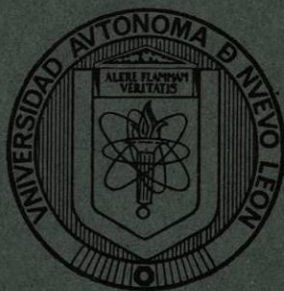


UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ECONOMIA



LAS TASAS DE INTERES ENFRENTADAS POR MEXICO,
EN LOS CREDITOS EXTERNOS POR FUENTES PRIVADAS.
EVALUACION Y SEGUIMIENTO
(1970 -- 1985)

TESIS

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
PRESENTA

Carlos Jesús Azpe Fimbres

5
MONTERREY, N. L.

NOVIEMBRE DE 1985

T
HJ851
A9
C.1

8



1080064040

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ECONOMIA



LAS TASAS DE INTERES ENFRENTADAS POR MEXICO, EN LOS CREDITOS EXTERNOS POR FUENTES PRIVADAS. EVALUACION Y SEGUIMIENTO (1970 -- 1985)

TESIS

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
PRESENTA

Carlos Jesús Azpe Fimbres

T
HS8515
A9



Biblioteca Central
Magna Solidandad

F. tesis



FONDO
TESIS LICENCIATURA

A LA MEMORIA DE MI PADRE
A QUIEN DEBO LO QUE SOY

A MI FAMILIA, CON CARÍÑO

AL PROFR. HORACIO SORIA LARREA
POR SUS VALIOSOS CONSEJOS QUE
ME HAN AYUDADO EN MI FORMACION

A los siguientes Maestros e Investigadores
a quienes guardo un profundo agradecimiento
y admiración, por ser fundamentales en mi
formación universitaria y que de alguna
manera transmitieron sus conocimientos para
la elaboración de este trabajo.

Lic. Leoncio Durandean P.

Lic. Everardo Elizondo A.

Lic. Edgar López Garza

Lic. Irma Martínez Jasso

Lic. Manuel Silos Martínez

Mi agradecimiento al Equipo de la
Dirección de Política Económica de
la S.P.P., por su valiosa ayuda
que me brindaron en la elaboración
de esta tesis.

INDICE

Pág.

INTRODUCCION	i
------------------------	---

PRIMERA PARTE

LA EVOLUCION DEL MERCADO DE CREDITO EXTERNO

I. LA EXPERIENCIA HISTORICA SOBRE EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO INTERNACIONAL EN EL SIGLO XIX Y PRINCIPIOS DEL SIGLO XX.

1. Periodos de Referencia	1
2. Historia Interna de los Préstamos Externos del Siglo XIX.	2
3. Lecciones de la Historia de los Préstamos Externos del Siglo XIX	3

II. LOS CREDITOS EXTERNOS DE LA BANCA INTERNACIONAL, DESDE 1950 HASTA LA DECADA DE LOS SETENTA..

5

1. Origen	5
2. Desarrollo	6
2.1 Factores que contribuyeron a la aparición del mercado de capitales en la década de los setenta.	6
2.2 La aparición del mercado del Eurodólar	8
2.2.1) Factores que contribuyeron al crecimiento del Eurodólar.	8

SEGUNDA PARTE

Pág.

TASAS DE INTERESES EN EL MERCADO DE CREDITO EXTERNO

III. <u>CARACTERISTICAS EN LAS TASAS DE INTERES OTORGADAS POR LA</u> <u>BANCA PRIVADA INTERNACIONAL EN LA DECADA DE LOS SETENTA....</u>	11
1. Generalidades	11
2. Tasas de Interés Fijas y Variables	13
2.1 Tasas de Interés Fijas	13
2.2 Tasas de Interés variables	13
3. Tasas de Interés en términos reales por fuente de financiamiento	14
4. Consideraciones sobre el poder de compra externo por la deuda externa pagada	15
5. Consideraciones sobre el poder de compra externo para la deuda externa pendiente de pago	19
IV. <u>EVALUACIONES DEL RECARGO ("SPREAD") EN LAS TASAS DE</u> <u>INTERES</u>	24
1. Definición.	24
2. Hipótesis	26
3. Modelo.	26
3.1) Variables explicativas del modelo.	26

	Pág.
4. Método	31
5. Estimación	32
6. Resultados	33
6.1) Análisis de la ecuación con mejor bondad de ajuste estadístico	33
6.2) Pruebas estadísticas para Ecuación 9 (Bondad del ajuste	37
7. Criterio de decisión sobre las hipótesis.	39
8. Modelo Alternativo.	40
9. Marco Teórico.	41
10. Eventos	41
11. Probabilidades de los eventos	42
12. Indicadores Explicativos	42
A. Indicadores controlables internamente	42
a) Variables crediticias.	42
b) Variables Económicas no crediticias.	43
c) Variables Políticas	43
B. Indicadores no controlables internamente	43
13. Ponderación de los indicadores explicativos (P_i)	44
14. Calificación de los indicadores explícitos	44
15. Estimación del Modelo	45
16. Ejemplo Hipotético.	46

TERCERA PARTE

Pág.

SITUACION Y PERSPECTIVA DEL MERCADO A CREDITO EXTERNO: 1985

V. <u>CONCLUSIONES</u>	49
CODIFICACION DE CITAS	56
APENDICE HISTORICO	61
APENDICE DEL MODELO.	64
APENDICE SOBRE LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA (1982-1985)..	66
BIBLIOGRAFIA.	76

INDICE DE CUADROS

	Pág.
CUADRO 1. IMPORTANCIA DE LAS EMISIONES EN BONOS COLOCADOS EN EL EXTERIOR. (En Millones de Dólares).1972-1983...	7
CUADRO 2. TASAS DE INTERES PASIVAS DE BANCOS EXTRANJEROS. (A 6 meses-promedio anual).	10
CUADRO 3. TASAS DE INTERES REALES POR FUENTES DE FINANCIAMIENTO (1970-1981).	16
CUADRO 4. ESTIMACION DE LA TRANSFERENCIA DEL PODER DE COMPRA EXTERNO POR CONCEPTO DEL SERVICIO A LA DEUDA EXTERNA EN MEXICO. (En millones de pesos)	20
CUADRO 5. ESTIMACION DEL DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE BAJO CONTABILIDAD INFLACIONARIA EN TERMINOS NOMINALES. . . (En millones de dólares corrientes).	22
CUADRO A. VARIABLES. SIGNO ESPERADO. SIGNIFICADO.	29
CUADRO 6. INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL PARA MEXICO. (1970 = 100)	52

NOTA ACLARATORIA:

Las apreciaciones, errores y omisiones que contiene y pueda contener esta tesis, son absolutamente responsabilidad personal.

INTRODUCCION

El problema originado por el alto endeudamiento externo público del país,^{0/} no puede justificarse con un corte de la historia, sino que debe comprender un seguimiento histórico y analítico hacia atrás y hacia adelante. Por otro lado, no puede ser analizado tomando en cuenta solamente la parte deudora, sino también, para completar el marco conceptual debe analizarse a la parte acreedora -dueños del capital financiero-.

El estudio se ocupa de las tasas de interés en un marco integral entre deudores y acreedores, tomando los organismos institucionales privados de recursos financieros como la parte medular, ya que en promedio el 82% de la deuda externa pública en la década de los setentas, se encuentra con este tipo de organismos.^{1/}

Se enfatiza en las tasas de interés contratadas en los créditos externos por fuentes privadas, tratando de responder a las siguientes interrogantes:

¿Cuáles son los tipos de interés que se contratan en los préstamos internacionales por organismos privados?

¿Porqué las tasas de interés son fijas o variables?

¿Cómo influyen las tasas de interés en términos reales en el poder de compra externo?

¿Porqué existe una sobretasa?

¿Cómo se determina esta sobretasa?

¿Qué factores y variables deben incluirse en la determinación de la tasa de interés activa internacional?.

Este trabajo pretende centrarse en el análisis de la evidencia en las tasas de interés internacionales, de acuerdo a la coyuntura en que se presentan, niveles de riesgo, tasas de inflación y tamaño de la deuda. Por otra parte, intenta descubrir las motivaciones alrededor del nivel de las tasas de interés en los empréstitos externos.

Se integran tres apartados generales, los cuales son:

1o.- "La Evolución del Mercado de Crédito Externo".

En esta parte se analiza la aparición del flujo de Capitales Externos y "las moralejas" que los eventos dejaron, cómo se originaron las modalidades en los créditos externos hoy en día. Estas consideraciones nos servirán de auxilio para comprender mejor los siguientes apartados.

2o.- "Las tasas de interés en el Mercado de Crédito Externo".

En esta sección se analiza la naturaleza de las tasas de interés, la motivación que las justifican, evaluaciones sobre el riesgo crediticio vs. el riesgo del país y también se expone un planteamiento de cómo determina un país su cartera de clientes prestatarios.

30.- "Situación y Perspectiva del Mercado de Crédito Externo: 1985".

Finalmente y aprovechando el análisis de las partes anteriores, se hacen consideraciones sobre la reestructuración de la deuda, sobre fricciones que han surgido a raíz del problema en México para responder al servicio de la deuda y la necesidad de un replanteamiento integral del Mercado de Capitales Externos.

PRIMERA PARTE

"LA EVOLUCION DEL MERCADO DE CREDITO EXTERNO"

PRIMERA PARTE

LA EVOLUCION DEL MERCADO DE CREDITO EXTERNO

I.- LA EXPERIENCIA HISTORICA SOBRE EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO INTERNACIONAL EN EL SIGLO XIX Y PRINCIPIOS DEL SIGLO XX.

1. Períodos de Referencia.

La experiencia sobre los primeros préstamos externos aparecen en el Siglo XIX, con la participación importante de la banca británica.

No existe una continuidad en el flujo de fondos externos durante todo este lapso, se distinguen tres periodos definidos sobre el mercado de capitales externos británicos durante el Siglo XIX y principios del Siglo XX.^{2/}

1o.- De 1817 a 1825.

1817: Aparición de los préstamos internacionales británicos.

1820: Acceso a fuentes de financiamiento para la América Latina.

1825: Colapso del mercado ante quiebras bancarias y negociaciones mal logradas.

2o.- De 1860 a 1876.

1862 a 1867: Auge de préstamos para la América Latina.

1876: Incumplimiento de pagos y quiebras bancarias.

3o.- De 1880 a 1914.

1880: Autosuficiencia interna de Francia y Alemania de capitales.

1890: Se acelera la entrada de capitales hacia América Latina.

1914: Caída de la supremacía de la Banca Británica y aparición de la Banca Norteamericana.

2. Historia Interna de los Préstamos Externos del Siglo XIX.

Los problemas de insolvencia e incumplimiento en el servicio a la deuda externa durante el Siglo XIX y principios del Siglo XX, tiene una explicación no muy homogénea, tanto por el comportamiento de prestamistas como de prestatarios de capital externo.

Aparecen a la vez episodios de "ingenuidad", como por ejemplo el caso de la emisión de bonos a fines del Siglo XIX para "El Reino de Poyals" (un lugar ficticio) y los valores asombrosamente se agotaron, por otro lado, aparecen episodios de "cautela" ante la aparición de incumplimiento en los pagos, dado la naturaleza del mismo mercado, donde el inversionistas se mantenía en el anonimato y debido a ello, el estado se preocupaba menos de asegurarse un expediente de resultados ininterrumpidos de pronto pago. Esta debilidad originó la formación del "Council of Foreign Bondholders" ("Consejo de Tenedores de bonos Extranjeros") en 1868, que establecía que mientras existiera incumplimiento en el pago de bonos de cualquier país, no podía cotizar nuevas emisiones en la bolsa de valores de Londres. Este castigo bastó para alentar un mejor comportamiento de los emisores.

Aunque el saldo del período fue que "la cautela" dominó sobre "la ingenuidad", sin duda de haber podido hacer uso de la información para evaluar el riesgo en un país, que se utiliza hoy en día, los fondos de los países hubieran sido menores.

3. Lecciones de la Historia de los Préstamos Externos del Siglo XIX.

Entre los acontecimientos surgidos en el mercado de capitales internacionales en el Siglo XIX y principios del XX, se puede señalar la aparición de una recurrencia del tipo "pare-siga" ("Stop-Go") en el flujo de recursos financieros externos de y hacia los países prestamistas-prestatarios.

Este "stop", aparece en un marco de confusión donde la culpa se comparte, los deudores por su insolvencia en los pagos hacia el exterior, resultado del fracaso en los proyectos de inversión, y/o en una mala estrategia administrativa en estos proyectos de capital externo, los acreedores por una mala asignación en sus recursos financieros que ocasionó flujos de capitales negativos hacia estos países prestamistas, y/o por una contracción de la oferta de capitales financieros por razones internas en estos países, una recesión económica que un país pequeño no pudo provocar.

