

# LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES Y EL NUEVO MARCO LEGAL (\*)

Jean M. KERTUDO

## INTRODUCCION

La historia de los mercados internacionales de capitales está íntimamente ligada a la de las legislaciones nacionales. En principio, los euromercados surgieron de las notables distorsiones reglamentarias que existieron durante los años sesenta. Su evolución posterior fue la consecuencia, y también la causa directa, de una liberalización que a la vez fue progresiva, asimétrica e incompleta. Por último, la interacción permanente entre los dos fenómenos constituye la base del proceso de integración y globalización de los mercados iniciado en los últimos años. Ahora bien, en este sistema en gestación, las normas y prácticas operativas, y los instrumentos de control y gestión, deberán modificarse radicalmente. De la forma en que los principales actores respondan a este nuevo desafío dependerá el escenario financiero de la «aldea global» del mañana.

La primera parte de este trabajo aclara lo que podría denominarse «la lógica reglamentaria» de los últimos años. El objetivo consiste en demostrar que la derogación de las normas vigentes y la aprobación de nuevas y selectivas legislaciones nacionales no suponen contradicción alguna, sino que constituyen dos partes integrantes de la globalización. La segunda parte pone de manifiesto «la eurodisolución» o pérdida de identidad de los mercados como consecuencia de la evolución normativa. La tercera parte trata de conciliar la «lógica reglamentaria» y la «eurodisolución» con el fuerte crecimiento registrado en los mercados internacionales de capitales durante la década precedente. Esta parte pretende, básicamente, ilustrar el fenómeno de los «euronichos» producidos por la explotación de las distorsiones asociadas a la desregulación de los mercados nacionales. A modo de conclusión, la cuarta parte plantea, en este contexto, la cuestión de la autonomía de las políticas monetarias y de la fiscalidad; es decir, la cuestión fundamental de la soberanía nacional.

## I. LOGICA REGLAMENTARIA

La evolución normativa de los últimos años, tanto en el terreno monetario como en el financiero, presenta dos aspectos complementarios e inseparables del proceso de globalización e integración de los mercados. Por una parte, las barreras geográficas (restricciones a los movimientos de capital), sectoriales (vínculos entre bancos, sociedades financieras, compañías de seguros y empresas no bancarias) y funcionales han sido abolidas o reducidas; las políticas monetarias han prescindido de cualquier tipo de coacción administrativa y cuantitativa en beneficio de las técnicas de mercado, y la fiscalidad sobre el capital y las operaciones financieras también ha disminuido. Sin duda alguna, la tendencia en estos terrenos ha sido, y sigue siendo, la desregulación mediante la eliminación de las distorsiones y de las trabas que se oponen al funcionamiento de los mecanismos del mercado.

Por otra parte, el campo de las competencias del control cautelar sobre los bancos comerciales se ha ampliado, y se han elaborado, o van a elaborarse, normas más severas. Esta última evolución se ha considerado como una cierta forma de re-reglamentación. Sin embargo, al examinarse, parece más una búsqueda de equidad y estabilidad a escala mundial, en un contexto de libre mercado, que una nueva modalidad de regulación crediticia disfrazada.

### A) *La inminente supresión de las barreras geográficas, sectoriales y funcionales*

La eliminación de las restricciones al libre movimiento de capitales, a través del control de cambios, se ha recogido desde hace mucho tiempo en acuerdos internacionales (Código de la OCDE) y regionales (directivas comunitarias). Iniciada tímidamente en los años setenta, tras el abandono del sistema de Bretton Woods, no se generalizó realmente hasta la década siguiente. Hoy se ha conseguido en la totalidad de los países del Grupo de

los Diez, y deberá lograrse, como muy tarde, en 1995 en el marco de las directivas de la Comunidad Europea.

En el plano interno, por el contrario, las barreras sectoriales y funcionales forma parte de la tradición reglamentaria o legal de casi todos los países principales. Hasta fechas muy recientes, los vínculos entre banqueros, compañías financieras y de seguros, así como los tipos de operaciones que podía efectuar cada uno de dichos grupos, e incluso dentro de un mismo grupo, habían sido, muy frecuentemente, objeto de restricciones. En concreto, la especialización dentro de los sistemas bancarios se ha mantenido durante muchos años en numerosos países.

