

LOS ARREGLOS RECÍPROCA EN (SWAP) ENTRE EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL ESTADOUNIDENSE Y OTROS BANCOS CENTRALES.

Richard W. Edwards, Jr.*

I. INTRODUCCION. II. ANTECEDENTES. III. HISTORIA Y CONCEPTOS BASICOS. IV. ACUERDOS DE MONEDA EN SWAP (1973-1980). A. El Acuerdo del Banco de Inglaterra. B. Arreglo con Deutsche BundesBank. V. COMO GIRO LA RESERVA FEDERAL CONTRA EL ARREGLO DEL BUNDESBANK. A. Estipulaciones en Vigor. B. El Derecho Regulador de los Acuerdos de Moneda Recíproca. C. El Extenso Empleo de la Técnica de Moneda en Swap. VI. COMENTARIOS EN CONCLUSION.

I. INTRODUCCION

Cuando se agravaron los problemas de pagos de México en el año 1982, el Banco de México retiró importantes sumas contra los acuerdos de moneda recíproca celebrados con las autoridades monetarias extranjeras. Para balancear los pagos con los recibos, el Banco de México, al fin de Abril 1982, giró \$ 600 millones (dólares EE.UU.A.) contra su acuerdo de moneda recíproca establecido en 1967 con el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, y los restituyó al día siguiente. Con el mismo propósito, a fines de Julio, el banco giró respectivamente, \$ 200 millones y \$ 700 millones, que restituyó el siguiente día. Luego, el 4 de Agosto cuando escalaron los problemas de pagos, el Banco de México giró \$ 700 millones, pero con un período de vencimiento de tres meses. Habiendo, en esas circunstancias agotado lo máximo disponible según el mecanismo regular existente con el Sistema de la Reserva Federal estadounidense, se iniciaron negociaciones sobre mecanismos adicionales de carácter transitorio.¹

Durante el fin de semana de 14 - 15 Agosto 1982, el Banco de México concluyó un acuerdo de moneda recíproca con el Fondo de Estabilización de Cambios de la Tesorería estadounidense que autorizaba retiros de hasta \$ 1 billón. El Banco giró \$ 825 millones contra esta línea y restituyó esa cantidad el día 24 de Agosto, fecha de terminación del acuerdo². Más tarde en ese mes, el Banco de México negoció acuerdos de moneda recíproca con los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez³, Suiza y España, bajo el patrocinio del BPI (Banco de Pagos Internacionales) de Basilea, Suiza, por un total de \$ 1.85 billones. Las autoridades estadounidenses acordaron surtir la mitad de esta cantidad y los otros bancos centrales acordaron surtir la otra mitad por medio del BPI. De la porción estadounidense, el Sistema de la Reserva Federal acordó ofrecer \$ 325 millones según un

* Profesor de Derecho, Universidad de Toledo, Ohio, E.U.A. Este artículo es una adaptación de una parte del cuarto capítulo del libro de próxima publicación del autor, *International Monetary Collaboration* (Dobbs Ferry: Transnational Publishers, 1983). La presente traducción es de Patrick O'Mara, asistente del profesor.

acuerdo nuevo de moneda recíproca destinado a durar un año, y el Fondo de Estabilización de Cambios de la Tesorería estadounidense acordó ofrecer \$ 600 millones. En este programa de financiamiento concluido en Basilea se estipuló que los giros hechos por el Banco de México estarían condicionados al progreso de México en negociar un programa de estabilización con el Fondo Monetario Internacional (FMI), programa que apoyaría el Fondo por medio de un acuerdo "stand by" o un acuerdo de crédito ampliado⁴. El Banco de México hizo, importantes retiros contra estos mecanismos combinados durante el otoño de 1982: un giro de \$ 600 millones con un vencimiento de tres meses, otro giro de \$ 250 millones a tres meses y un giro de la noche a la mañana de una cantidad de \$ 250 millones⁵. Las negociaciones con el FMI fueron concluidas con éxito y el 23 de Diciembre, 1982, el Fondo autorizó para México un acuerdo de derechos de giro por una cantidad de DEG 3.6 millones⁶.

Los acuerdos de moneda recíproca ya mencionados ofrecieron fuentes importantes de divisas para las autoridades mexicanas durante un período de gran falta de divisas. Ofrecieron una especie de puente durante el período anterior a la puesta en marcha del acuerdo de derechos de giro del FMI.

Este artículo describe los acuerdos de moneda recíproca del Sistema de la Reserva Federal estadounidense y algunas de sus características legales más interesantes.

II. ANTECEDENTES

Desde el año 1962, el Banco de la Reserva de Nueva York ha estado autorizado a vender y comprar divisas en el mercado abierto con el fin de combatir el desorden en las fluctuaciones del mercado entre el dólar estadounidense y otras divisas⁷. En estas operaciones, funciona el banco como agente para la Tesorería estadounidense y el Sistema de la Reserva Federal. El Banco de Nueva York lleva a cabo estas transacciones según directrices generales del Open Market Committee del Sistema de la Reserva Federal y en consulta con la Tesorería. El administrador del Open Market Account del Sistema, un alto funcionario del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, tiene dos responsabilidades: 1) operar en los mercados de cambio a presente y a futuro para el dólar y las divisas autorizadas y 2) operar un sistema de acuerdos de moneda recíproca con bancos centrales extranjeros⁸. Hoy en día, las operaciones del mercado abierto están autorizadas en shillings de Austria, francos de Bélgica, dólares de Canadá, coronas de Dinamarca, francos de Francia, marcos de Alemania (Deutschamark), liras de Italia, yenes de Japón, pesos de México, florines de los Países Bajos, coronas de Noruega, coronas de Suecia, francos de Suiza, y libras esterlinas del Reino Unido⁹. Los bancos centrales de otros países también utilizan el dólar estadounidense y otras monedas para intervenir en los mercados de cambio para mantener condiciones de comercio ordenadas, para influir en los tipos de cambio, para hacer pagos al exterior por sus residentes o para suministrar a los bancos comerciales con el mismo propósito. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York también puede actuar como agente de un banco central extranjero en la compra o venta de moneda de ese país en el mercado de divisas de Nueva York.

Existen acuerdos bilaterales de swap para el intercambio directo de monedas entre la Reserva Federal y los catorce bancos centrales que emiten las monedas arriba citadas, y también con el Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹⁰. Estos acuerdos ofrecen fuentes de fondos para intervenciones en el mercado y para otros propósitos¹¹. Normalmente los acuerdos son concertados confidencialmente y no son publicados. Se explica su operación abajo. Se publican informes regularmente sobre las operaciones del mercado y el uso de los acuerdos de divisas, bajo el rubro "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en el Federal Reserve Bulletin y en la *Quarterly Review* del Banco Federal de la Reserva de Nueva York¹².

III. HISTORIA Y CONCEPTOS BASICOS

Se observó al inicio de los años 1960 que, cuando los grandes países europeos occidentales aflojaron los controles sobre los movimientos de capital o mismo que sobre los pagos corrientes se activó considerablemente el mercado de cambios. Las autoridades de estos países necesitaron acudir a grandes cantidades de fondos para efectuar intervenciones oficiales en el mercado de cambio con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de los márgenes acordados de relaciones de paridad, tal como lo requieren cláusulas establecidas en el acuerdo del FMI vigentes en ese tiempo. Hacían uso principalmente de dólares estadounidenses por el hecho de que el dólar era la moneda principal de intervención¹³.

Aunque los Estados Unidos podían cumplir con su obligación de mantener la paridad por medio de la compra y venta de oro según las demandas de las autoridades monetarias extranjeras¹⁴, se veía que se fortalecería la estabilidad y se reduciría la necesidad de vender oro si intervinieran las autoridades estadounidenses en el mercado de Nueva York con el propósito de mantener el orden en los tipos de cambio. De cualquier modo, las autoridades estadounidenses tendrían necesidad de acceso a divisas extranjeras que quisieran vender, posiblemente en grandes cantidades. Las autoridades estadounidenses querían evitar el verse forzadas a vender oro para adquirir las divisas necesarias. Los derechos de giro de los Estados Unidos en el Fondo Monetario Internacional fueron juzgados inadecuados para cubrir las grandes operaciones que se preveían.

El primer acuerdo de moneda recíproca fue el que se celebró entre el Banque de France y el Banco Federal de la Reserva de Nueva York, que entró en vigor el 1 de Marzo, 1962¹⁵. Estableció el concepto básico: cada uno de los dos bancos centrales partes en el acuerdo de moneda recíproca se comprometía a cambiar su moneda propia por la de la otra parte hasta una cantidad máxima fijada de antemano durante un período especificado de tiempo. La compra de una divisa en cambio de la propia moneda del banco realizada conforme al acuerdo se llama "drawing" (giro). Al realizar un giro conforme al acuerdo de swap, el Banco central contrae la obligación de revender esa moneda al mismo tipo de cambio dentro de un plazo de tres meses salvo que se extienda ese plazo. La obligación de hacer un cambio futuro para el giro se llama una obligación de "forward exchange" (un cambio a plazo). De este modo, el concepto financiero de un "swap" consiste en la venta y la compra simultánea de una moneda con vencimientos distintos. El arreglo completo normalmente dura un año y es renovado por mutuo acuerdo.

Después del acuerdo con la Banque de France, se concluyeron acuerdos de moneda recíproca por parte del Banco Federal de la Reserva de Nueva York, en cuanto agente del Sistema de la Reserva Federal, con los bancos centrales emisores de otras trece divisas ya mencionadas en la sección anterior y con el Banco de Pagos Internacionales. Se estableció el acuerdo de moneda recíproca con el Banco de México en el año de 1967, inicialmente con un límite de \$ 130 millones¹⁶. Se hicieron algunas precisiones técnicas a los acuerdos durante la década de 1960¹⁷.

Después del fracaso de el sistema de paridad de tipos de cambio de Bretton Woods durante el período 1971-73, las autoridades del Reino Unido, Alemania (República Federal), Japón, Suiza, y de otros países emisores de divisas ampliamente aceptadas en Marzo de 1973 dejaron que flotarían los tipos de cambios de sus monedas en contra del dólar estadounidense. A mediados del año 1973, la situación del mercado era muy desordenada¹⁸. En una reunión en Basilea, Suiza, en Julio 1973, los banqueros centrales se pusieron de acuerdo sobre procedimientos para restaurar un sentido de orden en los mercados de cambio. Fue entonces cuando se negociaron las condiciones esenciales de los acuerdos de swap que estuvieron en uso hasta el mes de Diciembre 1980.

En Diciembre de 1980 se fijaron nuevas normas para los acuerdos de moneda recíproca (en swap). Se consideran más tarde los términos de estos acuerdos. Los acuerdos en uso

durante el período 1973-1980 tienen interés porque fueron frecuentemente empleados tanto por la Reserva Federal como por los otros bancos centrales extranjeros. Intervino activamente la Reserva Federal en los mercados durante la mayor parte de este período, mientras que las intervenciones de la Reserva Federal posteriores a los comienzos de 1981 han sido infrecuentes y modestas. Los acuerdos también tuvieron algunas características jurídicas propias que en los acuerdos corrientes no aparecen.

IV. ACUERDO DE MONEDA EN SWAP (1973-1980)

A. El Acuerdo del Banco de Inglaterra

Aquí presentamos el acuerdo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra del 2 de Diciembre, 1977, en vigor desde entonces hasta el 4 de Diciembre, 1978:

Acuerdo de Moneda Recíproca entre El Sistema de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra

A: El Banco de Inglaterra, Londres
De: Banco de la Reserva Federal, Nueva York

Fecha: 2 de Diciembre, 1977
No: 1398

Al Sr. SANGSTER del Sr. HOLMES
CON REFERENCIA A NUESTRO NUMERO 1189 Y SU NUMERO 1198. AMBOS DEL AÑO 1976.

I. LA RESERVA FEDERAL SUGIERE UNA PRORROGA, A PARTIR DEL 4 DE DICIEMBRE, 1978, POR UN AÑO DE NUESTRO ACUERDO RECÍPROCO DE SWAP DE \$ 3,000,000,000 E.U. DOLAR/ESTERLINA, SUJETO A UTILIZACIÓN CON AVISO DE DOS DÍAS HÁBILES POR PARTE DE CUALQUIER PARTE. SE PUEDE PRORROGAR ESTE ARREGLO POR MEDIO DE ACUERDO MUTUO.

II. SE PUEDE UTILIZAR GIROS HECHOS CONFORME A ESTE ARREGLO PARA REALIZAR TRANSACCIONES AL CONTADO O A PLAZO QUE SEAN CONCLUIDAS EN CONSULTA CON LA OTRA PARTE. CADA GIRO TENDRÁ UN VENCIMIENTO INICIAL DE TRES MESES, SUJETO A PROLONGACIÓN EN CASO DE ACUERDO MUTUO. SE APLICARÁ EL MISMO TIPO DE CAMBIO AL GIRO Y A SU LIQUIDACIÓN. ESTE TIPO DE CAMBIO SERÁ BASADO EN EL TIPO AL CONTADO PREDOMINANTE EN EL MERCADO SEGUN ACUERDO ENTRE LAS DOS PARTES AL TIEMPO EN QUE SE NEGOCIE EL GIRO.

