

## Las operaciones bancarias internacionales y el intercambio internacional de divisas

Una de las características más importantes de la industria bancaria comercial en los años noventa es que las operaciones bancarias se han globalizado, a medida que los bancos se han expandido desde sus propios países de origen hacia los centros financieros internacionales. En 1960, sólo ocho bancos estadounidenses tenían sucursales en países extranjeros, mientras que ahora son cientos los que las tienen. De forma parecida, el número de las oficinas de bancos extranjeros en los Estados Unidos ha aumentado sin parar en los últimos años.

El concepto de **operaciones bancarias internacionales** (*offshore*) se usa para describir los negocios que las oficinas extranjeras de los bancos hacen fuera de sus propios países de origen. Los bancos pueden hacer negocios en el extranjero a través de tres tipos de instituciones:

1. Una *agencia* situada en el extranjero, que concierne préstamos y transfiere fondos pero no acepta depósitos.
2. Un banco extranjero que sea su *filial*. Una filial de un banco extranjero difiere de un banco local sólo en que es el banco extranjero el propietario que lo controla. Por ejemplo, la Banca del Gottardo de Suiza es una filial del Banco Sumitomo de Japón, que lo compró en 1984. Las filiales están sujetas a las mismas regulaciones que los bancos locales, pero no están sujetas a las regulaciones del país del banco matriz.
3. Una *sucursal* extranjera, que es simplemente una oficina del banco nacional en otro país. Las sucursales llevan a cabo los mismos negocios que los bancos locales y, generalmente, están sujetos tanto a las regulaciones bancarias locales como a las nacionales de origen. Sin embargo, a menudo, las sucursales se aprovechan de las diferencias de legislación entre los países.

El crecimiento del **comercio internacional** (*offshore*) de divisas ha ido de la mano de las actividades bancarias internacionales. Un depósito internacional es, simplemente, un depósito bancario denominado en una moneda distinta de la que existe en el país donde el banco reside —por ejemplo, depósitos de yens en un banco de Londres, o depósitos de francos franceses en Zurich—. Muchos de los depósitos intercambiados en el mercado de divisas son depósitos internacionales. Los depósitos internacionales son, por regla general, **euromonedas**, nombre poco adecuado dado que buena parte de su comercio tiene lugar en centros no europeos como Singapur y Hong Kong. Los depósitos de dólares situados fuera de los Estados Unidos se llaman **eurodólares**. Los bancos que aceptan depósitos denominados en euromonedas (incluyendo los eurodólares) se llaman **eurobancos**.

Una causa del rápido crecimiento de las operaciones bancarias, y del intercambio de divisas *offshore*, ha sido el crecimiento del comercio internacional y la cada vez mayor actividad de naturaleza multinacional de las empresas. Las empresas estadounidenses que toman parte en el comercio internacional, por ejemplo, requieren servicios financieros en el extranjero, y los bancos estadounidenses, naturalmente, han expandido sus negocios nacionales con estas empresas hacia dichos países. Ofreciendo una más rápida compensación en los pagos y la flexibilidad y confianza probada en tratos anterio-

res, los bancos estadounidenses compiten con los bancos extranjeros, que podrían también prestar sus servicios a los clientes estadounidenses. Otra consecuencia natural de la expansión del comercio mundial de bienes y servicios es el intercambio de eurodivisas. Por ejemplo, los importadores británicos de bienes estadounidenses necesitan con frecuencia mantener depósitos en dólares, y es natural que los bancos con sede en Londres traten de hacerse con ese negocio.

Sin embargo, el crecimiento del comercio mundial por sí solo no explica completamente el crecimiento de las operaciones bancarias internacionales desde los años sesenta. Ralph Bryant, de la Brookings Institution, ha estimado que entre 1964 y 1985 el comercio internacional (medido como el conjunto de las exportaciones de bienes y servicios de todos los países, exceptuando el bloque soviético) creció a una tasa compuesta del 12,4 por 100 anual. Sin embargo, las transacciones bancarias internacionales medidas por Bryant crecieron a una tasa compuesta anual de alrededor del 26 por 100; más o menos el doble de lo que lo había hecho el comercio mundial<sup>2</sup>.

Dos factores importantes explican la rápida expansión de las operaciones bancarias internacionales, más allá de lo que requeriría el crecimiento del comercio mundial. El primero de estos factores es el deseo de los bancos de escapar de las regulaciones nacionales sobre la actividad financiera (y algunas veces a impuestos), trasladando algunas de sus operaciones al extranjero y hacia monedas extranjeras. El segundo factor es político, expresa el deseo por parte de algunos depositantes de mantener dinero fuera de la jurisdicción de los países que lo han emitido.

## 22.3

### Los eurodólares y otras euromonedas

La gran cantidad de depósitos en euromonedas es con frecuencia una causa de alarma. Los políticos y la prensa están preocupados porque este «dinero sin patria», fuera del control de cualquier autoridad monetaria nacional, puede frustrar los esfuerzos de los países para mantener la estabilidad económica, e incluso puede incentivar la inflación a nivel mundial. ¿Cómo se crean los depósitos de euromonedas y por qué se ha expandido tan rápidamente el intercambio de euromonedas desde los años sesenta? ¿Son las euromonedas una amenaza a la salud de la economía mundial?