Con la importante excepción del Reino Unido, con el *Big Bang* de 1986, la desregulación interna se ha llevado a cabo más bajo la presión de las fuerzas del mercado, y en especial bajo los efectos de la desaparición de las barreras geográficas, que como consecuencia de una voluntad política global. Por consiguiente, se trata de una desregulación desigual y, muy frecuentemente, incompleta. Sin embargo, parece constatar una tendencia común. El campo de actividad de los organismos especializados se ha ido extendiendo progresivamente, y la distinción legal entre los distintos tipos de establecimientos financieros ha ido desapareciendo de manera paulatina. Paralelamente, se ha generalizado la libertad de establecimiento, tanto para los establecimientos nacionales como para los bancos extranjeros (sobre la base de la reciprocidad, en este último caso).

En la práctica, la «desespecialización» del sistema bancario se ha impuesto ya, o se halla en estado muy avanzado, tanto en el Grupo de los Diez como en la Comunidad Europea. Esta «desespecialización» no se limita, por otra parte, a las operaciones bancarias propiamente dichas, sino que a menudo incluye también las operaciones con títulos valores y las pólizas de seguro. Sólo Estados Unidos y Japón mantienen importantes barreras sectoriales y funcionales en forma de restricciones a las posibilidades de fusión o adquisición entre establecimientos bancarios y firmas de corretaje de títulos valores, o bien en forma de aplicación de normas jurídicas o administrativas muy estrictas sobre las propias operaciones. Sin embargo, está pendiente de estudio una revisión de la legislación en ambos países.

B) *La política monetaria: de las trabas administrativas a las leyes del libre mercado (1)*

En el terreno monetario, los controles administrativos, aún vigentes en todos los países durante los

años sesenta, han resultado paulatinamente incompatibles con la apertura de los mercados y con la aparición de nuevas técnicas y tecnologías. Además, los problemas y las trabas consiguientes a su aplicación engendraban mecanismos de evasión o ajuste cada vez menos justificables.

La política monetaria de los grandes países industrializados ha ido, pues, abandonando la técnica de limitar el crédito y los tipos de interés, así como el control de cambios, en beneficio de las técnicas de mercado, tratando de influir indirectamente sobre la oferta y la demanda de liquidez del sistema bancario por medio de los tipos de interés. Tras la supresión de los límites al crédito en España (1990), Japón era (hasta octubre de 1991) el único país importante que aplicaba ciertas directrices informales para contener el aumento del crédito. Por lo demás, el agregado del total de créditos se utiliza, en el mejor de los casos, como un indicador monetario.

Tampoco el límite a los tipos de interés, generalizado hasta finales de los años sesenta, subsiste en la actualidad más que en un reducido número de países. Conviene precisar, además, que tales restricciones sólo suelen afectar a una determinada forma de activos líquidos: cuentas corrientes, en Francia, y depósitos de ahorro, en Bélgica. Sólo Japón mantiene restricciones importantes, pero en ese país se está produciendo una liberalización que deberá acelerarse en el curso de los próximos años.

Así, en la totalidad de los países que forman el Grupo de los Diez, la política monetaria consiste hoy en influir sobre las reservas bancarias actuando sobre la oferta y la demanda de dichas reservas. En el plano de la oferta, las técnicas de intervención varían según el entorno institucional y jurídico propio de cada país, pero en todos se percibe una tendencia común. Por una parte, se advierte a los bancos que no deben recurrir ni al redescuento ni a los anticipos sobre títulos valores. Por otra, los bancos centrales recurren cada vez más a las operaciones de mercado abierto para dotar de reservas a los bancos. En todo caso, la evolución de los tipos del mercado monetario desempeña un papel fundamental en tanto que variable clave de la transmisión de las orientaciones monetarias.

En cuanto a las técnicas para influir en la demanda de reservas bancarias, se limitan al mantenimiento de unas reservas mínimas obligatorias. Sin embargo, éstas se han suprimido en la mitad de los países o se han reducido a niveles sin importancia en la mayor parte de los otros miembros del Grupo de los Diez. Prácticamente no se utilizan en

la gestión de la política monetaria más que en Alemania, Francia y Suiza, lo que les plantea a estos países problemas de compatibilidad con el abandono de las restricciones sobre los movimientos de capitales, como veremos más adelante.

C) *La fiscalidad del capital o las presiones para nivelarla*

Donde menos ha progresado la armonización ha sido en el campo de la fiscalidad. Las diferencias entre las estructuras económicas, financieras y sociales, junto con las prioridades y objetivos políticos, siempre han supuesto un obstáculo para la búsqueda de la uniformidad, e incluso de la simple coordinación.