III. SE EMPLEARÁN LOS PRODUCTOS DE LOS GIROS ASÍ:

A) SE ACREDITARÁN LOS DÓLARES ESTADOUNIDENSES A SU CUENTA CORRIENTE "G" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA. EN LA MEDIDA QUE ESAS CANTIDADES NO SEAN NECESARIAS INMEDIATAMENTE PARA LOS PAGOS, NOS AUTORIZARÍAN A CARGAR SU CUENTA CORRIENTE "G" Y PONER LA CANTIDAD DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES EN CERTIFICADOS NO TRANSFERIBLES DE ADEUDO DE LA TESORERÍA ESTADOUNIDENSE. LOS CUALES CERTIFICADOS DE ADEUDO SERÁN OFRECIDOS POR EL SECRETARIO DE LA TESORERÍA A PARIDAD, CON VENCIMIENTO A TRES MESES DESPUES DE LA FECHA DE EMISIÓN. LOS CERTIFICADOS SERÁN REDIMIBLES A PARIDAD DESPUES DE AVISO CON ANTECIPACIÓN DE DOS DÍAS HÁBILES Y DEVENGARÁN INTERÉS A UNA TASA BASADA EN LA TASA PROMEDIO DEL TIPO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ÚLTIMA EMISIÓN DE BONOS DE TRES MESES DE LA TESORERÍA ESTADOUNIDENSE QUE PRECEDA LA FECHA DE EMISIÓN DE LOS CERTIFICADOS EN DOS DECIMALES DE LA COMA Y SI ESE DECIMAL NO FUERA MÚLTIPLE DE .05, SERÁ AJUSTADO AL PRÓXIMO MÚLTIPLE MÁS ALTO DE .05. SE EMITIRÁN LOS CERTIFICADOS Y SERÁN REDIMIDOS EN EL BANCO FEDERAL DE LA RESERVA DE NUEVA YORK. EN CUANTO REPRESENTANTE FISCAL DE LOS ESTADOS UNIDOS, Y SERÁN MANTENIDOS EN SU CUENTA DE CERTIFICACIÓN DE ADEUDO DE LA TESORERÍA ESTADOUNIDENSE.

B) SE ACREDITARÁN LAS ESTERLINAS A NUESTRA CUENTA "A" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA. EN LA MEDIDA EN QUE ESTAS CANTIDADES NO SEAN NECESARIAS INMEDIATAMENTE PARA LOS PAGOS, AUTORIZAREMOS A USTEDES A CARGAR NUESTRA CUENTA "A" Y SITUAR TODO EL MONTO DE LAS LIBRAS ESTERLINAS EN CUESTIÓN EN NUESTRA CUENTA "A" UTILIZANDO LAS MONEDAS DE LA "SUB" CUENTA. LAS ESTERLINAS DE TAL CUENTA GANARÁN UN INTERÉS IGUAL A LA TASA DE INTERÉS BASADA EN LA TASA PROMEDIO DEL TIPO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ÚLTIMA EMISIÓN DE BONOS DE TRES MESES DE LA TESORERÍA ESTADOUNIDENSE COMO ARRIBA SE CALCULO. PODREMOS RETIRAR TALES SALDOS CON AVISO DE DOS DÍAS HÁBILES.

IV. SI ESTÁN DE ACUERDO, POR FAVOR CONFIRMEN. BANCO DE LA RESERVA FEDERAL DE NUEVA YORK.

En el período de Julio de 1973 a Diciembre de 1980, los acuerdos de moneda en swap de la Reserva Federal con los bancos centrales de Austria, Dinamarca, Italia, Japón, México, Noruega, y Suecia siguieron el modelo susodicho. El arreglo fue proyectado para un régimen de flotación dirigida de tipos de cambio que también se podía aplicar a divisas cuyos tipos estuvieran vinculados al dólar.

Aunque el arreglo del Banco Federal de Reserva de Inglaterra concedía a cada parte el derecho jurídico de hacer un giro, de hecho las partes esperaban que la parte, actuante fuera el Banco de Inglaterra. El giro sobre fondos procedió de la siguiente manera: el Banco de Inglaterra tuvo la mayor parte de sus reservas monetarias en forma de valores en cartera de la Tesorería estadounidense, depósitos dólares con el Banco Federal de la Reserva de Nueva York, y depósitos en dólares con bancos comerciales, la cantidad de estas tenencias valuada en billones de dólares. Cuando el Banco de Inglaterra compró libras esterlinas en el mercado de cambio para combatir condiciones desordenadas en el mercado o para apoyar el tipo de esterlina, normalmente realizó estas operaciones contractuales de cambio por medio de relativamente, pequeñas operaciones de transferencia en estas grandes balanzas en dólares. De cualquier modo, sus intervenciones en el mercado o planes de eventualidad para intervenciones en el mercado solían resultar, o se preveía resultarían, en retiros contra sus balanzas de dólares inferiores al nivel que quería ser mantenido por el Banco de Inglaterra.

Por medio de un giro contra el arreglo de moneda en swap, el Banco de Inglaterra podía aumentar sus reservas. El arreglo de swap era como una línea de crédito no confirmado. Tanto el procedimiento como las condiciones para un giro estaban fijadas anticipadamente en el acordado cablegrama del que hablamos más arriba. Sin embargo, según el acuerdo, los giros debían ser consultados: "Conforme al arreglo, los giros pueden ser utilizados para realizar transacciones a plazo o transacciones al contado que se concluyen en consulta con la otra parte." Las consultas se referirían a los fines del proyecto del giro y a la cantidad que se iba a girar. Tratándose de grandes giros, las consultas podían abarcar las políticas que el Banco de Inglaterra había fijado para corregir las condiciones que habían ocasionado una disminución de sus reservas. Las consultas podían hacerse por teléfono o por unas entrevistas cara a cara. El Banco de Inglaterra normalmente pidió giros de \$ 100 millones o más por vez.

Supongamos que las consultas dieran como resultado en un acuerdo de la Reserva Federal estadounidense a la petición del Banco de Inglaterra de un retiro de \$ 200 millones de dólares. Entonces el de Inglaterra procedería a hacer el giro conforme al arreglo recíproco de moneda. Enviaría un cablegrama al Banco Central de la Reserva en Nueva York. El cablegrama se refería al arreglo de swap ya citado y mencionaría la cantidad del giro. Dos días hábiles después, el plazo convencional para que las transferencias por cable produzcan efectos, el Banco de Nueva York acreditaría a la cuenta corriente "G" los dólares de la cantidad convenida. En ese momento aumentaban las reservas monetarias brutas del Reino Unido. Los fondos se utilizarían para comprar una certificación de adeudo no transferible de la Tesorería estadounidense a menos de que el Banco de Inglaterra instruyera que los fondos fueran utilizados de otra manera²¹. Se podía redimir esa certificación con aviso de dos días si el Banco de Inglaterra quería aumentar su capital de operaciones o emplear los dólares para hacer pagos²².

Dos días hábiles después de que mandó el Banco de Inglaterra el cablegrama ya mencionado en el párrafo anterior, ese mismo banco acreditó, en reciprocidad, una cantidad equivalente en libras a favor del banco de Nueva York²³. El tipo de cambio para esta transacción fue basado en el tipo actual existente en el mercado, según lo acordado entre los dos bancos al tiempo en que fue concertado el giro²⁴. Las esterlinas acreditadas a la Reserva Federal devengaron interés²⁵.

La característica fundamental de una transacción recíproca de moneda consiste en la acreditación recíproca. Sin tener que disponer de otros activos monetarios, las operacio-

nes de los dos bancos produjeron dinero que aumentó las reservas monetarias de las partes. Según el derecho estadounidense, el crédito, recibido por la Reserva en esterlinas, es en sí mismo una reserva que permite al banco de Nueva York acreditar, en dólares, al Banco de Inglaterra. El Banco de Inglaterra, que realizó un crédito en esterlinas a favor del Banco de Nueva York, recibió un crédito en dólares que aumentó sus reservas. Se puede ver que una acreditación recíproca es un sencillo procedimiento bilateral por aumentar la liquidez internacional. Se contrae la liquidez en el momento en que se liquida el swap²⁶.

Antes o al llegar la fecha del vencimiento de tres meses, a menos de que hubo acuerdo sobre un plazo más amplio²⁷, las partes deben cumplir lo que se puede describir como la porción "a plazo" del contrato. El Banco de Inglaterra transferiría 200 millones de dólares (la cantidad del giro original) a la Reserva Federal y la Reserva Federal transferiría esterlinas al Banco de Inglaterra. El tipo de cambio para esta transacción será el mismo que el tipo de cambio utilizado cuando hizo el Banco de Inglaterra el giro original²⁸. A su propia expensa y riesgo, el Banco de Inglaterra tuvo que adquirir los dólares que utilizaría en esta transacción. Quizás los tome de sus reservas, o los adquiera en el mercado por medio de una venta de esterlinas, o retire dólares contra el FMI, o los adquiera de otras fuentes. Si la libra esterlina se hubiera depreciado respecto al tipo original, de la transacción, el Banco de Inglaterra sufrirá una pérdida; se hubiere apreciado la esterlina, el Banco de Inglaterra tendrá beneficio.

Después de la liquidación del swap, el Banco de Nueva York poseerá una cantidad residual de esterlinas correspondientes al interés ganado sobre el saldo de esterlinas que se habían acreditado a su favor; en reciprocidad estuvo en vigor el giro del Banco de Inglaterra³⁰. Normalmente, el Banco de Nueva York venderá este saldo residual de esterlinas en el mercado.

La utilización por parte del Banco de México de su acuerdo de moneda recíproca con el Sistema de la Reserva Federal en el período antes de 1981 funcionó de una manera semejante a la utilización del Banco de Inglaterra. Sólo de vez en cuando giró el Banco de México contra el acuerdo, pero cuando lo hacía con frecuencia giró sobre toda la cantidad disponible. Aunque el arreglo con el Banco de México se hizo en 1967, el primer giro no se hizo sino hasta el tercer trimestre de 1974. Entonces el banco giró \$ 180 millones, que era la cantidad completa disponible según el acuerdo en ese tiempo. Se pagó esa cantidad en el cuarto trimestre de 1974. El siguiente giro, otra vez por la cantidad de \$ 180 millones, fue hecho en el tercer trimestre de 1975. Antes de que se pagara el giro, se dobló la cantidad disponible según el mecanismo y el Banco de México giró los \$ 180 millones adicionales. Se pagaron los \$ 360 millones en el cuarto trimestre de 1975. Se hizo un nuevo giro por \$ 360 millones en el segundo trimestre de 1976 que fue pagado en el cuarto trimestre de ese año. Se giró por \$ 150 millones en el cuarto trimestre de 1976 que fueron pagados en el primer trimestre del 1977. No se hicieron giros adicionales hasta el año 1982³¹.

B. Arreglo con Deutsche Bundesbank

Aquí presentamos el acuerdo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Deutsche Bundesbank (el banco central de la República Federal de Alemania) del 7 de Diciembre de 1977, en vigor desde entonces hasta el 29 de Diciembre de 1978:

Acuerdo de Moneda Recíproca entre el Sistema de la Reserva Federal Estadounidense y el Deutsche Bundesbank³²

A: Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main
 De: Banco de la Reserva Federal, Nueva York
 Fecha: 7 de Diciembre, 1977
 No. 770

Al Sr. SCHOLL del Sr. PARDEE

BORRADOR PARA SU CONSIDERACION SEGUN NUESTRA CONVERSACION POR TELEFONO DE HOY, CON REFERENCIA A NUESTRO NUMERO 730 Y SU NUMERO 889, AMBOS DE 1976.

I. LA RESERVA FEDERAL SUGIERE UNA PRORROGA A PARTIR DEL VENCIMIENTO POR UN AÑO HASTA EL 29 DE DICIEMBRE 1978, DE NUESTRO ACUERDO RECIPROCO DE SWAP DE \$ 2,000,000,000 E.U. DOLAR/DEUTSCHE MARCK, SUJETO A UTILIZACION POR CUALQUIER PARTE CON AVISO DE DOS DIAS HABILES Y SEGUIR CONDICIONES ACORDADAS CONJUNTAMENTE. ESTE ARREGLO PUEDE SER PRORROGADO POR MEDIO DE ACUERDO MUTUO.

II. LOS GIROS SEGUN ESTE ARREGLO PUEDEN SER UTILIZADOS PARA REALIZAR TRANSACCIONES AL CONTADO O TRANSACCIONES A PLAZO QUE SEAN ACORDADAS EN CONSULTA CON LA OTRA PARTE. EN ESTE ASUNTO, SE ENTIENDE QUE INTERVENCIONES EN DEUTSCHE MARK CONTRA DOLARES TENDRAN LUGAR SEGUN ESTRECHA COOPERACION Y PREVIA CON EL BUNDESBANK. CADA GIRO TENDRA UN VENCIMIENTO INICIAL DE TRES MESES, SUJETO A PRORROGA EN CASO DE ACUERDO MUTUO. AMBAS PARTES SE ESFORZARAN EN FACILITAR LA PRONTA LIQUIDACION DE CUALQUIER GIRO SOBRE LA RESERVA FEDERAL RELIZADO CONFORME A ESTE ARREGLO. EN CUALQUIER CASO, A MENOS DE QUE HAYA ACUERDO MUTUO QUE SON ADECUADAS UNAS PRORROGAS ADICIONALES, SE PAGARA CADA GIRO A NO MASTARDAR SEIS MESES DESPUES DE SU EMISION. SE ADQUIERAN EN EL MERCADO LOS DEUTSCHE MARKS NECESITADOS POR LA RESERVA FEDERAL PARA REALIZAR SUS PAGOS, A MENOS DE QUE SEA ACORDADO POR AMBAS PARTES QUE SON PREFERIBLES TRANSACCIONES DIRECTAS ENTRE LA RESERVA FEDERAL Y EL BUNDESBANK. SE APLICARA EL MISMO TIPO DE CAMBIO AL GIRO Y A SU LIQUIDACION. SE BASARA ESTE TIPO DE CAMBIO EN EL TIPO AL CONTADO CORRIENTE EN EL MERCADO, SEGUN ACUERDO ENTRE LAS DOS PARTES AL TIEMPO EN QUE SE NEGOCIE EL GIRO.