#### ¿Qué dimensión tiene el mercado de las euromonedas?

A principios de los noventa, el tamaño del mercado de euromonedas se situó en torno a los 6 billones de dólares. Ese número representa el stock total de

<sup>2</sup> Véase el libro de Bryant en la sección de Lecturas complementarias de este capítulo, página 812. Como Bryant señala, la complejidad de las actividades bancarias internacionales hace que cualquier medida de esa actividad sea algo arbitraria e incompleta. Las citadas en el texto se basan en las transacciones de eurodólares. La conclusión de que las actividades bancarias internacionales han crecido mucho más rápidamente que el comercio mundial, se vería reforzada, sin embargo, si utilizáramos medidas más completas para estas actividades.

los pasivos bancarios denominados en monedas extranjeras. Aproximadamente una quinta parte de estos depósitos era de instituciones privadas no bancarias. El resto eran depósitos interbancarios, mantenidos por otros bancos o por instituciones monetarias oficiales, principalmente por los bancos centrales. El componente en eurodólares de este mercado es, con mucho, el mayor. Aproximadamente dos terceras partes del mercado de euromonedas (alrededor de cuatro billones de dólares) están denominadas en dólares. Comparado con el actual, el tamaño del mercado que había en 1963 era de sólo 7.000 millones, de los cuales 5.000 millones eran eurodólares.

## ¿Cómo se crean las euromonedas?

Es más fácil entender cómo surge el mercado de las euromonedas una vez se ha entendido el proceso de creación de los depósitos en euromonedas. Las discusiones de los problemas planteados por las euromonedas están, desgraciadamente, envueltos de nociones confusas acerca de la determinación de su oferta. Sin embargo, como veremos, es falso considerar a las euromonedas como una parte de la oferta monetaria nacional que, de alguna manera, ha abandonado sus países de origen.

El depósito típico en euromonedas es un depósito no negociable con un plazo fijo de vencimiento, que va desde un día hasta cinco años. El proceso a través del cual se crean estos depósitos es muy simple. Utilizaremos como ejemplo los eurodólares; ya que las otras euromonedas se crean exactamente de la misma manera.

**El nacimiento de un depósito en eurodólares.** Imaginemos que la empresa alemana Daimler-Benz vende un automóvil a un ciudadano estadounidense por 40.000 dólares y este ciudadano paga con un cheque sobre su cuenta del Citibank; Daimler-Benz cobra el cheque de 40.000 dólares y debe decidir dónde colocar ese dinero. Supongamos que la empresa necesitará dólares dentro de un mes para pagar algunos componentes informáticos que comprará en los Estados Unidos. Si esto es así, puede decidir mantener los dólares durante un mes en algún tipo de cuenta que genere intereses, hasta que los necesite para pagar dichos componentes.

Las dos maneras que tiene Daimler-Benz para mantener sus 40.000 dólares son, comprando letras del Tesoro de los Estados Unidos o comprando certificados de depósito emitidos por bancos estadounidenses. Sin embargo, también puede comprar un depósito en eurodólares depositando el cheque del ciudadano estadounidense en un banco británico, por ejemplo el Barclays Bank, en Londres. (Por razones que explicaremos más adelante, esta última opción es atractiva porque el Barclays ofrecerá, normalmente, tipos de interés mayores sobre los depósitos en dólares que los que se obtendrían en los Estados Unidos.) Si Daimler-Benz decide depositar los dólares en el Barclays habrá nacido un depósito en eurodólares.

**El efecto sobre los balances bancarios.** Un vistazo a los balances de situación de los bancos nos aclarará lo que ha sucedido. Supongamos que el Barclays tiene una cuenta en dólares en el Chase Manhattan de Nueva York.

donde deposita los dólares que posee. De esta manera, la secuencia de transacciones que acabamos de describir afecta a los balances de situación de tres bancos. Primero, el pasivo de Barclays aumenta en la cantidad del depósito de 40.000 dólares de Daimler-Benz, y sus activos aumentan por la cantidad de 40.000 dólares que deposita en el Chase:

#### Balance de situación del Barclays Bank, Londres

<i>Movimiento de activos</i>	<i>Movimiento de pasivos</i>
Depósito en el Chase + 40.000	Depósito del cliente + 40.000 (cuenta de Daimler-Benz)

Segundo, la cuenta corriente del Citibank en la Reserva Federal de Nueva York tiene un saldo deudor de 40.000 dólares, cuando se abona el cheque que ha servido para pagar a Daimler-Benz. Los fondos que un banco privado deposita en el banco central de su país se conocen como reservas de la banca privada, y son parte de sus activos. (Las reservas bancarias privadas no deben confundirse con las reservas en divisas del banco central.) De esta manera, las reservas del Citibank disminuyen en 40.000 dólares, lo mismo que sus obligaciones hacia su depositante que ha comprado el automóvil.

#### Balance de situación del Citibank, Nueva York

<i>Movimiento de activos</i>	<i>Movimiento de pasivos</i>
Reservas en el Fed - 40.000	Depósito del cliente - 40.000 (cuenta del comprador del automóvil)

Tercero, los 40.000 dólares en reservas cargados en la cuenta del Citibank en el Fed de Nueva York son un crédito en la cuenta del Chase de allí. Al mismo tiempo, los pasivos del Chase aumentan en los 40.000 dólares que el Barclays deposita en el Chase.