A estos obstáculos «naturales», hay que añadir el anonimato y la ausencia total o parcial de imposición concedidos por determinados centros financieros. De hecho, la existencia de paraísos fiscales es —con las reservas obligatorias— uno de los pilares en que se basa el desarrollo de los euromercados, tanto respecto al lugar en que se conciertan las operaciones como respecto a la orientación geográfica de los flujos de inversiones y deuda.

Con la liberalización de los movimientos de capitales y la introducción de innovaciones, la huida fuera de los sistemas nacionales ha ido generalizándose. Para reducir su importancia, las autoridades nacionales se han visto obligadas a disminuir progresivamente las diferencias más patentes en cuanto a fiscalidad del capital, tanto sobre las rentas (con las retenciones en la fuente sobre los intereses) como sobre las mismas operaciones (como los derechos de timbre). Por otra parte, los convenios de doble imposición se han multiplicado, y la

concertación internacional, ya muy avanzada en el campo de los bienes y las mercancías, se ha extendido a los sectores financieros.

Sin embargo, aún queda muy lejos la consecución de una armonización internacional en este campo. Incluso en el seno de la Comunidad Europea, los esfuerzos en tal sentido sólo se han traducido hasta el presente en la búsqueda de unas normas mínimas. No obstante, se ha reconocido que la supresión de barreras y la liberalización financiera, en ausencia de una armonización suficiente de los sistemas fiscales, puede llegar a crear importantes distorsiones. Por otra parte, y de cara a paraísos fiscales especialmente tolerantes en la materia, ¿no podría suceder que la búsqueda de una armonización se tradujera, en la práctica, en un ajuste a la baja, y así entrara en conflicto con las prioridades nacionales? Volveremos a ocuparnos de este problema.

D) *Reglas prudenciales: de las directrices nacionales a las normas internacionales*

Al contrario de lo que sucede en el campo de la fiscalidad, los modelos nacionales de control prudencial de la banca se han ajustado progresivamente a un marco internacional más coercitivo, favoreciendo la armonización y la consolidación. En esta búsqueda de un «campo competitivo equitativo» para el sistema bancario internacional, la utilización de los mecanismos de los euromercados, por ciertos grupos bancarios, para eludir las medidas prudenciales internas ha perdido, más o menos, su razón de ser.

A partir de 1975, el Comité de Basilea sobre control bancario, establecido en el seno del BIP, pre-

CUADRO NUM. 1  
REGLAMENTACION Y FISCALIDAD DEL CAPITAL

	Restricciones		Restricciones monetarias			Fiscalidad	
	Externas Control de cambios	Internas Vinculos bancos-no bancos	Control del crédito	Techos sobre intereses	Reservas obligatorias (a)	Retención en la fuente (b)	Derechos de timbre
Alemania .....	—	parcial	—	—	SI	—	SI
Bélgica-Luxemburgo .....	—	parcial	—	SI	—	SI (c)	SI
Canadá .....	—	parcial	—	—	SI	SI	—
España .....	SI (d)	—	— (1990)	—	SI	SI	—
Estados Unidos .....	—	total	—	SI	—	—	—
Francia .....	— (1990)	parcial	—	SI	SI	SI (c)	SI
Holanda .....	—	parcial	—	—	—	—	SI
Italia .....	— (1990)	parcial (e)	—	—	SI	SI	SI
Japón .....	SI	parcial	SI (f)	SI	SI	SI	SI
Reino Unido .....	—	—	—	—	—	—	—
Suecia .....	— (1990)	—	—	—	SI	SI (c)	—
Suiza .....	—	—	—	—	—	SI	SI

Notas: (a) Ver también cuadro núm. 2. b) Ver también cuadro núm. 4. c) Sólo residentes. d) Abolición prevista para 1992. e) Prohibición total en caso de participación bancaria en empresas no financieras. f) Suprimido en el tercer trimestre de 1991.  
Fuentes: BIP, FMI, OCDE, Price Waterhouse, y elaboración propia.

cisó los principios por los que debía regirse la supervisión del establecimiento en el extranjero de los bancos de los países participantes; es decir, de los países del Grupo de los Diez (2). Los ámbitos a los que se atiende son los de la solvencia y la liquidez. Este acuerdo, que ofrece la posibilidad del control del país de origen de los bancos, ha sido adoptado progresivamente por un buen número de países.