III. SE EMPLEARAN LOS PRODUCTOS DE LOS GIROS ASI

A. SE ACREDITARAN LOS DOLARES ESTADOUNIDENSES A SU CUENTA ESPECIAL. SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA, EN LA MEDIDA QUE ESAS CANTIDADES NO SEAN NECESARIAS INMEDIATAMENTE PARA LOS PAGOS, SE ENTIENDE QUE USTEDES COLOCARAN EN DOLARES ACREDITADOS A SU CUENTA ESPECIAL EN CERTIFICADOS DE ADEUDO DE LA TESORERIA NO TRANSFERIBLES ESTADOUNIDENSES, LOS CUALES CERTIFICADOS DE ADEUDO SERAN OFRECIDOS POR EL SECRETARIO DE LA TESORERIA A PARIDAD, CON VENCIMIENTO A TRES MESES DESPUES DE LA FECHA DE EMISION. SE PODRAN ESTOS CERTIFICADOS DESPUES DE AVISO CON ANTICIPACION DE DOS DIAS HABILES Y DEVENGARAN INTERESES A UNA TASA BASADA EN LA TASA, PROMEDIO DEL TIPO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ULTIMA EMISION DE BONOS DEL TESORO DE TRES MESES QUE PRECEDA LA FECHA DE EMISION DE LOS CERTIFICADOS EN DOS DECIMALES DE LA COMA Y SI ESE DECIMAL NO FUERA UN MULTIPLE DE .05, SERA AJUSTADO AL PROXIMO MULTIPLE MAS ALTO DE .05. SE EMITIRAN LOS CERTIFICADOS Y SERAN REDIMIDOS EN EL BANCO FEDERAL DE LA RESERVA DE NUEVA YORK, EN CUANTO REPRESENTANTE FISCAL DE LOS ESTADOS UNIDOS, Y SERAN MANTENIDOS EN SU CUENTA DE CUSTODIA SEGURA.

B. SE ACREDITARAN LOS DEUTSCHEMARKS A NUESTRA CUENTA "A" CONFORME AVISO DE CABLEGRAMA. SE ENTIENDE QUE LOS SALDOS EN ESTA CUENTA DEVENGARAN UN RENDIMIENTO IGUAL AL TIPO DE INTERES BASADO EN LA TASA PROMEDIO DEL TIPO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ULTIMA EMISION DE BONOS DEL TESORO, COMO YA ARRIBA NOTADO. SE EXPLICARA TAL RENDIMIENTO COMO LA DIFERENCIA ENTRE LOS TIPOS DE CAMBIO AL CONTADO Y A PLAZO QUE SE APLIQUEN A LA TRANSACCION.

IV. TOMANDO EN CUENTA EL REGIMEN CAMBIARIO DE HOY EN DIA, ENTENDEMOS QUE SE COMPARTEN CON EL DEUTSCHE BUNDESBANK, TANTO LOS BENEFICIOS COMO LAS PERDIDAS QUE REALICE LA RESERVA FEDERAL COMO CONSECUENCIA DE MOVIMIENTOS EN EL MERCADO DEL TIPO DE CAMBIO. SE AJUSTARAN LOS TIPOS DE CAMBIO PARA LOS REEMBOLSOS DE SWAP CUANDO SEAN NECESARIOS PARA CONSEGUIR ESTA DIVISION IGUAL DE BENEFICIOS O PERDIDAS.

V. SI ESTAN DE ACUERDO, POR FAVOR CONFIRMAN. BANCO DE LA RESERVA FEDERAL DE NUEVA YORK.

Mientras bajo el acuerdo del Banco de Inglaterra, comentado más arriba el banco central que hacía un giro llevaba todo el beneficio o todo el riesgo de pérdida en su liquidación el acuerdo del Bundesbank establecía una participación igual entre la Reserva y el Bundesbank en beneficio y pérdida cuando fuera la Reserva Federal la que hiciera los giros en marcos conforme al acuerdo³³. Esta cláusula figuraba en los acuerdos entre la Reserva Federal y el Bundesbank en vigor desde Julio de 1973 hasta Enero de 1981. Se incluyeron cláusulas de igual participación en beneficios y ganancias por parte de la Reserva Federal que se derivaran de las intervenciones en el mercado de la moneda circulante de su socio, según las líneas del acuerdo con el Bundesbank, en los acuerdos con los bancos centrales de Bélgica, Francia, Holanda, y Suiza. Se ofrecía la cláusula a la Reserva Federal como un aliciente para que emprendiera un programa más activo de intervención en los mercados de cambio para combatir condiciones desordenadas tales como las que se habían producido en los principios del verano de 1973³⁴.

Nótese que la cláusula era asimétrica. No se aplicaba a los giros en dólares que pudiera hacer el Bundesbank al acuerdo. Cuando se negoció la cláusula en Basilea en Julio de 1973, los bancos centrales extranjeros pidieron que la Reserva Federal accediera, como una medida complementaria, a compartir los beneficios y las pérdidas aplicables a los saldos en dólares adquiridos por autoridades extranjeras en sus intervenciones en el mercado en las cuales se vendían sus divisas a cambio, de dólares. Dijeron las autoridades estadounidenses que tal arreglo no era aceptable³⁵.

Se completaron las estipulaciones sobre participación en los beneficios y en las pérdidas en todos los arreglos de moneda recíproca de la Reserva Federal en que figuraban en Diciembre de 1980³⁶. Algunos meses después de este cambio y la inauguración del presidente Ronald D. Reagan funcionarios de la Tesorería estadounidense y de la Reserva Federal anunciaron un cambio en la política de intervención estadounidense en el mercado que dió como resultado menos intervenciones³⁷. Sin embargo, el cambio en la política de intervención no fue causada por los cambios en los acuerdos de moneda recíproca.

El acuerdo de moneda recíproca entre la Reserva Federal y el Bundesbank fue un arreglo de colaboración en todo el sentido de la palabra entre partes que emitían dos monedas cruciales. Merece detallar la manera en que se llevó a cabo el arreglo, y el hecho de que se trata de un proceso continuo de consulta.

Como hoy en día había comunicación diaria a mediados y a fines de la década de los años 1970-1980 entre el Banco Federal de la Reserva de Nueva York y los bancos centrales que emitían las monedas de mayor circulación. Se cambiaba información sobre factores que efectuaban la oferta y la demanda de sus mercados respectivos de divisas y también sobre la dirección en que fluctuaban los tipos de cambio. Se compartía información sobre las grandes transacciones que creían iban a realizarse en el mercado. Daban a conocer, en términos generales, sus propios planes respecto a las acciones oficiales que se preguntaban para combatir las condiciones desordenadas del mercado, para suavizar las dislocaciones en el tipo de cambio que podrían ser causadas por las grandes transacciones, o para influir en los movimientos del tipo de cambio³⁸. Durante periodos de condiciones inestables (inciertas) del mercado, tales comunicaciones tuvieron lugar varias veces por día. Además de proveer información, las consultas sirvieron para minimizar los conflictos en la implementación de las políticas sobre los tipos de cambio. A veces, las consultas resultaron en intervenciones coordinadas y enérgicas en el mercado. Las consultas se llevaban a cabo la mayor parte de las veces por teléfono entre funcionarios con la responsabilidad en las operaciones diarias; podían plantearse a niveles más altos cuando estaban en juego importantes decisiones de política y durante periodos de crisis. La consulta entre la Reserva Federal y el Bundesbank era particularmente estrecha³⁹.

Aunque ambos acuerdos, el de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra y el de la Reserva Federal y el Bundesbank, establecían que se podían usar los giros para realizar transacciones al contado y a plazo "concluidos en consulta con la otra parte"⁴⁰, la estipulación de consulta en el acuerdo del Bundesbank también establecía que "se entiende que tendrán lugar intervenciones (en el Mercado) en Deutschmark contra dólares bajo estrecha cooperación previa consulta con el Bundesbank"⁴¹. Aunque la estipulación de participación en los beneficios y en las pérdidas daba una razón especial para esta cláusula, las principales razones para la cláusula fueron las preocupaciones del Bundesbank sobre los efectos de las intervenciones sobre los tipos de cambio y sobre la liquidez de los bancos alemanes y de las instituciones financieras no bancarias⁴². Se entendía que la cláusula de consulta permitiera al Bundesbank objetar la venta de marcos por la Reserva Federal cuando creía que era inoportuno que funcionarios ofrecieran marcos en el mercado. Dada la importancia del tipo de cambio dólar/marco y también por la cláusula de consulta ya citada, las consultas entre la Reserva Federal y el

Bundesbank durante los mediados y fines de la década de los años de 1970 y 1980 eran más continuas e intensas que las que tenían lugar con otros bancos centrales.

V. COMO GIRO LA RESERVA FEDERAL CONTRA EL ARREGLO DEL BUNDESBANK

La práctica estadounidense ha sido sus reservas monetarias principalmente en derechos especiales de giro de FMI, en posición de reserva en el FMI, y en oro. Puesto que la mayoría de los países han mantenido gran parte de sus reservas en dólares y han estado dispuestos a usar y aceptar dólares para saldar los pagos internacionales, ni la Tesorería ni la Reserva Federal han considerado que sea necesario mantener grandes depósitos de monedas extranjeras⁴³. Se podía utilizar dólares para hacer pagos. En tanto que de vez en cuando la Reserva Federal era capaz de financiar algunas intervenciones utilizando los saldos de operaciones de divisas extranjeras, la práctica normal de la Reserva Federal en ese tiempo era financiar cualquier intervención importante en el mercado por medio de giros conforme a los acuerdos swap para saldar las deudas particulares en vez de emplear los saldos de operaciones debido a que normalmente sus saldos de operaciones de divisas extranjeras eran demasiado pequeños. Su manera de emplear una línea de swap era distinta de la que empleaban el Banco de Inglaterra y el Banco de México. Sigue un ejemplo del procedimiento seguido por la Reserva Federal.

Supongamos que en un día determinado hubo una venta muy activa de dólares a cambio de marcos en Frankfurt y que el tipo de cambio del dólar estaba bajando notablemente. Muy temprano en la mañana y por medio de conversaciones telefónicas, los funcionarios del Departamento de Asuntos Exteriores del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y sus contrapartes del Bundesbank en Frankfurt tratarían sobre las condiciones del mercado. Procurarían identificar los factores que produjeron la caída del dólar y examinarían las operaciones del Bundesbank en Frankfurt. Supongamos que prevén que la venta considerable de dólares por marcos se extendería a Nueva York cuando abría ese mercado y que los precios de oferta y de venta de los marcos se distanciaron notablemente produciendo desorden en el mercado. Los funcionarios de los dos bancos trazarán planes contingentes para ese día. Podrán, acordar en sus conversaciones negociaciones por teléfono que la Reserva Federal venda marcos ese día en Nueva York para combatir las condiciones desordenadas que aparecieren en el mercado. Se pondrían de acuerdo sobre la magnitud de la intervención prevista. También se pondrían de acuerdo en que la intervención sea financiada por giros según el acuerdo de swap. Tan temprano en el día tal vez no será posible precisar la cantidad exacta que van a usar. La cantidad de marcos que se tendrán que vender para combatir el desorden dependerá en los movimientos del tipo de cambio, del volumen de transacciones en el mercado, y de la volatilidad del mercado. En una gran operación, los funcionarios de los bancos centrales podrán estar en contacto el uno con otro varias veces al día.

La operación real en el mercado hecha por el Banco de Nueva York puede darse antes de que se hagan los giros contra la línea de swap con el Bundesbank. Normalmente, por medio de los servicios de un banco comercial en Nueva York, el Banco de Nueva York ofrecerá cambiar marcos por dólares a un determinado tipo de cambio. El banco comercial ofrecerá los marcos en el mercado (es decir, a otros bancos y agentes de bolsa) de la misma manera que ofrecería vender marcos por cuenta propia o a nombre de un cliente cualquiera sin revelar la identidad del cliente (o, en este caso, sin revelar que actúa en nombre del Banco de Nueva York). Se cerrarán contratos de cambios con los que acepten las ofertas. Los contratos podrán ser de cumplimiento al contado o a plazo. Alternativamente, el Banco Federal de la Reserva podrá hacer ofertas directas de marcos a varios bancos comerciales⁴⁴. Más, podrá hacer ofertas y demandas simultáneamente.

