre mayor sea su cuota más alta es la comisión. Anotemos que a la comisión de participación del manager-jefe se agrega una cuota importante de la comisión total por haber obtenido el mandato de crédito; esta cuota es un derecho que toma el banco manager-jefe antes de comenzar a realizar la distribución de las diversas comisiones.

Las comisiones de garantía son repartidas entre los bancos que forman el sindicato de garantía, esta comisión compensa el riesgo incurrido por estos bancos, ya que ellos se comprometieron a cubrir el total del crédito en caso de no poder realizar una sindicalización a mayor escala.

En cuanto a las bonificaciones de participación, éstas remuneran la participación de los bancos no *managers* en la operación de crédito. Hasta el año de 1974, la comisión de gestión se repartía exclusivamente entre los *managers*, a partir del año referido, con la bancarrota del Banco Herstatt, la práctica del mercado ha reconocido la repartición de una fracción de la comisión de gestión entre los bancos no *managers*, ello con el objeto de motivar la participación de los bancos que se habían retirado del mercado.

La comisión de gestión es muy variable y es, normalmente, inversamente proporcional al monto del crédito. Para operaciones a mediano plazo (5-7 años), ella se sitúa entre 1/2 y 3/4. Esta comisión se paga una sola vez y depende tanto de la duración de la operación como de la calidad del cliente.

<sup>24</sup> Wionczek, Miguel S. (coordinador). *El Endeudamiento Externo de los Países en Desarrollo*. El Colegio de México y Centro de Estudios Económicos y Sociales del Tercer Mundo, México, 1979. Pág. 15.

De manera general, la *management fee* no comprende los gastos de la gente, es decir, los gastos que se pagan a un banco del sindicato por administrar el eurocrédito hasta su reembolso; este gasto es adicional y normalmente se paga cada año.

Para los eurobanco que participan en el circuito del eurocrédito, estas operaciones se vuelven interesantes dada la tasa de rentabilidad que presuponen los empréstitos. A la sobretasa y a las comisiones de gestión (llamada en ocasiones de dirección o iniciación) los bancos ven agregar a su ganancia una serie de gastos variables.

### ***Duración***

Si bien se reconoce que el eurocrédito se constituye en un empréstito de mediano plazo, generalmente superior a dos años, esta operación sólo tiene un criterio de duración en referencia al plazo máximo de otorgamiento. Al respecto, la capacidad máxima de un eurocrédito evoluciona en función de las condiciones que imperan en el mercado de eurodivisas y a la idea de que los eurobanco se hacen sobre la perennidad de dicho mercado.

Antes de 1984, la duración de los créditos se alargaba hasta 10 años o más. Posteriormente, con la crisis Herstatt, se produjo una fuerte contracción y las operaciones se acortaron a 5 años en promedio. A partir de 1987 se ha constatado un fenómeno de alargamiento, considerándose que hoy en día la duración promedio se encuentra entre 7 y 8 años.

Para los países en vías de desarrollo que accedieron a este mercado, la duración promedio de las operaciones produjo efectos significativos en sus programas de desarrollo. A diferencia de los préstamos provenientes de fuentes oficiales, cuyos periodos se alargaban hasta 20 años o más, los eurocréditos se revelaron incapaces de financiar proyectos a largo plazo.

Invertir a largo plazo con créditos a mediano plazo engendró desórdenes y presiones de pago para los deudores, en la medida que los periodos de reembolso de las operaciones se redujeron considerablemente.

### ***Los contratos***

Un eurocrédito puede resultar de un simple intercambio de cartas o de télex; tal es el caso de los eurocréditos de poca importancia otorgados por un solo banco. Pero los eurocréditos de dimensiones importantes implican siempre reglas complejas que justifican la elaboración y la firma de un contrato. En consecuencia, el soporte de los créditos sindicalizados lo constituye el contrato negociado entre el prestatario y el consorcio.

Una de las grandes características del contrato de eurocrédito es que éste se constituye en un contrato con contenido variable: "La gran originalidad de esta variabilidad del contenido del contrato radica en que ella implica

nuevas manifestaciones de voluntad en curso de ejecución del contrato, lo que cuestiona la concepción clásica de contrato según la cual la voluntad sólo interviene en el estadio de la formación".<sup>25</sup> En otras palabras, las obligaciones consideradas al interior del articulado contractual son susceptibles de ser revisadas o modificadas cuando su ejecución no puede ser asegurada en los términos previstos en el contrato. Así, por ejemplo, está previsto en la mayoría de los contratos que si, como consecuencia de circunstancias excepcionales, la moneda escogida por el prestatario, normalmente dólares americanos, no se encuentra disponible en el mercado de eurodivisas, una moneda de sustitución puede ser escogida.

"La variabilidad es la consecuencia de las condiciones aleatorias que afectan la ejecución del contrato de eurocrédito. Estos imprevistos pueden ser sintetizados por el origen de dos causas: Ellos encuentran su primera causa en la evolución del mercado de eurodivisas, mercado puramente privado; ellos encuentran su segunda causa en los numerosos eventos susceptibles de afectar a las partes contratantes, independientemente del mercado de eurodivisas, visualizadas bajo un plano macroeconómico".<sup>26</sup>

La variabilidad del contrato de eurocréditos es uno de los medios empleados por los bancos para protegerse contra los incidentes que puedan afectar la ejecución o reembolso del crédito. El contrato del eurocrédito se orienta a proteger a los eurobancos, sobre todo de los riesgos de transformación y los riesgos de insolvencia por parte del prestatario.

### ***Riesgos de transformación***

En el mercado de eurocréditos no existe ninguna regulación central susceptible de asegurar una cierta estabilidad de las tasas y un recurso de última instancia en caso de crisis de liquidez. Los eurobancos se encuentran expuestos a fluctuaciones muy amplias de las tasas de eurodivisas. Ellas se encuentran sin defensa aparente al interior de un mercado, cuya alimentación puede ser amenazada. Este riesgo implica un riesgo de tasa y un riesgo de liquidez.

### ***El riesgo de la tasa***

Todos los contratos de eurocréditos son empréstitos a tasa variable. Hemos puesto énfasis en el hecho de que los eurocréditos son financiados por los bancos con ayuda de créditos a corto plazo. Ellos, los eurobancos, realizan una transformación, prestando a mediano plazo sobre la base de depósitos a corto plazo. De esta manera, la banca acepta un riesgo ligado a la duración

<sup>25</sup> Jacquemont, André. *Le Contrat D'eurocredit. Un Contrat a Contenu Variable*. Journal du Droit International (Clunet). 1979. Pág. 39.

<sup>26</sup> *Ibid.*, Pág. 40.

del empréstito (lo que plantea un problema de liquidez que examinaremos posteriormente); lo que los bancos no pueden soportar es el riesgo ligado a la tasa de interés. Ello implica que los bancos deben repercutir sobre el prestatario las condiciones de las tasas, en base a las cuales ellos se refinancian, más un margen que corresponde a su remuneración.

“Esta repercusión de las tasas se encuentra ligada directamente con la técnica de avances renovables puestos en ejecución por los eurocréditos. En otras palabras, los fondos correspondientes al crédito no son vertidos desde la firma del contrato en su totalidad al prestatario. El crédito corresponde más bien a un compromiso bancario de proveer los fondos a medida de las necesidades escalonadas en el tiempo del préstamo. La entrega de los fondos se realiza por una serie de tirajes sucesivos efectuados en condiciones reglamentadas de manera extremadamente precisa en los contratos. Estos tirajes corresponden a avances cada 3, 6 ó 12 meses, según lo estipule el contrato, hasta el vencimiento... esta constatación es fundamental para certificar la adopción de la técnica de tasa de interés variable, tanto sobre el plano económico como el jurídico: la tasa de interés es establecida según la calendarización que corresponde a la de los avances”.<sup>27</sup> Con el propósito de eliminar el riesgo que la tasa variable impone, los eurocréditos contienen en los contratos que los legalizan diversas disposiciones al respecto.

### ***Riesgo de liquidez***

El riesgo de liquidez se deriva, para los eurobancos, de la imposibilidad de refinanciarse sobre el mercado de eurodivisas o sobre otro mercado, de manera que no puedan cumplir con los compromisos pactados. Las dificultades de refinanciamiento sobre el euromercado podrían resultar de transformaciones impredecibles que condujeran a una desaparición del mercado. Estas circunstancias, que hasta este momento son hipotéticas, podrían sobrevenir por una guerra mundial o bien por una suspensión de la conversión de las principales monedas del mundo. Sin llegar al extremo señalado, apuntemos que los riesgos de liquidez se ven influenciados por una serie de factores, entre los que destacan la orientación de la política monetaria americana y el nivel de la demanda de créditos. Los eurobancos buscan protegerse contra el riesgo de la no disponibilidad de liquidez en el mercado por diversas cláusulas monetarias llamadas de salvaguarda.