#### Balance de situación del Chase Manhattan Bank, Nueva York

<i>Movimiento de activos</i>	<i>Movimiento de pasivos</i>
Reservas en el Fed + 40.000	Depósito del cliente + 40.000 (cuenta del Barclays)

**¿Se escapan dólares al extranjero?** El aumento de 40.000 dólares en el pasivo en dólares del Barclays Bank es el aumento en la oferta de eurodólares, que resulta de la decisión de Daimler-Benz de mantener sus dólares en Londres, en vez de en los Estados Unidos. Sin embargo, nótese que la actuación de la empresa tiene el mismo efecto sobre el sistema bancario de los Estados Unidos que tendría la decisión de mantener los 40.000 dólares en forma de un depósito en el Chase (o algún otro banco estadounidense): reajuste de reservas entre las cuentas de los bancos en el Fed, y su correspondiente cambio en los depósitos desde el banco que pierde las reservas hacia el que las gana. En particular, la *base monetaria* de los Estados Unidos —la suma de las re-

servas del sistema bancario en el Fed y el efectivo en manos del público— no cambia. *Dado que la base monetaria de los Estados Unidos es igual al «pasivo» del balance del Fed (véase el Capítulo 18), no se produce ninguna reducción en la oferta monetaria de los Estados Unidos como consecuencia del aumento de la oferta de eurodólares.*

Estas observaciones son importantes porque los eurodólares son a menudo incorrectamente considerados como dólares que «se han escapado» de alguna manera al extranjero. En el ejemplo, la oferta de eurodólares aumenta incluso si los 40.000 dólares pagados a Daimler-Benz vuelven al sistema bancario de los Estados Unidos cuando el Barclays Bank deposita esa suma en el Chase.

Podemos preguntarnos cómo cambiaría la situación si el Barclays no hubiese guardado los 40.000 dólares en su depósito en el Chase. Es más, el Barclays es probable que tenga clientes que quieran préstamos en dólares; por eso acepta el depósito en dólares de Daimler-Benz. Si el Barclays presta sólo parte de los 40.000 dólares a sus clientes, la oferta de eurodólares puede aumentar *por encima* de los 40.000 dólares iniciales, pero aun así no hay salida de dólares desde los Estados Unidos hacia Europa.

**Expansión adicional de los depósitos en eurodólares.** Veamos cómo puede darse una expansión adicional de eurodólares si el Barclays presta parte de su nuevo depósito de 40.000 dólares. Para protegerse contra una inesperada necesidad de liquidez en dólares, el Barclays, probablemente, mantendrá una fracción de su nuevo depósito de 40.000 dólares —pongamos 5.000 dólares— en su cuenta del Chase. Pero puede conseguir un alto rendimiento prestando los restantes 35.000 dólares a una multinacional holandesa como Philips. Ahora el balance de situación del Barclays será:

#### Balance de situación del Barclays Bank, Londres

<i>Movimiento de activos</i>		<i>Movimiento de pasivos</i>	
Depósito en el Chase	+ 5.000	Depósito del cliente	+ 40.000
Préstamo a Philips	+ 35.000	(cuenta de Daimler-Benz)	

Después del préstamo a Philips, la oferta de eurodólares es aún 40.000 dólares mayor que antes de que Daimler-Benz depositara sus dólares en el Barclays.

Sin embargo, éste puede no ser el final de la historia, porque Philips tiene varias maneras de utilizar sus 35.000 nuevos dólares que ha pedido prestados. Si gasta el dinero inmediatamente, comprando bienes en los Estados Unidos, o si deposita el dinero en un banco dentro de los Estados Unidos, no se producirán más aumentos en la oferta de eurodólares. Los 35.000 dólares pasan simplemente de la cuenta del Barclays en el Chase a algunas otras cuentas dentro de los Estados Unidos. Si Philips no necesita utilizar su préstamo inmediatamente puede depositar los 35.000 dólares en el Barclays o en algún otro banco europeo. Supongamos que Philips deposita el dinero temporalmente en la sucursal londinense del Deutsche Bank que, a su vez, deposita el cheque de Philips en el Bankers Trust de Nueva York. El balance de situación

**Balance de situación del Deutsche Bank, Londres**

<i>Movimiento de activos</i>		<i>Movimiento de pasivos</i>	
Depósito en el Bankers Trust	+ 35.000	Depósito del cliente (cuenta de Philips)	+ 35.000

**Balance de situación de Bankers Trust, Nueva York**

<i>Movimiento de activos</i>		<i>Movimiento de pasivos</i>	
Reservas en el Fed	+ 35.000	Depósitos de clientes (cuenta del Deutsche Bank)	+ 35.000

En este caso, la oferta de eurodólares aumenta a 75.000 dólares —los 40.000 depositados en el Barclays por Daimler-Benz, más los 35.000 depositados en el Deutsche Bank por Philips—. Como anteriormente, la base monetaria de los Estados Unidos no se ve afectada: el resultado neto de la larga cadena de transacciones es, simplemente, una transferencia de reservas de la cuenta del Citibank en el Fed (que disminuye en 40.000 dólares) a las del Chase y del Bankers Trust (que aumentan en 5.000 y en 35.000 dólares, respectivamente). Obviamente, el proceso puede continuar si el Deutsche Bank presta parte de los 35.000 dólares depositados por Philips, en vez de mantenerlos en la cuenta del Bankers Trust de Nueva York. A pesar de todo, los 40.000 dólares pagados por el comprador estadounidense del automóvil, que da lugar a todo este proceso, siempre encuentra el camino de vuelta al sistema bancario de los Estados Unidos. Una vez más, la expansión en el volumen de eurodólares puede darse sin que haya dólares que «salgan» de los Estados Unidos<sup>3</sup>.