Estas recomendaciones se vieron reforzadas en 1983 para tener en cuenta las modificaciones que se habían producido en los mercados en el ínterin, e incorporar el principio (adoptado en 1978) de un control consolidado de los grupos bancarios internacionales. Tales recomendaciones se han convertido en principios para las directivas de la Comunidad Europea.

En julio de 1988, el principio de supervisión bancaria consolidada adoptado por el Comité se completó al introducirse normas mínimas (ponderadas) en materia de fondos propios, con el único objeto de limitar los riesgos de crédito de la banca. Estas normas se han recogido en la segunda de las tres directivas de la CE de 1989. Su introducción en el seno —pero también fuera de él— del Grupo de los Diez está prevista, como máximo, para finales de 1992, pero la mayoría de los grandes bancos internacionales han alcanzado ya este objetivo.

Luego de alcanzarse un acuerdo sobre las normas prudenciales sobre riesgo crediticio, se han iniciado esfuerzos para perfeccionar el acuerdo, con objeto de que incluya también los riesgos de mercado asociados a las fluctuaciones del precio de los títulos valores, los tipos de interés y los tipos de cambio. En ese momento, resultó claro que era necesario tener en cuenta a los actores no bancarios. La concertación internacional se ha desarrollado, a partir de entonces, en tres direcciones:

- En primer lugar, mediante la búsqueda de un marco común por parte de las principales autoridades de supervisión de los mercados bursátiles; tanto la Organización Internacional de Comisiones de Valores Mobiliarios (IOSCO) como la CE trabajan en esa dirección actualmente.

- En segundo lugar, mediante una mayor cooperación entre las autoridades de supervisión de la banca y las de supervisión de los mercados bursátiles. En este sentido, se puede destacar el acuerdo alcanzado durante la primavera de 1990 sobre la necesidad de suprimir progresivamente cualquier obstáculo al intercambio de información, así como la decisión adoptada en la reunión con-

junta de septiembre de 1990 sobre la elaboración de un conjunto de normas prudenciales aplicables a todos los actores en los mercados internacionales de títulos. Esta cooperación se ha extendido posteriormente a las pólizas de seguro.

- En tercer lugar, mediante la elaboración de una serie de recomendaciones (aún en estudio) destinadas a definir principios comunes de supervisión de los conglomerados financieros.

Así pues, la armonización prudencial iniciada en 1975 aparece como complementaria de la liberalización en materia de cambios y política monetaria. Confirma la primacía del enfoque de mercado de las políticas nacionales, compensa el abandono progresivo de las limitaciones macroeconómicas administrativas y cuantitativas, en favor de normas microeconómicas más severas, y, por último, mediante el principio de la armonización, concreta la búsqueda del famoso *level playing field*, o «campo operativo equitativo», planetario como objetivo normativo fundamental.

## II. EURODISOLUCION

---

Dentro de esta lógica normativa, ¿qué sucede con la idea del euromercado? A los problemas tradicionales de clasificación, ya presentes desde la aparición del eurodólar bancario a fines de los años cincuenta, hay que añadir las dificultades de identificación de operaciones, que hoy se diferencian más por su escala que por su naturaleza. La creciente interpenetración de sectores y técnicas, la multiplicación de productos e indicadores y las nuevas tecnologías de los últimos años contribuyen a aumentar la confusión reinante.

### A) *El enfoque «residencia/divisa»*

En su definición más amplia, los mercados internacionales incluyen el conjunto de operaciones no pertenecientes a los mercados nacionales. Incluyen, pues, todas las transacciones monetarias y financieras distintas de las que se efectúan entre residentes de un mismo país y que se denominan en su propia moneda.

En un sentido más internacional, una distinción —más o menos teórica— permite distinguir, de un lado, entre las transacciones tradicionales directas entre países, que se materializan en la moneda de una u otra de las partes y dan lugar a las operaciones clásicas de cambio o comercio internacional, y, de otro, los euromercados, estrictamente limita-

dos a las demás transacciones monetarias y financieras en divisas extranjeras (desde el punto de vista de su localización). Estos últimos son los que constituyen los mercados internacionales en sentido estricto, en tanto que distintas entidades se benefician de exenciones explícitas presentes en la normativa nacional del país anfitrión.