### ***Riesgos de insolvencia del prestatario***

Los bancos que han consentido un préstamo en eurocréditos, como todos los acreedores ansiosos de recobrar el dinero prestado, van a protegerse contra una

<sup>27</sup> *Ibid.* Pág. 42.

eventual insolvencia de su deudor. Con esta finalidad, los contratos de eurocréditos contienen un gran número de cláusulas para proteger a los bancos. "En efecto, los bancos después de haber consentido sólo a clientes de primer orden, en los cuales ellos tienen confianza, buscan normalmente, a través de las diferentes cláusulas relativas a la solvencia del prestatario, asegurarse una posición de fuerza, una posición dominante en caso de falta de pagos del deudor".<sup>28</sup>

Sobre este último aspecto, subrayamos que algunos autores, como Jacquemont, han señalado que el contrato de eurocrédito representa una correlación de fuerzas que se encuentra la mayoría de las veces bajo dominación bancaria. "Nosotros constatamos que las condiciones dentro de las cuales se expresan estas voluntades (voluntades contractuales) son fuertemente dependientes de la relación de fuerzas existente en el momento de la conclusión del contrato y que la variabilidad del contrato se encuentra bajo dominación bancaria".<sup>29</sup>

Jauffred-Spinosi y Claude Kelly reconocen que el esquema contractual de protección de los acreedores comprende los siguientes elementos:

- Declaraciones del prestatario; la exactitud de éstas constituye el fundamento de la decisión de los acreedores para consentir el crédito.
- Declaración y compromiso del prestatario en cuanto al rango del empréstito.
- Garantía de las obligaciones del prestatario por un tercero, en el caso en que el deudor no presente una capacidad financiera suficiente.
- Condicionamiento de las obligaciones de los acreedores a la realización de las condiciones suspensivas.
- Definición de los casos de falta de pago susceptibles de descargar a los acreedores de sus obligaciones y de implicar la exigibilidad anticipada del préstamo.
- Selección del derecho aplicable y del tribunal donde podrán ser descargados los cargos eventuales en contra del prestatario.

A continuación describimos algunos de los elementos de la protección contractual.

### ***Declaraciones del prestatario***

El contrato establece que el deudor haga una serie de declaraciones, con objeto de que se constaten las condiciones de derecho y de hecho sobre las cuales descansa la decisión de otorgar un préstamo; dentro de estas declaraciones encontramos las de orden jurídico y las de orden factual.

A través de las declaraciones de orden jurídico, los acreedores exigen de-

<sup>28</sup> Jauffred-Spinosi, Camille y Kelly, Claude. "La Protection Contractuelle", en *Les Eurocredits. Un Instrument...* *Op. Cit.* Pág. 525.

<sup>29</sup> Jacquemont, André. *Op. Cit.*

claraciones referentes a la situación jurídica del prestatario. En este sentido, el deudor constatará que está constituido como sociedad o establecimiento público, que la ejecución contractual no contraviene disposiciones legislativas o reglamentarias y que ha obtenido todas las autorizaciones gubernamentales y efectuado los requisitos administrativos necesarios para la firma del contrato.

Por medio de las declaraciones de orden factual, los acreedores reciben diversas informaciones sobre la situación del prestatario y particularmente de su situación financiera.

### ***Declaraciones en cuanto a la importancia del empréstito***

Obligando al prestatario a definir el rango del empréstito entre sus otras deudas, un acreedor pretende beneficiarse de los mismos derechos sobre los activos del deudor, en caso de dificultades del prestatario. Sobre este punto, el prestatario normalmente declara que, en caso de falta de pagos, el empréstito correspondiente tiene el mismo rango de importancia que el correspondiente a otras obligaciones.

### ***Otros compromisos del prestatario***

Los acreedores pueden, eventualmente, pedir al prestatario que suscriban un cierto número de compromisos, que le obligan a mantener su situación y la marca de sus negocios en las condiciones que los acreedores juzguen aceptables, tomando en cuenta el riesgo del crédito que ellos han acordado. Adicionalmente, las convenciones contractuales estipulan que el prestatario se compromete a proveer de ciertas informaciones al acreedor.

### ***Las garantías***

Si el demandante de crédito no presenta una aceptable solvencia financiera para responder a los compromisos suscritos en la convención contractual, frecuentemente se pide que un tercero garantice el empréstito. Es así como muchas empresas privadas obtienen la garantía de una persona pública de la misma nacionalidad o como muchas empresas transnacionales garantizan el empréstito de una de sus filiales en cualquier parte del mundo.

### ***Condiciones suspensivas***

Una vez que el contrato se ha firmado, el monto del crédito no puede ser puesto a disposición si el préstamo no ha cumplido con un cierto número de condiciones. Estas condiciones tienen que ver, fundamentalmente, con el hecho de que el prestatario certifique las declaraciones señaladas con anterioridad.

### ***Exigibilidad anticipada del préstamo***

El remedio último de los acreedores contra el prestatario (y eventualmente contra el fiador), en caso de inexactitud de las declaraciones o de violación por el deudor de sus compromisos contractuales, reside en la facultad de provocar la exigibilidad anticipada del préstamo.

## **II. EL COMPORTAMIENTO DEL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO EN EL MERCADO DE EUROREDITOS**

### **1. El Marco de Actuación del Prestatario y su Capacidad de Colecta**

#### **El marco jurídico y administrativo de las acciones del prestatario**

La fracción VIII del artículo 73 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, reconoce el principio de la competencia legislativa en materia de deuda pública, al establecerse que el Congreso de la Unión tiene facultades para: "...dar bases sobre las cuales el ejecutivo puede celebrar empréstitos sobre el crédito de la nación, para aprobar esos mismos empréstitos, y para reconocer y mandar pagar la deuda nacional".

Con el propósito de reglamentar la disposición constitucional referida, el Congreso de la Unión aprobó en diciembre de 1976 la Ley General de Deuda Pública. Esta ley establece el marco reglamentario vigente de las acciones crediticias del gobierno federal y de las entidades de la administración pública federal. Hasta ese momento, la deuda pública se había reglamentado por diversas disposiciones legales, lo que propició, en ocasiones, falta de claridad en las bases sobre las cuales el ejecutivo federal procedía a concertar o autorizar empréstitos sobre el crédito de la nación.

La Ley General de Deuda Pública se orientó a integrar y precisar en un solo documento las disposiciones que sobre la materia se habían dictado. Asimismo, pretendía promover una adecuada programación, autorización, control y evaluación de los empréstitos públicos, a fin de optimizar el uso de los recursos financieros captados. Esta ley, en concordancia con la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, aprobadas en un mismo paquete legis-

lativo, sentaron claramente el marco de actuación de las acciones de empréstitos públicos.

En atención al esquema de organización y funcionamiento implantado por la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal para este nivel de administración y a las disposiciones contenidas en la Ley General de Deuda Pública, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público se constituyó en la instancia administrativa reguladora de las acciones de crédito público. En esta materia, la Ley de Deuda Pública le confiere entre otras, las siguientes atribuciones:\*

1. Contratar directamente los financiamientos a cargo del gobierno federal (fracción I, artículo 5).
2. Someter a la autorización del presidente de la República las emisiones de bonos del gobierno federal, que se coloquen dentro y fuera del país (fracción II, artículo 5).
3. Elaborar el programa financiero del sector público con base en el cual se manejará la deuda pública (fracción II, artículo 4).
4. Otorgar la autorización para que las entidades del sector paraestatal efectúen negociaciones oficiales, gestiones informales o exploratorias sobre la posibilidad de acudir al mercado externo de dinero y capitales (artículo 6).
5. Comunicar por escrito a las entidades solicitantes de empréstitos su resolución, precisando, en su caso, las características y condiciones en que los créditos pueden ser contratados (artículo 22).
6. Emitir las normas y lineamientos para que las entidades lleven los registros de los financiamientos en que participan.
7. Mantener el registro de las obligaciones financieras constitutivas de deuda pública que asuman las entidades.
8. Supervisar el manejo que hagan las entidades de los recursos provenientes de financiamientos contratados (artículo 7). Conviene precisar que dentro de la filosofía del esquema de sectorización implementado, la Ley General de Deuda Pública otorgó a las dependencias coordinadoras del sector facultades sin perjuicio de las otorgadas a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, para vigilar la utilización de los recursos provenientes de financiamientos autorizados a las entidades de su sector (artículo 26).