**Los eurodólares y la balanza de pagos de los Estados Unidos.** Otra afirmación que se hace a menudo, respecto de los eurodólares, es que el crecimiento de su oferta requiere un déficit continuo de la balanza de pagos estadounidense. El ejemplo demuestra que esta afirmación también es falsa. Los 40.000 dólares pagados para importar un automóvil desde Alemania forman parte de la balanza por cuenta corriente de los Estados Unidos como un débito. Compensando este débito, existe un crédito de 40.000 dólares en la ba-

<sup>3</sup> Hay una ligera inexactitud en el ejemplo precedente debido a los tecnicismos de medida de la oferta monetaria de los Estados Unidos. Los depósitos de bancos extranjeros en bancos estadounidenses no son tenidos en cuenta por el Fed como parte de la oferta monetaria de los Estados Unidos, así que cuando nuestro estadounidense imaginario compra un Mercedes, cancelando su depósito de 40.000 dólares en el Citibank e, indirectamente, creando uno de 40.000 dólares en el Chase, propiedad del Barclays Bank, la oferta monetaria de los Estados Unidos disminuye en 40.000 dólares. Sin embargo, la base monetaria no cambia y aún sigue siendo verdad que la *segunda* creación de eurodólares analizada anteriormente (que se lleva a cabo después de que el Barclays preste 35.000 dólares a Philips) aumenta la oferta de eurodólares en 35.000 dólares, sin cambiar ningún agregado monetario de los Estados Unidos. Así que sería más acertado decir que la expansión de eurodólares nunca afecta a la base monetaria de los Estados Unidos y no necesita afectar a su oferta monetaria. La primera parte de nuestro ejemplo muestra un caso en el que las transacciones de eurodólares alteran los multiplicadores monetarios, que relacionan la base con agregados monetarios más

lanza por cuenta de capital, que refleja los 5.000 dólares depositados en el Chase adquiridos por el Barclays, y el depósito de 35.000 dólares en el Bankers Trust adquiridos por el Deutsche Bank. El efecto neto sobre la balanza de pagos de los Estados Unidos es nulo, a pesar de que la oferta de eurodólares aumenta en 75.000 dólares.

## El crecimiento del intercambio de euromonedas

Anteriormente, perfilamos las razones más importantes del crecimiento de las actividades bancarias internacionales: 1) el crecimiento del comercio mundial, 2) las legislaciones financieras de los países (incluyendo la fiscalidad) y 3) las consideraciones políticas. El crecimiento del intercambio de euromonedas ilustra la importancia de estos tres factores en la internacionalización de las operaciones bancarias.

Los eurodólares nacieron a finales de los años cincuenta, como respuesta a las necesidades generadas por el crecimiento en el volumen del comercio internacional. Las empresas europeas implicadas en el comercio deseaban mantener a menudo saldos en dólares o tener préstamos en dólares. En muchos casos, los bancos establecidos en los Estados Unidos podían hacerse cargo de estas necesidades, pero para los europeos era más barato y más conveniente tratar con bancos europeos, que estaban más familiarizados con sus circunstancias. A medida que se hacían convertibles otras monedas distintas del dólar, a finales de los años cincuenta, también surgieron para ellas mercados internacionales.

Mientras que la conveniencia de tratar con bancos locales fue el factor clave que inspiró la creación de los eurodólares, el crecimiento del intercambio de éstos se vio estimulado en una primera etapa por los otros dos factores que hemos mencionado anteriormente, las legislaciones financieras y las consideraciones políticas.

En 1957, en el apogeo de una crisis de su balanza de pagos, el gobierno británico prohibió a los bancos del país prestar libras para financiar el comercio que no fuera británico. Estos préstamos habían sido un negocio muy rentable y, para evitar perderlo, los bancos británicos empezaron a financiar a ese mismo comercio atrayendo depósitos en dólares y prestando dólares en vez de libras. Como quiera que la estricta legislación financiera impedía que las transacciones de los bancos británicos en monedas distintas de la libra afectaran al mercado británico de activos nacionales, el gobierno estaba dispuesto a adoptar una actitud de *laissez-faire* con respecto a las actividades en moneda extranjera. Como resultado de ello, Londres se convirtió —y aún se mantiene— como el centro líder del intercambio de euromonedas.