Una clasificación sectorial permite, por otra parte, distinguir entre actividades bancarias y operaciones sobre títulos valores (obligaciones a largo plazo y bonos de tesorería a medio y corto plazo); es decir, separar la intermediación bancaria clásica de la titulización. Pero la frontera entre ambos sectores resulta en muchos casos imprecisa y débil. En efecto, los mismos agentes se dedican simultáneamente a diferentes productos. Con la multiplicación de los instrumentos financieros derivados (fundamentalmente *swaps*, futuros y opciones), que, al contrario de lo que sucede con los anteriores, no aparecen por lo general en los balances, los productos básicos suelen pasar a ocupar un lugar complementario o intercambiable. La «comercialización» de los créditos bancarios, cada vez más extendida, acentúa aún más las similitudes.

Dentro de la información, conviene distinguir entre la que representa tendencias de mercado y la que traduce movimientos reales de fondos entre agentes. Los anuncios de créditos consorciados, emisiones de obligaciones y eurotítulos en la prensa especializada pertenecen al primer grupo. Se caracterizan porque no entrañan transferencia alguna de fondos, a no ser que los contratos lleguen a ejecutarse, y porque no sustituyen a ninguna posición a la sazón existente. En cambio, las variaciones en los créditos bancarios, las obligaciones y las emisiones de eurotítulos reflejan generalmente (es decir, luego de excluir los efectos de cambio y las variaciones del precio de mercado) movimientos reales de fondos.

Si bien la definición de acuerdo con el criterio residencia/divisa ofrece la ventaja de su sencillez, no deja por ello de plantear importantes problemas prácticos. Por ejemplo, la distinción teórica —en los activos y compromisos bancarios en moneda extranjera— entre posiciones en euromonedas y posiciones tradicionales tropieza con la ausencia de datos independientes referentes a ambas, toda vez que las estadísticas las recogen conjuntamente. Más sutil es el problema que plantea la existencia de zonas francas bancarias tanto en Estados Unidos (los IBF) como en Japón (el JOM). Estas zonas francas gozan de exenciones explícitas en los sistemas normativos nacionales (incluyendo las correspondientes a sus operaciones en moneda

nacional) y, por tanto, deben incluirse dentro de los euromercados.

En cuanto a las obligaciones, la distinción interna/externa se basa, en principio, en la situación de los inversionistas, gozando las emisiones destinadas a los no residentes de métodos de lanzamiento más sencillos y, por regla general, de un estatuto fiscal privilegiado. Sin embargo, dada la ausencia de transparencia con respecto a los inversionistas, la clasificación se basa en criterios más rudimentarios. Así, las obligaciones emitidas a través de un consorcio bancario plurinacional se incluyen en la definición internacional (con independencia de que las suscriban o no agentes nacionales), mientras que las ofrecidas por un consorcio esencialmente nacional se incluyen en las definiciones nacionales (3).