Por otra parte, con la finalidad de establecer un órgano técnico auxiliar de consulta de la SHCP en materia de crédito externo, la Ley General de Deuda Pública creó la Comisión Asesora de Financiamientos Externos del Sector Público. En dicha comisión se integraron, además de los representantes de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, quienes fungen como presidentes

\* Recordemos que la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal (LOAPF) propició un ordenamiento sectorial de las instancias y procesos de la administración pública federal. En dicho esquema de sectorización se reconocen tres núcleos de acción: el global, el sectorial y el institucional. En este esquema de organización, a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público se le facultó, en tanto dependencia globalizadora, para normar, coordinar, programar, contratar y evaluar las acciones de financiamiento de toda la administración pública federal. En lo particular, las acciones de crédito público se asignan a la dirección general del mismo nombre.

de la misma, representantes de los principales intermediarios funcionarios del sector público, así como de aquellas entidades que la SHCP considera convenientes. A dicha comisión se le asignaron entre otras las siguientes funciones: a) Proponer las medidas de coordinación de las entidades del sector público federal en todo lo que se refiere a captación de recursos externos para las mismas, considerando lineamientos de negociación sobre las condiciones generales de los créditos externos que se pretenden contratar (fracción III, artículo 32); b) estudiar los programas de financiamiento externo para las entidades del sector público federal con criterios de oportunidad y prelación, y c) conocer y opinar sobre las entidades a las que se refiere la deuda externa del sector público federal y recomendar políticas para mantenerla dentro de la capacidad de pago de dicho sector y del país (fracción V, artículo 32).

El conjunto de disposiciones señaladas con anterioridad conforma un sistema de gestión de la deuda pública externa, caracterizado por los siguientes aspectos: a) Un sistema de gestión centralizador en lo que se refiere a la regulación normativa y de autorización de los empréstitos externos, que reconoce la asesoría colegiada en esta materia; b) un sistema de gestión que conservó para las entidades del sector paraestatal la facultad de negociar directamente, previa autorización, las operaciones de crédito externo, y c) un sistema de corresponsabilidad en lo referente a la vigilancia de la utilización de los fondos provenientes de empréstitos externos.

### **Identificación del prestatario público mexicano y su capacidad de colecta**

La Ley General de Deuda Pública establece en su artículo primero que la deuda pública está constituida por las obligaciones previas directas o contingentes derivadas de financiamientos y a cargo de las entidades del ejecutivo federal y sus dependencias, del Departamento del Distrito Federal, de los organismos públicos descentralizados, de las empresas de participación estatal mayoritaria, de las instituciones y organizaciones nacionales de crédito, las sociedades de seguros y finanzas, y de los fideicomisos en los que el fideicomitente sea el gobierno federal o alguna de las entidades mencionadas en la fracción II a la V.

En este contexto, la muestra de trabajo, graficada en el cuadro 6, permite reconocer que al mercado de eurocréditos tuvieron acceso una gran diversidad de entidades públicas con diferente personalidad jurídica; la muestra identifica 17 entidades (ver cuadro 6).

De acuerdo al número de operaciones realizadas, resulta claro que sólo Pemex, el gobierno federal, Nafinsa, la CFE y Banobras lograron establecer un acceso permanente al circuito de los eurocréditos, esta tendencia puede observarse claramente en el cuadro 7, el cual describe la evolución de las operaciones realizadas por año y prestatario.

CUADRO 6

**PRESTATARIOS PUBLICOS MEXICANOS PARTICIPANTES  
EN EL MERCADO DE EUROREDITOS**  
(Identificación de acuerdo a la muestra de trabajo)

<i>Prestatario público</i>	<i>Naturaleza jurídica</i>	<i>No. de op. realizadas</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Pemex	Organismo Público Descentralizado	31	21.3
Nafinsa	Sociedad Nacional de Crédito	26	17.9
Gobierno Federal		19	13.1
CFE	Organismo Público Descentralizado	19	13.1
Banobras	Sociedad Nacional de Crédito	14	9.6
Banrural	Sociedad Nacional de Crédito	9	6.2
Finasa	Sociedad Nacional de Crédito	7	4.8
Telmex	Empresa de Participación Estatal-Mayoritaria	4	2.7
Banco de Comercio Exterior	Sociedad Nacional de Crédito	4	2.7
Conasupo	Organismo Público Descentralizado	3	2.0
Fertimex	Empresa de Participación Estatal Mayoritaria	2	1.3
AHMSA	Empresa de Participación Estatal Mayoritaria	2	1.3
Sicartsa	Empresa de Participación Estatal Mayoritaria	1	0.5
Mexpapel	Empresa de Participación Estatal Mayoritaria	1	0.6
Hotel Presidente Chapultepec	Empresa de Participación Estatal Mayoritaria	1	0.6
Banco Somex	Sociedad Nacional de Crédito	1	0.6
Banpesca	Sociedad Nacional de Crédito	1	0.6
		145	100

El cuadro siete permite reconocer que la concentración de operaciones en los cinco prestatarios señalados con anterioridad, obedeció a un proceso gradual que se acentúa a partir de 1978. Diversos factores pueden explicar la naturaleza de esta tendencia, si bien dos aspectos merecen subrayarse:

- a. Una política más rígida de la SHCP en lo referente a otorgar autorizaciones para acceder a los mercados externos de capitales, limitando el número de prestatarios. Conviene precisar que la emisión de la Ley Gene-

CUADRO 7

**NUMERO DE OPERACIONES REALIZADAS POR LOS PRESTATARIOS  
PUBLICOS MEXICANOS EN EL MERCADO DE EUROREDITOS  
(Repartición por años)**

<i>Prestatario</i>	<i>Año</i>	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	<i>Total</i>
Pemex		2	3	1	1	5	12	3	2	2	31
Nafinsa		1	8	4	2	2	4	—	2	3	26
Gobierno Federal		2	2	3	1	—	4	4	3	—	19
CFE		3	1	1	2	2	9	—	1	—	19
Banobras		4	4	1	2	—	2	—	1	—	14
Banrural		—	2	—	5	1	1	—	—	—	9
Finasa		—	2	3	—	—	2	—	—	—	7
Telmex		—	1	1	1	—	1	—	—	—	4
Banco de Comercio Exterior		—	—	2	1	1	—	—	—	—	4
Conasupo		—	1	1	—	—	—	—	1	—	3
Fertimex		—	—	—	—	—	1	—	1	—	2
AHMSA		1	—	—	—	—	—	1	—	—	2
Sicartsa		—	1	—	—	—	—	—	—	—	1
Mexpapel		—	—	—	1	—	—	—	—	—	1
Hotel Presidente Chapultepec		—	—	—	1	—	—	—	—	—	1
Banco Somex		—	—	—	—	—	—	—	1	—	1
Banpesca		—	—	—	—	—	—	—	1	—	1
		13	25	17	17	11	36	8	13	5	145

ral de Deuda Pública propició un mejor ordenamiento de las salidas al mercado de eurocréditos.

Al respecto, señalemos lo expresado por un importante funcionario mexicano: "Para los países en vías de desarrollo, la planeación del acceso a los mercados es también de importancia fundamental. En el caso de México, la SHCP coordina y planea el acceso al mercado tal como lo establece la nueva ley. En el pasado encontramos que ciertas entidades del sector público solían acceder al mercado simultáneamente y en ocasiones competían por los fondos... ahora la coordinación asegura mejores condiciones y un acceso más estable al mercado".<sup>30</sup>

- b. Una preferencia del mercado de eurocréditos a favor de prestatarios mexicanos de primera línea. Es evidente que a medida que aumentaba el

<sup>30</sup> 'Dilemas in the Eurocredit Market'. *Euro-money*, Septiembre 1978, Pág. 86.

endeudamiento mexicano, el mercado privilegiaba a clientes de primer orden.

La relevancia del gobierno federal, Pemex, CFE, Nafinsa y Banobras en el mercado de eurocréditos, se ve confirmada si nos avocamos a analizar no ya el número de operaciones realizadas, sino el volumen colectado en el cuadro 8.

**CUADRO 8**  
**VOLUMEN COLECTADO POR PRESTATARIO**  
**EN EL MERCADO DE EUROCRÉDITOS**  
**(Millones de Dólares)**

<i>Prestatario público</i>	<i>Volumen colectado</i>	<i>Porcentaje del total de la muestra</i>
Pemex	12766.0	39.67
Gobierno Federal	6086.6	18.91
Nafinsa	3967.7	12.32
Banobras	2889.8	8.98
CFE	2368.0	7.35
Banrural	1349.0	4.19
Banco de Comercio Exterior	910.0	2.82
Finasa	700.0	2.17
Banco Somex	400.0	1.24
Fertimex	215.0	0.66
Telmex	192	0.59
AHMSA	129.4	0.40
Conasupo	89.0	0.27
Banpesca	51.0	0.15
Sicartsa	30.0	0.08
Mexpapel	25.0	0.07
Hotel Presidente Chapultepec	11.0	0.03
	32179.5	100

Asimismo, el cuadro 9 muestra claramente el papel predominante que ejerció el grupo de los cinco prestatarios ya mencionados como recolectores de fondos. En su conjunto, esas entidades concentraron el 87.23 por ciento del monto total de las operaciones contenidas en la muestra. La gran capacidad de colecta de dichos prestatarios queda de manifiesto al observar la distribución del volumen colectado por año.