El factor político que estimuló el temprano crecimiento del mercado de las euromonedas fue una auténtica sorpresa —la guerra fría entre los Estados Unidos y la URSS—. Durante los años cincuenta, la Unión Soviética adquirió dólares (principalmente a través de la venta de oro y otras materias primas) para poder comprar productos como los cereales a los países occidentales. Los soviéticos temían que los Estados Unidos confiscase los dólares depositados en los bancos estadounidenses si la guerra fría se calentaba. Así que los dólares soviéticos se colocaron en bancos europeos, que tenían la ven-

conclusión:  $\rightarrow$   
 saldo - en la b/c  
 saldo con  
 + en la cuenta de k  
 y cuando el  
 nuevo equilibrio)

CONTROLES

URSS

taja de estar fuera de la jurisdicción estadounidense. De hecho, la tradición de la banca internacional dice que el término «eurobanco» tiene su origen en el código de télex de un banco de París controlado por los soviéticos.

El sistema de los eurodólares creció enormemente en los años sesenta como resultado de las nuevas restricciones sobre la salida de capitales en los Estados Unidos y de la legislación bancaria estadounidense. Como consecuencia de la debilidad de la balanza de pagos del país en los sesenta, las Administraciones Kennedy y Johnson impusieron una serie de medidas para desanimar los préstamos estadounidenses al exterior. La primera de ellas fue la «Interest Equalization Tax» de 1963, que desalentaba a los estadounidenses a comprar activos extranjeros mediante un impuesto sobre los rendimientos de estos activos. A continuación, en 1965, vinieron las orientaciones «voluntarias» respecto de las cantidades que los bancos comerciales estadounidenses podían prestar en el exterior, seguidas tres años más tarde por un amplio paquete de controles obligatorios. Todas estas medidas aumentaron la demanda de préstamos en eurodólares, al hacer más difícil obtenerlos en los Estados Unidos a los prestatarios extranjeros que querían dólares.

La legislación sobre los bancos estadounidenses de la Reserva Federal incentivó también la creación de eurodólares —y de nuevos eurobancos— en los años sesenta. La regulación Q del Fed (que quedó derogada después de 1980) fijaba un tope máximo a los tipos de interés que los bancos estadounidenses podían pagar a los depósitos a plazo. Cuando a finales de los años sesenta se endureció la política monetaria de los Estados Unidos para combatir el aumento de las presiones inflacionistas (véase el Capítulo 19), los tipos de interés del mercado se colocaron por encima del tope máximo que había fijado la regulación Q, y a los bancos estadounidenses se les hizo imposible atraer depósitos a plazo para prestarlos de nuevo. Los bancos soslayaron el problema pidiendo prestado fondos a sus sucursales europeas, que no se enfrentaban con ningún tipo de restricción sobre los intereses que pagaban por los depósitos en eurodólares, y que podían atraer los depósitos de los inversores que hubiesen colocado sus fondos en los bancos estadounidenses si no hubiese existido la regulación Q. Muchos bancos estadounidenses, que no tenían sucursales en el extranjero anteriormente, las establecieron a finales de los años sesenta para poder evitar esta regulación.

Con el paso a los tipos de cambio flotantes en 1973, los Estados Unidos y otros países empezaron a dismantelar los controles sobre los flujos de capitales entre países, eliminando una razón importante del crecimiento del mercado de euromonedas de años anteriores. Pero en ese momento, los factores políticos desempeñaron, una vez más, un papel muy importante. Los miembros árabes de la OPEP, que acumulaban grandes riquezas como resultado de la crisis del petróleo de 1973-1974 y 1979-1980, eran reacios a colocar la mayor parte de su dinero en los bancos estadounidenses, porque tenían una posible confiscación. En lugar de ello, estos países colocaron sus fondos en los eurobancos. (En 1979, los activos iraníes en bancos estadounidenses y en sus sucursales europeas fueron congelados por el presidente Carter en respuesta por la toma de los rehenes de la embajada estadounidense en Teherán. Similar suerte siguieron los activos de Irak en Estados Unidos tras la invasión de Kuwait en 1990.)

## La importancia de las asimetrías normativas

La historia de las euromonedas muestra cómo el crecimiento del comercio mundial, las legislaciones financieras y las consideraciones políticas han ayudado a crear el sistema actual. Sin embargo, el factor más importante que se encuentra detrás del continuo beneficio en el intercambio de euromonedas es la normativa: al formular las regulaciones bancarias, los países de los principales centros de euromonedas discriminaban los depósitos denominados en moneda nacional de aquellos otros denominados en otras monedas, al igual que discriminaban las transacciones con clientes nacionales de aquellas otras efectuadas con clientes extranjeros. Los depósitos en moneda nacional están fuertemente regulados para mantener el control sobre la oferta monetaria nacional, mientras que los bancos tienen mucha más libertad en relación con las divisas. Los depósitos en moneda nacional mantenidos por clientes extranjeros podían recibir un tratamiento especial si los legisladores creían que se podía aislar el sistema financiero nacional de los cambios en la demanda de activos por parte de los extranjeros.