El "Go" (Siga) vuelve no por la demanda de recursos crediticios de los países con requerimientos de recursos financieros de

capital, sino más bien por una apreciación de la comunidad financiera internacional, motivada por el auge económico en estos países y de que las condiciones sociales, económicas y políticas en los países prestatarios había cambiado y era posible abrir de nuevo el mercado.

Estos eventos de "Stop-Go" sucedieron tres veces en el Siglo XIX y principios del Siglo XX, como se señaló anteriormente.

Las ganancias derivadas, si se hubieran tomado las medidas adecuadas antes y durante las crisis de liquidez internacional, hubiera sido beneficioso en términos monetarios para la parte deudora y la acreedora de capitales financiero-externos, ya que después del "esfuerzo" de la reestructuración y reprogramación de la deuda externa, pudieron haberse evitado quiebras de las empresas con recursos financieros, y el flujo de éstos habría tenido continuidad.

Esta falta de seguimiento en los flujos financieros externos, fue una circunstancia que apareció en México durante la primera mitad de de 1982, que aunque en otro marco de referencia, sí con las mismas características: Recesión mundial y escasez de divisas.

II.- LOS CREDITOS EXTERNOS DE LA BANCA INTERNACIONAL, DESDE 1950 HASTA LA DECADA DE LOS SETENTA.

1. Origen.

La evolución de la banca internacional después de la Segunda guerra mundial, es resultado de la demanda por determinados servicios bancarios y por los excedentes de oferta crediticia generados en época de auge económico.

Los bancos privados iniciaron sus actividades internacionales en créditos hacia el exterior limitadamente, atendiendo las necesidades financieras en el extranjero, de las empresas trasnacionales; a partir de 1950, empezaron a concentrarse en la creación de una cartera de préstamos internacionales de alta calidad, partiendo de esta base, otros bancos pasaron a establecer una red de sucursales/filiales en el extranjero.

Los requerimientos de estas necesidades financieras fueron cubiertos principalmente con préstamos de capital, desplazando la modalidad de recursos financieros del Siglo XIX vía emisión de bonos, ya que el inversionista privado acude poco a este mercado en los países en desarrollo, ante la incapacidad de estos últimos de competir con los países desarrollados. Incapacidad que procede de rendimientos más atractivos, apreciación de mayor seguridad del capital de los inversionistas privados y, aunado a ello, la existencia de una

cartera de inversiones más diversificada que posibilita ganancias sin arriesgar su capital.

Los créditos externos vía emisión de bonos representaba en el Siglo XIX, casi el 100% del financiamiento con recursos externos. En años recientes (1970), el mismo dato representa el 8%, y en 1983 el 1% del total de créditos privados externos. (Véase Cuadro 1).

2. Desarrollo.

La banca internacional empieza a tomar un papel relevante dentro del total de créditos internacionales a los países en desarrollo, a partir de los setenta. Antes de este período, el desempeño de la banca internacional observa una actuación pasiva, por una parte en la estrategia bancaria, y por la otra, el tratamiento restrictivo al flujo de fondos para el exterior.

Se consideran dos factores principales que hacen aparecer a la banca privada en el escenario del mercado de capitales internacionales.^{3/}

- 2.1) Una apreciación de los banqueros de que no era riesgoso prestarles a los países en desarrollo, aun y cuando no existieran garantías hipotecarias de por medio. Esto representa un cambio en la estrategia reflejada en la combinación del uso de recursos financieros en cartera por

CUADRO 1

IMPORTANCIA DE LAS EMISIONES DE BONOS COLOCADOS EN EL EXTERIOR
(En Millones de Dólares)
(1972 - 1983)

AÑO	Total de Fuentes Privadas(1)	Emisiones de Bonos	Proporción de Emisión de Bonos del Total en %
1972	2,765.0	314.3	11.4
1974	7,308.8	597.5	8.2
1976	13,945.1	555.8	3.9
1978	25,285.7	504.3	1.9
1979	29,855.6	376.4	1.3
1980	30,811.8	351.0	1.1
1981	37,829.9	467.0	1.2
1982	44,307.0	558.0	1.2
1983	61,048.2	737.1	1.2

FUENTE: World debt tables ed. 1984-85.

(1): Se incluye la deuda pública y la deuda privada con garantía pública, para México.

los países más ricos. De esta forma, del total de monedas y billetes, más depósitos a la vista en poder del público (M_1), en el grupo de los diez países industrializados, en 1975 el 7.2% fueron activos bancarios externos sobre América Latina, en 1977 el 9.5% y en 1979 el 11.5%^{4/}.

2.2) Por otra parte, la aparición del Eurodólar. Este se entiende como el dólar no sujeto a control por las autoridades monetarias de los Estados Unidos y que es depositado en el exterior, el cual es sometido a una intermediación financiera de multiplicación bancaria por medio de créditos hacia los países que los solicitan.^{5/}

2.2.1) Factores que contribuyeron al crecimiento del Eurodólar.

El monto del mercado del Eurodólar empieza a crecer:

10.) A raíz de la colusión de los países árabes petroleros, para fijar cuotas de producción y elevar el precio del barril de petróleo, el cual efectivamente aumenta en un 235% en 1974,^{6/} sosteniéndose al alza durante los siguientes ocho años. Esto implica una redistribución de las carteras bancarias de dinero interno utilizado en créditos internacionales al mercado del Eurodólar, con una mayor propensión al mercado financiero internacional que en las carteras bancarias donde se encontraban anteriormente estos dólares.

- 20.) Este reciclaje de capitales hacia la comunidad financiera internacional, fue apoyada ofreciendo tasas más competitivas que la que podían ofrecer otros mercados, como por ejemplo el de la banca norteamericana. En el Cuadro 2 se puede apreciar la tasa PRIME RATE promedio a 6 meses y la tasa del mercado del Eurodolar en Londres a 6 meses promedio, existiendo hasta 1983 diferencias que fluctúan entre uno y dos puntos porcentuales.
- 30.) Los altos déficit en balanza de pagos de los Estados Unidos, que representaron durante los setenta, superávit para el exterior.
- 40.) Por otro lado, también los usuarios de estos fondos (los prestatarios), se han convertido en proveedores netos de capital a este mercado, al cumplir con sus compromisos de crédito contraídos con los poseedores de activos financieros, representados por la banca internacional.

CUADRO 2

TASAS DE INTERES PASIVAS DE BANCOS EXTRANJEROS
(A 6 Meses - Promedio Anual)

EN NUEVA YORK (Certificados de depósitos a plazo-100,000 dólares o más)		EN LONDRES (Depósitos en Eurodólares)	Diferencia (2)-(1)
1970	6.75	8.46	1.71
1971	5.21	6.79	1.58
1972	4.86	5.41	0.55
1973	7.88	9.25	1.37
1974	9.42	11.02	1.6
1975	6.68	7.72	1.04
1976	5.50	6.03	0.53
1977	5.72	6.33	0.61
1978	8.25	9.07	0.82
1979	10.52	12.01	1.49
1980	12.05	13.83	1.78
1981	15.03	16.63	1.60
1982	12.06	13.42	1.36
1983	8.86	9.74	0.88

FUENTE: Indicadores del Banco de México 1985.

SEGUNDA PARTE

"TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CREDITO EXTERNO"

SEGUNDA PARTE

TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CREDITO EXTERNO

III. CARACTERISTICAS EN LAS TASAS DE INTERES OTORGADAS POR LA BANCA PRIVADA INTERNACIONAL, EN LA DECADA DE LOS SETENTA.

1. Generalidades.

El mercado de crédito externo privado no tiene una tasa de interés propia. Estas son fijadas de acuerdo a las tasas de interés de Sistemas Bancarios Nacionales.^{7/} La selección de los sistemas a que nos referimos, se basa en las siguientes características:

- a) Que el país muestre una estructura bancaria desarrollada.
- b) Que el país muestre una economía estable.
- c) Que el país mantenga una moneda "dura" (de aceptación generalizada internacionalmente).
- d) Que su Comercio Internacional tenga una alta diversificación y una alta participación mundial.

Los dueños primarios de los capitales reconocen la intermediación bancaria, como salvaguardas de su poder de compra, ya que los precios de los bienes y servicios que éstos enfrentan, son similares a la canasta de bienes y servicios de los países donde se determina la tasa de interés, como señal del costo del crédito externo.

La evidencia muestra que las tasas de interés más utilizadas son:

- a) La tasa PRIME RATE de Nueva York.
- b) La LIBOR (London Interbank Offered Rate) de Londres.
- c) La tasa rendimiento de los Bonos de Tesorería de los Estados Unidos.

Si el contrato de crédito externo es concertado con organismos oficiales, el criterio en las tasas de interés es diferente a la de los organismos privados.

Cuando el contrato es con la banca oficial, la tasa de interés fijada está en función del destino final de los recursos crediticios, hacia programas de desarrollo, de estabilización o proyectos determinados de inversión, cuyos determinantes son:

- a) La Coyuntura Económica por la que atraviesa el país receptor del crédito.
- b) El tamaño del país en términos de ingreso nacional.
- c) El programa hacia el cual se destinan los recursos.
- d) La rentabilidad esperada del proyecto a financiar.

Cuando el crédito se concerta país a país, el criterio sobre la tasa de interés es sobre las diversas tasas enfrentadas por el país

prestatario.^{8/}

Cuando el crédito es vía emisión de bonos, el emisor debe ofrecer una tasa lo suficientemente atractiva como para hacerla competitiva con el rendimiento de otras oportunidades alternativas de inversión.

2. Tasas de interés fijas y variables.

Los contratos de crédito externo hasta antes de 1970, se concertaban en su mayoría a tasa fija. A partir de la década de los setenta, se distinguen en los empréstitos dos tipos de tasas de interés: Fijas y Variables.

2.1 Tasas de interés fijas.

Las tasas de interés fijas se localizan en las líneas de crédito otorgadas por fuentes oficiales de financiamiento, las cuales son:

- a) Organismos financieros internacionales (FMI, BM).
- b) Créditos país a país.
- c) Créditos de proveedores.
- d) Emisión de bonos.

2.2 Tasas de interés variables.

Se encuentran en las líneas de crédito otorgadas por fuentes

privadas de financiamiento, cuyo marco de referencia es la banca privada internacional.

El préstamo en este ámbito responde a la rentabilidad de los capitales prestados. Para eliminar la incertidumbre sobre las fluctuaciones futuras de la tasa de interés, dichos organismos determinan que la tasa de interés se indique con la tasa de interés del mercado de Nueva York o de Londres.

Con ello tratan de evitar la depreciación de su principal, por concepto de la inflación mundial y el deterioro de la rentabilidad de la inversión.

Lo anterior puede surgir ante la posibilidad de que la tasa de interés de un período anterior (mes o año) y que hubiera sido pagada bajo tasa de interés fija, sea menor a la tasa del período actual y fecha de remisión de interés sobre el préstamo.

3. Tasas de interés en términos reales por fuente de financiamiento.

En un mercado privado internacional de capitales financieros donde existe una cartera amplia de inversión, canalizar capitales hacia proyectos de préstamos internacionales con rendimiento negativo, representaría para los poseedores de estos capitales, una asignación ineficiente de recursos. Mientras que en el caso de organismos ofi-

ciales, este criterio no se evalúa, ya que la motivación para operar en el mercado es diferente.

De lo anterior se infiere que, los prestatarios por fuente privada de financiamiento, esperan al entrar al mercado de préstamos externos:

- a) Conservar el poder adquisitivo de su capital.
- b) Un premio por sacrificar consumo presente por consumo futuro.
- c) Un premio extra por operar en un mercado con riesgo.

Los prestatarios por fuentes oficiales de financiamiento esperan, al entrar al mercado:

- a) Promover el comercio.
- b) La estabilidad económica.
- c) El bienestar entre los pueblos.

La finalidad al otorgar préstamos por las dos fuentes de crédito externo es diferente, lo cual nos confirma el porqué las tasas de interés en términos reales, siempre deberán ser mayores en las fuentes privadas que en las públicas. (Ver Cuadro 3, columnas 3 y 4).