La repartición anual del volumen colectado permite distinguir fácilmente tanto a los mejores colectores como los años con mayor volumen de emprés-

CUADRO 9

**CAPACIDAD DE RECOLECTA DEL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO**  
(Distribución por años en millones de dólares)

<i>Prestatario Año</i>	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	Total
Pemex	125	591	300	350	1155	3155	850	4050	2200	12766.0
Gobierno Federal	670	500	1600	66.6	---	1400	900	950	---	6086.6
Nafinsa	30	405	349	462.2	290	690	---	250	1489.5	3967.7
Banobras	220	180	220	169.8	---	1100	---	100	---	2889.8
CFE	185	10	10	58	620	1060	---	425	---	2368.0
Banrural	---	49	---	200	600	500	---	---	---	1349.0
Banco de Comercio Exterior	---	---	110	100	700	---	---	---	---	90
Finasa	---	30	370	---	---	300	---	---	---	700
Fisomex	---	---	---	---	---	---	---	400	---	400
Fertimax	---	---	---	---	---	90	---	125	---	215
Telmex	---	100	20	25	---	47	---	---	---	192
AHMSA	84.4	---	---	---	---	---	45	---	---	129.4
Conasupo	---	24	25	---	---	---	---	40	---	89.0
Banpesca	---	---	---	---	---	---	---	51	---	51
Sicartsa	---	30	---	---	---	---	---	---	---	30
Mexpapel	---	---	---	25	---	---	---	---	---	25
Hotel Presidente Chapultepec	---	---	---	11	---	---	---	---	---	11
	1314.4	1919	3004	1469.6	3365	8342	1795	7251	3729.5	32179.5

titos. Una apreciación inmediata de los aspectos contenidos en el cuadro 9 podrá hacer suponer que la tendencia dominante y el rasgo característico del endeudamiento público mexicano fue su constante aumento, así como el consecuente crecimiento desmesurado del mismo. No obstante, una apreciación de esta naturaleza corre el riesgo de ser superficial, por cuanto toma en consideración los valores nominales del endeudamiento y no los valores reales. Para obtener una perspectiva objetiva del crecimiento del volumen de los créditos otorgados al prestatario mexicano, el volumen de la deuda para cada año debe ser analizado en el contexto inflacionario que caracterizó al periodo: pasando de valores nominales a valores reales se obtiene una visión completamente diferente del problema como se aprecia en el cuadro 10.

El cuadro diez nos permite observar que el volumen colectado a lo largo del periodo de 1974 a 1982 se mantuvo en niveles constantes, tendiendo incluso en ciertos años hacia la baja. Esta tendencia que es válida para la muestra colectada, lo es también para el comportamiento de la deuda mexicana. Es más, es aplicable a la evolución de la deuda de los países en vías de desarrollo, así lo han demostrado un conjunto de estudios profundos y serios sobre la materia: "En resumen, para los países en vías de desarrollo, inclu-

CUADRO 10

**VALOR REAL DEL VOLUMEN COLECTADO POR EL PRESTATARIO MEXICANO**  
(Millones de dólares. Valor real en dólares de 1972)

<i>Prestatario</i> Año	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	Total
Pemex	69	332.73	160.8	166.6	528.9	1243.7	421.6	2008.8	1091.2	6022.7
Gobierno Federal	369.84	281.5	857.6	31.70	---	551.6	446.4	471.2	---	3009.84
Nafinsa	16.56	228.01	187.06	220.9	132.8	271.86	---	124.0	738.79	1919.98
Banobras	121.44	101.34	117.92	80.82	---	433.4	---	496	---	1350.92
CFE	102.21	5.63	5.36	27.60	283.9	417.64	---	210.8	---	1053.05
Banrural	---	27.58	---	95.2	275.8	197	---	---	---	594.58
Banco de Comercio Exterior	---	---	58.96	47.6	320.6	---	---	---	---	427.16
Finasa	---	16.89	198.32	---	---	118.2	---	---	---	333.41
Banco Somex	---	---	---	---	---	---	---	198.4	---	198.4
Fertimex	---	---	---	---	---	35.46	---	72.0	---	97.46
Telmex	---	56.3	10.72	11.9	---	18.51	---	---	---	97.43
AHMSA	46.58	---	---	---	---	---	22.32	---	---	68.9
Conasupo	---	13.51	13.4	---	---	---	---	---	19.84	46.75
Banpesca	---	---	---	---	---	---	---	25.29	---	25.29
Sicartsa	---	16.8	---	---	---	---	---	---	---	16.89
Mexpapel	---	---	---	11.9	---	---	---	---	---	11.9
Hotel Presidente Chapultepec	---	---	---	5.23	---	---	---	---	---	5.23
	725.54	1080.3	1610.4	699.4	1541	3286.7	890.32	3596.4	1849.8	15279.8

*Nota:* La interpretación y formulación del presente cuadro debe ser tomada con precaución, dada la manera heterodoxa que se siguió en su elaboración.

yendo los países exportadores de petróleo, el endeudamiento externo y el servicio de la deuda han alcanzado, para finales de los años 70's, niveles imprecendentes en términos nominales; en términos reales, sin embargo y en relación a otras magnitudes económicas, tales como las exportaciones y las reservas, la situación general de la deuda no parece ser substancialmente diferente a la de comienzos de la década".<sup>31</sup>

Esta misma conclusión se encuentra contenida en un excelente artículo de Marie-France L'Heriteau: "En efecto, entre 1971 y 1980, el volumen de la deuda de los países en vías de desarrollo se ha quintuplicado, pasando de 78 mil millones de dólares americanos a 431 mil millones, con una tasa de crecimiento anual de 21 por ciento, muy superior a aquélla, del orden de 14 por ciento prevaleciente en los años de 1960. Pero salta a la vista que este diferencial de las tasas de crecimiento es inferior a la diferencia de las tasas de inflación entre los dos periodos y, ubicado en términos reales, el crecimiento de la deuda es del orden del 9 por ciento por año en la década de 1970

<sup>31</sup> *External Indebtedness of Developing Countries*. Washington, D.C. Ocasional Paper No. 3. 1981.

contra 12 por ciento por año en el decenio precedente; se trata, en consecuencia, no de un movimiento desmesurado hacia el alza, sino una *desaceleración* del endeudamiento en el periodo reciente".<sup>32</sup> Citemos, por último, que en 1978 un grupo de expertos mexicanos en endeudamiento externo, en una reunión internacional sobre las relaciones financieras Norte-Sur, hicieron notar que: "los datos de la deuda externa de los países en desarrollo se expresa normalmente en términos nominales. Es indudable que si se toma en cuenta el efecto inflacionario y las cifras se convierten a precios constantes, el problema se torna menos dramático".<sup>33</sup>

Así pues, contrariamente a la idea generalmente aceptada, la crisis de la deuda mexicana no obedeció en su esencia al crecimiento del volumen de los empréstitos, sino a la deterioración de las condiciones de los préstamos, como lo veremos en la segunda sección de este capítulo.

En cuanto a la distribución del crédito, la clasificación del cuadro 11, por especialización del prestatario público mexicano, permite reconocer que las entidades pertenecientes al sector energía, centralizaron el 47.02 por ciento del total del volumen colectado en la muestra. El 31.70 por ciento lo concentraron intermediarios financieros con características de instituciones de fomento y desarrollo. Por su parte, el gobierno federal colectó para sus diversas necesidades el 18.91 por ciento del monto total.

QUADRO 11

**VOLUMEN COLECTADO POR EL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO**  
(Repartición por especialización. Millones de dólares)

Sector	Volumen colectado	ob del total de la muestra
Energía	15134.0	47.02
– Petroquímica	12766.0	39.67
– Electricidad	2368.0	7.35
Instituciones Financieras	10267.5	31.90
Gobierno Federal	6086.6	18.91
Otros	691.4	2.14
	32179.5	100

La distribución del volumen colectado, atendiendo al sector de actividad del prestatario público, deja constancia de que el sector petroquímico se

<sup>32</sup> L'Heriteau, Marie-France. "Endettement et Ajustement Structurel la Nouvelle Cannoniere". *Revue Tiers Monde*. Tomo XXIII. No. 91. Julio, septiembre 1982. Pág. 518.

<sup>33</sup> Wionczek, Miguel S. *Op. Cit.* Pág. 14.

definió como prioritario en la colecta de créditos en eurodivisas; él solo concentró el 39.67 por ciento del volumen de capitales comprendidos en la muestra. En este sentido, conviene precisar que el constante acceso de Pemex al mercado de eurocréditos y la expansión del sector petroquímico nacional constituyen elementos íntimamente relacionados, los cuales caracterizan ampliamente la coyuntura económica mexicana en los 8 años precedentes a la crisis del 20 de agosto de 1982. Dichos elementos se conjugaron para hacer que México se ubicara en 1982 como el cuarto productor mundial de petróleo, el decimoquinto en 1976 y en el decimoprimer lugar por el desarrollo de su industria petroquímica con una capacidad de refinación de 1.5 millones de barriles por día.