Supongamos que durante la jornada el Banco Federal de la Reserva de Nueva York, por medio del Chase Manhattan Bank, que actúa como su agente, vendió 40 millones de

marcos a cambio de dólares según contratos de cumplimiento al contado. Conforme a las consultas previas, lo que se proponía el Banco de Nueva York era girar contra el mecanismo de swap establecido con el Bundesbank para la liquidación de sus obligaciones. Al final del día el Banco de la Reserva Federal de Nueva York enviará un cablegrama, al Deutsche Bundesbank. El mensaje se hará referencia al acuerdo de swap mencionado en las conversaciones anteriores por teléfono sobre el giro específico. En substancia el mensaje indicará que después de dos días hábiles:

- 1 - El Banco de Nueva York acreditará a la cuenta del Bundesbank mantenida en el Banco de Nueva York unos \$ 18.8 millones (la misma cantidad en dólares que iba recibir el Banco de Nueva York por los marcos vendidos anteriormente en el día) y, conforme al acuerdo de swap, invertirá esta cantidad a nombre del Bundesbank en bonos no transferibles de la Tesorería estadounidense que devengarán interés⁴⁵.
- 2 - Se pedirá al Bundesbank que acredite un crédito recíproco por 40 millones de marcos a la cuenta especial de la Reserva Federal (la cantidad de marcos vendidos anteriormente en el día). Esto completó el giro.
- 3 - Se instruirá al Bundesbank que cargue 40 millones de marcos a la cuenta del Banco de Nueva York y que abone esa misma cantidad, por ejemplo, a la cuenta de Chase-Manhattan-Frankfurt para cubrir el crédito de Chase-New York (banco agente que vendió los marcos a nombre de la Reserva Federal)⁴⁶.

Al mismo tiempo en que se envió este cablegrama, el Banco Federal de la Reserva de Nueva York, conforme al acuerdo de moneda recíproca⁴⁷, registrará en libras la obligación de cambio a plazo de vender 40 millones de marcos al Bundesbank en cambio de dólares dentro de tres meses y al mismo tipo de cambio en que vendió la Reserva Federal los marcos anteriormente en el día. (Se ajustaría este tipo de cambio, según la explicación siguiente, cuando se realice la transacción a plazo).

A menos de que se prorrogara el vencimiento en otros tres meses, el giro era pagado dentro del período de tres meses. El acuerdo con el Bundesbank, igual que el acuerdo con el Banco de Inglaterra, establecía que cada giro tuviera un vencimiento inicial de tres meses "sujeto a prórroga por acuerdo mutuo". El acuerdo del Bundesbank tenía dos frases adicionales que no habían figurado en el acuerdo con el Banco de Inglaterra: "Se pondrá el mayor empeño, por ambas partes en hacer posible la pronta liquidación de cualquier caso, a menos de que haya acuerdo mutuo en que sean adecuadas prórrogas adicionales, se pagará cada giro a no más tardar seis meses después de su emisión"⁴⁸. Se entendía que estas cláusulas imponían una obligación más estricta que las del acuerdo del Banco de Inglaterra. Recuérdese las preocupaciones del Bundesbank sobre la ampliación de la liquidez de los bancos alemanes mientras los giros estaban pendientes así como el acuerdo de participación en los beneficios y en las pérdidas entre los dos bancos centrales.

Normalmente la Reserva Federal cumplió sus obligaciones de pagos (a plazo) adquiriendo marcos en el mercado (de nuevo, en consulta con el Bundesbank) y luego cambiando esos marcos por dólares con el Bundesbank para liquidar el giro original. El tipo de cambio para la transacción de nuestro ejemplo en la que la Reserva Federal vendió 40 millones de marcos al Bundesbank fue punto medio entre el tipo contable al que vendió el Banco de Nueva York los marcos originales (digamos \$ 0,470) y el tipo de cambio al que compró el Banco de Nueva York los marcos en el mercado por usarlos en el pago (digamos, \$ 0,460). Así pues se ajustó el tipo de cambio original de la obligación a plazo de \$ 0,470 a \$ 0,465 conforme al acuerdo recíproco de swap⁴⁹, lo que dió como resultado una repartición igual en los beneficios del giro entre los dos bancos centrales⁵⁰. Se redimieron, conforme a sus instrucciones, los bonos de la Tesorería estadounidense mantenidos en custodia por el Bundesbank (\$ 18.8 millones) y se transfirieron \$ 18.6 millones de productos a la Reserva Federal para satisfacer la obligación recíproca del Bundesbank respecto a la liquidación del giro de la Reserva Federal. En nuestro ejemplo, se ve que el giro de la Reserva Federal fue liquidado con beneficio de \$ 0,2 millones en favor de cada banco.

Como se ve, aunque tanto el giro a cargo de la línea de swap hasta como las intervenciones en el mercado fueron realizados a nombre de la Reserva Federal, fueron una operación mancomunada de los dos bancos en cuanto que tuvieron lugar consultas y hubo un riesgo compartido. Se compartieron igualmente los beneficios y las pérdidas⁵¹. Además, el Bundesbank devengó intereses por la inversión de sus saldos recíprocos en dólares en bonos no transferibles de adeudo de la Tesorería estadounidense durante el período en que estuvieron pendientes los swap (este interés fue pagado por la Tesorería estadounidense por su empleo de los dólares durante este período).

La estipulación que requiere estrecha cooperación y consultas previas sobre intervenciones en marcos contra dólares y las estipulaciones de participación en el riesgo son asimétricas. Es decir que no se aplicaron a las intervenciones del mercado del Bundesbank en dólares contra el marco, se aplicaron a los giros del Bundesbank en dólares si este banco decidiera emitirlos según los términos del arreglo. El acuerdo permitía que el Bundesbank girara dólares a cargo de la Reserva Federal pero a su riesgo total de beneficio o de pérdida. Las partes, al negociar el acuerdo, daban por sentado que sólo la Reserva Federal emitiría giros conforme al acuerdo. Como se dijo más arriba, se derogarán las cláusulas de mancomunada de beneficios y pérdidas en Diciembre de 1980.

A. Estipulaciones en Vigor

En Diciembre de 1980, se cambiaron algunas cláusulas de los acuerdos de moneda reciproca usados por el Sistema de la Reserva Federal. Se derogaron⁵² las cláusulas de participación en beneficios y pérdidas del acuerdo con el Deutsche Bundesbank y de acuerdos similares con otros bancos según se mencionó⁵³. Hoy en día, todos los acuerdos de la Reserva Federal (incluyendo su acuerdo uniforme con el Banco de México) se conforman el siguiente modelo, con pocas variaciones:

Modelo Corriente de Arreglos de Moneda Reciproca del Sistema de la Reserva Federal

I. LA RESERVA FEDERAL SUGIERE UNA PRORROGA A BENEFICIO DE UN AÑO HASTA (mes, día, año) DE NUESTRO ARREGLO DE SWAP RECÍPROCO \$(cantidad) U.S. DOLAR/(moneda extranjera) SUJETO A UTILIZACIÓN POR CUALQUIER PARTE CON AVISO DE DOS DÍAS HÁBILES. SE PUEDE PRORROGAR ESTE ARREGLO POR MEDIO DE ACUERDO MUTUO.

II. SE PUEDEN UTILIZAR GIROS HECHOS SEGUN ESTE ARREGLO PARA REALIZAR TRANSACCIONES AL CONTADO O A PLAZO QUE SEAN DECIDIDAS EN CONSULTA CON LA OTRA PARTE. CADA GIRO TENDRA UN VENCIMIENTO INICIAL DE TRES MESES, SUJETO A PRORROGA EN CASO DE ACUERDO MUTUO.

III. EN EL CASO DE GIROS DE SWAP HECHOS POR LA RESERVA FEDERAL:

A) SE REALIZARA LA TRANSACCION AL CONTADO AL TIPO DE CAMBIO PREVALENTE EN EL MERCADO Y SE REALIZARA LA TRANSACCION A PLAZO A UN TIPO DE CAMBIO A PLAZO FUNDADO EN EL DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERES ENTRE EL TIPO DE BONOS DE TESORO ESTADOUNIDENSE DE TRES MESES, COMO SE DEFINE ABAJO EN III(B) Y EL TIPO CORRESPONDIENTE DE TITULOS DEL GOBIERNO EXTRANJERO, COMO SE DEFINE ABAJO EN III(B). SEGUN ACUERDO ENTRE LAS PARTES AL TIEMPO EN QUE SE NEGOCIA EL GIRO, O EN CASO DE PRORROGAS, EN DOS DIAS HÁBILES ANTES DEL VENCIMIENTO, EN EL CASO DE PAGOS ANTICIPADOS, SE AJUSTARA DE LA MISMA MANERA EL TIPO A PLAZO.

B) SE ACREDITAN LOS REDITOS DE LOS GIROS EN DOLARES ESTADOUNIDENSES A SU CUENTA CORRIENTE "X" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA EN LA MEDIDA EN QUE NO SEAN INMEDIATAMENTE NECESARIOS ESTOS FONDOS PARA LOS PAGOS. NOS AUTORIZARAN A CARGAR A SU CUENTA CORRIENTE "X" Y COLOCAR ESA CANTIDAD DE DOLARES ESTADOUNIDENSES EN UN CERTIFICADO DE ADEUDO NO TRANSFERIBLE DE LA TESORERIA ESTADOUNIDENSE (LA SECRETARIA DE LA TESORERIA ESTA PREPARADA A EMITIRSE A PARIDAD) CON VENCIMIENTO A TRES MESES A PARTIR DE LA FECHA DE EMISION. TAL CERTIFICACION SERA REDIMIBLE A PARIDAD DESPUES DE AVISO DE DOS DIAS HÁBILES Y DEVENGARA INTERES A UN TIPO CALCULADO SOBRE EL TIPO PROMEDIO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ULTIMA EMISION DE BONOS DEL TESORERO DE TRES MESES QUE PRECEDA LA FECHA DE EMISION DE LOS CERTIFICADOS EN DOS DECIMALES DE LA COMA Y SI ESE DECIMAL NO FUERA UN MULTIPLE DE .05, SERA AJUSTADO AL PROXIMO MULTIPLE MAS ALTO DE .05. SE EMITIRAN LOS CERTIFICADOS Y SERAN REDIMIDOS EN EL BANCO FEDERAL DE LA RESERVA DE NUEVA YORK.

QUE ACTUA COMO REPRESENTANTE FISCAL DE LOS ESTADOS UNIDOS, Y SERAN MANTENIDOS EN SU CUENTA DE CERTIFICADOS DE ADELANTO DE LA TESORERIA ESTADOUNIDENSE SE ACREDITARAN LOS REDITOS (MONEDA EXTRANJERA) A NUESTRA CUENTA "Y" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA.

C) SE CALCULARA EL TIPO CORRESPONDIENTE (NOMBRE DE LOS TITULOS DEL GOBIERNO EXTRANJERO) EN LA ULTIMA EMISION (NOMBRE DE LOS TITULOS DEL GOBIERNO EXTRANJERO) QUE PRECEDA LA FECHA DEL GIRO DE SWAP. SE CALCULARA TAL TIPO EN DOS DECIMALES DE LA COMA Y SI SE FUE DECIMAL NO FUERA UN MULTIPLE DE .05 SERA AJUSTADO AL PROXIMO MULTIPLE MAS ALTO DE .05.

IV) EN CASO DE LOS GIROS DE SWAP INICIADOS POR (el banco central extranjero)

A) SE APLICA EL MISMO TIPO DE CAMBIO A CADA UNA DE LAS TRANSACCIONES A PLAZO Y AL CONTADO DEL SWAP. SI PASARA ESTE TIPO EN EL TIPO DE CAMBIO PREDOMINANTE EN EL MERCADO AL CONTADO SEGUN ACUERDO ENTRE LAS PARTES AL TIEMPO EN QUE SE NEGOCIE EL GIRO ORIGINAL O EN CASO DE PRORROGAS A LOS DOS DIAS HABILIS ANTERIORES AL VENCIMIENTO.

B) SE ACREDITARAN (moneda extranjera) A NUESTRA CUENTA "Y" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA EN LA MEDIDA QUE ESTAS CANTIDADES NO SEAN NECESARIAS INMEDIATAMENTE PARA LOS PAGOS. AUTORIZAREMOS A USTED(S) A NUESTRA CUENTA "Y" Y SITUAR TODO EL MONTO DE DICHA CANTIDAD DE (moneda extranjera) EN NUESTRA CUENTA "Y" DE REGISTROS EN DINERO DEVENGARAN (la moneda extranjera) DE TAL CUENTA "Y" UN RENDIMIENTO IGUAL AL TIPO DE INTERES PASADO EN LA TASA PROMEDIO DEL TIPO DE DESCUENTO DE LA VENTA DE LA ULTIMA EMISION DE BONO DE TRES MESES DEL TESORO COMO ARRIBA SE CALCULO. PODEMOS RETIRAR TALS SALDOS CON AVISO DE DOS DIAS HABILIS. SE ACREDITARAN LOS DOLARES ESTADOUNIDENSES A SU CUENTA CORRIENTE "X" SEGUN AVISO DE CABLEGRAMA.

C) SI ESTAN DE ACUERDO POR FAVOR CONFIRMEN.

El lector reconocerá la similaridad entre el modelo arriba transcrito y el acuerdo ya comentado entre el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal⁵⁵. La diferencia principal es que no importa cual parte sea la que gire contra el acuerdo: el hecho es que la parte que lo hace paga interés al tipo de interés del bono del Tesoro del país acreedor, o al tipo equivalente más próximo⁵⁶. Funciona así, cuando sea el banco extranjero el que inicia el giro, conforme a la cláusula que establece que las divisas extranjeras acreditadas en reciprocidad a la Reserva Federal devengan interés al tipo del bono del Tesoro estadounidense⁵⁷. Cuando el giro es iniciado por la Reserva Federal, se obtiene el mismo resultado por parte del banco extranjero en cuanto devenga interés contra los dólares que le fueron reciprocamente acreditados al invertirlos en títulos del Tesoro estadounidense⁵⁸, siendo ajustado el tipo de cambio a plazo de swap tomando en cuenta la diferencia de tipos de interés entre la tasa del bono del Tesoro estadounidense y el tipo de cambio comparable del país extranjero sobre su moneda, la que fue girada por la Reserva Federal.