4. Consideraciones sobre el poder de compra externo por la deuda externa pagada.

La existencia de inflación en el entorno financiero interna-

CUADRO 3
TASAS DE INTERES REALES POR FUENTES DE FINANCIAMIENTO
(1970 - 1981) 1/

AÑO	Fuentes Privadas (En Porcientos) (1)	Fuentes Públicas (En Porcientos) (2)	Diferencial en las Tasas (En Porcientos) (3)=(1) - (2)
1970	2.0	-1.5	3.5
1971	0.5	-2.7	3.2
1972	5.1	2.5	2.6
1973	5.0	0.5	4.5
1974	0.3	-4.3	4.6
1975	-2.9	-6.0	3.1
1976	-0.9	-3.0	2.1
1977	0.5	-2.1	2.6
1978	1.5	-2.9	4.4
1979	4.0	-2.0	6.0
1980	3.5	-3.1	6.6
1981	4.8	-2.9	7.7

FUENTE: World debt tables, ed. 1984. Banco Mundial, estimados por la Dirección de Política Económica, S.P.P., México.

1/ Tasas de interés ponderadas por todas las monedas de los países endeudados, convertidas a dólares de Estados Unidos, y las tasas de interés real son obtenidas deflactando las tasas nominales por el GDP-SDR deflactor para países industriales del F.M.I.

cional, puede, de acuerdo a la variabilidad en su tamaño, hacer que la deuda pendiente de pago se enfrente con altas tasas de interés reales internacionales. Con esto, estaría transfiriendo el país deudor, poder de compra hacia el país acreedor. Por otro lado, si las tasas de interés real internacionales enfrentadas por el país deudor son negativas, los acreedores estarían cediendo poder de compra al país deudor.

En el Cuadro 4 se presenta una estimación de la transferencia del poder de compra, por concepto de tasas de interés real positivas vs. negativas, que es evaluada con la expresión matemática siguiente:^{9/}

$$r_{t-1} (1 + \pi_t) B_{t-1}$$

Donde:

r_{t-1} = Tasa de interés real enfrentada por la deuda pendiente del período anterior.

π_t = Incremento en el nivel de precios externos.

B_{t-1} = Deuda pendiente por fuentes privadas y públicas de financiamiento.

En las columnas 3 y 4 del Cuadro 4, se señalan las tasas de interés reales por fuente privada y fuente oficial de financiamiento, respectivamente. También se puede apreciar, que por canales priva

dos para el período considerado (1972-1983), las tasas de interés real son positivas, a excepción de los años 1975 y 1976. Mientras que para canales oficiales de financiamiento, para el mismo período, las tasas de interés real son negativas, a excepción de 1972 y 1973.

La razón de esta diferencia es que en la generalidad de los contratos de crédito externo por fuente privada, éstas cargan hasta 2.5 puntos porcentuales en promedio, por concepto del riesgo, además de la consideración señalada anteriormente, sobre la tasa de interés variable o administrada (revisión periódica).

Para la estimación de columnas 6, 7 y 8, se supone que toda la deuda pendiente por fuente de financiamiento privada y oficial genera intereses, es decir, se pasa por alto el período de gracia para pago de intereses que pudiera existir en determinado contrato de endeudamiento, la razón de esto, es la falta de información disponible, lo cual no representa un problema, ya que lo que se evalúa no es el monto, sino el signo.

Un signo positivo significa que el país está transfiriendo poder de compra internacional al exterior, mientras que un signo negativo significa que el país transfiere su poder de compra internacional, hacia el deudor. Los resultados en la columna 8 muestran que 1973 a 1975 y de 1979 hasta 1983, se cedió poder de compra hacia el exterior, lo cual se explica por las tasas de interés real positivas

por fuente privadas de financiamiento y por el tamaño de los montos de estos créditos externos, que son en promedio, para el período considerado (1972-1983), el 80% del total de crédito externo público. (Ver Cuadro 4).

Para los años 1976, 1977 y 1978, los países acreedores transfieren poder de compra al país, esto es resultado de que para 1975, las tasas de interés real, no fueron superior a cero para canales privados de financiamiento. En 1976 y 1977, el mercado privado observó tasas de interés real casi cero, aunadas a las tasas de interés real negativas por canales oficiales de crédito externo.

5. Consideraciones sobre el Poder de Compra Externo para la Deuda Externa pendiente de pago.

La transferencia del poder de compra internacional, alternativamente puede ser evaluada con deuda pendiente externa pública acumulada. En este caso, los flujos de endeudamiento neto externo a fin de año, expresado como Déficit en Cuenta Corriente (DCC), sufren una depreciación ante la aparición de inflación mundial, ya que el poder de compra de los pasivos con el exterior, del período anterior, tiene un valor menor en términos de su poder de compra internacional, con respecto al período siguiente, y esta cantidad, bajo contabilidad inflacionaria nominal, se resta del endeudamiento externo neto (DCC) cuyo monto se considera como una amortización automática que se regis

ESTIMACION DE LA TRANSFERENCIA DEL PODER DE COMPRA EXTERNO
POR CONCEPTO DEL SERVICIO A LA DEUDA EXTERNA EN MEXICO

(En Millones de Dólares)

AÑO	B _t ^I Privada (1)	FUENTE: B _t ^{II} Oficial (2)	TASA DE INTERES REAL POR FUENTE: r _t		Incremento en precios externos P _t (5)	TRANSFERENCIAS		
			Privada (%) (3)	Oficial (%) (4)		Privadas (6)	Oficiales (7)	Totales (8)
1972	2 765.0	1 988.6	5.1	2.5	0.082			
1973	5 036.9	2 520.7	5.0	0.5	0.178	166.12	58.56	224.68
1974	7 308.8	3 052.8	0.3	-4.3	0.215	305.99	153.13	459.12
1975	10 626.9	3 633.5	-2.9	-6.0	0.102	241.63	-144.66	96.97
1976	13 945.1	4 214.3	-0.9	-3.0	0.106	-340.85	-241.12	-581.97
1977	19 615.4	4 825.5	0.5	-2.1	0.084	-135.60	-137.049	-272.649
1978	25 285.7	5 436.8	1.5	-2.9	0.102	108.08	-111.671	-3.591
1979	29 855.6	5 824.7	4.0	-2.0	0.168	443.06	-184.155	258.905
1980	30 811.8	7 451.2	3.5	-3.1	0.140	1 361.415	-132.803	1 228.612
1981	37 829.9	8 981.8	4.8	-2.9	0.109	1 195.687	-256.1646	939.523
1982	44 307.0	11 244.5	4.2	-2.1	0.088	1 975 623	-283.393	1 692.231
1983	61 048.2	11 416.4			0.059	1 970.682	-250.066	1 720.616

FUENTES: Columnas (1), (2), (3) y (4): Estimaciones de la Dirección de Política Económica, S.P.P. en base a World debt tables. Banco Mundial, ed. 1983 y ed. 1984-1985.

Nota: B_t^I = Créditos externos a México por fuentes privadas (saldo a fin de año).

B_t^{II} = Créditos externos a México por fuentes privadas (saldo a fin de año).

P_t = Índice de precios externos. Estimación propia.

r_t = Tasas de interés ponderadas por todas las monedas de los países endeudados, convertidas a dólares de Estados Unidos, y las tasas de interés real son obtenidas deflactando las tasas nominales por el GDP-SDR deflactor para países industriales del F.M.I.

ra en la Cuenta de Capitales de balanza de pagos, con signo positivo. El caso contrario sería para nuestros Activos con el exterior, ya que ante la existencia de inflación mundial, los activos con el exterior se deprecian, y bajo contabilidad inflacionaria, se considera un egreso por concepto de la pérdida de valor de nuestros activos externos en dólares, que se registran en la cuenta de capitales con signo negativo en Balanza de Pagos.

En el Cuadro 5, columna 1 se calcula el endeudamiento externo neto, bajo contabilidad de flujo de caja, cuya estimación se basa en la expresión:

$$M - X = DCC_0$$

Donde:

M = Importaciones de bienes y servicios.

X = Exportaciones de bienes y servicios.

En la columna 5 se evalúa el DCC bajo contabilidad inflacionaria en términos nominales, deflactando los pasivos con el exterior, en la No. 6 se evalúa el DCC con contabilidad inflacionaria en términos nominales, deflactando los pasivos y los activos con el exterior, cuyas estimaciones se evaluaron con la siguiente expresión:

$$\Delta (B'_t/P_t) = \frac{\Delta B'_t P_{t-1} - \Delta P_t B'_{t-1}}{P_t P_{t-1}}$$

ESTIMACION DEL DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE BAJO CONTABILIDAD INFLACIONARIA
EN TERMINOS NOMINALES*
(En Millones de Dólares Corrientes)

AÑO	DCC (1)	Precios Externos (1969=100) (2)	Deuda Externa Pública (3)	Reservas Internacionales Acumuladas (4)	DCC ₁ (5)	DCC ₂ (6)
1970	1 187.9	1.035	4 262.0	568	1 038.73	1 058.61
1971	928.9	1.084	4 545.8	752	884.97	920.54
1972	1 005.7	1.176	5 064.6	976	920.42	1 003.18
1973	1 528.8	1.385	7 070.4	1 160	1 257.14	1 463.44
1974	3 226.0	1.683	9 975.0	1 238	2 532.09	2 798.38
1975	4 442.6	1.855	14 449.0	1 384	3 988.48	4 129.79
1976	3 683.3	2.051	19 600.2	1 188	3 294.35	3 419.80
1977	1 596.4	2.224	22 912.1	1 649	1 461.83	1 600.84
1978	2 693.0	2.450	26 264.3	1 842	2 419.40	2 606.70
1979	4 870.5	2.861	29 757.2	2 072	4 053.72	4 401.19
1980	7 223.3	3.262	33 812.8	2 960	6 211.50	6 626.19
1981	12 544.3	3.618	52 960.2	4 074	10 933.60	11 456.72
1982	6 221.0	3.937	58 874.2	834	5 672.93	5 746.4

FUENTE: Columnas (1) y (2): Banco de México.

" (3): Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1984.

" (4): Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

Notas:

DCC = Déficit en cuenta corriente.

Precios Externos: Estimación del Banco de México.

*: Para México.

entonces:

$$\Delta (B'_t/P_t) = \frac{\Delta B'_t}{P_t} - \frac{\pi'_t B'_{t-1}}{P_t}$$

que es bajo contabilidad inflacionaria en términos reales

y

$$P_t \Delta (B'_t/P_t) = \Delta B'_t - \pi'_t B'_{t-1}$$

que representa el registro bajo contabilidad inflacionaria en términos nominales.

Para el cálculo de la columna 5, por tanto, está basada en

$$DCC - \pi'_t B'_{t-1}$$

y para el cálculo de la columna 6, está basada en

$$DCC - \pi'_t B'_{t-1} + \pi'_t A_{t-1}$$

donde:^{10/}

B'_t = Pasivos con el exterior (Evaluada con Deuda Externa pendiente).

π'_t = Tasa de incremento en los precios externos.

A_t = Activos con el exterior (evaluada con Reservas Int. Acumuladas).

DCC = Déficit en Cuenta Corriente.

P_t = Índice de precios externos.

IV. EVALUACIONES DEL RECARGO ("SPREAD") EN LAS TASAS DE INTERES.

1. Definición.

Además de la tasa de interés internacional pactada en los créditos externos por fuente privada, en los contratos se carga un margen por concepto de gastos administrativos y de comisiones por una sola vez (Front-end), también se establece un margen de varios puntos porcentuales, motivada por la evaluación que el prestatario hace sobre el riesgo en que incurre, ante la incertidumbre sobre la solvencia crediticia durante la vigencia de la deuda externa contratada, a este margen se le conoce como el recargo "spread".

El recargo "spread" surge de la diferente motivación de los tipos de canales de fondos contratantes de recursos externos, los créditos oficiales y los privados. Estos últimos son los que cargan puntos porcentuales extras y con ello señalan el riesgo financiero que el acreedor soporta al prestarle a un país.

El recargo "Spread", medida de riesgo, puede diferir bastante entre países,^{11/} y son los analistas de los prestamistas quienes determinarán el tamaño del recargo "spread", el cual será mayor cuando los indicadores analizados se muestren desfavorables y conservarán su vigencia durante todo el período pactado, aun cuando posteriores evaluaciones señalen en los nuevos contratos, recargos menores.^{12/}

La Banca Privada Internacional, al explicitar el riesgo con el recargo ("spread") de un país, no sólo toma en cuenta el riesgo crediticio, sino que éste es sólo uno de los aspectos a considerar, ya que "el riesgo en un país abarca todo el espectro de riesgos que se derivan del contexto económico, social y político de un país extranjero dado".^{13/}

Las estrategias bancarias internacionales difieren de las nacionales. El olvidar tal distinción, lleva frecuentemente a confundir los criterios de riesgo. Mientras que la Banca Nacional, en sus créditos a nacionales evalúa el riesgo crediticio, la banca internanacional en sus créditos al exterior evalúa el riesgo del país.