Asimismo, el acceso de diversos prestatarios al euromercado, esencialmente intermediarios financieros, permitió al sector público el financiamiento de grandes proyectos, así como la importación de bienes para apoyar y complementar la expansión económica que encabezaba el sector de la petroquímica. En efecto, los eurocréditos alimentaron en buena medida el crecimiento de inversión y más generalmente el crecimiento económico nacional, hasta llegar a configurar lo que algunos autores han denominado un sistema económico de endeudamiento.

Los eurocréditos, como corazón de este sistema, permitieron que México se constituyera, sobre todo a partir de 1977, en uno de los raros oasis de crecimiento en una economía mundial caracterizada por la crisis: los créditos en eurodivisas fueron pilares de la expansión de la economía nacional en un momento de franca recesión de las economías industrializadas. El papel jugado por los eurocréditos no debe observarse como un elemento aleatorio o circunstancial, por el contrario, es necesario inscribirlo en un contexto más amplio: el otorgamiento de este tipo de créditos a los países en vías de desarrollo más avanzados, permitió que las economías de los países industrializados atenuaran los efectos de la recesión, por cuanto que un volumen importante de estos capitales regresaban a las economías desarrolladas, vía importación de bienes, a cuenta de los prestatarios de los países en desarrollo. "La abundancia de capitales disponibles para la inversión, creada por el excedente de los países de la OPEP y por la débil demanda de créditos en la zona de la OCDE, facilitó el financiamiento de inversiones productivas en los países más dinámicos al exterior de la zona industrializada, que ofrecían buenas garantías de solvencia, particularmente los nuevos países industrializados".\*<sup>34</sup>

Anotemos, por otra parte, que la expansión de la economía nacional faci-

\* Recordemos que en la OCDE se encuentran los países más ricos del mundo: República Federal de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos de Norteamérica, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Islandia, Luxemburgo, Noruega, Holanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. Dentro de los llamados nuevos países industrializados se incluye normalmente a México, Brasil, Corea del Sur, Taiwán y Singapur.

<sup>34</sup> *The Impact of new Industrialising Countries on Production and Trade in Manufactures*. OCDE. París, 1979. Pág. 11.

litada por los eurocréditos hizo que México se convirtiera en un país extremadamente sensible a los impactos externos, representados fundamentalmente por el aumento de la tasa de interés, la disminución de los precios de las materias primas de exportación, principalmente el petróleo, así como las medidas proteccionistas de los países industrializados. Todo ello ha sido empíricamente comprobado por los acontecimientos internacionales sucedidos en el primer semestre de 1986.

Sobre este punto en particular, señalemos que: "los Estados, cuyos bancos participan en el montaje de eurocréditos, no han puesto obstáculos para que éstos accedan a este mercado aun cuando, en la mayoría de los casos, ellos conocen ciertas formas de restricción en el movimiento de capitales. La ambición de ver a los bancos locales y desarrollar sus actividades internacionales, con todas las ventajas económicas, políticas, sociales y fiscales que puedan esperarse, ha sido determinante (para que no se les imponga controles estatales a sus operaciones)... Esta preocupación (de los Estados) por no dejar a sus bancos nacionales perder su lugar en la competencia financiera internacional, está igualmente asociada a la preocupación de no obstaculizar el financiamiento de grandes proyectos, en los cuales podrían participar empresas nacionales entre otras. En efecto, las inversiones financiadas gracias a los eurocréditos contribuyen por su magnitud a sostener la actividad económica de los países industrializados y puede pensarse que dada la complejidad de nexos existentes entre firmas industriales de los países desarrollados, particularmente en el seno de los grupos multinacionales, todos los participantes en estos proyectos tienen interés, en el contexto general de la crisis económica, en que estos montajes financieros no desaparezcan".<sup>35</sup>

## **2. Condiciones y Costo de los Empréstitos**

### **Evolución de las condiciones**

La condición de los empréstitos otorgados al prestatario público mexicano evolucionaron fundamentalmente en función de tres factores: la liquidez del mercado de eurodivisas, la concurrencia interbancaria y la apreciación que se configuraban los eurobancos sobre el riesgo comercial que representaba el prestatario. Al respecto, es posible distinguir tres periodos: De finales de 1972 hasta mediados de 1974, de julio de 1974 a finales de 1976 y de 1977 hasta el momento en que hace explosión la crisis de la deuda.

La característica principal del primer periodo se centra en el hecho de que las condiciones imperantes en el circuito de eurocréditos favorece los empréstitos del prestatario nacional. El cuadro 12 es ilustrativo de lo anterior.

Pese a que la muestra de trabajo sólo incluye 7 operaciones realizadas en

<sup>35</sup> Bordeau, Genevieve. "Les Eurocredits. L'apparition de Controles Etatiques", en *Les Eurocredits. Un Instrument... Op. Cit.* Pág. 378.

CUADRO 12

## TOTAL DE OPERACIONES REALIZADAS EN EL PRIMER PERIODO

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Márgenes</i>	<i>Términos</i>
Enero de 1974	Gobierno Federal	500	1/2 - 5/8	7
Marzo de 1974	Pemex	25	1/2	10
Marzo de 1974	CFE	25	1/2 - 3/4	12
Marzo de 1974	Banobras	25	1	8
Abril de 1974	Pemex	100	5/8	12
Mayo de 1974	CFE	100	3/4	10
Junio de 1974	Banobras	1.00	3/4	10

este periodo, las condiciones obtenidas en dichas operaciones muestran lo favorable del mercado. Lo favorable de las condiciones financieras señaladas se tradujo en márgenes bajos y periodos de duración considerablemente largos, hablando desde una perspectiva de mediano plazo. En este periodo, el promedio de las operaciones de la muestra es para los márgenes de 0.675, mientras que la media de duración de los créditos se ve representada por 9.83 años. Conviene destacar que si en términos generales el prestatario público mexicano se ve imponer condiciones favorables en este periodo, al interior de las operaciones a cargo de los diversos prestatarios, se observan diferencias que atienden a la calidad del cliente. Así, por ejemplo, si comparamos operaciones semejantes, salta a la vista la desigualdad de los costos. El cuadro 13 ilustra lo señalado.

CUADRO 13

## CONDICIONES FINANCIERAS IMPUESTAS A DIVERSOS PRESTATARIOS EN EL PRIMER PERIODO

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Márgenes</i>	<i>Términos</i>
Marzo de 1974	Pemex	25	1/2	10
Marzo de 1974	CFE	25	1/2 - 3/4	12
Marzo de 1974	Banobras	25	1	8

Es evidente que en las operaciones señaladas, tanto Pemex y la CFE obtuvieron condiciones extremadamente ventajosas en contraposición a Banobras, que pese a constituirse en uno de los mejores prestatarios se ve imponer márgenes más altos y periodos más cortos.

Durante el segundo periodo, el 16 de julio de 1974, la Banca Alemana

Herstatt deposita su balance con un pasivo del orden de 200 millones de dólares. Ante esta situación, los bancos que realizan operaciones financieras internacionales y particularmente operaciones de eurocréditos, deciden restringir sus préstamos dadas las condiciones de incertidumbre del medio financiero. "Rumores por demás incontrollables comenzaron a circular en el mundo bancario... se pudo pensar seriamente en esta época que el mercado podría desaparecer o al menos entrar en letargo".<sup>36</sup>

Estas circunstancias incidieron directamente en el costo y condiciones de los préstamos. El cuadro 14 testifica lo señalado, mostrando la selección de operaciones tomadas de la muestra en este periodo.

**CUADRO 14**  
**SELECCION DE OPERACIONES DE EUROREDITOS**  
**REALIZADAS EN EL SEGUNDO PERIODO**

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Márgenes</i>	<i>Términos</i>
Diciembre de 1974	Gobierno Federal	170	1 3/4	5
Febrero de 1975	Banrural	29	1 1/2	3
Marzo de 1975	Nafinsa	25	1 1/2	3
Marzo de 1975	Banobras	25	1 1/2	5
Mayo de 1975	Finasa	20	1 3/8	3
Mayo de 1975	Gobierno Federal	200	1 1/2	5
Septiembre de 1975	Pemex	380	1 1/2	5
Septiembre de 1975	CFE	10	1 1/4	2
Septiembre de 1975	Banobras	100	1 1/2	5
Septiembre de 1975	Banrural	20	1 1/2	3
Noviembre de 1975	Pemex	76	1 1/4	2
Noviembre de 1975	Nafinsa	40	1 1/4	4
Noviembre de 1975	Banobras	40	1 1/4	2
Febrero de 1976	Banco de Comercio Exterior	55	1 1/4	2
Febrero de 1976	Nafinsa	110	1 1/4	2
Marzo de 1976	Conasupo	25	1 1/4	2
Mayo de 1976	Pemex	300	1 1/2	5
Noviembre de 1976	Gobierno Federal	400	1 1/2	5

Como puede desprenderse del cuadro 14, en este periodo cambiaron radicalmente las condiciones de los préstamos, lo cual se refleja en márgenes más elevados y periodos de duración sensiblemente cortos. El número de operaciones que incluye la muestra en este periodo es de 38; el margen promedio de dichas operaciones es de 1.40, mientras que el promedio de los años de

<sup>36</sup> Champion y Trauman, *Op. Cit.* Pág. 18.

duración se encuentra representado por 4.67 años. En otras palabras, el margen se elevó más del 100 por ciento y la duración de los créditos se redujo en más de la mitad en relación al periodo precedente. Esto es evidente si se comparan operaciones con montos semejantes a cargo de un mismo prestatario en ambos periodos, como lo ilustra el cuadro 15.