A continuación exponemos el monto de las cantidades actualmente disponibles según los mecanismos bilaterales de swap entre el Sistema de la Reserva Estadounidense y los bancos centrales de otros países:

Acuerdos de Moneda Recíproca de la Reserva Federal⁶⁰

Cantidad del Mecanismo — Diciembre de 1982

(en millones de dólares estadounidenses)

Banco Nacional de Austria	250
Banco Nacional de Bélgica	1.000
Banco de Canadá	2.000
Banco Nacional de Dinamarca	250
Banco de Inglaterra	3.000,00
Banco de Francia	2.000
Deutsche Bundesbank (Banco Federal de Alemania)	6.000
Banco de Italia	3.000
Banco de Japón	5.000

Banco de México	
Regular	700
Especial (arreglo temporal)	325
Banco de los Países Bajos	500
Banco de Noruega	500
Banco de Suecia	300
Banco Nacional de Suiza	4.000
Banco de Pagos Internacionales	
Dólares contra francos suizos	600
Dólares contra monedas europeas autorizadas menos los francos	1.250
Total	<u>30.425</u>

Cuadros que comprendían, trimestre por trimestre, los retiros en giros, y de los pagos hechos por la Reserva Federal según los acuerdos de moneda recíproca y también los giros y los pagos hechos por los otros bancos centrales y el Banco de Pagos Internacionales según los acuerdos de swap con la Reserva aparecen regularmente en la *Quarterly Review* del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y en el *Federal Reserve Bulletin*⁶¹.

V. ACUERDOS DE MONEDA RECÍPROCA ENTRE EL FONDO DE ESTABILIZACIÓN DE CAMBIOS DE LA TESORERÍA ESTADOUNIDENSE Y LAS AUTORIDADES MONETARIAS EXTRANJERAS

La Tesorería estadounidense, por medio de su Fondo de Estabilización de Cambios⁶², ha celebrado acuerdos de moneda recíproca (Swap) con los bancos centrales de otros países. Por ejemplo, uno de estos acuerdos fue concluido por la Tesorería estadounidense y el Deutsche Bundesbank el día 4 de Enero, 1978⁶³. La Tesorería también puede celebrar acuerdos monetarios en swap con las autoridades monetarias de algunos países con los que la Reserva Federal no ha mantenido ningún acuerdo de moneda recíproca. Por ejemplo, la Tesorería celebró, tres de estos acuerdos con las autoridades brasileñas por un total de \$ 1.23 billones en el otoño de 1982⁶⁴.

Las cláusulas básicas de los acuerdos de la Tesorería han sido similares a las de la Reserva Federal, aunque la redacción puede diferir en algunos aspectos. El acuerdo de la Tesorería de 1978 con el Deutsche Bundesbank tuvo la cláusula, comentada más arriba, de participación en los beneficios y en las pérdidas semejante a la del acuerdo de la Reserva Federal en vigor a ese tiempo⁶⁵. Cuando se suprimieron las cláusulas de participación en los beneficios y en las pérdidas en los acuerdos de la Reserva Federal, también se las suprimió en los acuerdos de la Tesorería⁶⁶, de tal suerte que dichas cláusulas ya no se encuentran en los acuerdos de la Tesorería. Hoy en día, los acuerdos de la Tesorería, como los de la Reserva Federal, estipulan que el interés contra los giros sean pagados a los tipos predominantes de interés de los bonos de Tesorería emitidos por el país acreedor o al tipo más equivalente más cercano⁶⁷.

Aunque se prorrogan, año con año, algunos de los acuerdos (Asistencia) que emplea la técnica de swap⁷¹. Como ya se observó a principios de este artículo, el Banco de México giró contra los acuerdos de moneda recíproca bajo el patrocinio del Banco de Pagos Internacionales en 1982⁷².

Los bancos centrales que participan en el sistema monetario europeo hacen swap de oro y dólares estadounidense en cambio de unidad monetarias europeas (ECU) emitidas por el Fondo de Cooperación Monetaria⁷³. También se emplea la técnica en algunos mecanismos financieros regionales de balanza de pagos.

B. EL DERECHO REGULADOR DE LOS ACUERDOS DE MONEDA RECÍPROCA

¿Qué regula los acuerdos de moneda recíproca, tales como los celebrados por el Sistema de la Reserva Federal y otros bancos centrales; el derecho privado mercantil o el derecho público internacional? En tiempos ordinarios, la respuesta a esta pregunta no es crítica. Se realizan los acuerdos, y no aparece disputa alguna. Sin embargo, se pretende los acuerdos funcionen también cuando los mercados de cambio estén en crisis.

No es asunto trivial la cuestión de si los acuerdos son regulados por el derecho privado mercantil o por el derecho público internacional. Supongamos que después de que un banco central hizo un gran giro contra el mecanismo de swap, legisla en un sentido que prohíbe al banco cumplir su obligación de pago. O supongamos que se bloquea al banco central acreedor su uso del depósito recíproco. Si el acuerdo está regulado por el derecho privado mercantil, el deducor podrá establecer una defensa de *force majeure*. Por otra parte, si se considera que el acuerdo es regulado por el derecho público internacional que fue celebrado por órganos de la Tesorería de manera similar a la mayoría de los acuerdos de la Reserva Federal, los acuerdos de la Tesorería son con frecuencia acuerdos *ad hoc* para períodos transitorios. Por ejemplo, la Tesorería inició, un acuerdo de moneda recíproca con el Banco de México a mediados de Agosto de 1982, que fue sustituido por otro mecanismo transitorio al final de ese mes. La Tesorería proporcionó tres mecanismos transitorios swap a Brasil en el otoño de 1982, que, en conjunto, constituyeron una cantidad de \$ 1.23 billones a disposición de las autoridades en ese país⁶⁸.

Cuando son las autoridades estadounidenses las que libran giros contra un acuerdo de swap de la Tesorería (por ejemplo, con el Deutsche) para financiar intervenciones en el mercado de cambios, normalmente se encomiendan las operaciones diarias según el acuerdo de la Tesorería a las mismas personas encargadas de las operaciones que se celebran conforme al acuerdo de la Reserva Federal con las autoridades extranjeras. La diferencia es que se manejan las cuentas a beneficio y pérdida del Fondo de la Estabilización de Cambios de la Tesorería en vez del Sistema de la Reserva Federal. Muchas veces se emplean los dos acuerdos paralelamente⁶⁹.

C. EL EXTENSO EMPLEO DE LA TÉCNICA DE MONEDA EN SWAP

Aunque nuestra consideración se ha centrado principalmente a los acuerdos de moneda recíproca en las que han sido parte las autoridades monetarias estadounidenses, también se emplea la técnica en otros acuerdos bilaterales. Por ejemplo, en Abril de 1980 concluyó el Banco de Japón un acuerdo de swap con el Banco Nacional de Suiza por 200 billones de yenes (o su equivalente en francos suizos)⁷⁰. Los bancos centrales de Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia han sido parte en un acuerdo a corto plazo de Asistencia a Cambios Extranjeros (agreement on Short-Term Foreign-Exchange) los Estados responsables de política monetaria de sus países, entonces las disposiciones legislativas en vigor después del acuerdo no presentan una defensa válida en la esfera internacional. El concepto básico es que un Estado no puede evadir las obligaciones contraídas libremente por un trato con otros Estados. El artículo 27 de la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, que codifica una máxima de mucho arraigo en el Derecho consuetudinario común internacional, establece: "Las partes no pueden invocar disposiciones de su derecho nacional justificar su incumplimiento de las obligaciones de un trato⁷⁴". Si el lector se asusta de la palabra "tratado", hay que recordarle que la Convención de Viena aplica este término a todos los acuerdos escritos entre Estados que estén regulados por el derecho internacional⁷⁵.

Ha razonado James E.S. Fawcett, antiguo Consejero General del Fondo Monetario Internacional, que los acuerdos de swap entre las autoridades monetarias están regulados por el derecho internacional. Fundó su conclusión en un examen de la capacidad de las partes y de la materia sus acuerdos:

"Los bancos centrales son creaciones del derecho municipal. Pueden ser entidades de derecho público o de derecho privado y su grado de autonomía puede variar en gran medida tanto en derecho como en la práctica. Pero parece que no hay ninguna razón para que un banco central no puede actuar, en algunos casos, no a nombre propio sino como un agente y a nombre del Estado y, al actuar en esa capacidad, acuerdos regulados por el derecho internacional. Se sugiere que tal caso sería un acuerdo por manejar la moneda, como parte de la política monetaria del Estado, siendo ésta una función *par excellence* del Estado⁷⁶".

Ampliando este punto de vista también razonado, se debe notar que además de referirse al financiamiento (en cantidades que, para los Estados Unidos, rivalizan con los recursos que les son asequibles desde el Fondo Monetario Internacional), los acuerdos establecían disposiciones de consulta en la conducta de las políticas de intervención en el mercado oficial de cambios y, como hemos visto, en algunos de los acuerdos estipulan cláusulas para la participación del riesgo de las intervenciones oficiales en el mercado para combatir el desorden en los mercados de cambio. Los acuerdos, por lo tanto, cuando son vistos en su contexto, son más que simples contratos de cambio de la clase de contratos celebrados entre bancos comerciales. Es adecuado que las partes tengan la protección del derecho público internacional. También se debe notar que la regulación por el derecho público internacional no impide la referencia de ese derecho a los principios del derecho privado comercial o a otras normas del derecho nacional, cuando lo indiquen las circunstancias, para precisar el alcance acordado a las obligaciones y a los procedimientos que deberán utilizarse respecto a las diversas cuestiones que pueden surgir en la operación de los acuerdos⁷⁷.

La evaluación de los créditos recíprocos referentes a los giros hechos por la Reserva Federal en francos belgas y en francos suizos antes del 15 de Agosto, 1971, dio origen a una disputa, como consecuencia del fracaso del sistema de tipos estables de cambio de Bretton Woods. Este es el único conflicto jurídico que merece comentarios, del cual el autor tiene conocimiento, que se suscitó a propósito de los acuerdos de moneda recíproca con el banco central. Estaban en juego grandes cantidades. Se llegó a un acuerdo en 1975 y 1976. Se liquidaron, a fines del año 1976, los giros en francos belgas y francos suizos antes del 15 de Agosto, 1971. Aunque la cláusula de revaluación que figuró en la disputa se ha omitido en los acuerdos concluidos desde el año 1973, el caso merece comentario⁷⁸.

Los acuerdos de swap en uso antes del 15 de Agosto, 1971, habían sido diseñados para operar dentro del marco del sistema de los tipos estables de cambio de Bretton Woods. Se mantenían los tipos de cambio entre las monedas sobre la base de paridades expresadas en términos de oro o del dólar estadounidense según peso y ley del oro en efecto en el año 1944⁷⁹. Una cláusula de revaluación en los acuerdos de swap protegieron al país deudor contra las pérdidas de cambio que resultarían de la revaluación hecha por el país acreedor a su moneda por medio del aumento de su valor oro. Si se alteraba la relación entre las dos monedas debido a una devaluación de la moneda del país deudor (el cambiar éste el valor oro de su moneda), se hacía responsable de los riesgos del cambio solamente el país deudor. El texto de la cláusula decía textualmente:

"Sugerimos el procedimiento siguiente para proteger a cada parte contra el riesgo remoto de una revaluación de la moneda de la otra parte: hacemos ante usted un pedido permanente que podrá ser ejecutado cuando sea necesario que versará sobre la compra de coronas (la moneda extranjera) acreditable a nuestra cuenta contra dólares en cantidad suficiente para reconstituir cualquier saldo en coronas creado anteriormente contra nosotros por retiros en giros realizados de acuerdo al swap. Aceptamos de ustedes un pedido permanente similar que podrá ser ejecutado cuando sea necesario que versará sobre la compra de dólares estadounidenses contra corona para reconstituir cualquier saldo en dólares creado anteriormente contra nosotros de acuerdo al swap⁸⁰".

La cláusula de revaluación empleó el concepto de "standing order" (pedido permanente) porque pocos bancos centrales tenían la capacidad jurídica de garantizar el tipo de cambio. Charles A. Loombos, quien inventó la idea, recuerda este intercambio con William Braun, uno de los abogados del Banco Federal de la Reserva de Nueva York:

Dije: "Bien, ¿que opina de esto?"

Dijo: "No vale el papel en la que está escrito"

Dije: "No me importa ni un ápice el que el concepto sea respaldado por la jurisprudencia. En este asunto, ningún banco central va a demandar a otro. Lo que quisiera saber es si la aceptación de tal pedido permanente constituye un compromiso obligatorio moral."

Dijo: "Suponiendo que sus amigos de los bancos centrales extranjeros tengan un sentido de la moral, se encontrarán en una situación en que les será difícil liberarse."

Dije: "Eso es todo lo que necesitamos⁸¹".

El funcionamiento de la cláusula de revaluación, del modo en que la Reserva Federal trató que operara, se aclara por la actuación del banco de los Países Bajos en 1971. Al principio de Mayo de ese año, la Reserva Federal tenía \$ 250 millones en giros pendientes conforme a la línea de swap con el Banco de los Países Bajos. Justo antes de la decisión de flotación del florín del 5 de Mayo⁸², el Banco de los Países Bajos ejerció el pedido permanente incluido en la cláusula de revaluación. A continuación, la Reserva Federal liquidó sus obligaciones florines transfiriendo derechos especiales de giro equivalentes a "150 millones al Banco de los Países Bajos y haciendo que la Tesorería estadounidense comprara florines equivalentes a \$100 millones al Fondo Monetario Internacional, los que se transfirieron al Banco de los Países Bajos. Pero se debe indicar que en el caso de Holanda existía un acuerdo previo que establecía claramente que la cláusula de pedido permanente se aplicaba si el florín de los Países Bajos cambiaba a un tipo flotante⁸³.