Por lo tanto, surgen varias interrogantes:

¿Es el riesgo medible bajo criterios crediticios del tipo del que realiza la banca crediticia nacional?

¿Puede el riesgo evaluarse con consideraciones objetivas exclusivamente?

¿Existen otras consideraciones aparte de las crediticias al evaluar el riesgo?

¿Son objetivas o subjetivas todas las consideraciones a tomar en cuenta en la evaluación del riesgo?

¿Son medibles cuantitativamente (cardinalmente) y/o cualitatiu

vamente (ordinalmente), las consideraciones conclusivas sobre el riesgo?.

Para tratar de responder a las interrogantes, se propone centrar el presente trabajo sobre las siguientes hipótesis:

2. Hipótesis.

H0: El Spread depende únicamente de los factores objetivos que determinan el riesgo crediticio.

H1: El Spread no depende únicamente de los factores objetivos que determinan el riesgo crediticio.

3. Modelo.

Se utiliza para la medición del spread, la clasificación de variables crediticias expuestas en el Seminario sobre endeudamiento externo, celebrado en la ciudad de México en 1977 y expuestas por Miguel S. Wionczek. Las variables que se tomaron para el período 1970 a 1983, son las siguientes:

3.1) Variables explicativas del modelo.

a) La tasa de servicio de la deuda, la relación entre el servicio a la deuda (intereses más amorti

zación) y las exportaciones de bienes y servicios, en vista de que su aumento implica la creciente carga de la deuda y afecta positivamente la probabilidad de incumplimiento.

Una mayor tasa del servicio de la deuda implica una considerable rigidez (a corto plazo) en la balanza de pagos, e indica las presiones con que puede tropezar un país deudor en una época en que se reduzcan sus ingresos de divisas por la baja en el precio de sus principales exportaciones, ocasionando problemas de flujo de fondo a corto plazo, para responder al servicio de la deuda.

- b) El ingreso nacional per cápita, ya que un ingreso mayor puede reflejar un grado superior de diversificación de la estructura económica y de flexibilidad de las políticas oficiales, respecto al ahorro y las importaciones.^{15/}
- c) La relación entre los ingresos netos de recursos externos y los pagos por cuenta del servicio de la deuda, lo que refleja el grado en que los recursos externos pueden soportar la demanda de divisas distintas a las emanadas del pago de obli

gaciones. Siendo esta relación de signo negativo, se evalúa la capacidad para atender la demanda de divisas dentro de ciertos límites tolerables y que no represente un alto endeudamiento al desviar parte de las necesidades de divisas hacia dinero "fresco" para cubrir los déficits en cuenta corriente.

- d) La tasa de crecimiento del PIB, lo cual fortalece o debilita la capacidad de endeudamiento, ya que implica que el país está transformando recursos ociosos en productivos, que a largo plazo representa una potencial generación de divisas para responder a los préstamos externos.
- e) El crecimiento secular de las exportaciones, que refleja la rigidez o flexibilidad que tiene el país para generar divisas en el corto plazo.^{16/}
- f) La relación entre importaciones y reservas internacionales, que es una medida de la disponibilidad de reservas en relación con la necesidad de las mismas, ya que se mantiene un volumen adecuado de reservas internacionales, para hacer frente a desequilibrios temporales de pagos y evitar ajustes "traumáticos" en la economía interna.^{17/}

CUADRO A

Variables	Signo Esperado	Significado
$Y = \text{Recargo "Spread"}$	(*)	Diferencias entre tasa de interés por fuente privada.
$X_1 = SD/E$	(+)	SD Servicio de la deuda E Exportación de B.y S.
$X_2 = SD/DCC$	(+)	DCC = Déficit en cuenta Corriente.
$X_3 = TCE$	(-)	TCE = Tasa de Crecimien to de las Exporta <u>ci</u> ones.
$X_4 = M/RI$	(+)	M = Importaciones de bie nes y Servicios. RI = Acumulación de Reser vas Internacionales
$X_5 = PIB/N$	(-)	PIB = Producto Interno Bruto. N = Población.
$X_6 = TCPIB$	(-)	TCPIB = Tasa de Crecimien to del PIB.
$X_7 = TCR$	(-)	TCR = Tasa de Crecimien to de las Reservas de Petróleo.
$X_8 = TCC$	(-)	TCC = Tasa de Crecimien to en la Oferta de Créditos Interna cionales Disponi bles.

g) La existencia de importantes yacimientos de minerales, hidrocarburos y otros recursos naturales, susceptibles de ser aprovechados con relativa facilidad, ya que puede indicar la potencial capacidad de generar divisas de un país.

h) La oferta de créditos disponibles por la banca internacional.

De acuerdo a la clasificación anterior, podemos dividir las variables con sus características, en subgrupos homogéneos (SG).

i) Características en Balanza de Pagos:

X_1 = Tasa del servicio de la deuda.

X_2 = Relación entre los ingresos netos de recursos externos y los pagos por cuenta del servicio de la deuda.

X_3 = Crecimiento secular de las exportaciones.

X_4 = Relación entre importaciones y reservas internacionales.

ii) Características de la Riqueza del país:

X_5 = Ingreso nacional per-cápita.

X_6 = Tasa de crecimiento del PIB.

X_7 = Existencia de yacimientos de hidrocarburos.

iii) Características exógenas:

X_8 = Oferta de créditos disponibles por la banca internacional.

4. Método.

Se utiliza el método mínimos cuadrados ordinarios.

"La ecuación derivada por este método tendrá una línea de regresión, la cual dará un mejor ajuste a los datos, ... una línea recta no pasará a través de cada punto del diagrama. Cuando una línea recta no puede ajustarse perfectamente a los puntos, hay desviaciones entre los valores individuales (Y) y los valores sobre la línea (Y_c).

Las propiedades de la línea de regresión, basadas en el método mínimos cuadrados en relación con las desviaciones, son similares a las de una media aritmética:^{18/}

- 1) La suma algebraica de las desviaciones de los valores individuales (hacia arriba o hacia abajo), con respecto a sus valores correspondientes sobre la línea es cero, o $\Sigma(Y - Y_c) = 0$.

2) La suma del cuadrado de las desviaciones es mínima, o

$$\sum (Y - Y_c)^2 = \text{un mínimo}.$$

5. Estimación.

De acuerdo a la clasificación de variables en subgrupos homogéneos (SG), se forma la siguiente ecuación tipo, para describir la relación entre las variables:

Spread = f(SG1, SG2, SG3); de aquí que

$$Y = \beta_0 + \beta_1 (SG1) + \beta_2 (SG2) + \beta_3 (SG3) + \epsilon_i \quad (1)$$

$$Y = \beta_1 (SG1) + \beta_2 (SG2) + \beta_3 (SG3) + \epsilon_i \quad (2)$$

donde Y = Spread, diferencial en las tasas de interés por flujos privados y oficiales de crédito externo (Variable dependiente).

$$SG1 = X_1, X_2, X_3, X_4$$

$$SG2 = X_5, X_6, X_7$$

$$SG3 = X_8$$

$$X_i = \text{Variables independientes.}$$

$$\beta_i = \text{Coeficientes de regresión.}$$

Las ecuaciones (1) y (2) se estiman por separado, tomando una variable sucesiva para cada subgrupo, hasta agotar todas las posibles combinaciones.

En el Cuadro A se presenta el signo esperado en las variables.

6. Resultados.

En la Tabla 1 se presentan los resultados de los coeficientes de regresión, el estadístico t, abajo del coeficiente y entre paréntesis, el coeficiente de correlación y la prueba Durbin Watson, para la ecuación (1).

En la Tabla 2 se presentan los resultados de los coeficientes de regresión, el estadístico t, abajo del coeficiente y entre paréntesis, para la ecuación (2).

Como se puede apreciar en la Tabla 1, la ecuación 9 es la única combinación de variables que muestra una aceptable bondad de ajuste estadístico.

6.1) Análisis de la ecuación con mejor bondad de ajuste estadístico.

1o. De Subgrupo 1, la variable X_3 (crecimiento secu-

TABLA 1 - DE RESULTADOS
(con constante)

Combinación	Núm. de Ecuación Y_i	VARIABLES INDEPENDIENTES								Pruebas Estadísticas					
		X_0	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7	X_8	$R^2(\%)$	D.W.			
1	Y_1	-14.2169 (-4.08)	-0.0063 (-0.3)							0.3005 (4.89)			0.0099 (1.54)	75.7	2.14
2	Y_2	0.4948 (0.15)	0.0185 (0.47)								-1.4183 (-0.32)		0.0134 (1.1)	12.2	0.55
3	Y_3	-0.1018 (-0.03)	0.0278 (0.60)									-0.7596 (-0.37)	0.013 (1.07)	12.5	0.90
4	Y_4	1.0344 (0.57)		0.6345 (0.62)									0.0137 (1.14)	13.8	0.684
5	Y_5	0.9583 (0.60)		0.8118 (0.82)								-0.8071 (-0.42)	0.0136 (1.15)	15.4	1.39
6	Y_6	-0.1138 (-0.09)			7.2031 (2.06)					6.2145 (1.19)			0.0025 (1.19)	38.9	1.67
7	Y_7	0.8475 (0.77)			4.2516 (1.62)							-0.2801 (-0.18)	0.0073 (-0.18)	29.5	2.17
8	Y_8	-15.6176 (-4.83)		-0.6305 (-1.26)						0.3337 (5.32)			0.0078 (1.30)	79.2	2.01
9	Y_9	-18.9233 (-4.73)			-3.3469 (-1.64)					0.3929 (4.97)			0.0130 (2.34)	81.1	1.13
10	Y_{10}	-16.3536 (-4.57)				-0.1367 (-1.11)				0.3429 (4.97)			0.01 (1.75)	78.4	1.59

TABLA 2 - DE RESULTADOS
(no constante)

Combinación	Núm. de Ecuación Y_i	VARIABLES INDEPENDIENTES							
		X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7	X_8
11	Y_1	-0.0303 (-0.92)				0.0852 (1.70)			0.0067 (0.65)
12	Y_2	0.0241 (2.71)					-1.3913 (-0.34)		0.0107 (1.32)
13	Y_3	0.0266 (2.45)						-0.7365 (-0.41)	0.0128 (1.21)
14	Y_4		1.1653 (2.65)				1.3313 (0.31)		0.0166 (1.59)
15	Y_5		1.3003 (2.43)					-0.9469 (-0.51)	0.0170 (1.69)
16	Y_6			5.6045 (2.94)				0.0977 (0.07)	0.0089 (0.87)
17	Y_7				0.4161 (3.76)		7.0682 (1.70)		0.007 (0.72)
18	Y_8				0.3036 (2.72)			0.5104 (0.34)	0.0137 (1.47)
19	Y_9		0.0314 (0.04)			0.0395 (1.43)			0.0096 (0.89)
20	Y_{10}				0.1277 (0.68)	0.0271 (1.17)			0.01 (1.01)

lar de las exportaciones), donde el signo del coeficiente de regresión resultó ser positivo, es decir, a una mayor tasa de crecimiento de las exportaciones, los prestamistas en sus nuevos contratos, los premian reduciendo el Spread.

- 2o. De Subgrupo 2, la variable X_5 (el producto interno bruto per-cápita) guarda una relación positiva, (la cual no se esperaba), con el spread, lo que significa, que a mayor PIB per-cápita, mayor "castigo". Esta dirección en el signo puede justificarse haciendo consideraciones indirectas.

A partir de la década de los setenta, gran parte del crecimiento económico fue financiado con préstamos externos, esto trajo como consecuencia, altos niveles de endeudamiento, y por lo tanto, se cotizan spread más altos que impactan la correlación entre la variable X_6 y niveles acumulados de deuda, la explicación del signo positivo en el coeficiente de regresión.

- 3o. De Subgrupo 3, la variable X_8 (crecimiento en la oferta de créditos externos^{19/}, el signo del coeficiente de regresión no es el signo esperado del modelo y es cercano a cero, lo que puede traducirse en que los prestamistas, al poseer grandes volúmenes de crédito,

no se encontraban "deseosos" de prestar a costa de reducir el riesgo y los prestatarios se encontraban más dispuestos, relativamente, a demandar los préstamos, que los prestamistas en ofrecerlos.