#### B) *Enfoque de los tipos de interés*

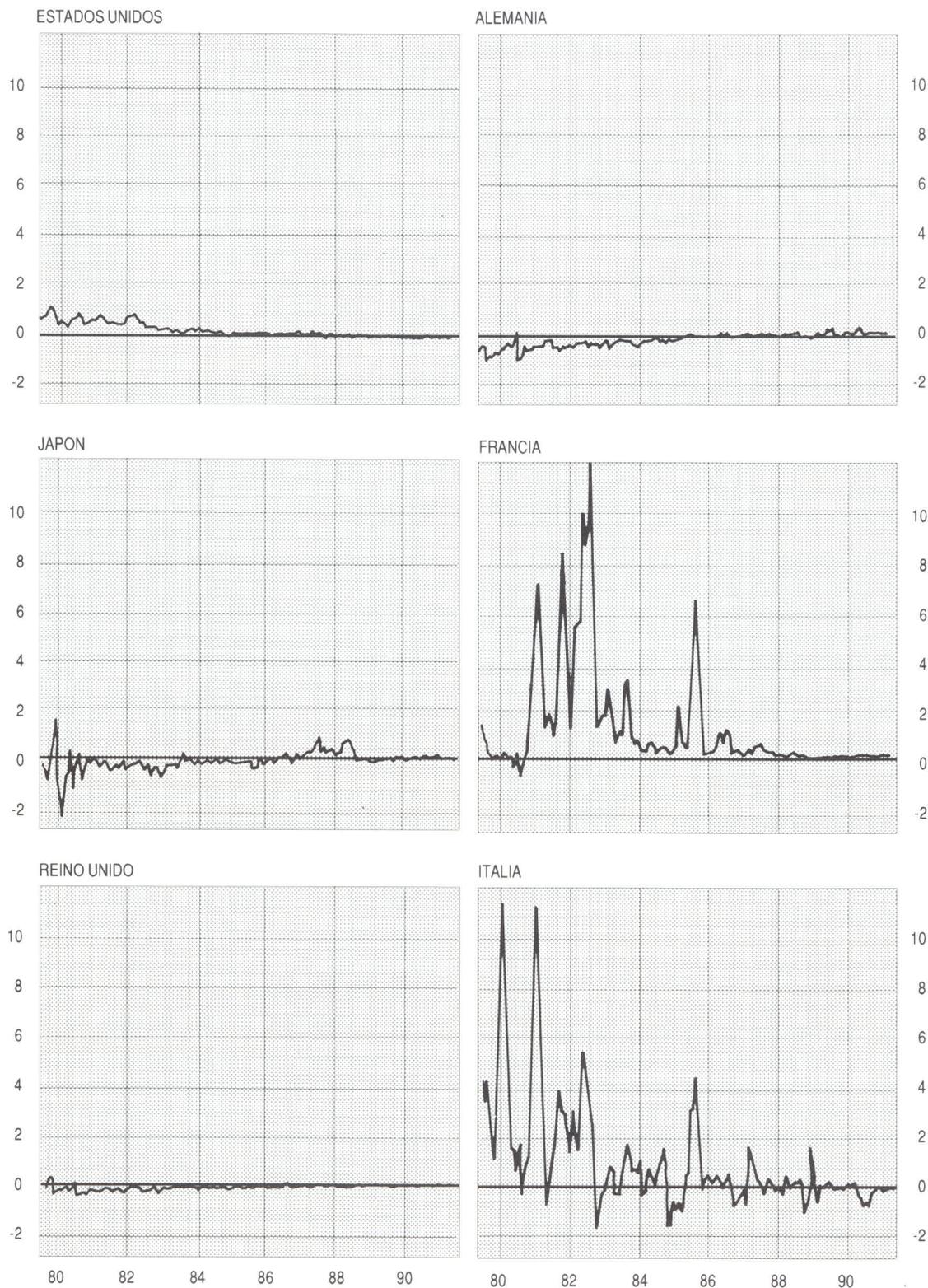
Como se ve, las consideraciones reglamentarias desempeñan un papel primordial en las clasificaciones. De hecho, fue a través de estas consideraciones como se creó, en los años sesenta, una estructura autónoma de tipos de intereses en los euromercados. Las exenciones de todo tipo reconocidas a los no residentes y/o a las operaciones en divisas en las reglamentaciones nacionales permitieron que se desarrollara, para la mayoría de las divisas más sólidas, un mercado extraterritorial de operaciones bancarias y títulos cuyos tipos de interés reflejaron siempre las condiciones de oferta y demanda con mayor fidelidad que sus homólogos internos.

Hasta principios de los años ochenta, los diferenciales de tipos de interés existentes para una misma divisa entre los mercados nacionales regulados y los euromercados siguieron siendo significativos. Incluso se acentuaban en períodos de tensiones monetarias o de modificación de las políticas vigentes, adaptándose más rápidamente los eurotipos a las nuevas condiciones del mercado. El desarrollo del eurodólar, en los años sesenta y setenta, es el arquetipo de esta situación (4).

Sin embargo, con el transcurso de los años, las diferencias de tipos de interés han disminuido considerablemente. En el caso del dólar, por ejemplo, la diferencia entre el tipo de interés en los eurodepósitos a tres meses y los rendimientos de los activos líquidos internos correspondientes (los certificados de depósito a plazo similar) no rebasa un 0,03 por 100. Una tendencia parecida, aunque generalmente más reciente y a veces sujeta a fluctuaciones a corto plazo, se observa en las demás divisas fuertes.

Gráfico 1

**DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES NOMINALES ENTRE  
EUROMERCADOS Y MERCADOS NACIONALES  
(Medias mensuales en puntos porcentuales)**



*Nota: Tipos a tres meses. Mercados nacionales: para Estados Unidos, certificados de depósito; para Japón, efectos comerciales; para los demás países, instrumentos interbancarios.*

Esta convergencia es consecuencia de los ajustes que se han producido entre los mercados internos y externos. Ya omnipresentes entre las principales divisas representadas en los euromercados desde finales de los años sesenta, estos crecientes ajustes de la divisa correspondiente entre euromercados y mercados nacionales han estado directamente relacionados con la «lógica reglamentaria» antes descrita (5).