En Mayo de 1971, cuando Bélgica dió pasos para permitir que el tipo de mercado libre del franco (aplicable a una variedad de transacciones de capitales y a algunas transacciones corrientes) se moviera al alza respecto del tipo oficial, la Reserva Federal tenía giros pendientes en francos belgas. Sin embargo, la Banque National de Belgique no ejecutó el pedido permanente, al parecer, porque el banco no lo consideró aplicable a la situación. Más tarde, en Julio y principios de Agosto, la Reserva Federal giró francos belgas adicionales contra los acuerdos de swap.

Cuando revaluó su moneda en relación al oro (y al dólar estadounidense), lo que se efectuó el 10 de Mayo, 1971, no habían giros pendientes de la Reserva Federal en francos suizos. Sin embargo, al final de la segunda semana de Agosto, la Reserva Federal había girado toda la cantidad disponible según el acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, y además había girado francos suizos en contra del Banco de Pagos Internacionales. Por, lo tanto, estaban pendientes giros por importantes cantidades en francos belgas y en francos suizos, cuando los Estados Unidos, anunciaron el 15 de Agosto, 1971, que suspendían la convertibilidad del dólar en oro. Después de este anuncio los tipos del mercado divergieron de los tipos basados en relaciones de paridad.

Cuando parecía que la Reserva Federal iba a comprar en el mercado los francos belgas y los francos suizos necesarios para pagar los giros de swap, las autoridades belgas y suizas, preocupadas que las compras de sus monedas por parte de la Reserva Federal, pusieran presión adicional ascendente a sus tipos, pidieron a la Reserva Federal que no comprara sus monedas en el mercado. Prorrogaron los plazos límites durante las cuales la Reserva Federal podía pagar los giros pendientes⁸⁴.

Una serie de acontecimientos contribuyó a aumentar la complejidad de la situación. Los Estados Unidos devaluaron el dólar, según anuncios de Diciembre de 1971 y Febrero de 1973, cada vez declarando un valor legal nuevo del dólar en oro. En Diciembre de 1971,

Bélgica estableció un tipo central para su moneda que significó una revaluación modesta, pero jamás formalizó una nueva paridad en términos del oro. Al revaluar su franco en un porcentaje de 7.07 en Mayo de 1971, antes de los giros de la Reserva Federal a que hicimos referencia, Suiza no hizo ninguna otra modificación a su paridad. En Diciembre de 1971, Suiza declaró un tipo central contra el dólar estadounidense que, en efecto, significaba una devaluación pequeña de su franco respecto al valor oro del dólar al tiempo en que se realizaron los giros⁸⁵. Después de algunas decisiones tomadas en Enero y Marzo de 1973, el franco suizo y franco belga flotaron contra el dólar estadounidense⁸⁶. ¿Cómo se deberían evaluar las obligaciones referentes al pago de los giros anteriores al 15 de Agosto de 1971 de la Reserva Federal? ¿Debe soportar la Reserva Federal el riesgo completo?

En Diciembre de 1975, se ajustaron los tipos de cambio contractuales de las obligaciones de la Reserva Federal en francos suizos y en francos belgas para tomar en cuenta las dos devaluaciones del dólar y la revaluación del franco belga (que había resultado del establecimiento de un tipo central oficial de cambio). Estos ajustes dieron como resultado una reducción de los compromisos en francos belgas sobre el swap de la Reserva Federal calculados en términos del franco belga y un aumento en el contravalor en dólares de estas obligaciones. El monto de las obligaciones en francos suizos calculado en términos de francos suizos, permaneció sin cambio, porque no se había elevado el valor del franco suizo, y se aumentó el valor de la cuenta correspondiente a dólares para tomar en cuenta las dos devaluaciones del dólar. Calculados en la moneda respectiva de cada uno, estos ajustes de los tipos de cambio contractuales de los swap resultaron en pérdidas para la Reserva Federal y para el banco central de Bélgica, pero no para el Banco Nacional de Suiza o el Banco de Pagos Internacionales. (En relación con estos ajustes del tipo, se transfirió al Banco Nacional de Suiza en Diciembre de 1975 una parte de las obligaciones en francos suizos de la Reserva Federal con el BPI. Lo que faltaba fue transferido por el BPI al Banco Nacional de Suiza en Febrero de 1976).

Los ajustes de los tipos de cambio contractuales acordados en Diciembre de 1975 sólo tomaban en cuenta las modificaciones formales del valor. No se realizaron ajustes para las consecuencias de los tipos flotantes predominantes a partir de los principios del año 1973. De este modo y después del ajuste, los tipos de cambio en el mercado de los francos belgas y de los francos suizos permanecieron más altos que los tipos contractuales ajustados existentes para las obligaciones de swap. No era posible, en un sistema de tipos de cambio flotantes, determinar si las apreciaciones del franco belga y del franco suizo frente al dólar eran unas revaluaciones de esas monedas o si eran una devaluación del dólar. Como debía aplicarse la cláusula de revaluación de los acuerdos de swap a los tipos flotantes, y si debía aplicarse, quedó en disputa.

Con el tipo de cambio del mercado del franco belga un poco más alto que el tipo contractual ajustado del adeudo de swap en francos belgas de la Reserva Federal, la Reserva Federal compró en el mercado (y a corresponsales) los necesarios (12.6 billones de francos belgas) para pagar su deuda, a tipos vigentes de cambio en el mercado. Cuando se terminaron de liquidar completamente los giros pendientes de swap en Noviembre de 1976, la Reserva Federal había contraído pérdidas modestas, puesto que los pagos de los giros de swap se realizaron a los tipos de cambio contractuales ajustados (y no a los tipos del mercado). La Reserva absorbió estas pérdidas.

En el caso de los giros en francos suizos, las pérdidas que podía contraer la Reserva Federal parecían ser elevadas. Funcionarios de la Reserva Federal argumentaron que Suiza debería compartir algunas de las pérdidas, puesto que, a diferencia de Bélgica, Suiza no había revaluado su franco después de los giros hechos por la Reserva Federal en el verano de 1971. Se podía argumentar, por parte de Suiza, que ya había participado en las pérdidas cuando revaluó su franco en Mayo de 1971, poco antes de que se realizaron los giros de la Reserva Federal. La Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza

buscaron y lograron una solución negociada. Concluyeron los dos bancos un acuerdo en Octubre de 1976 sobre un proceso ordenado de restitución de los giros en francos suizos pendientes desde antes del 15 de Agosto de 1971.

Se restituyó el 29 de Octubre de 1976, la cantidad entera de giros pendientes anteriores al 15 de Agosto de 1971 (alrededor de 3.9 billones de francos suizos) y se liquidaron los créditos recíprocos a los tipos contractuales ajustados calculados en Diciembre de 1975. Los francos suizos para este gran pago fueron adquiridos por la Reserva Federal por medio de un giro contra un mecanismo de swap a plazo mediano recién establecido con el Banco Nacional de Suiza. El tipo a que giró la Reserva Federal francos según el nuevo mecanismo era el mismo tipo que el tipo contractual ajustado contra los giros anteriores al 15 de Agosto de 1971. El efecto era posponer la fecha en que se aceptaba la pérdida ocasionada por los tipos flotantes.

El acuerdo sobre el nuevo mecanismo estipulaba que el giro del 29 de Octubre de 1976, debía liquidarse, en un plazo de tres años, según un programa determinado, en francos suizos comprados por la Reserva Federal en el mercado, a través de corresponsales, o directamente del Banco Nacional de Suiza. Puesto que el costo para la Reserva Federal en dólares a cambio de francos adquiridos según el nuevo mecanismo era señaladamente menor de lo que hubieran costado los francos en el mercado en ese momento, había poca duda que la Reserva Federal contraería pérdidas al adquirir francos para hacer las restituciones previstas. En esta relación, el Banco Nacional de Suiza aceptó una fórmula según la cual participaba parcialmente con la Reserva Federal las pérdidas que resultarían de la restitución de la deuda de swap en francos comprados a tipos más altos que el tipo contractual de swap.

La Tesorería estadounidense, que tenía obligaciones denominadas en francos suizos por un total de 5.4 billones de francos suizos pendientes desde antes del 15 de Agosto, 1971, también concluyó un acuerdo con el Banco Nacional de Suiza sobre un procedimiento ordenado de restitución. Las condiciones del acuerdo de la Tesorería eran semejantes a las del acuerdo de la Reserva Federal ya arriba explicado. Ya se han restituido todos los francos suizos girados según el mecanismo especial para la Reserva Federal y todos los francos girados según el mecanismo para la Tesorería estadounidense. El Banco Nacional de Suiza compartió las pérdidas incurridas.

Al considerar este caso, vemos que los bancos centrales, al decidir la flotación de sus monedas, tenían el potencial de transformar radicalmente sus posiciones y las de sus socios fijados en los acuerdos de moneda recíproca respecto a los giros pendientes. La cláusula del "pedido permanente"⁸⁷ por sus términos no anticipó el problema exacto que surgió, y aún si lo hubiera anticipado, era incierta su aplicación según el Derecho nacional de los países respectivos. A pesar de estas dificultades, se ve que la intención de dar aplicación a la cláusula del "pedido permanente" en cuanto expresaba las expectativas de las partes, parece haber guiado las negociaciones de las liquidaciones. Aunque siempre es difícil sacar conclusiones de acuerdos negociados, parece claro que las partes reconocieron que sus papeles oficiales en el manejo de las monedas de sus países hacían a este caso muy distinto a las soluciones de las disputas sobre contratos privados y que era inadecuado plantear el caso en las cortes nacionales. Se entienden adecuadamente los acuerdos de moneda recíproca entre los bancos centrales cuando son considerados como acuerdos regulados por el derecho público internacional. El caso que acabamos de examinar es una ilustración de la necesidad de este punto de vista.

VI. COMENTARIOS EN CONCLUSION

Una característica atrayente de los acuerdos de moneda recíproca es que dan acceso a grandes sumas en saldos de divisas para un empleo a corto plazo, sin necesidad de prolongadas negociaciones sobre las condiciones válidas al tiempo que se hacen los

giros. De todos modos, los giros, están sujetos a una obligación de consulta y normalmente no son automáticos.⁸⁸ Las Consultas hechas antes y después de los giros pueden hacerse por teléfono o por contactos cara a cara.

Los bancos centrales han buscado obtener anticipadamente, de sus socios, el compromiso de que no se opondrán a giros futuros para proyectos particulares. También han solicitado compromisos anticipados sobre el plazo de pago de los giros, que sea por ejemplo, de seis meses en vez de tres. Por ejemplo, Banca d'Italia, en Febrero de 1970, hizo arreglos con varios bancos centrales para obtener monedas sobre pedido; los acuerdos estaban destinados a apoyar la política italiana dirigida a detener el deterioro en el tipo de cambio de la lira. Acordó la Reserva Federal que tomados de la suma total disponible de \$ 3 billones según el acuerdo de moneda recíproca entre la Reserva y Banca d'Italia, unos \$ 500 millones, sin contar los \$ 250 millones ya girados, estarían a disposición sobre pedido para la Banca d'Italia.⁸⁹

El Fondo autoriza acuerdos de derechos de giro y acuerdos de apertura de créditos que dan acceso a los tramos de crédito más altos de la Cuenta de Recursos Generales del Fondo Monetario Internacional (como el acuerdo de derechos de giro para México⁹⁰) sólo después de una inspección cuidadosa de las políticas del país, y se condicionan los giros según el acuerdo al progreso del país en corregir sus problemas. Los procedimientos para el uso de los acuerdos de moneda recíproca de los bancos centrales son menos formales y las condiciones políticas no han sido formuladas con el mismo vigor que las de los acuerdos de derechos de giro o las de los acuerdos de apertura de créditos del FMI. Cuando se encuentra un país ante un problema severo, la pronta previsión de moneda según un mecanismo de swap a corto plazo puede dar espacio de maniobrabilidad y tiempo mientras avanzan las negociaciones con el FMI para lograr la ayuda del mismo. Como ya se observó al principio de este artículo, el Banco de México hizo, en 1982, gran uso de los acuerdos de moneda recíproca para sus necesidades inmediatas mientras los funcionarios mexicanos negociaban un programa de estabilización con el FMI.⁹¹

Algunas veces, al emplear el acuerdo de moneda recíproca del banco central, un país ha sido capaz de posponer o evitar la toma de decisiones políticas que habrían sido requeridas por el FMI. Otras veces, al posponer medidas de rectificación, la situación del país ha empeorado. Por ejemplo, las autoridades del Reino Unido, aún tomando medidas para moderar la inflación de los salarios, postergaron la toma de medidas vigorosas para controlar los déficits del presupuesto del gobierno, cuando el Banco de Inglaterra logró obtener grantías, en Junio de 1976, que podría girar hasta \$ 1 billón sobre su acuerdo de moneda recíproca de \$ 3 billones con la Reserva Federal, otro \$ 1 billón sobre un acuerdo con la Tesorería estadounidense, y \$ 3.3 billones sobre los bancos centrales de otros países y del Banco de Pagos Internacionales durante un periodo de seis meses para la reposición de sus reservas por intervenciones en los mercados de cambio. En el otoño de 1976, en una situación económica cada vez peor y con la proximidad de la fecha designada de vencimiento (Diciembre) para las restituciones de swap, las autoridades inglesas tuvieron que adoptar un programa más estricto de control del déficit de presupuesto para obtener un acuerdo de derechos de giro del FMI, que el que se hubiera dado si antes hubieran "tomado la medicina"⁹².