6.2) Pruebas estadísticas para Ecuación 9 (Bondad del Ajuste):

Prueba t de student

	X_0	X_3	X_5	X_8
t calculada	-4.73	-1.64	4.97	2.34
t tablas				
95% g.l. = 9	-1.833	-1.833	1.833	1.833
t tablas				
90% g.l. = 9	-1.383	-1.383	1.383	1.383

Prueba Durbin-Watson (D.W.)

- d : D. W. calculado
- d_U : Límite superior de D. W. (de tablas)
- d_L : Límite inferior de D. W. (de tablas)

Criterio:

Si $d < d_l$ Se rechaza la hipótesis de que los errores están correlacionados en favor de la hipótesis de autocorrelación positiva.

Si $d > d_u$ No se rechaza la hipótesis nula.

Si $d_l < d < d_u$ El test es indeciso.

H_0 : Hay autocorrelación nula (no hay autocorrelación).

H_1 : Hay autocorrelación positiva de primer orden.

$$d = 1.13$$

$$d_l = 0.82 ; d_u = 1.75 \text{ con } 5\% \text{ de significación; } n = 15 \quad K = 3$$

$$d_l = 0.59 ; d_u = 1.76 \text{ con } 1\% \text{ de significación; } n = 15 \quad K = 3$$

n = Número de observaciones.

K = Número de variables explicativas.

En ambos casos: $d_l < d < d_u$; por lo que la prueba es indecisa.

7. Criterio de decisión sobre las hipótesis.

Se rechaza H_0 .

- 1o. A un nivel de significación del 10%, todas las variables pasan la prueba t de Student, a un nivel de significación del 5%, la variable X_3 no pasa la prueba estadística t de Student.
- 2o. $R^2 = 81.1$, el Coeficiente de determinación de la variable dependiente con las independientes es aceptable.
- 3o. La prueba Durbin-Watson (dW) cae en la región de indecisión, por lo tanto no podemos inferir si háy autocorrelación de errores.
- 4o. El signo de los coeficientes de regresión para X_5 y X_8 no son los esperados.

Por lo tanto, de acuerdo al argumento tercero y fundamentalmente el cuarto, rechazamos H_0 .

8. Modelo Alternativo.

Los resultados del modelo anterior, nos lleva a inferir que para evaluar el riesgo de un país, el prestamista no se rige en consideraciones únicamente de variables crediticias y objetivas.

Hay una diferencia entre riesgo crediticio y riesgo del país, el primero está más de acuerdo al concepto que utiliza la banca nacional al evaluar a sus potenciales clientes, mientras que la banca internacional debe considerar un espectro mayor de variables, ya que se encuentra sujeto a la incertidumbre sobre la solvencia crediticia y a la ética de los deudores, por no tener garantías en activos, del tipo que utiliza la banca nacional.

Por lo tanto, "es esencial que una institución privada de prestamos, incluya todos los riesgos potenciales al realizar su evaluación del riesgo en un país, y que no se limite simplemente a los que parecen más probables o más inminentes. El prestamista privado debe tratar de averiguar por anticipado, la manera en que van a darse los cambios en las condiciones del país y no simplemente reaccionar ante la identificación de los acontecimientos del presente".^{20/}

La incertidumbre ante la cual se enfrentan los prestamistas al tratar con eventos futuros, tendrá que asignar probabilidades subjetivas a esos sucesos anticipados, las cuales se generan por evalua-

ciones objetivas y subjetivas de analistas y de juicio de expertos.

9. Marco Teórico.

Un marco de referencia integral debe incluir:

- 1o. Todos los posibles eventos.
- 2o. Probabilidades de los eventos.
- 3o. Indicadores explicativos.
- 4o. Ponderación de los indicadores explicativos.
- 5o. Calificación de los indicadores explicativos.

10. Eventos.

Para determinar todos los posibles eventos que anticipan el pago futuro de la deuda, debe "abarcар acontecimientos controlables e incontrolables por el gobierno, así como aquellos internos y externos con respecto al país prestatario, es decir, se ocupa de to dos los acontecimientos que pueden afectar la inversión del banco, directa o indirectamente".^{21/} Tales eventos son los siguientes:

- a) Que el potencial prestatario cumpla a tiempo sus pagos de intereses y amortizaciones.

- b) Que el potencial prestatario no cumpla a tiempo sus pagos de intereses y amortizaciones, debido a acontecimientos decisivamente controlables internamente y al final paga o reprograma sus pagos.
- c) Que el potencial prestatario no cumpla a tiempo sus pagos de intereses y amortizaciones, debido a acontecimientos decisivamente incontrolables internamente y finalmente paga o reprograma sus pagos.
- d) Que el potencial prestatario no pague intereses y amortizaciones.

11. Probabilidades de los eventos.

La suma de probabilidad de ocurrencia de los eventos es uno, esto es:

$$\sum_{i=1}^4 p_i = 1 \quad ; \quad \text{donde } p_i = \text{probabilidad de ocurrencia del evento } i.$$

12. Indicadores Explicativos.

A. Indicadores controlables internamente.

- a) Variables Crediticias (expuestas en el modelo an-

terior).

b) Variables Económicas no crediticias.^{22/}

- i) Variables relacionadas con la capacidad potencial del crecimiento del ahorro nacional.
- ii) Tasa de inflación.
- iii) El déficit financiero de la economía.
- iv) La calidad de la administración financiera.
- v) La expansión de los sectores modernos de la economía en la agricultura e industria.
- vi) La capacidad institucional para propiciar ahorros y asignar los disponibles de manera eficiente.
- vii) La diversificación en las exportaciones, especialmente en productos manufacturados.
- viii) Habilidad en la utilización del capital nacional eficientemente.

c) Variables Políticas.

- i) La orientación y estabilidad política del país.

B. Indicadores no controlables internamente.

- a) El comportamiento en las tasas de interés, "... un

buen crédito concedido a un prestatario individual puede transformarse en un mal crédito con pérdidas potenciales".^{23/}

13. Ponderación de los indicadores explicativos (P_i).

Se fija de acuerdo a la importancia relativa que se le asigne a los indicadores explicativos, de acuerdo a la ocurrencia de un evento por anticipado y es determinada con consideraciones cualitativas de juicio de expertos en rangos de alta, media, baja y muy baja ponderación.

14. Calificación de los indicadores explícitos.

La calificación para las variables crediticias y las económicas no crediticias y el comportamiento de las tasas de interés internacionales, se evalúa con herramientas objetivas, derivadas de un análisis econométrico que puede consistir en un sistema integrado de ecuaciones simultáneas, donde se especifique las variables Interés, por Mínimos Cuadrados Generalizados o por el Método de Box and Jenkins, que permitan extrapolar con determinada confianza estadística, el comportamiento futuro de las variables de interés.

La calificación para las variables políticas se realiza en base a juicio de expertos.

La puntuación de la calificación será una medición ordinal: Desde una Calificación Excelente = 10, a una calificación Péssima = 0.

15. Estimación del Modelo.

La calificación ponderada para el evento i puede expresarse como:

$$S_i = \sum_{j=1}^4 P_j V_j \quad ; \quad j = 1, 2, 3, 4 \\ \text{y } i = 1, 2, 3, 4$$

Donde: P_j = La ponderación del indicador explicativo j .

V_j = La calificación del indicador explicativo j .

S_i = La calificación ponderada para el evento i .

Para evaluar la calificación final se considera la calificación ponderada del evento i , multiplicando por su probabilidad de ocurrencia:

$$C_o = \sum_{i=1}^4 p_i S_i \quad ; \quad i = 1, 2, 3, 4$$

Donde: p_i = Probabilidad de ocurrencia del evento i .

S_i = Calificación ponderada para el evento i .

C_o = Calificación.

16. Ejemplo Hipotético.

Un país está en negociaciones con el Bank "X" para la obtención de una línea de crédito por 500 millones de dólares.

"X" Bank realiza una evaluación sobre la conveniencia de otorgar el crédito y si éste es concedido, ¿Cuál es el recargo sobre la tasa de interés que refleje el riesgo del préstamo?

1o.) Determina la probabilidad de ocurrencia de los eventos.

	Clasificación	Probabilidad	
Evento .1	(M)	0.30	H = Alta
Evento .2	(H)	0.50	M = Media
Evento .3	(L)	0.15	L = Baja
Evento .4	(LW)	0.05	LW = Muy baja

2o) Determina la ponderación para los indicadores explícitos, de acuerdo a la ocurrencia del evento i.

	Evento .1	Evento .2	Evento .3	Evento .4
Ponderación	(H)	(LW)	(L)	(L)
Indicador .1	.50	.05	.15	.15
Ponderación	(M)	(H)	(H)	(LW)
Indicador .2	.30	.50	.50	.05
Ponderación	(L)	(L)	(LW)	(H)
Indicador .3	.15	.15	.05	.50
Ponderación	(LW)	(M)	(M)	(M)
Indicador .4	.05	.30	.30	.30

3o.) Calificar los indicadores explicativos del 0 (Pésimo) a 10 (Excelente).

Calificación	
Indicador .1	5
Indicador .2	6
Indicador .3	9
Indicador .4	5

4o.) Cuadro de Resultados.

Calificación para indicadores V_j Ponderación para indicadores P_j	Evento 1	Evento 2	Evento 3	Evento 4	Calificación C_o
V_1 P_1	5 .50	5 .05	5 .15	5 0.15	
V_2 P_2	6 .30	6 .50	6 .50	6 0.05	
V_3 P_4	9 .15	9 .15	9 .05	9 0.50	
V_4 P_5	5 .05	5 .30	5 .30	5 .30	
S_j P_i	5.9 .30	6.1 .50	5.7 .15	6.05 .05	5.9

50.) Criterio de Decisión.

Rango 1: (0 a 5) = No se otorga el crédito.

Rango 2: (5.1 a 9) = Se otorga el crédito con recargos.

Rango 3: (9.1 a 10) = Se otorga el crédito sin recargos.

Por lo tanto, el país obtiene el crédito y dado que su calificación es baja, se carga un alto recargo "Spread".

60.) Recomendación.

La evaluación realizada por los analistas de la banca internacional, sugiere otorgarse el crédito con un alto recargo "Spread", dado que la calificación se encuentra en la banda inferior del Rango 2.

TERCERA PARTE

"SITUACION Y PERSPECTIVA DEL MERCADO A CREDITO EXTERNO: 1985"

TERCERA PARTE

SITUACION Y PERSPECTIVA DEL MERCADO A CREDITO EXTERNO: 1985V. CONCLUSIONES.

Los pagos por servicio a la deuda externa en la primera mitad de la década de los ochenta, ha desgastado parte de la estrategia económica interna, para mantener una economía capaz de generar las divisas suficientes para responder a las necesidades de importaciones.

El servicio de la deuda durante 1982, 1983, 1984 y 1985, se situó por arriba de los 10,000 millones de dólares^{24/} presionando sobre el saldo en balanza de pagos.

La suspensión de pagos por 3 meses, en agosto de 1982, mientras se proponía a la comunidad financiera internacional una estrategia para la reprogramación de vencimientos, ya que las reservas internacionales estaban agotadas, provocado en buena medida por la crisis de confianza en el país (de características políticas y económicas), aunado a esto, una inadecuada política de las tasas de cambio del peso con respecto al dólar, ya que al mantenerse por arriba de su valor real en el mercado internacional, (Ver Cuadro 6), presionó sobre el agotamiento de las reservas internacionales al estar el dólar en "oferta"

y las ventanillas cambiarias abiertas.

Las propuestas presentadas por México en la reestructuración de la deuda de 1982 a 1985, ante la comunidad financiera internacional, fue por sus características la primera en su género, ver gráficas anexas, conversión de tasas de interés de PRIME RATE a LIBOR y a certificados de depósito en Estados Unidos, conversión de dólares a monedas de los países de origen hasta un 50%, extensión de plazos de vencimiento en los intereses y amortizaciones, ha sido aceptada por la junta representativa de la banca internacional, lo cual representa una lección aprendida de la historia.

Pero como señalamos anteriormente, los altos pagos persisten, lo cual nos hace pensar que el problema de la deuda no es sólo de forma, aplanar la deuda extendiendo el plazo o distribuyendo los "chips" a futuro, (Ver gráficas anexas), sino también hay un problema de fondo en la deuda antigua de antes de 1982, que son los términos en los contratos crediticios.

Por el lado interno, los altos niveles acumulados de la deuda y la mala asignación de estos recursos financieros que no generaron las divisas suficientes en los ochenta (de aquí surge la discusión de los créditos a programas de desarrollo vs. proyectos de inversión), con los cuales responder holgadamente al servicio de la deuda, la caída en 1981 del precio del petróleo, que afecta al sector petrolero,

principal generador de divisas, y la sobrevaluación del peso en gran parte de 1983 y 1983, (véase Cuadro 6), representan factores que han agravado el problema de la deuda externa.