CUADRO 15

**EJEMPLO DE VARIACION DE LAS CONDICIONES DE EMPRESTITO  
DURANTE EL PRIMER Y SEGUNDO PERIODOS  
(Millones de Dólares)**

<i>Periodo</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Margen</i>	<i>Duración</i>
Primero	Banrural	100	3/4	10
Segundo	Banrural	100	1 1/2	5

Adicionalmente al proceso de deterioro en las condiciones de empréstito, el segundo periodo se caracteriza por el hecho de que en éste se acentúa la diferencia entre prestatario de primer orden y prestatarios de segundo nivel, en detrimento de estos últimos que se ven imponer márgenes más severos y periodos de duración aún más cortos. Ello queda claro si comparamos operaciones con montos semejantes a cargo de diversos prestatarios en el cuadro siguiente.

CUADRO 16

**COMPARACION DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS ENTRE DIVERSOS  
PRESTATARIOS DURANTE EL SEGUNDO PERIODO  
(Millones de Dólares)**

<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Margen</i>	<i>Duración</i>
Banobras	25	1 1/2	5
Finasa	20	1 3/8	3
Conasupo	25	1 1/4	2

El cuadro anterior destaca que prestatarios ocasionales como Conasupo se ven imponer condiciones severas en cuanto a margen y duración, mientras que Banobras, prestatario con regular acceso al mercado, sufre condiciones relativamente más favorables. Conviene destacar que en este periodo, al igual que en el primero, Pemex, Nafinsa y el gobierno federal son los prestatarios mejor situados del conjunto de deudores mexicanos.

En el tercer periodo, a partir de los primeros meses de 1977, las tensiones

operadas en el mercado en los meses precedentes se atenúan considerablemente, lo que posibilitó una recuperación del mercado. El periodo de 1977 a agosto de 1982 se caracteriza por ser un periodo de fuerte actividad en el mercado de eurocréditos. En efecto, a pesar de algunos eventos internacionales que incidieron en los mercados financieros, como la crisis iraní de 1979, estos años fueron de extrema actividad. La muestra de trabajo en este periodo describe 100 operaciones. A continuación se presenta una selección de ellas.

**CUADRO 17**  
**SELECCION DE OPERACIONES DE EUROREDITOS**  
**PERTENECIENTES AL 3ER. PERIODO**  
**(Millones de Dólares)**

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Margen</i>	<i>Términos</i>
Marzo de 1977	Pemex	350	1 1/2 – 1 5/8	5
Mayo de 1977	Banobras	150	1 1/2 – 1 5/8	5
Julio de 1977	Nafinsa	425	1 1/4 – 1 3/4	10
Agosto de 1977	Telmex	25	1 3/4	7
Abril de 1978	Pemex	1000	1 1/4	10
Julio de 1978	Banobras	600	1	5
Agosto de 1978	CFE	600	1	7
Mayo de 1979	Finasa	60	1 1/8	11
Mayo de 1979	Pemex	50	1/2	3
Junio de 1979	CFE	50	7/8	10
Julio de 1979	Pemex	50	5/8	7
Julio de 1979	Pemex	100	3/4	10
Octubre de 1979	Gobierno Federal	600	1	6
Octubre de 1979	Fertimex	90	3/4	10
Noviembre de 1979	CFE	400	5/8	12
Noviembre de 1979	Gobierno Federal	250	5/8 – 3/4	5
				10
				5
Mayo de 1980	Gobierno Federal	300	1 – 5/8	6
				8
				2
Julio de 1980	AHMSA	45	3/4 – 7/8	5
				10
				5
Julio de 1980	Pemex	300	1/4	2
Abril de 1981	Banpesca	51	1/2 – 5/8	5
				8
				3
Mayo de 1981	Nafinsa	100	1/2	10
Septiembre de 1981	CFE	425	1/2	8
Enero de 1982	Pemex	200	1/8	6

En este periodo, el promedio de los márgenes de las operaciones incluidas en la muestra es de 0.849 y la media aritmética de los años de duración se sitúa alrededor de 7.56 años. Un análisis inmediato de las condiciones financieras propias a esta etapa podría sugerir la idea de que en este año asistimos a un mejoramiento de los costos y duración de los créditos en relación al periodo anterior. Una apreciación de esta naturaleza correría el riesgo de ser un tanto superficial, por cuanto en este periodo asistimos a un endurecimiento de las condiciones de crédito para el prestatario público nacional. Dos aspectos pueden hacerse notar el respecto:

1. Una mayor discriminación del prestatario público mexicano. Las tensiones que caracterizaron al mercado de eurocréditos entre el segundo semestre de 1974 y los últimos meses de 1976 se empiezan a atenuar gradualmente en los primeros meses de 1977. Para este año, el mercado presenta condiciones que benefician a los prestatarios. No obstante, dicho mejoramiento en las condiciones de los créditos se traduce de manera discriminada, es decir, favorece sólo a ciertos prestatarios pertenecientes en su mayoría a los países más ricos de la OCDE. Por el contrario, el prestatario mexicano, al igual que el de la mayoría de los países en desarrollo, sigue soportando durante 1977 condiciones de empréstito propias a un mercado en tensión.

Al respecto, el prestatario mexicano sólo ve mejorar sus márgenes hasta el segundo semestre de 1978, cuando las sobretasas que se ve imponer se reducen considerablemente, si bien guardando una distancia significativa con relación a la de los prestatarios de la OCDE, quienes siguen obteniendo márgenes considerablemente reducidos.

Esta tendencia en el mercado ha sido constatada por un estudio especial realizado por los especialistas de la OCDE: "De una manera general, puede concluirse que los prestatarios de los países en desarrollo son los primeros en sufrir la aparición de tensiones sobre el mercado de eurocrédito, mientras que una mejoría en las condiciones de otorgamiento de los empréstitos tiende a beneficiarlos sólo después de un periodo en ocasiones demasiado largo".<sup>37</sup>

2. Un mayor endurecimiento de las condiciones de crédito a partir de 1979. Un observador poco familiarizado con el funcionamiento del mercado de eurocrédito podría suponer que a partir de 1979 se opera una mejoría en las condiciones de empréstito del prestatario público mexicano, en la medida que a partir de los primeros meses de esa fecha y hasta la explosión de la crisis de la deuda, los márgenes se mantienen, de manera general, por debajo del 1 por ciento.

Una apreciación de esta naturaleza no traduciría de manera objetiva la situación soportada por el prestatario mexicano en ese lapso de tiempo.

<sup>37</sup> "Le Recours par les Pays en Développement aux Marchés Internationaux de Capitaux, en OCDE, *Tendances des Marchés des Capitaux*, Etude Speciale, Pág. 110.

Al respecto, dos consideraciones merecen señalarse: a) Los márgenes representan solamente uno de los elementos que caracterizan las condiciones financieras de los créditos en eurodivisas; para realizar una apreciación objetiva de las ventajas o desventajas de un eurocrédito, debe tenerse en consideración no sólo los márgenes, sino también los otros elementos, particularmente la tasa de interés. Sobre este particular, como se señalará más profundamente en su oportunidad, cabe mencionar que de 1977 a 1982 el prestatario mexicano soportó tasas de interés extremadamente altas; no es lo mismo soportar un margen de un medio por ciento sobre una tasa de base de ocho por ciento, que un margen de un medio sobre una tasa de base de quince por ciento. b) Para realizar una apreciación objetiva del margen impuesto a una operación de crédito, éste debe visualizarse a la luz del margen promedio del mercado. En otras palabras, el margen obtenido para una operación debe compararse con otros márgenes impuestos a operaciones de crédito similares y contemporáneas. A reserva de explicitar este aspecto posteriormente, adelantaremos que a partir de 1977 el prestatario público mexicano, en relación a otros prestatarios que realizan operaciones similares, se ve imponer márgenes más severos. Hagamos notar que este endurecimiento se acentúa a partir de 1980. "Mientras que los prestatarios de los países de la OCDE y algunos prestatarios fuera de esta zona han podido obtener condiciones de crédito todavía mejores, en conjunto las condiciones de los países en desarrollo han sufrido un endurecimiento... En cuanto a los grandes países en desarrollo no productores de petróleo, Brasil ha visto imponerse a partir de 1980 un margen de más de dos por ciento en relación a la LIBOR y, más recientemente, Argentina y México han visto sus condiciones de empréstito alargarse a uno por ciento aproximadamente y más por préstamos a ocho años. Se nota un fenómeno similar para los vencimientos de los nuevos créditos; si en 1978, los países en desarrollo no productores de petróleo (se incluye a México) podían obtener periodos de vencimiento más largos que sus homólogos de la OCDE, a partir de agosto de 1980 sucede lo contrario, el vencimiento promedio se hace más corto que en el lapso 1978-1979".<sup>38</sup>

### *Evolución de las Comisiones*

Para cualquier prestatario, la tasa de interés de base, así como el margen contractual, determinan en gran medida el costo del empréstito. Estas dos variables junto con el periodo de vencimiento de crédito son los elementos más visibles de las condiciones financieras de los empréstitos. No sucede así con

<sup>38</sup> "Le Marché des Eurocredits a Moyen Terme en 1978-1981. Etude Speciale", en *Tendances des Marchés des Capitaux* No. 21. Marzo de 1982.

la estructura de comisiones que acompañan al crédito; las comisiones conforman el elemento menos visible de las condiciones de un préstamo.