Frente a esta «eurodisolución» de los tipos de interés, cabe preguntarse por las razones del crecimiento acelerado de los mercados internacionales de capitales durante los últimos años. El crecimiento de los riesgos consolidados (es decir, netos y excluyendo la posible duplicación de asientos) de los créditos bancarios y los títulos a corto, medio y largo plazo en estos mercados, que se situó en una media del 14 por 100 durante el período 1986-1990, superó en 1989 el 15 por 100, y se hizo un poco más lento en 1990, año en que, no obstante, se situó en torno al 14 por 100.

La financiación tradicional del comercio internacional (que aumentó en un 8 y un 13 por 100, respectivamente, en estos dos últimos años) y los desequilibrios en los pagos corrientes no pueden explicar por sí solos este fuerte crecimiento. Junto al hecho de que los flujos netos han evolucionado con frecuencia en un sentido opuesto a los excedentes o déficit individuales, se ha comprobado que los flujos brutos no mantienen una equivalencia con respecto a los desequilibrios mundiales —evaluados en 280.000 millones de dólares en 1990 (6).

Igualmente, los ajustes no pueden haber provocado la tendencia observada. El acercamiento de las condiciones vigentes en los diferentes mercados se produce sin que se operen necesariamente transferencias masivas de fondos. De hecho, un ajuste de precios ante cualquier acontecimiento imprevisto (como el aumento del tipo de descuento en Estados Unidos) puede llegar a producirse sin que intervenga movimiento alguno de capitales (7).

La principal explicación de la evolución de los mercados internacionales se encuentra en la propia liberalización de los mercados nacionales. Por su carácter progresivo, asimétrico e incompleto, esta última ha creado una serie de «euronichos» que han sido aprovechados de inmediato por los operadores. Las innovaciones, las nuevas técnicas de información, transmisiones y pagos, y la institucionalización de la gestión de créditos y obligaciones han acentuado sus efectos, actuando como cajas de resonancia.

### III. EURONICHOS

Aunque no sea posible determinar su importancia, tres ejemplos permiten ilustrar los estrechos lazos que unen la evolución del marco normativo con el crecimiento de los mercados internacionales de capitales. En primer lugar, la situación de Japón a partir de 1984, con especial mención de la creación de su zona franca bancaria en 1986 (el JOM); en segundo lugar, la reciente experiencia francesa, con la cuestión de los coeficientes de reservas después de suprimirse el control de cambios en enero de 1990, y, por último, el caso alemán, al restablecerse momentáneamente las retenciones en la fuente en julio de 1988.

#### A) *La desaparición de barreras internas/externas o la desregulación en el caso japonés: el efecto JOM (8)*

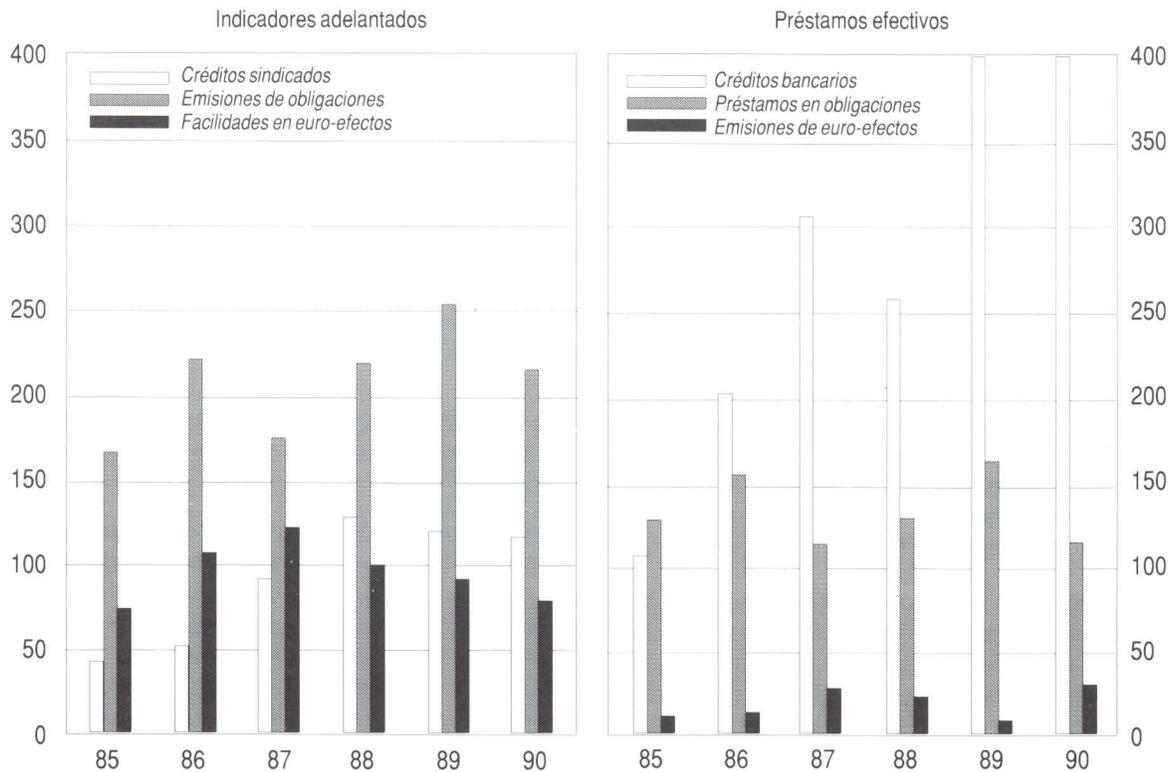
La desaparición de la normativa que afectaba al sistema financiero japonés sólo se inició realmente a partir de 1984, fecha del acuerdo entre Japón y Estados Unidos para promover el uso del yen y obtener así su apreciación en el mercado cambiario. Dentro del conjunto de las medidas entonces adoptadas, hay dos que se consideran decisivas para la apertura del mercado japonés: por una parte, la eliminación del límite de conversión yen/divisas, y por otra, la abolición de los topes de interés a los grandes depósitos. El hecho es que su impacto ha servido, sobre todo, para estimular los movimientos de capital del archipiélago, tanto en origen como en destino, con objeto de eludir la normativa aún vigente.