Por el lado externo, las altas tasas de interés internacional persisten, lo cual ha representado que el "aplanamiento" logrado en la deuda pendiente, no sea tal, ya que los términos en los contratos de deuda, no se han modificado, que perfectamente están en su derecho, ya que como cualquier empresa privada, busca obtener utilidades.

No es que se pretenda que la banca internacional, al modificar los términos en los contratos, tenga que "ceder aún más", sino que el criterio de rentabilidad de los capitales de los setenta debe modificarse.

Las condiciones que se vislumbraban desde adentro y de afuera, no son tan favorables como se esperaba en los setenta, de aquí que lo que se requiere es que bajo las condiciones actuales, ganar significa subsistir. Tanto los acreedores como los deudores perderían por un "STOP" en el flujo de recursos financieros internacionales, este costo sería mucho más alto si no se hace un "esfuerzo" por ambas partes para replantear el problema de el endeudamiento en la década de los setenta.

La banca internacional equivocó sus evaluaciones sobre las persu

CUADRO 6
INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL PARA MEXICO
(1970 = 100)

MESES	1981	1982	1983	1984
Enero	96.5	87.7	155.5	126.4
Febrero	96.6	139.6	152.9	124.3
Marzo	96.5	135.7	151.5	124.1
Abril	94.3	131.3	145.3	119.7
Mayo	93.3	127.6	138.7	115.7
Junio	92.4	123.2	137.0	114.4
Julio	91.2	120.0	135.7	113.1
Agosto	91.6	224.7	136.7	114.2
Septiembre	91.8	146.7	139.8	114.2
Octubre	91.2	140.6	141.1	111.7
Noviembre	91.9	136.4	135.7	113.1
Diciembre	90.9	167.5	133.8	114.6

FUENTE: S.P.P. Dirección de Política Económica.

Nota: El índice de tipo de cambio real (ITCR) es el tipo de cambio efectivo ajustado por diferencias en la evolución de los precios externos respecto a los internos. Dado un tipo de cambio nominal, un aumento de la inflación interna con respecto a la externa, se refleja en una reducción de este índice (ITCR) y para corregir esto sería necesario aumentar el tipo de cambio nominal (devaluar).

pectivas del país para los ochenta, si tuvieran una máquina para regresar el tiempo, hubieran calificado la valuación de "riesgo del país" en los setenta, con un posiblemente "CREDITO NO CONCEDIDO".

Los indicadores internos sobre las variables crediticias y las variables económicas que aparecían como favorables, se encontraban enmarcadas en una Economía Artificial, aunado a ello, las tasas de interés internacionales hasta antes de 1979, no eran tan altas como las que se registraron posteriormente. (Ver Cuadro 2).

La disparidad entre el escenario esperado con el observado, es debido a la ineficiencia en la estrategia económica del país y la ineficiencia en la evaluación financiera de la banca internacional (si es que ésta no tuvo una alta preferencia por el riesgo).

El "QUID" surge no tanto en la distribución de culpas, sino en la distribución del costo para aligerar la carga de la deuda externa en el País.

Las fricciones surgen en reconocer el costo, sujetarse a éste, en la predisposición y la ponderación sobre el costo a soportar por ambas partes, acreedores y deudores.

Si las fricciones en los costos no se resuelven satisfactoriamente, ocasionaría un "STOP" en el flujo de fondos externos, en nues

tros activos, pasivos y capitales con el exterior que no le conviene ni a deudores ni a los acreedores.

Mientras que si las fricciones se resuelven satisfactoriamente, se replantearía un nuevo "Go".

Este replanteamiento en el Mercado de Capitales internacionales, debe venir de una mayor participación en el total de créditos externo, de las fuentes oficiales de financiamiento, ya que tienen estos flujos la bondad de no tener recargos lucrativos en las tasas de interés contratadas y mayores plazos de vencimiento en los pagos, con lo cual no se sacrifica en un corto período de tiempo el consumo futuro.

En la Reunión Anual del Fondo Monetario Internacional, en octubre de 1985, llevada a cabo en Seul, Corea, surge una propuesta en este sentido.

Los Estados Unidos proponen a la América Latina, concretamente a México, el Plan BAKER, que consiste en asignar durante 3 años Recursos crediticios en términos favorables, como un experimento de un plan a largo plazo, para ayudar a crecer a México en términos más sanos y en una Economía de Mercado.

Este tipo de crédito consiste en una combinación de prestamis

tas entre fuentes oficial y privada de crédito externo, que significaría para México una disminución en la tasa de interés implícita esperada, medida como el servicio de la deuda (interés más amortización) sobre la deuda externa pendiente de pago.

Esto es, con un servicio a la deuda externa permanente, con requerimientos de importaciones de bienes ineludible, con un "sesgo" económico en forma de fuga de divisas, convierten al país en un demandante "cautivo" de recursos financieros externo, que presionan sobre el nivel de las Reservas internacionales y el tipo de cambio de la moneda. Este tipo de capitales deben llegar por fuentes menos lucrativas, y la modalidad de fuente de Crédito "Oficial-privada", es una alternativa potencial al intento de replanteamiento del mercado internacional de capitales para el final de los años ochenta. (*)

(*) NOTA: Acontecimientos posteriores a la exposición del Plan Baker, en Seúl, Corea, (endeudamiento futuro), indican una reticencia por parte de la banca privada internacional, centrando sus contra-argumentos en que los fondos de capital en condiciones preferenciales, deben canalizarse, "caso por caso" y no por conjunto de países. Sobre el endeudamiento "antiguo" (deuda contraída hasta antes de 1983), no hay ninguna propuesta firme por México o por la banca privada internacional.

CODIFICACION DE CITAS

- 0/ El total de Deuda Externa Pública en 1984 es de 69,377.9 millones de dólares.
- 1/ Fuente: World Debt Tables, ed. 1985.
- 2/ Apéndice histórico al final de este trabajo.
- 3/ John Williamson. Problemas y escenarios de los mercados internacionales de capitales y la deuda externa. El Trimestre Económico, 1983.
- 4/ John Williamson.
Fuentes: Activos bancarios externos: Informe Anual del BIS.
Oferta Monetaria: International Financial Statistics.
G-10: Clasificación utilizada por el BIS, incluyendo a Suiza.
- 5/ Un ejemplo sobre la multiplicación bancaria en el mercado del Eurodólar, al final de este trabajo.
- 6/ La serie sobre precio del petróleo se encuentra en el Apéndice Estadístico.
- 7/ En Londres existen tasas pasivas para Eurodólares, pero no representan un criterio como tasas de interés activas para los créditos externos.

8/ Al final del trabajo se presenta un formato sobre la obtención de un crédito externo del tipo bilateral.

9/ El Índice de Precios Externo (P^*) ha sido estimado de acuerdo al criterio del Banco de México

$$P^* = \prod_{i=1}^{22} P_i^{\alpha_i} \quad i = 1, 2, 3 \dots 22, \text{ países.}$$

$$\alpha_i = \frac{X_i + M_i}{X + M}$$

P = Índice de precios externos para un año en particular.

P_i^* = Nivel de precios internos del país i . (Fuente: FMI).

X_i = Total de exportaciones del país i para un año en particular.

M_i = Total de importaciones del país i para un año en particular.

X = Exportaciones de bienes por México para un año en particular.

M = Importaciones de bienes por México para un año en particular.

α_i = Participación relativa del país i en el comercio internacional con México para un año en particular.

10/ Fuentes: Déficit en cuenta corriente: Indicadores del Banco de México. 1985.

Pasivos con el Exterior: Deuda Externa Pública; SHCP. 1984.

Activos con el Exterior: Reservas Internacionales Acumuladas. F.M.I. 1984.

Precios Externos: Estimación propia, ver nota 9, cuya fuente es F.M.I.

11/ Ver al final de este trabajo una gráfica sobre los recargos en préstamos internacionales, por países distintivos.

12/ Los créditos externos por fuentes privadas, fueron otorgados - con dos puntos porcentuales sobre la tasa Libor para 1983 y para 1984 los créditos externos fueron obtenidos abajo de dos puntos porcentuales, en donde para 1983, por la reestructuración se logró una reducción del recargo en 1. punto porcentual. El Mercado de Valores, Sept. 1984, No. 38.

13/ Elizabeth K. Rabitsch.

Criterios que siguen los grandes prestamistas privados para sus operaciones crediticias en los países en desarrollo.

Seminario sobre Deuda Externa, Cd. de México, 1977.

Citibank.

14/ La clasificación de variables crediticias no es rigurosa, se han tomado éstas, por basarse en Juicio de Expertos.

- 15/ Países como Kuwait mantienen altos niveles de ingreso per-cápita y no tienen una alta diversificación en su estructura económica.
- 16/ El crecimiento de las Exportaciones no sólo depende de factores internos, sino también de factores externos, el aumento en el ingreso de los países externos y del cambio en el precio de los bienes comerciales mundialmente.
- 17/ ..."podría ser más adecuado considerar la suficiencia, no de las reservas únicamente, sino de la liquidez internacional, concepto más amplio que tiene en cuenta la capacidad de endeudamiento de los países, donde la liquidez internacional depende de las políticas monetarias de los países con moneda en reserva y la situación respectiva en balanza de pagos"; Informe Anual 1983, F.M.I.
- 18/ Stephen P. Shao. (1960).
Estadística para Economistas y Administradores de Empresas.
- 19/ Variable incluida a la clasificación de variables crediticias.
- 20/ Elizabeth K. Rabitsch. Op.Cit. 13.
Citibank.

21/ Elizabeth K. Rabitsch. Op.Cit. 13.
Citibank.

22/ Las variables a, b, c y d corresponden a Miguel S. Wionczek,
Col. México.

Las variables e, f, g y h y a de variables políticas corresponden a Irving S. Friedman, Citibank.

23/ Irving S. Friedman.
Citibank. Op. Cit. 22.

24/ Indicadores del Banco de México, 1985.

APENDICE 1

"LA HISTORIA DEL MERCADO DE CAPITALS INTERNACIONALES EN EL SIGLO XIX, EN EL CONTEXTO MUNDIAL"

APENDICE HISTORICO

LA BANCA BRITANICA EN EL SIGLO XIX Y PRINCIPIOS DEL SIGLO XX.

La aparición del capital extranjero del Siglo XIX fue a través de la emisión de bonos por parte de los países con requerimientos de capital, o bien por casas emisoras de bonos extranjeros con el fin de financiar proyectos específicos.

Fue precisamente una casa inversionista, "La Casa Barings" - (una de las más fuertes de la época), la que otorga el primer préstamo a un país en 1817, el primer prestatario fue Francia, con la obtención de 100 millones de francos franceses, a un interés del 5% y con recargos del 2.5%.

Este hecho marca el inicio del mercado de préstamos al extranjero, el acceso a esta fuente de financiamiento para la América Latina y la Península Ibérica, fue absorbido 3 años después.

En 1820, España obtuvo de bancos ingleses (negociado en París), un préstamo de 10 millones de dólares, para sanear déficit presupuestales. Al mismo tiempo y abstrayéndose de consideraciones políticas, el inversionista británico otorga créditos a la América Latina, para financiar ejércitos que luchaban contra el Imperio Español. Los pri

meros en utilizarlos son los ejércitos de Bolívar.

A fines de 1825, los inversionistas británicos poseían 17.5 millones de libras de títulos de valores Latinoamericanos, un año después (1826), el mercado se desploma debido a inversiones con rendimiento abajo de lo pactado, aunado a ello, el mercado de oferta de capitales inglés se contrae, esto trajo consigo la primera crisis de liquidez, debido a que se estancó el flujo de recursos financieros hacia los países endeudados (España, Portugal, Grecia y los países de América del Sur).

El mercado vuelve a aparecer después de una generación, (en 1860). A lo largo de esta nueva etapa, aparecen fraudes y quiebras que aunque no impactaron en deterioro de las inversiones, sí ocasionaron reacciones que más adelante se señalan.

En los años cumbres de 1871 y 1872, se obtuvieron 60 y 77 millones de libras, en tanto que cuando el mercado se contrajo en 1876, sólo se emitieron 17 millones de libras en bonos, de los cuales aproximadamente, el 50% eran préstamos a las colonias y las Indias, esta contracción no detuvo el tránsito de fondos a los países de América Latina.