La ausencia de información sobre la estructura de comisiones que pagaron los diversos prestatarios mexicanos en las operaciones de eurocréditos descritos en la muestra, nos impide efectuar ciertas consideraciones cuantitativas al respecto. No obstante, podemos efectuar algunas inferencias teóricas sobre la base de una conclusión establecida por el Banco de Inglaterra: "Las comisiones han evolucionado de la misma manera que los márgenes".<sup>39</sup>

Sobre este mismo aspecto, un estudio especial de la OCDE menciona: "Las diversas indicaciones disponibles concernientes a las condiciones de crédito aplicadas a los países más importantes del mercado de eurocréditos confirman el fenómeno siguiente: En los créditos en donde las comisiones de garantía representan una parte importante de la remuneración del acreedor... ellas evolucionan en general sensiblemente en el mismo sentido que los márgenes, pero con un nivel más bajo y con variaciones menores. Sobre los eurocréditos otorgados a los organismos públicos brasileños que son generalmente movilizadas en periodos rápidos, las comisiones de dirección y de participación han, en periodos recientes, evolucionado en estrecho paralelismo con los márgenes".<sup>40</sup>

Las anteriores constataciones nos permiten suponer que las comisiones pagadas por el prestatario mexicano tendieron a elevarse dada la estrecha relación entre márgenes y comisiones.

### ***Evolución de la Tasa de Interés***

#### ***El rol preponderante del dólar en las operaciones de eurocrédito***

La información contenida en la muestra permite reconocer que el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica jugó un papel dominante en el volumen de capitales colectados por el prestatario mexicano en el mercado de eurocréditos, como se observa en el cuadro dieciocho.

El papel del eurodólar en los eurocréditos contratados por el prestatario mexicano nos obliga a considerar sólo la tasa de interés de esta eurodivisa.

#### ***La tendencia de la tasa de interés del eurodólar***

Como se ha señalado en su oportunidad, los créditos en eurodólares se encuentran ligados directamente a las fluctuaciones de las tasas del mercado del euromercado. En teoría, una tasa de esta naturaleza puede beneficiar al deudor, sobre todo si la tendencia es hacia la baja. En la práctica, este tipo de tasa fluctuante hizo más pesado el costo de los empréstitos del prestatario

<sup>39</sup> Banco de Inglaterra. Boletín Trimestral, Septiembre 1980. Pág. 303.

<sup>40</sup> "Le Marché des Eurocredits a Moyen Terme en 1978-1981". *Op. Cit.* Pág. 31.

CUADRO 18

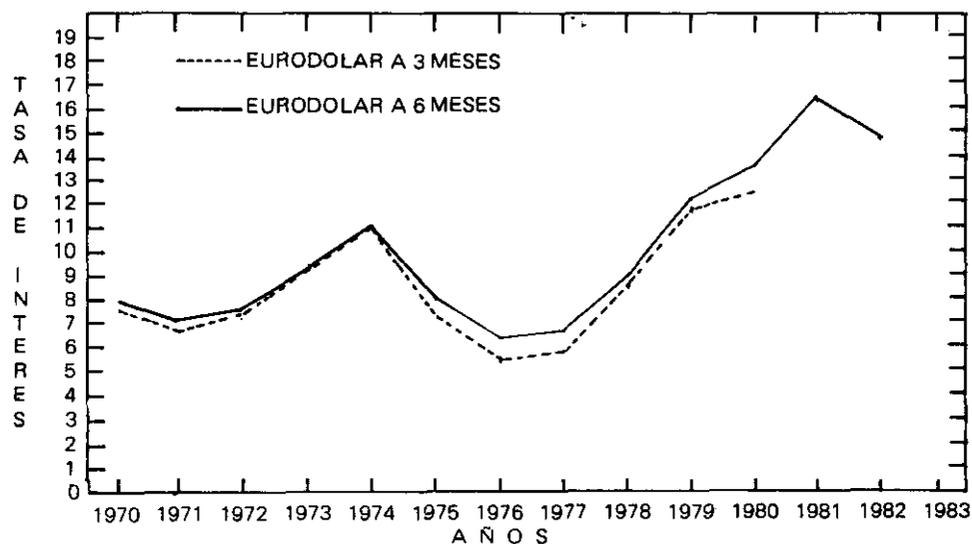
**EL ROL PREDOMINANTE DEL DOLAR EN EL ENDEUDAMIENTO  
DEL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO  
(Millones de Dólares)**

<i>Eurodivisas</i>	<i>Operaciones realizadas</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>	<i>Volumen colectado</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Dólares americanos	138	95.17	31928.9	99.22
Marcos alemanes	4	2.75	155.4	.48
Franco suizos	3	2.06	95.2	.29
	145	100	32179.5	100

público mexicano, por cuanto, salvo ciertos periodos relativamente cortos, evolucionó hacia el alza.

A continuación, de acuerdo a los datos disponibles, presentamos una gráfica que describe la variabilidad de las tasas de interés del eurodólar a tres y seis meses.

**EVOLUCION DE LA TASA DE INTERES DEL EURODOLAR A TRES Y SEIS MESES**



Un aspecto interesante a destacar es que el alza de la tasa del eurodólar no inhibió la capacidad de colecta del prestatario nacional, aún en los mo-

mentos en que el alquiler del dinero era extremadamente costoso. Esta relación se explica por la necesidad creciente de financiamiento del prestatario público mexicano para asegurar el servicio de la deuda y además por un mecanismo de regulación del mercado de eurocréditos. En periodos de tendencia de la tasa de interés hacia el alza, los eurobancos disminuían los márgenes y alargaban los periodos de vencimiento de los créditos, con el propósito de incitar la colecta. Por el contrario, en periodos de tendencia hacia la baja, los bancos aumentaban considerablemente los márgenes y disminuían notablemente los periodos de vencimiento. El siguiente cuadro es ilustrativo al respecto.

CUADRO 19

Año	Volumen colectado	Promedio de tasa de interés		Promedio márgenes	Promedio vencimiento (años)
		3 meses	6 meses		
1974	1314.4	11.01	11.06	0.90	8.46
1975	1919.0	7.32	7.93	1.45	4.41
1976	3004.0	5.61	6.11	1.47	4.41
1977	1469.6	5.97	6.34	1.51	5.91
1978	3365.0	8.68	9.08	1.16	7.75
1979	8342.0	11.97	12.09	1.00	8.05
1980	1795.0	13.45	13.41	.49	6.5
1981	7251.0		16.53	.47	8.05
1982	3729.5		14.94	.48	8.00

La anterior correlación pone en evidencia un rasgo que en muchas ocasiones se hizo característico del comportamiento de los bancos acreedores: Dar prioridad al criterio de rentabilidad por sobre una actitud prudente y cautelosa que disminuyera los riesgos comerciales de los créditos otorgados. La constatación señalada ha sido observada por un brillante practicante de las finanzas internacionales: "El propio comportamiento de los eurobancos, más que el de los beneficiarios de los créditos que ellos distribuyen, se encuentra en el origen de las crisis más graves".<sup>41</sup>

### **El rango asignado al prestatario público mexicano en el mercado de eurocréditos**

#### *Jerarquización entre prestatarios nacionales*

Con el propósito de establecer ciertos parámetros que permitan una jerarquía

<sup>41</sup> De Saint Maur, Jean du Pré. "Evolution Recente des Techniques de Financement". *Revue Economique* No. 6, Noviembre 1978. Pág. 1022.

zación entre los diversos prestatarios públicos mexicanos, a continuación se presenta el conjunto de operaciones de la muestra obtenidas en mejores condiciones.