Las grandes cantidades de fondo potencialmente disponibles y la rapidez con que se pueden movilizar hacen a los acuerdos de moneda recíproca instrumentos muy importantes en la colaboración monetaria internacional. En nuestro comentario del acuerdo entre la Reserva y el Bundesbank, veíamos como la Reserva Federal fue capaz de obtener y vender marcos alemanes en pocos minutos sin tener que girar sobre sus saldos totales de divisas extranjeras o emplear otros activos de reserva de los Estados Unidos. Los acuerdos de moneda recíproca, al operar así independientemente de los mercados regulares de cambio, hacen asequibles a las autoridades monetarias grandes cantidades de divisas sin perturbación de los mercados.

NOTAS

1 Véanse los informes bajo el título "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en *Federal Reserve Bank of New York. Quarterly Review*, vol. 7, no. (Summer 1982), pág. 59 a pág. 61-62; vol. 7, no. 3 (Autumn 1982), pág. 53 a pág. 58 y 78-80; vol. 7, no. 4 (Winter 1982-83), pág. 52 a pág. 53 y 55; y en *Federal Reserve Bulletin*, vol. 69 (1983), pág. 141 a pág. 143-44 y 160-63.

2. Véanse el "Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee: Meeting Held on August 24, 1982", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 68 (1982), pág. 631 a pág. 635-36, también el Apéndice I de la declaración de Paul A. Volcker, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal ante la Comisión sobre Hacienda y Asuntos Urbanos, Cámara estadounidense de Diputados, 2 de Febrero, 1983.

Se trata del Fondo de Estabilización de Cambios en las notas 62-69, *infra* y en el mismo texto del artículo.

3. El Grupo de los Diez está formado por Bélgica, Canadá, Francia, Alemania (República Federal), Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Reino Unido, y los Estados Unidos.

4. Véase las fuentes citadas en las notas 1 y 2, *supra*. Para una descripción general del Banco Internacional (BPI) y de los acuerdos negociados bajo el patrocinio del BPI, para ayudar a los bancos de México y Brasil en 1982, véase Art Pine, "Central Bank's Resists Change", *Wall Street Journal*, 15 de Diciembre, 1982, pág. 35.

5. Véase "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Winter) 1982-83, *supra* nota 1, págs. 53 y 55.

6. Véase *IMF Survey*, 10 de Enero, 1983, pág. 1. La carta de intención de México al FMI aparece en *Commerce Exterior* (México, D.F.) (edición en inglés), vol. 28, no. 11 (Noviembre 1982, pág. 412. Un memorándum sobre la carta mexicana aparece en *Proceso* (México, D.F.), 20 de Noviembre, 1982, pág. 23.

7. Algunas transacciones en el mercado abierto a nombre de la Tesorería E.U. tuvieron lugar en 1961. Se establecieron procedimientos regulares para las operaciones de la Reserva Federal en 1962. El contexto histórico en que comenzaban estas operaciones está descrito en Charles A. Coombs, *The Arena of International Finance*, (New York: John Wiley & Sons, 1976), págs. 1-82.

8. Los dos documentos principales son la Autorización de la Comisión Federal del Mercado Abierto (FOMC) para operaciones de divisas y la instrucción sobre Divisas del FOMC. La instrucción en vigor al tiempo en que este libro fue enviado al impresor, se lee así:

1. Las operaciones de el sistema (de la Reserva Federal) en divisas estarán dirigidas a combatir las condiciones desordenadas del mercado, con tal que los tipos de cambio del dólar estadounidense reflejen las decisiones y la práctica estipuladas en el artículo IV, sección 1, del FMI.

2. Para realizar este fin, el Sistema funcionará así:

A. Realizará compras y ventas, al contado y a plazo, de divisas.

B. Mantendrá acuerdos de moneda recíproca (swap) con determinados bancos centrales extranjeros y con el Banco de Pagos Internacionales.

C. Cooperará en otros asuntos con los bancos centrales de otros países y con las instituciones monetarias internacionales.

3. También se podrán emprender transacciones:

A. Para ajustar saldos del Sistema tomando en cuenta las probables necesidades futuras de divisas.

B. Para suministrar recursos para satisfacer, en monedas particulares, obligaciones del Sistema y de la Tesorería, y para facilitar operaciones del Fondo de Estabilización de Cambios (de la Tesorería).

C. Para otras finalidades que lo sean expresamente autorizadas por la Comisión.

4. Las operaciones de divisas del Sistema se harán de la siguiente manera:

A. En consulta estrecha y continua con la Tesorería estadounidense;

B. En cooperación, cuando sea conveniente, con autoridades monetarias extranjeras; y

C. De una manera conforme con las obligaciones de los Estados Unidos en el FMI respecto a los acuerdos de cambio según el artículo IV del FMI.

El texto de la Autorización y de la Instrucción se publican cada año en el *Annual Report* de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Las enmiendas realizadas en el curso del año son publicadas en el *Federal Reserve Bulletin*. El texto arriba de la instrucción está tomado de Board of Governors of the Federal Reserve System, *69th Annual Report*, 1982, pág. 84.

La autoridad de la Reserva Federal se funda en el *United States Code* título 12, secciones 248, 263, 348a, y 358. Véase el *Code of Federal Regulations*, título 12, parte 214 (Relations with foreign Banks and Bankers - Regularion N) y título 12, parte 270 (Open Market Operations of Federal Reserve Banks).

9. Autorización del FOMC para operaciones de divisas, párrafo 1A. El texto de la autorización y la enmienda del 28 de Agosto, 1982, aparecen en Board of Governors of the Federal Reserve System, *69th Annual Report*, 1982, págs. 82-84 y 120-21.

10. El Sistema de la Reserva Federal estadounidense hoy en día tiene dos acuerdos con el BPI: uno es un acuerdo para girar francos suizos y el otro es un acuerdo para girar contra otras monedas. Estos acuerdos adicionan los arreglos bilaterales con los catorce bancos centrales extranjeros. Muchos de los giros del BPI son simplemente giros de un día a otro contra la Reserva Federal y hechos por el BPI en dólares contra monedas europeas para su propia cuenta para ser usados en equilibrar los pagos y los recibos en cuentas que mantiene el BPI a nombre de los bancos centrales miembros, véase cuadro respectivo, *infra*.

11. Véase a FOMC, instrucción sobre divisas (Foreign Currency Directive) en la nota 8, *supra*.

12. Las *Minutes of Federal Open Market Committee* que son asequibles al público en el Archivo Nacional de E.U. y en los Bancos de la Reserva Federal, informan detalladamente de las deliberaciones del FOMC sobre las operaciones de divisas y de las deliberaciones de los bancos centrales en Brasilia durante el período 1961-1975. Pero no se han guardado actas que informen de las deliberaciones y decisiones tenidas después del año 1975. Coombs, *The Arena of International Finance*, *supra* nota 7, describe las operaciones y las personalidades involucradas durante el período 1961-1975. Las decisiones políticas del FOMC se dan a conocer regularmente en *Annual Report* de la Junta de Gobernadores de el Sistema de la Reserva Federal y en *Federal Reserve Bulletin*. Las deliberaciones son resumidas en grandes líneas.

13. Para una explicación del sistema de paridad de los tipos de cambio en uso a este tiempo, véase a Joseph Gold, "Legal Structure of Par Value System before Second Amendment", en Joseph Gold, *Legal and Institucional Aspects of the International Monetary System: Selected Essays* (Washington: International Monetary Fund, 1979), pág. 520; y Joseph Gold, "Developments in the International Monetary System, the International Monetary Fund, and International Monetary Law Since 1971", en Hague Academy of International Law, *Recueil des Cours*, vol. (1982), pág. 107 a págs. 174-92.

14. Véase a Gold, "Developments", *supra* nota 13, págs. 180-85.

15. El texto del acuerdo aparece en Coombs, *The Arena of International Finance*, *supra* nota 7, pág. 75-76.

El memorándum jurídico preparado en 1962 por el Consejo General del FOMC (Junta Federal del Mercado Abierto) y por el Consejo de la Tesorería estadounidense a nombre de la Reserva Federal para participar en operaciones del mercado abierto con bancos centrales extranjeros aparece en *To Amend the Par Value Modification Act of 1972*:

Hearings (on H.R. 4546) before the Subcommittee on International Finance of the Committee on Banking and Currency, U.S. House of Representatives, 93d Congress, 1st Session (1973), pág. 352-71. el concepto de los acuerdos de swap está descrito en Board of Governors of the Federal Reserve System, *49th Annual Report*, 1962, pág. 54-63.

16. El momento de la cantidad disponible según el arreglo con el Banco de México fue aumentado posteriormente en los años de 1973, 1975, y 1979 hasta su nivel actual de \$ 700 millones. Otro acuerdo especial por un año de \$ 325 millones fue establecido en Agosto de 1982. Véase "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 1 (Winter 1976), pág. 40 a pág. 43; *idem*, *Quarterly Review*, vol. 1 (Spring 1980), pág. 36 a pág. 38-39; y "Record of Policy Actions", *supra* nota 2.

17. El acuerdo entre el Sistema de la Reserva Federal y Danmarks National bank (el banco central de Dinamarca), para el año del 1 de Diciembre, 1971 hasta el 1 de Diciembre 1972, que es típico de los acuerdos celebrados en los últimos años del sistema de paridad de *Bretton Woods*, aparece en *Gold and the Central Bank Swap Network: Hearings before the Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Economic Committee*, 92d Congress, 2d Session (1972), págs. 171-72.

18. Véase a Coombs, *The Arena International Finance*, *supra* nota 7, págs. 230-39; Alfred Hayes, *Emerging Arrangements in International Payments Public and Private* (Washington: Per Jacobson Foundation, 1975), págs. 3-4; y Robert Solomon, *The International Monetary System 1945-1981* (New York: Harper & Row, 1982), págs. 176-254 y 334-39.

19. Véase *Minutes of Federal Open Market Committee*, *supra* nota 12, 1973, pág. 708-23.

20. Según la reimpresión del texto presentado por el Sistema de la Reserva Federal en respuesta a una solicitud del autor conforme al U.S. Freedom of Information Act. Este acuerdo, para el año que terminaba el 4 de Diciembre, 1978, fue confirmado por el Banco de Inglaterra.

21. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra puede pedir que se haga la transferencia de los dólares al haber de un banco comercial o de una institución oficial a la cual él había vendido dólares.

22. Véase párrafo III (A) del arreglo recíproco de moneda.

23. Véase párrafo III (B) del arreglo.

24. Véase párrafo III del arreglo.

25. Véase párrafo III (B) del arreglo.

26. Los efectos de los giros de swap y las restituciones sobre los agregados monetarios domésticos han sido neutralizados sistemáticamente en los Estados Unidos. Véase Roger M. Kubarych, "Monetary Effects of Federal Reserve Swaps", en Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 2, no. (Winter 1977-78), pág. 19.

27. Cuando el Banco de Inglaterra hizo arreglos para girar hasta \$ 1 billón contra el mecanismo de swap con la Reserva Federal en Junio de 1976, fue convenido entonces que se restituirían los giros dentro de los seis meses. Véase nota 92, *infra*.

28. Véase párrafo II del arreglo.

29. Los arreglos de swap utilizados antes de Julio de 1973 incluyeron una cláusula para proteger al país contra la revaluación ascendente de la moneda de la parte. Véase el texto que acompaña la nota 80, *infra*.

30. Aunque la Reserva Federal tuvo el derecho jurídico para retirar el saldo en esterlinas acreditado recíprocamente a su favor por el Banco de Inglaterra durante el período en que estaba en vigor el giro del banco inglés, la costumbre practicada por la Reserva Federal era la de dejar que el saldo devengara intereses. Cuando necesitaba la Reserva Federal esterlinas, normalmente las compraba en el mercado.

31. "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Winter 1976), *supra* nota 16, pág. 43; y *idem Quarterly Review*, vol. 2 (Spring 1977), pág. 50 a págs. 68-69. Los giros hechos en 1982 son mencionados en el texto que acompaña a las notas 1 a 5, *supra*.

32. Según reimpresión del texto presentado por el Sistema de la Reserva Federal en respuesta a una solicitud del autor conforme al U.S. Freedom of Information Act. Aunque identificado como un borrador, el texto fue aceptado por el Bundesbank sin cambios, y fue confirmado como acuerdo final. La cantidad del arreglo fue aumentada a \$ 4 billones el día 11 de Marzo, 1978, y otra vez aumentada hasta \$ 6 billones el 1 de Noviembre, 1978. Board of Governors of the Federal Reserve System, *65th Annual Report, 1978*, pág. 140-42 y 239-41.

34. Para los antecedentes de la primera, de las cláusulas de participación en beneficios y pérdidas en las intervenciones en el mercado por la Reserva Federal en divisas giradas contra líneas de swap, véase *Minutes of Federal Open Market Committee, supra* nota 12, 1973, págs. 71-13 y 719-23. Véanse también las fuentes citadas en la nota 18, *supra*.

35. Véase *Minutes of Federal Open Market, supra* nota 12, 1973, pág. 712.

36. Véase pág. 26, *infra*.

37. Véase *Economic Report of the President Transmitted to the Congress, February 1982*, pág. 173. Véase también el testimonio de Beryl M. Sprinkel, Sub-Secretaría de Asuntos Monetarios de la Tesorería, en *International Economic Policy: Hearing before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, 97th Congress, 1st Session (1981)*, pág. 2 a pág. 12.