En la última década del Siglo XIX, Francia y Alemania mostraban una autosuficiencia financiera, con lo cual los flujos potencia-

les se canalizaron en mayor proporción hacia la América Latina. Londres también ocupaba gran importancia en el comercio internacional, no se trataba solamente del comercio británico, sino que actuaba como intermediario de terceros países; este nexo recurría también a la detención de títulos de deuda.

Los bancos comerciales establecen sucursales en el exterior, dependiendo de éstos para su crecimiento, desarrollaban una fuerte red que aumentó de 11 sucursales en 1860 a 462 en 1933, en segundo lugar se encontraba Francia, con 207 sucursales en 1933 y Estados Unidos con 146 sucursales (26 en 1914).

A partir de la tercera década del Siglo XX, sobreviene la caída de la preminencia de Londres como oferentes de grandes sumas de capital. En el período que siguió a la segunda guerra mundial, son los bancos norteamericanos los que sustituyeron a los ingleses; todavía de 1920 a 1930, Londres siguió manejando 3,500 millones de dólares y en realidad, sólo dejó de hacerlo completamente, cuando entró la depresión económica y con ello, los incumplimientos y las restricciones gubernamentales impuestas en 1932.

APENDICE 2

"INFORMACION ESTADISTICA PARA LAS VARIABLES DEL MODELO"

APENDICE ESTADISTICO
(Millones de dólares - si no se especifica)

AÑO	S.D. Servicios a la Deuda (Interés más Amortiza- ción)	X Exportaciones de Bienes y Servi- cios	DCC Déficit en Cuen- ta Corriente	M Importaciones de Bienes y Servi- cios	RI Reservas Inter- nacionales acu- muladas	POBLACION
1970	982.6	1 281.6	982.6	2 328.3	568	48 225 238
1971	953.6	1 365.6	953.6	2 255.5	752	49 864 896
1972	1 082.9	1 666.4	1 082.9	2 762.1	976	51 560 303
1973	1 544.2	2 071.7	1 544.2	3 892.4	1 160	53 313 353
1974	1 661.3	2 853.2	1 661.3	6 148.4	1 238	55 126 007
1975	2 291.7	3 062.4	2 291.7	6 699.4	1 384	57 000 291
1976	2 880.0	3 655.5	2 880.0	6 299.9	1 188	58 938 301
1977	4 268.9	4 649.8	4 268.9	5 704.5	1 649	60 942 203
1978	6 835.9	6 063.1	6 835.9	7 917.5	1 842	63 014 238
1979	10 995.2	8 817.7	10 995.2	11 979.7	2 072	65 181 928
1980	9 200.0	15 132.2	9 200.9	18 832.3	2 960	66 846 833
1981	13 498.9	19 419.6	13 498.9	23 929.6	4 074	69 052 778
1982	18 498.9	21 229.7	18 498.9	14 437.0	834	71 331 520

APENDICE ESTADISTICO
(Continuación)

AÑO	Producto Interno Bruto (PIB) (Miles de Millones de Pesos)	Petróleo Reservas Probadas	Precio del Barril de Petróleo Istmo Nom. (DlIs.)	Recargo "Spread" (%)
1970	2,257.1	11,160	2.96	0.09
1971	2,351.1	11,160	3.02	0.21
1972	2,550.8	11,160	3.17	0.30
1973	2,765.1	11,160	3.83	2.00
1974	2,934.3	11,160	12.82	3.70
1975	3,098.9	11,160	12.08	1.95
1976	3,230.0	11,160	13.44	0.20
1977	3,341.2	16,000	13.96	1.40
1978	3,647.1	40,194	13.31	2.60
1979	3,948.3	45,803	19.36	4.70
1980	4,276.5	60,126	32.99	4.50
1981	4,616.9	60,126	36.09	7.70
1982	4,591.5	60,126	32.50	3.40

FUENTE: SD, X, DCC, M = Indicadores del Banco de México, 1985.

RI: FMI (Fondo Monetario Internacional), Estadísticas Financieras, ed. 1984.

PIB: FMI (A pesos de 1980).

Población: Dirección de Política Económica, S.P.P.

Reservas Petróleo: Dirección de Política Económica, S.P.P.

Recargo "Spread": Estimaciones de la Dirección de Política Económica, S.P.P.
en base a World Debt Tables, Banco Mundial. Ed. 1985.

APENDICE 3

"LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA DE MEXICO, 1982-1985"

APENDICE 3

LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA

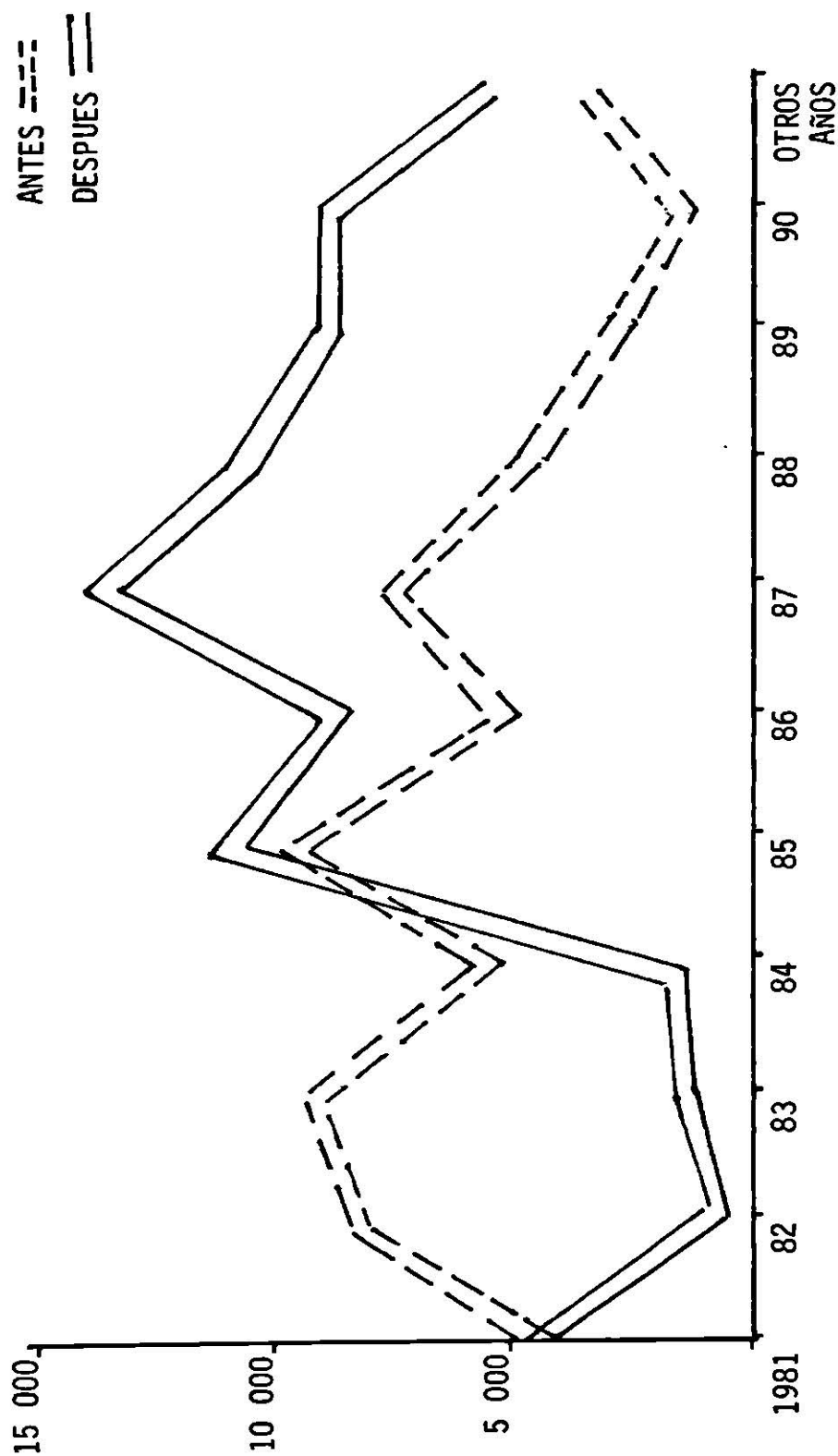
Perfil de pagos de capital de la deuda pública externa
antes y después de la reestructuración, 1985-1990

(Millones de Dólares)

Años	Antes	Después
1985	9 371	3 221
1986	8 498	1 565
1987	13 469	3 685
1988	11 778	2 443
1989	10 097	3 771
1990	8 032	4 409
1991	1 802	5 290
1992	1 507	5 496
1993	1 270	5 761
1994	843	5 910
1995	359	5 784
1996	359	5 958
1997	359	6 484
1998	359	6 173

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, agosto 1984.

PERFIL DE PAGOS POR AMORTIZACION ANTES Y DESPUES
DE LA REESTRUCTURACION DE LOS VENCIMIENTOS
DE AGOSTO 1982 A DICIEMBRE 1984
(MILLONES DE DOLARES)



... APENDICE 3

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA
 POR TASAS BASICAS DE CONTRATACION
 (Porcentajes)

	Prime	Libor	Total
Deuda no reestructurada	25	75	100
Deuda reestructurada 1982-1984	74	26	100
Dinero nuevo 1983	76	24	100
Dinero nuevo 1984	76	24	100
Nueva reestructuración 1985-1990	14	86	100

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, agosto 1984.

SALDOS DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA^{1/} DE BANCOS NO ESTADOUNIDENSES
POR PAISES ELEGIBLES PARA CONVERSION DE MONEDAS^{2/}

(Millones de dólares)

Tipo de Deuda	Japón	Reino Unido	Francia	Canadá	Alemania	Suiza	Italia	Bélgica	Holanda	Austria	Total
No reestructurada	4 567.9	2 387.4	1 284.9	1 591.3	1 664.6	396.3	189.8	492.7	210.4	104.0	12 889.3
Reestructurada	3 310.2	2 454.6	2 053.8	1 387.8	532.9	564.6	721.3	343.6	173.2	17.0	11 559.0
T O T A L	7 878.1	4 842.0	3 338.7	2 979.1	2 197.5	960.9	911.1	836.3	383.6	1 210	24 448.3
PORCENTAJE	32.2	19.8	13.7	12.2	9.0	3.9	3.7	3.4	1.6	0.5	100

^{1/} La deuda pública externa total a junio de 1984 es de 66,758 millones de dólares.

^{2/} La deuda elegible para cambio de monedas es como máximo 50% de los saldos de la columna de totales, es decir 12,224 millones, equivalente a 18% de la deuda total.

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, agosto 1984.

C I T A 5UN EJEMPLO SOBRE LA MULTIPLICACION BANCARIA EN EL
MERCADO DEL EURODOLAR

Milton Friedman muestra un ejemplo sobre el multiplicador de los depósitos en Eurodólares.

Supongamos que el estado financiero o balance de un eurobanco de Londres, es el siguiente:

EUROBANCO EN LONDRES

ACTIVO:

Activos en efectivo*	1'000,000	Dls.
Préstamos denominados en dólares	7'000,000	"
Bonos denominados en dólares	2'500,000	"
	10'500,000	Dls.

* Incluye depósitos en Nueva York y otros bancos, así como otros activos convertibles inmediatamente en fondos estadounidenses.

PASIVO:

Depósitos	10'000,000	Dls.
Obligaciones con otros bancos	300,000	"
Capital	200,000	"
	10'500,000	Dls.

Imaginemos ahora que un jeque árabe abra una nueva cuenta de depósito en eurobanco de Londres, mediante el depósito de un cheque por un millon de dólares, girado contra su cuenta de depósitos a la vista en un banco de Nueva York. Dado lo anterior, el eurobanco - tiene un excedente de fondos disponibles para prestar. Este banco ha estado manteniendo Activos en efectivo por un monto equivalente al 10% de los depósitos, no porque se lo hubieran exigido, sino porque lo estimó prudente, lo cual implica que aumentó en 900,000 dólares el volumen disponible para préstamos e inversiones.

Pensemos ahora que el eurobanco presta los 900,000 dólares a la Compañía U K, mediante un cheque girado contra el banco neoyorquino. Una vez que dicho cheque haya sido hecho efectivo, el balance del Eurobanco de Londres presentará la siguiente forma:

EUROBANCO DE LONDRES

ACTIVO:

Activos en efectivo	1'100,000	Dls.
Préstamos denominados en dólares	7'900,000	"
Bonos denominados en dólares	2'500,000	"
	11'500,000	"

PASIVO:

Depósitos	11'000,000	Dls.
Obligaciones con otros bancos	300,000	"
Capital	200,000	"
	11'500,000	Dls.