El ejemplo de los requisitos de reserva en los Estados Unidos muestra cómo las asimetrías legislativas pueden hacer aumentar los beneficios a través del comercio de euromonedas. Cada vez que un banco estadounidense operando «en el interior» aceptaba un depósito, debía colocar una fracción de ese depósito en una cuenta del Fed, que no devengaba intereses, como parte de las reservas requeridas (o legales)<sup>4</sup>. El gobierno británico impuso requisitos de reserva sobre los depósitos de *libras esterlinas* dentro de sus fronteras, pero no los impuso sobre los depósitos en *dólares* en el país. Las sucursales londinenses de los bancos estadounidenses no están sujetas a los requisitos de reserva sobre los depósitos de dólares de los Estados Unidos, siempre a que estos depósitos sólo sean pagaderos fuera de los Estados Unidos. De esta manera, un eurobanco londinense tiene una ventaja competitiva respecto de un banco en Nueva York para atraer depósitos en dólares: puede pagar más intereses a los depositantes que el banco de Nueva York y, aun así, cubrir sus costes operativos. La ventaja competitiva del eurobanco está en su capacidad de evitar el «impuesto» de las reservas requeridas, que el Fed impone sobre los depósitos en dólares de los bancos nacionales.

Para entender esta ventaja competitiva, supongamos que el banco neoyorquino se enfrenta a un coeficiente de reservas del 10 por 100. Si el banco recibe un depósito de 100 dólares, puede prestar como máximo 90 dólares y está obligado a colocar 10 dólares en una cuenta del Fed, que no devenga intereses. Supongamos también que el banco tiene unos costes operativos por año de un dólar por cada 100 dólares en depósito, y que el tipo de interés sobre los préstamos que realiza el banco es de un 10 por 100 anual. De esta manera, el banco de Nueva York puede ofrecer a sus depositantes un tipo de interés de, como máximo, el 8 por 100 para cubrir sus costes. A este tipo de interés sobre los depósitos, el banco paga al propietario de un depósito de 100 dólares  $0,08 \times 100 = 8$  dólares, y gana  $0,10 \times 90 = 9$  dólares sobre la parte del depó-

<sup>4</sup> Alternativamente, el banco puede añadir la misma cantidad a sus tenencias en dólares. El argumento supone que el banco mantiene reservas en

sito que puede prestar. Así que el banco es capaz de cubrir sus gastos operativos de un dólar, mediante la diferencia entre lo que consigue del prestatario y lo que le paga al depositante.

En contraste, un eurobanco puede ofrecer un tipo de interés más alto sobre los depósitos en dólares que el banco de Nueva York. El eurobanco, que no tiene que hacer frente a requisitos de reserva, puede prestar todo el depósito de 100 dólares y, por tanto, puede ganar  $0,10 \times 100 = 10$  dólares a un tipo de interés del 10 por 100. Si el eurobanco paga a sus depositantes un interés del 9 por 100, el propietario de un depósito de 100 dólares conseguirá 9 dólares, y la diferencia, 10 dólares menos 9 dólares, es decir un dólar, cubre exactamente los costes operativos del banco. Dado que el eurobanco no se enfrenta con los requisitos de reserva, es capaz de ofrecer a sus depositantes un tipo de interés de un punto porcentual por encima del que puede ofrecer el banco de Nueva York. El tipo de interés de los depósitos en eurodólares es siempre más alto que el tipo de los depósitos a plazo comparables localizados en los Estados Unidos (tal como predice la teoría), y muchos depositantes se ven seducidos por el mercado de las euromonedas, debido a los tipos de interés más altos que ofrecen los eurobancos.

Los eurobancos también pueden competir con los bancos de la nación por el lado de los préstamos, ofreciendo menores tipos de interés a los prestatarios, pero la competencia en el mercado de préstamos tiende a igualar las cargas de los préstamos en todos los bancos. ¿Por qué están dispuestos los depositantes a mantener depósitos a plazo en los bancos nacionales cuando éstos ofrecen rendimientos menores que los depósitos en euromonedas? Parte de la razón es porque la legislación a la que se enfrentan los bancos nacionales hace a los depósitos nacionales menos susceptibles al riesgo de la quiebra bancaria. El riesgo de que las demandas de los depositantes no puedan ser atendidas es mayor en el mercado no regulado de las euromonedas, y los mayores tipos de interés pagados allí compensan a los depositantes del riesgo asumido.

La exención del requisito de reserva es probablemente el factor legislativo más importante para hacer atractivo el comercio de euromonedas a los bancos y a sus clientes, pero también hay otros. Por ejemplo, los depósitos en eurodólares están disponibles para períodos de vencimiento más cortos que los correspondientes depósitos a plazo, que los bancos emiten en los Estados Unidos. Asimetrías legislativas como éstas, explican también por qué los centros financieros cuyos gobiernos imponen menos restricciones sobre la actividad bancaria internacional se han convertido en los principales centros de euromonedas. Londres es el líder en este aspecto, pero le siguen Luxemburgo, Bahrein, Hong Kong y otros países que compiten por el negocio bancario internacional, al eliminar restricciones e impuestos sobre estas operaciones dentro de sus fronteras.