CUADRO 20

**OPERACIONES DE EUROCREDITOS CON MEJORES CONDICIONES FINANCIERAS REALIZADAS POR EL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO**

Año	Gobierno Federal		Pemex		CFE		Nafinsa		Banobras	
	Margen	Años	Margen	Años	Margen	Años	Margen	Años	Margen	Años
1974	1/2 - 5/8	7	1/2	10	1/2 - 3/4	12	1	7	3/4	10
1975	1 1/2	5	1 1/2	5	1 1/4	2	1 1/2	5	1 1/2	5
1976	1 1/2	5	1 1/2	5	-	-	1 3/8	5	1 1/2	5
	1 3/4	7	-	-	-	-	-	-	-	-
1977	-	-	1 1/2 - 1 5/8	5	1 3/8	3	1 1/4 - 1 3/4	10	1 1/2	5
1978	-	-	1 1/4	10	1	7	1	10	-	-
1979	1	6	1	5	5/8	12	1	5	3/4	10
1980	1	7	1/4	7.5	-	-	-	-	-	-
1981	3/8 - 1/2	8	-	-	1/2	8	1/2	10	1/2	6
1982	-	-	1/8	6	-	-	8/8	8	-	-

El análisis del cuadro anterior permite destacar que los prestatarios mejor colocados en el mercado de eurocréditos fueron el gobierno federal, Pemex y Nacional Financiera.

La correlación entre este cuadro y los cuadros números 6, 7, 8 y 9 nos permiten establecer una clara tendencia de comportamiento: Pemex, el gobierno federal y Nafinsa se constituyeron, por el número de operaciones realizadas, por el volumen colectado y por las condiciones obtenidas de préstamo, en los prestatarios mexicanos mejor situados en la realización de operaciones de créditos en eurodivisas.

***Jerarquización respecto a otros prestatarios internacionales***

A fin de ubicar la categoría y rango que se asignó al prestatario mexicano en el mercado de eurocréditos, el cuadro 21 presenta una comparación entre las operaciones más favorables realizadas por éste y las operaciones más favorables obtenidas por los prestatarios públicos de otros países.

La comparación de márgenes y vencimientos resultantes de los datos contenidos en el cuadro 21 permite inferir que el prestatario mexicano recibió un rango intermedio de calidad. Sin lugar a dudas, de 1974 a 1977 los mejores prestatarios mexicanos se colocaron en rangos extremadamente aceptables en el mercado, si bien a partir de 1978 los deudores mexicanos comienzan a ver condiciones impuestas de financiamiento cada vez más severas.

CUADRO 21

**CONDICIONES MINIMAS DE PRESTAMO APLICADAS A ALGUNOS PRESTATARIOS DEL SECTOR PUBLICO DE OTROS PAISES**

	1977	1978	1979	1980	1981
Zona de la OCDE	5/8	5	1/4- 3/8	6	
Francia			1/2	10	3/8-1/2
Europa del Norte (Dinamarca, Finlandia y Suecia)	7/8-1	7	5/8	10 1/2	3/8-1/2
	1 1/8-1 1/4	5	7/8	7	1/2
Italia	1 3/8	6		1/2-5/8	10
			7/8-1 1/4	12	1/2-3/4
España	7/8	7		1/2-5/8	12
			5/8- 3/4	12	1/2
Zona fuera de la OCDE				1/2	10
Argentina				5/8	6
	1 1/2-1 3/4	10	3/4/ 7/8	12	5/8
	1 7/8	5			12
Brasil	2 1/8	8	1	10	5/8
			1 1/4	12	12
				3/8-3/4	12
				3/4-1	15
Malasia			5/8- 3/4	10	1/2
México			3/4	8	1/2
	1 1/4-1 3/4	10	7/8-1	12	6
Corea del Sur	1 7/8	7		5/8	12
			7/8	10	1/2- 5/8
				5/8-3/4	10
Indonesia	1 3/4	7	3/4- 7/8	10	5/8-3/4
Hungría	1 -1 1/4	7	5/8- 5/4	7	1/2- 5/8
			5/8- 7/8	10	1/2-5/8

Fuente: OCDE. *Tendances des marchés des capitaux. Etude speciale.* "Le marché des eurocredits a moyen terme de 1978 a 1981." Marzo de 1982.

A partir de 1978, el prestatario mexicano ve deteriorar significativamente las condiciones de crédito y se le empieza a ubicar en rangos de calidad muy por encima de la media. En el siguiente cuadro, el número 1 se ha asignado a aquellos prestatarios que recibieron el margen más bajo por año, mientras que el número 20 refleja los márgenes más elevados.

El cuadro 22 ilustra claramente el proceso deteriorante que se operó gradualmente en las operaciones de crédito.

**Confirmación de la tendencia de deterioro**

La tendencia referida puede ser constatada si se analizan los datos publicados por el Banco Mundial en relación a los promedios anuales relativos a las condiciones de los créditos contratados en cada año (ver cuadro 23).

CUADRO 22

**RANGO DE CALIDAD ASIGNADO A DIVERSOS PRESTATARIOS  
DE ACUERDO AL MARGEN OBTENIDO**

<i>País</i>	<i>Año</i>	<i>1974</i>	<i>1975</i>	<i>1976</i>	<i>1977</i>	<i>1978</i>
<b>PAISES INDUSTRIALIZADOS</b>						
Canadá		7	1	4	10	1
Dinamarca		3	10	5	9	8
Finlandia		6	6	10	8	7
Francia		1	4	1	1	3
Italia		4	12	12	11	13
Noruega		14	11	9	5	6
Suecia		11	2	3	3	5
Inglaterra		2	3	7	4	4
Estados Unidos de Norteamérica		12	5	8	2	2
<b>PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO</b>						
Irán		5	9	6	7	9
Indonesia		9	13	17	15	11
México		8	9	11	12	14
Venezuela		10	8	2	6	10
<b>OTROS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO</b>						
Argentina		19	19	16	14	16
Brasil		18	15	20	20	17
Gabón		20	17	18	18	20
Costa de Marfil		15	16	19	19	19
Corea		16	18	15	20	12
Panamá		13	14	14	17	18
Filipinas		17	20	13	10	15

Fuente: *Euromoney*.

El análisis de los elementos que conforman las condiciones de los préstamos de acuerdo a su naturaleza, refleja que fueron los créditos privados los que sufrieron en extremo el proceso de deterioro, afectando el término promedio de todo el volumen de la deuda pública externa, por cuanto estos créditos representaban el porcentaje más elevado de las contrataciones.

Sobre el particular, estableceremos algunas consideraciones sobre el significado del elemento-don. Este resume las condiciones financieras de una operación: tasa de interés, vencimiento del crédito y periodo para efectuar el primer reembolso de capital. Se trata de medir el beneficio que obtiene el

CUADRO 23

**TERMINOS PROMEDIO DE LAS CONDICIONES DE CREDITO**  
(Por Naturaleza del Crédito y por Año)

<i>Tipo de créditos</i>	<i>Año</i>	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
<b>Créditos Oficiales</b>												
Interés (ob)		6.3	6.7	7.0	6.9	7.8	8.2	8.1	7.8	7.4	7.9	8.9
Vencimiento (años)		18.6	20.2	16.5	20.6	18.3	17.4	13.0	15.2	14.7	15.5	14.8
Periodo de gracia (años)		3.7	4.6	-4.7	5.0	2.8	3.8	3.0	4.7	4.0	3.5	3.7
Elemento-Don (ob)		22.2	20.1	16.8	19.1	12.5	9.5	7.9	11.7	13.5	10.5	5.1
<b>Créditos Privados</b>												
Interés (ob)		7.8	7.0	9.8	10.3	9.2	8.0	8.2	10.4	12.2	12.5	16.0
Vencimiento (años)		8.8	10.5	11.3	9.3	4.7	5.1	6.4	7.5	6.4	7.5	6.5
Periodo de gracia (años)		3.5	2.9	4.7	2.9	2.3	2.5	3.8	4.8	3.6	4.6	3.9
Elemento-Don (ob)		9.0	12.3	-0.2	-1.6	1.8	5.2	5.4	-2.6	-7.9	-11.4	-24.9
<b>Total de Créditos</b>												
Interés (ob)		7.5	6.9	9.1	9.8	9.0	8.1	8.2	10.1	11.8	11.4	15.0
Vencimiento (años)		10.7	13.7	12.5	11.1	6.8	5.8	6.7	8.3	7.1	9.4	7.7
Periodo de gracia (años)		3.7	3.5	4.7	3.3	2.8	2.6	3.7	4.7	3.7	4.3	3.9
Elemento-Don (ob)		11.5	14.9	3.9	1.7	3.5	5.8	5.5	-1.1	-6.1	-6.1	-20.5

Fuente: *World Debt Tables* 1980-1981. Banco Mundial.

prestatario a través de cuantificar el grado de liberalidad de un empréstito. Las ventajas que obtiene un deudor dependen de la diferencia entre la tasa de interés a la cual se contrata el crédito y la tasa del mercado, así como el número de años que el prestatario dispondrá de recursos. La tasa del mercado es convencionalmente fijada a 10 por ciento. Por consecuencia, el elemento de liberalidad de un préstamo a 10 por ciento es nulo; es de 100 por ciento en el caso de un don y se sitúa entre estos dos extremos para un préstamo liberal. En caso de porcentajes negativos, se refiere a que no contiene ningún elemento de subvención para el deudor.