Hasta el momento, los depósitos en eurodólares han aumentado 1'000,000 de dólares y, además, el eurobanco creó 900,000 eurodólares por la "magia del sistema bancario de reserva fraccionaria". Si guiendo con nuestro ejemplo: La compañía UK utiliza el préstamo en dólares para comprar madera a la URSS, y este país desea mantener el producto de la venta como depósito en dólares en el eurobanco de Lon dres o en cualquier otro de los bancos de las diferentes ciudades que actúan dentro del sistema del eurodólar.

Empieza entonces otro ciclo igual al que comenzó cuando el je que árabe transfirió fondos del banco de Nueva York al banco de Lon dres. El segundo banco tiene ahora 900,000 dólares adicionales en sus obligaciones por depósitos; suma que corresponde a los 900'000 dólares adicionales de depósito en Nueva York. Si también sigue la práctica de mantener en efectivo un monto igual al 10% de los depósitos, entonces puede hacer un préstamo por 810,000 dólares. Si el prestatario lo guarda en forma de depósito a la vista en un banco de Estados Unidos o lo transfiere a alguien que lo haga, el proceso fi naliza. El resultado es que el total de depósitos en eurodólares ha aumentado en 1'900,000 dólares. De esta suma, 1'710,000 están en po sesión de particulares, mientras que los 190,000 restantes son depósitos adicionales en los bancos norteamericanos, en este caso en bañ cos de Nueva York, (100,000 dólares adicionales del eurobanco inglés y 90,000 dólares del segundo eurobanco en bonos de Nueva York).

Si el receptor del último préstamo lo transfiere a alguien que desee tenerlo en forma de depósito en eurodólares en un tercer eurobanco, el proceso continuará.

Si en caso extremo, al final de cada etapa, el total del producto del préstamo quedara como depósito en eurodólares, es obvio que el incremento total de los depósitos en eurodólares sería:

$$1'000,000 + 900,000 + 810,000 + 729,000 + 656,000 + \dots = 10'000,000.$$

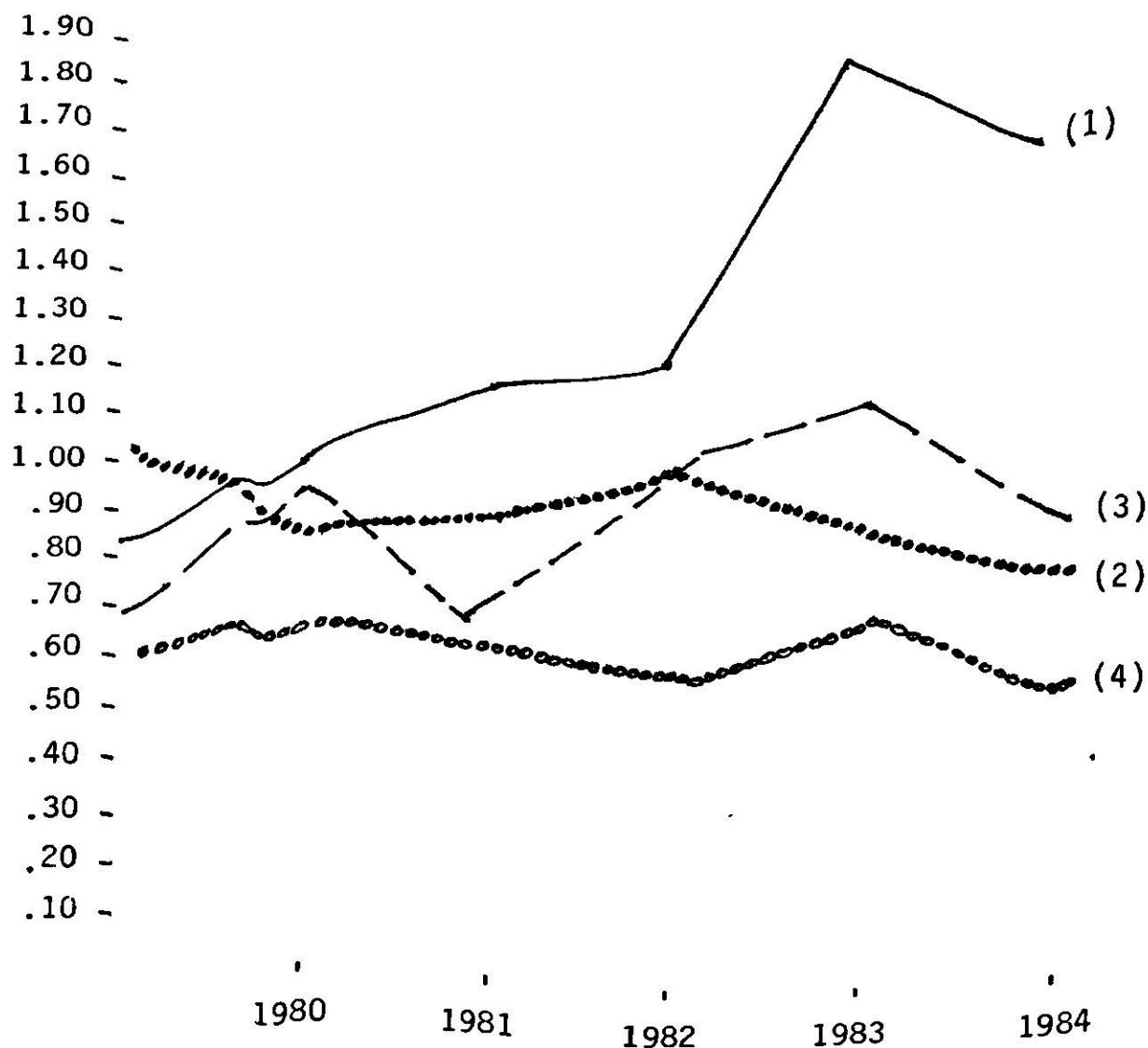
Al terminar el proceso, los depósitos en eurodólares habrían aumentado en 10'000,000 de dólares; los depósitos de eurobancos en Nueva York se habrían elevado en 1'000,000; y el total mundial del circulante en dólares, en manos no bancarias, habría crecido en - 9'000,000 de dólares.

CREDITOS EXTERNOS PAIS A PAIS

FORMALIZACION DE LA CONTRATACION DE DOS LINEAS GLOBALES DE CREDITO CON BELGICA Y FRANCIA RESPECTIVAMENTE
(En 1985)

Concepto	Bélgica	Francia
Importe de la línea:	750 millones de francos belgas.	50 millones de francos franceses.
Banco otorgante:	Société Générale de Banque, S.A.	Société Générale.
Tasa de interés:	10.70% anual fija pagadera semestralmente.	Se fijará en cada operación, basada en la tasa de los créditos a la exportación en Francia.
Monto mínimo financiable:	10 millones de francos belgas.	500 000 francos franceses o 50 000 dólares estadounidenses.
Porcentaje financiable de la operación:	85 por ciento.	85 por ciento.
Plazo de amortización:	Hasta 5 años, iniciando a los 6 meses después del primer desembolso.	De 2 a 10 años, según el monto y los bienes.
Comisión de compromiso:	0.2% a prorrata sobre saldos no utilizados.	0.5% anual.
Comisión de negociación:	0.5% sobre el total de cada contrato.	0.5% anual.
Comisión de la agencia:	0.25% sobre el total de cada contrato.	
Prima de seguro:		Se pagará en la fecha de firma de la operación.

RÉCARGOS EN PRESTAMOS INTERNACIONALES POR PAISES CLASIFICADOS



FUENTE: World Debt Tables. Banco Mundial, ed. 1985.

- (1) Países subdesarrollados.
- (2) Miembros de la OPEP.
- (3) Países del Este de Europa.
- (4) Miembros del OECD.

Los datos muestran los recargos promedio ponderados sobre préstamos publicados que exceden los 30 millones de dólares y 3 años en vencimiento, firmados durante el período. Los recargos sobre vencimiento reprogramados están excluidos. Pero los recargos de "Nuevo dinero" de los paquetes de reestructuración están incluidos, los datos para 1984 están basados en el período: Enero a septiembre.

BIBLIOGRAFIA

- World Debt Tables. Banco Mundial. Ed. 1983 y 1985.
- Gil Díaz, Francisco. Estimación del Déficit Financiero, el Caso Mexicano, bajo Contabilidad Inflacionaria. Banco de México, 1984.
- Revistas de El Mercado de Valores. NAFINSA.
- Periódicos Nacionales.
- Informes Anuales . Fondo Monetario Internacional. 1981-1983.
- Bacha, Edmar y Díaz-Alejandro, Carlos. "Los Mercados Financieros: Una Visión desde la Semiperiferia." Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.
- Fishlow, Albert. "La Deuda Externa de la América Latina: ¿Problemas o Solución?". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.
- Helleiner, Gerald. "Problemas y Escenarios de los Mercados Internacionales de Capitales y la Deuda Externa". Se-

lección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Pfeffermann, Guy. "Problemas y escenarios de los Mercados Internacionales de Capitales y la Deuda Externa". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Williamson, John. "Problemas y escenarios de los Mercados Internacionales de Capitales y la Deuda Externa". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Frenkel, Roberto. "La Apertura Financiera Externa: El Caso de Argentina". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Dornbusch, Rudiger. "Apertura Financiera y sus Efectos en el Desarrollo Nacional. Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Fishlow, Albert. "Apertura Financiera y sus Efectos en el Desarrollo Nacional". Selección de Ricardo French - Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Artículos varios, "Deuda Externa de los Países de América Latina. Selección de Albert Fishlow. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1984.

Wionzek, Miguel S.; Buriz, Ariel; García Moreno, Víctor C.; Green, Rosario; Silva Herzog, Jesús, y Otros. "El Endeudamiento Externo de los Países en Desarrollo". Reunión Internacional sobre Endeudamiento Externo de los Países en Desarrollo". Cd. de México. MEMORIAS 1977.

Navarrete, Jorge Eduardo. "El Problema de la Deuda Pública Externa de los Países en Desarrollo en la Conferencia de París: Posiciones, Propuestas y Conclusiones. Reunión Internacional sobre Endeudamiento Externo. MEMORIAS 1977. Cd. de México.

Reynolds, Clark W. "Integración de la Planificación Financiera con la Planificación Macroeconómica para lograr un Manejo Eficiente de la Deuda Externa". Reunión Inter

nacional sobre Endeudamiento Externo. MEMORIAS
1977. Cd. de México.

Malan, Pedro S., "Las Relaciones Financieras Externas: El Caso de Brasil". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Perry, Guillermo, Junquito, Roberto y Junquito, Nohora de. "Política Económica y Endeudamiento Externo en Colombia en la Década de los Setenta". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Ffrench-Davis y Arellano, José Pablo. "Apertura Financiera Externa : La Experiencia Chilena en 1973-1980". Selección de Ricardo-Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Dornbusch, Rudiger. Comentarios sobre R.Ffrench-Davis y J.P.Arellano "Apertura Financiera Externa: La Experiencia Chilena". Selección de Ricardo French-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Solís, Leopoldo y Rizzo, Sócrates. "Excedentes Petroleros y Apertura Externa: El Caso de México". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Bacha, Edmar. "Apertura Financiera y sus Efectos en el Desarrollo Nacional". Selección de Ricardo Ffrench-Davis. Las Relaciones Financieras Externas. El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. 1983.

Kroller, Edgar. "Justificaciones de las Transferencias Internacionales de Recursos para la Deuda de los Países en Desarrollo". Reunión Internacional sobre Endeudamiento Externo. MEMORIAS, 1977. Cd. de México.

Greayer, Anthony B. "Préstamos Privados otorgados por la Gran Bretaña a los Países en Desarrollo durante el Siglo XIX, ¿Lineamientos para el Futuro?" Reunión Internacional sobre Endeudamiento Externo. MEMORIAS 1977. Cd. de México.

Rabitsch, Elizabeth K. "Criterios que siguen los Grandes Prestamistas Privados para sus Operaciones Crediticias con los Países en Desarrollo". Reunión Internacional sobre Endeudamiento Externo. MEMORIAS 1977. Cd. de

México.

Hansem. The Dollar and the International Monetary System. Economics Handbook Series. 1965.

Spencer y Siegelman. Economía de la Administración de Empresas. 1963.

Wagner, Harvey M. Principles of Operations Research.

Sarda, Juan. La Crisis Monetaria Internacional. 1974.

Quijano, J. Manuel. La Banca Pasada y Presente. (Problemas Financieros Mexicanos). Ensayos del CIDE. 1984.

Moore, Basil. Introducción a la Teoría Financiera. 1968.