Ni los Estados Unidos ni Alemania han atraído una parte significativa del negocio mundial de las euromonedas, porque ambos países aplican una legislación prácticamente uniforme a todos los depósitos de la nación, con independencia de en qué moneda están denominados. Sin embargo, recientemente, el gobierno de los Estados Unidos ha intentado ayudar a su sector bancario para que tenga una participación mayor en dicho mercado. En 1981, el Fed permitió establecer a los bancos residentes dentro de los Estados Uni-

(«international banking facilities», IBF) que tienen como objetivo aceptar depósitos a plazo y hacer préstamos a los extranjeros. Los IBF no están sujetos a los requisitos de reserva o a los toques máximos en los tipos de interés y, además, están exentos de impuestos locales y estatales. Sin embargo, un IBF tiene prohibido aceptar depósitos de o prestar dinero a los residentes de los Estados Unidos (excepto el banco que lo establece o a otros IBF). Antes de 1981, la mayoría de los negocios que ahora llevan a cabo los IBF se hacían de forma menos eficiente a través de pequeñas agencias localizadas en el Caribe.

Técnicamente hablando, un depósito en dólares en un IBF no es un eurodólar, porque el IBF está físicamente localizado dentro de los Estados Unidos. Sin embargo, los legisladores estadounidenses han impuesto normas que separan a los IBF de los bancos nacionales tan eficazmente como si aquellos estuviesen en el extranjero. Los IBF proporcionan un excelente ejemplo de cómo los países atraen los negocios lucrativos de la banca internacional, al mismo tiempo que intentan aislar a los sistemas financieros nacionales de las actividades internacionales de los bancos. Servicios a la banca del mismo estilo enclavados en otros países son, por ejemplo, el Offshore Banking Units de Bahrein, el Asian Currency Units de Singapur y el Tokyo Offshore Market.

## Las euromonedas y la estabilidad macroeconómica

El gran volumen de depósitos en euromonedas se ve a menudo con alarma por parte de los responsables de la política económica. En este sentido, existen dos grandes temores relacionados entre sí: 1) el proceso no regulado de creación de euromonedas ha producido un gran volumen de liquidez internacional que podría disparar la inflación mundial; 2) el sistema de las euromonedas hace más difícil el control de la oferta monetaria por parte de las autoridades nacionales.

**Las euromonedas y la inflación mundial.** En el Capítulo 15, relacionamos la tasa de inflación de un país con el crecimiento de su oferta monetaria, definida como el efectivo en manos del público y los depósitos bancarios movilizables mediante cheques. Los depósitos en euromonedas no se ajustan fácilmente a esta definición de dinero —que corresponde a la M1 de la Reserva Federal— porque son relativamente poco líquidos. En cambio, los depósitos en euromonedas son normalmente mucho más similares a depósitos a plazo, y el Fed incluye estos depósitos de los residentes no bancarios en los Estados Unidos en sus medidas más amplias de oferta monetaria. Pero el hecho de que la mayoría de los depósitos en euromonedas sean *casi-dinero* más que dinero propiamente dicho, no significa que su influencia sobre el nivel de precios del país deba ser ignorada. Los bancos centrales vigilan todos los agregados monetarios porque, hasta cierto punto, este casi-dinero sustituye al dinero como medio de cambio, y puede ejercer una influencia importante sobre el nivel de precios. De este modo, la posibilidad de que la creación de euromonedas haya tenido algún efecto inflacionista no puede descartarse<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Sería un error, sin embargo, tomar el tamaño total del mercado de eurodivisas como una medida de la inflación o los aumentos monetarios nacionales de la creación de depósitos.

## DE SAMURAI Y SUSHI: LA APERTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE JAPON

Desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta mediados de los años setenta, el sistema financiero de Japón estuvo fuertemente regulado, tanto en el interior como en sus relaciones con los mercados de capitales extranjeros. Sin embargo, en los últimos quince años, las autoridades japonesas han promovido la creación de mercados financieros más libres en el interior, y la introducción de nuevos instrumentos financieros. También han hecho rápidos progresos en la integración de su mercado financiero en el contexto mundial.

A finales de los años setenta, los japoneses empezaron a liberalizar las cuentas de capital, eliminando las restricciones sobre las compras de activos nacionales por parte de los extranjeros. En mayo de 1984, bajo la presión estadounidense, el Tesoro de los Estados Unidos y el ministerio de Finanzas japonés llegaron a un acuerdo sobre una larga lista de medidas liberalizadoras adicionales. Concretamente, se aprobó un amplio abanico de inversiones directas extranjeras en Japón, se dio a los residentes japoneses mayor libertad para comprar activos extranjeros, y se relajaron las restricciones sobre emisio-

nes de bonos extranjeros en Japón. En febrero de 1986 se produjo la entrada del primer miembro extranjero en la bolsa de valores de Tokio, y a finales de ese año, los japoneses abrían un mercado bancario *offshore* en Tokio, en el que tanto los bancos japoneses como los extranjeros podían operar, con tal de que se observase una separación estricta entre los negocios extranjeros y cualquier otro negocio en el interior de Japón.

Contactos más estrechos entre la cultura financiera japonesa y la extranjera han generado una terminología llena de colorido. Los bonos denominados en yens, emitidos en Japón por no residentes, se llaman bonos *samurai*. Cuando estos bonos están denominados en monedas extranjeras en vez de en yens, se llaman bonos *shogun*. Los bonos en monedas extranjeras, emitidos en el exterior por residentes japoneses, se conocen como bonos *sushi* y, finalmente, los bonos en yens emitidos en los Estados Unidos por residentes japoneses no tienen ningún nombre japonés llamativo. Estas obligaciones, emitidas inicialmente en 1985, se conocen como bonos *yankee* en yens.