38. Durante el período Julio 1973 a Enero 1981, la política general de los Estados Unidos, formulada por funcionarios de la Tesorería y de la Reserva Federal era la de intervenir en los mercados para combatir condiciones desordenadas pero no para buscar o promover un tipo de cambio determinado. Algunos bancos centrales, por ejemplo el Banco de México, intentaron mantener tipos estables, con el dólar u otras divisas.

39. Charles A. Coombs describe un encuentro en Londres que duró una hora en Febrero de 1975 con altos funcionarios de la Reserva Federal estadounidense, el Deutsche Bundesbank, y el Banco Nacional de Suiza, que resultó en una intervención en ese momento que produjo como efecto el detener la declinación del tipo de cambio del dólar. Coombs, *The Arena of International Finance, supra* nota 7, págs. 236-37. En Diciembre de 1977, la Secretaría de la Tesorería tuvo participación directa en las consultas con los funcionarios del Bundesbank, las cuales consultas dieron como resultado una declaración sobre la política de intervención y la conclusión de un acuerdo recíproco entre la Tesorería y el Bundesbank. Véase a nota 63, *infra*, y el texto que se acompaña.

40. Párrafo II del acuerdo del Banco de Inglaterra y párrafo II del acuerdo de Bundesbank.

41. Párrafo II del acuerdo del Bundesbank, *idem*. La cláusula de consulta es asimétrica. No se aplica a intervenciones hechas por el Bundesbank en dólares contra el marco.

42. Se ve menos flexibilidad por parte de Alemania que por parte de los Estados Unidos para compensar los efectos sobre la liquidez debidos a compras y ventas en el mercado abierto de valores públicos.

43. En los años 1979 y 1980, el Fondo de Estabilización de Cambios del Sistema de la Reserva Federal y de la Tesorería E.U. acumuló grandes saldos de divisas por razón de las ventas de dólares en los mercados. Véase *International Economic Policy: Hearing before the Joint Committee, U.S. Congress, 97th Congress, 1st Session (1981)*, pág. 12.

44. El banco comercial que el Banco Federal de la Reserva de Nueva York elegiría para la operación particular o de seguir la otra vía, los bancos a los que haría ofertas directas se encontrarían entre los bancos comerciales con los que el Banco de Nueva York ya había establecido tratos aprobados de comercio de divisas.

45. Párrafo III (A) del acuerdo de moneda recíproca, indicaba, al Banco Federal de la Reserva de Nueva York que invierta los dólares en una obligación no negociable de la Tesorería E.U., redimible con aviso de dos días rindiendo el tipo de interés mencionado en ese párrafo. En cualquier momento, el Bundesbank, con aviso de dos días, podía exigir la amortización de la obligación de la Tesorería.

46. Por instrucciones del Chase Manhattan Bank de Nueva York, el Chase-Frankfurt remitiría marcos a los bancos a los que el Chase New York había vendido marcos.

47. Véase párrafo II del acuerdo.

48. Véase párrafo II del acuerdo.

49. Véase párrafo IV del acuerdo.

50. Si la Reserva Federal hubiera adquirido marcos para ser restituidos a \$ 4,480, el tipo para la transacción de restitución habría sido de \$ 0,475, cada uno de los bancos compartiendo la pérdida, en proporción igual.

51. Véase un cuadro en que se presentan los beneficios y las pérdidas, año a año desde 1961 a 1977, de las operaciones de divisas de la Tesorería E.U. y la Reserva Federal en "Treasury and Federal Reserve Exchange Operations" en Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 3 no. 2 (Summer 1978), pág. 51 a pág. 54. Los informes bajo el mismo encabezado en publicaciones posteriores del *Quarterly Review*, ofrecen información para los años subsiguientes.

52. Véase la cuestión en la pág. 17. *supra*.

53. "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 6, no. 1 (Spring 1981), pág. 54 a pág. 56.

54. Según la reimpression del texto modelo prestado por la Reserva Federal al autor el día 31 de Enero 1982, en respuesta a una solicitud según el U.S. Freedom of Information Act.

55. En la página 10 y siguientes.

56. "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Spring 1981), *supra* nota 53, pág. 56.

57. Véase párrafo IV(B) del acuerdo.

58. Véase párrafo III(B) del acuerdo.

59. Véase párrafo III(A) del acuerdo.

Desde los principios en 1962 de los acuerdos hasta los cambios de Diciembre de 1980, los tipos de interés pagados por cualquier giro, ya sean por la Reserva Federal ya por los bancos centrales extranjeros, se basaban en los tipos de interés que fungían para los bonos de la Tesorería estadounidense "Treasury and Federal Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Spring 1981), *supra* nota 53, pág. 56.

60. FOMC, instrucción para las operaciones de divisas, *supra* nota 8, párrafo 2, con la enmienda del 28 de Agosto 1982.

"Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Winter 1976), *supra* nota 16, pág. 43 (cuadro 1), ofrece datos sobre la dimensión de cada mecanismo tal como fue originalmente acordado y datos sobre los cambios en las cantidades disponibles que se hicieron cada año hasta 1976. Los datos correspondientes a cambios subsiguientes se pueden ver en los informes bajo el mismo encabezado en las publicaciones posteriores del *Quarterly Review*.

61. Véase al texto que acompaña la nota 12, *supra*. Cuadros detallados para todo el período entre 1962 y 1976 pueden verse en "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Winter 1976), *supra* nota 16, págs. 44-47 (índices II y III).

62. *United States Code*, title 31, section 822(a) da competencia a la Tesorería estadounidense para operar el Fondo de Estabilización de Cambios. Se presentan informes sobre la operación del mismo al Congreso E.U., que son publicados en *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances*. Véase *Authorization for Treasury's International Affairs Functions*, *supra* nota 20, págs. 15-33. Véase también *Wall Street Journal*, 7 de Diciembre, 1982, pág. 36.

63. Véanse los informes a la prensa del 4 de Enero de 1978 de la Tesorería E.U. y del Sistema de la Reserva Federal, citados en "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 3, no. 1 (Spring 1978), pág. 54 a pág. 59.

64. Véanse los informes bajo el encabezado, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en *Quarterly Review* (Winter 1983-83), *supra* nota 1, págs. 55-56; y en *Federal Reserve Bulletin*, vol 69 (1983), pág. 141 a pág. 143-44. El banco central de Brasil también se benefició de un acuerdo por \$ 700 millones con el Banco Internacional que fue apoyado por los bancos centrales de Inglaterra, Francia, y la República Federal de Alemania. *Wall Street Journal*, 13 de Diciembre, 1982, pág. 3; 20 de Diciembre, 1982, pág. 6; y 24 de Diciembre 1982, pág. 2.

65. Véase, *supra*.

66. "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review* (Spring 1981), *supra* nota 53, pág. 56.

67. *Idem*.

68. Véase notas 2, 4, y 64, *supra*.

69. El Sistema de la Reserva Federal tiene un acuerdo de "warehousing" (mantener en depósito) con la Tesorería. Cuando el Fondo de Estabilización de Cambios tiene divisas que no sean inmediatamente necesarias, la Reserva Federal las compra a la Tesorería a cambio de dólares estadounidenses y acuerda revenderlas más tarde a la Tesorería al mismo tipo de cambio. Luego la Reserva Federal coloca las divisas en una inversión que devenga intereses con el banco central emisor de esa moneda. Véase Board of Governors of the Federal Reserve System, *64th Annual Report, 1977*, pág. 174-75; *65th Annual Report, 1978*, págs. 252-53; *67th Annual Report, 1980*, pág. 113, *68th Annual Report, 1981*, pág. 107, y *69th Annual Report, 1982*, págs. 98-99.

70. Comentarios no publicados de Kamiharu Shigehara a una conferencia sobre European Monetary Intergration. Copenhagen, March, 1981.

71. El acuerdo, en vigor desde el día primero de Febrero, 1976, está publicado en Danmarks National Bank, *Report and Accounts for the Year 1975* pág. 95; y en Norges Bank, *Economic Bulletin*, vol. 47, no. 1 (March 1976), pág. 33.

72. Véase nota 4, *supra*. Véase también la nota 64.

73. Véase Luca Radicati di Brózolo, "Some Legal Aspects of the European Monetary System", *Revista di Diritto Internazionale*, vol. 63 (1980), pág. 330.

74. Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, Artículos 27. La excepción establecida en el Artículo 46 se refiere a algunas situaciones en las que el consentimiento en la obligación se produce en violación del derecho nacional. Véase el texto de la Convención en *United States Conference on the Law of Treaties, First and Second Sessions, Vienna, 26 March - 24 May 1968 and 9 April - 22 May 1969; Official Records, Documents of the Conference*, United Nations document no. A/Conf. 39/II/Add. 2; venda no. E.70.V.5 (1971), p. 287. Muchos de los artículos de la Convención, incluso el Artículo 27, codifican reglas del derecho internacional general que obligan a los Estados aunque no sean partes en la Convención.

75. Artículo 2 de la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados.

76. James E.S. Fawcett, "Trade and Finance in International Law", en Hague Academy of International Law, *Recueil des Cours*, vol. 123 (1968) pág. 215 a pág. 235. Véase *idem*, pág. 232-37. Véase también M.R. Shuster, *The Public International Law of Money* (Oxford: University Press, 1973), pág. 308-10; and Radicati di Brózolo, *supra* nota 73, pág. 340.

Se admite generalmente que cuando los bancos centrales realizan operaciones propias de las funciones de un banco central y no simples propios de los bancos comerciales, sus decisiones no están sometidas a los supuestos normativos de derecho nacional de los otros países. Ernest T. Patrikis ha observado: "Ningunas otras de las actividades de un soberano son más características de la soberanía que la custodia y el manejo de las reservas financieras de un país". Patrikis, "Foreign Central Bank Property: Immunity from Attachment in the United States", *University of Illinois Law Review*, vol. 1 (1982), pág. 265 a pág. 286.

77. Véase Georges R. Delaume, *Transnational Contracts: Applicable Law and Settlement*

of Disputes (5 vol; Dobbs Ferry: Oceana Publications, 1983), sección 1.10; y Delaume, *Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing* (Dobbs Ferry: Oceana Publications, 1967), capítulo 3.

78. Mucha de la información actual del comentario que sigue fue obtenida por medio de entrevistas y correspondencia. Alguna de la información viene de "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, vol. (October 1971), pág. 214 a pag. 224-26, 227, y 229; Board of Governors of the Federal Reserve System, *62nd Annual Report, 1975*, pág. 251-52; y *63rd Annual Report, 1976*, pág. 279-80 y 311-12.

79. Véase las fuentes citadas en la nota 13, *supra*.

80. Párrafo (d) del acuerdo entre el Sistema de la Reserva Federal y Danmarks National bank, citado en nota 17, *supra*. Las cláusulas de los acuerdos con otros bancos centrales fueron semejantes.

81. Coombs, *The Area of International Finance*, *supra* nota 7, pág. 40.

82. Véase Margaret Carristsen de Vries, *The International Monetary Fund, 1966-1971: The System Under Stress* (2 vols.; Washington: International Monetary Fund, 1976), vol. 1, págs. 519-26.

83. Véase a *Minutes of the Federal Open Market Committee*, *supra* nota 12, 1971, págs. 524-25 y 607.

84. Véase a *Minutes of Federal Open Market Committee*, *idem*, 1971, págs. 525-26, 607-08, 731-32, 835-38, 950, 1026-30, y 1099-1101.

85. Véase a De Vries, *supra* nota 82, vol. 1, pág. 533-56.

86. Véanse las fuentes ya citadas en nota 18, *supra*.

87. Se ve la redacción de la cláusula en el texto que acompaña la nota 80, *supra*.

88. Véase párrafo II del acuerdo del Banco de Inglaterra (pág. 8, párrafo I y II del acuerdo del Deutsche Bundesbank (pág. 15, y párrafo II del modelo corriente del acuerdo (pág. 25).

89. Véase "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, vol. 58 (September 1976), pág. 218 a pág. 230.

90. Véase la nota 6, *supra*.

91. No siempre los países logran tener éxito en negociar arreglos financieros con el FMI. Como ya mencionábamos, la Banca d'Italia, en Febrero de 1976, obtuvo un compromiso anticipado de la Reserva Federal para girar hasta \$ 500 millones contra su acuerdo de swap. Durante el mismo período, las negociaciones de Italia con el FMI para lograr un acuerdo de derechos de giro por \$ 530 millones fueron rotas. Véase *Corriere della Sera* (Milán), el 30 de Marzo, 1976, p. 1.

92. Los giros de swap fueron restituidos, cuando vencieron en Diciembre de 1976, por el Banco de Inglaterra empleando las divisas retenidas en sus reservas monetarias. Un acuerdo de apoyo de derechos de giro por DEG 3.360 millones, aprobado por el FMI el 3 de Enero, 1977, permitió al Reino Unido girar monedas y DEG, contra el Fondo para reposicionar sus depósitos. Para un comentario más amplio, véase a *IMF Survey*, 10 de Enero, 1977, pág. 1; y reportajes bajo el encabezado "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", en *Monthly Review* (September 1976, *supra* a nota 89, pág. 225, y en *Quarterly Review* (Spring 1977), *supra* a nota 31, pág. 51. Véase también a A. Ehrhar, "The IMF Lays Down the Law". *Fortune*, July 1977, pág. 98.