No hay una clara evidencia de que los efectos inflacionistas de la creación de euromonedas hayan sido importantes, pero esto no significa que dichos efectos no sean importantes en el futuro si el crecimiento de las euromonedas continúa a un ritmo rápido. Desgraciadamente, existen pocas opciones (si

en el extranjero. Alrededor de las cuatro quintas partes del total del mercado de eurodólares son depósitos interbancarios. Los depósitos interbancarios nacionales no se incluyen en la medición de los agregados monetarios nacionales; así que los depósitos interbancarios en eurodólares no deberían incluirse en los agregados monetarios que toman en cuenta las actividades en el extranjero. ⇒ 0.2 x T<sup>50</sup> - XM

queda alguna) por las que un país pueda limitar el crecimiento de los depósitos internacionales de sus monedas. Si, por ejemplo, el gobierno de los Estados Unidos impone requisitos de reserva sobre los pasivos en dólares de las filiales y las sucursales extranjeras de los bancos estadounidenses, sólo conseguirá trasladar el negocio de los eurodólares a los bancos con sedes centrales en otros países. El crecimiento de las euromonedas sólo se puede controlar si todos los países cooperan para imponer requisitos de reserva sobre las operaciones en divisas de los bancos dentro de sus jurisdicciones. Pero esta cooperación, técnicamente compleja y políticamente difícil, es improbable que ocurra en un futuro próximo. En particular se requeriría un acuerdo internacional sobre los requisitos de reserva y sobre otras regulaciones financieras.

El peligro inflacionista de las euromonedas, aunque real, no debe exagerarse. Las regulaciones financieras siempre han inducido la creación de casi-dinero no-regulado en los mercados tanto en la esfera nacional como en la internacional. A pesar de que estas innovaciones financieras causan problemas de control monetario en el corto plazo, nunca han desencadenado la prolongada inflación que algunos observadores preocupados por el sistema de las euromonedas parecen temer. La dificultad respecto de las innovaciones financieras *internacionales* como las euromonedas es que la creación de casi-dinero por parte de instituciones *internacionales* («off-shore») no está normalmente bajo control de ningún país en particular.

**Las euromonedas y el control monetario.** Dado que la base monetaria es igual a los pasivos del banco central, éste la controla directamente mediante las transacciones en activos nacionales y extranjeros (Capítulo 18). La relación entre la base monetaria y los distintos agregados monetarios se establece a través del *multiplicador monetario*, que nos dice cuál es el tamaño del agregado monetario que puede soportar una determinada base monetaria. Los requisitos de reserva sobre los diferentes tipos de depósitos son de una importancia capital en la determinación del tamaño del multiplicador monetario, e implica que uno de los efectos del comercio de eurodivisas es hacer menos estable dicho multiplicador. Cuando las personas cambian su dinero desde los depósitos nacionales, que están sujetos a requisitos de reserva a pasivos de eurobancos que no lo están, el vínculo cuantitativo entre la base monetaria y los agregados monetarios es probable que también se altere.

En la medida que la existencia de las euromonedas hace a los multiplicadores monetarios menos estables, los bancos centrales no pueden controlar los agregados monetarios a corto plazo tanto como desearían. Sin embargo, una vez más, el problema no es exclusivo de las euromonedas —las innovaciones financieras en la nación también provocan la inestabilidad de los multiplicadores— y el efecto de esta inestabilidad no tiene por qué ser grande a largo plazo. Al reducir el coste del intercambio internacional de activos, el sistema de las euromonedas incentiva claramente los desplazamientos de las carteras de valores, que las autoridades pueden considerar no deseables desde un punto de vista macroeconómico. Pero frente a cualquier desventaja macroeconómica debe prevalecer el hecho de que los ahorros de costes son ventajosos para los consumidores como también lo son los intercambios de activos que los eurobancos facilitan.

Sin embargo, como hemos puesto de manifiesto más arriba, cualquier

inestabilidad monetaria debida al mercado de las euromonedas no se propaga a la base monetaria: este agregado monetario se mantiene firmemente bajo control del banco central, que lo gestiona a través de las transacciones en activos nacionales y extranjeros. Cuando un ciudadano saca dólares de un depósito a plazo del Citibank en Nueva York y los coloca en una cuenta del Barclays Bank en Londres, la Reserva Federal no se ve involucrada en esta transacción y, por tanto, no se produce ningún cambio en su balance. Desde el punto de vista de la balanza de pagos, la salida de capitales que se produce cuando el ciudadano traslada sus fondos desde Nueva York a Londres queda equilibrada exactamente por la entrada de capitales, que tiene lugar cuando el Barclays o el último poseedor de los dólares los utiliza para comprar bienes, servicios o activos en los Estados Unidos. Un argumento simétrico demuestra que la base monetaria de los Estados Unidos no aumentaría si, por ejemplo, un pánico político en Europa condujera a un enorme trasvase de euromonedas hacia activos en dólares en los Estados Unidos. Así pues, el temor de que los eurodólares provoquen una «inundación» en los Estados Unidos es altamente exagerado.