Con la apertura (en diciembre de 1986) de una zona franca bancaria en el propio territorio nacional (el *Japan Offshore Market*, o JOM), exenta de las principales limitaciones nacionales, aunque aislada del resto del sistema bancario por importantes barreras, se multiplicó el número de huidas con respecto al sistema regulado, lo que, con la aquiescencia de las propias autoridades niponas, neutralizó los efectos de la normativa aplicada por el Banco de Japón al mercado interbancario interno y a los préstamos directos a la clientela, y obligó a acelerar la desregulación.

Así pues, durante el período 1985-1988, los activos y compromisos en yenes de los bancos de Japón con respecto a los bancos situados en el extranjero (básicamente, sus sucursales y filiales) crecieron a un ritmo anual igual o superior al 60 por 100, frente a menos del 20 por 100 de crecimiento registrado en el mercado interbancario nacional. A fines de este período, el volumen inter-

Gráfico 2

## LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES (En miles de millones de dólares)



Fuente: OCDE, montos anunciados públicamente.

Fuente: BIP, préstamos efectivos netos de reembolso.

bancario en euroyen superaba el mercado monetario nacional. Para eludir los topes fijados por el Banco de Japón sobre los tipos internos, los bancos japoneses transfirieron al extranjero, por medio del JOM, gran parte de sus operaciones en el mercado monetario.

Para hacer frente a esta situación, el Banco de Japón modificó, en noviembre de 1988, sus operaciones en el mercado interbancario interno, favoreciendo una mayor flexibilidad de los tipos administrados. El mercado nacional recuperó rápidamente su predominio y disminuyeron las diferencias entre los tipos.

Asimismo, en cuanto a créditos a clientes, los datos estadísticos del BPI ponen de manifiesto que, durante los cuatro años siguientes a la apertura de los JOM, más del 10 por 100 de los créditos bancarios a las empresas japonesas fueron otorgados por medio de un establecimiento situado en el extranjero. Estos créditos, que no se ven afectados por los instrumentos de control monetario de Japón, han contribuido a debilitar considerable-

mente el impacto de las directrices internas de expansión del crédito. Tales directrices constituyeron en épocas pasadas uno de los ingredientes básicos de la política monetaria japonesa, pero hoy sólo representan, debido en gran parte a las posibilidades de evadirlas que ya hemos expuesto, un indicador de la orientación de la política oficial en materia de expansión del crédito.

Incidentalmente, esta «internacionalización» del sistema financiero japonés es una de las causas principales del fuerte crecimiento registrado en los mercados controlados por el BPI durante los últimos años. Durante el período que va de 1985 a 1990 se puede atribuir a los establecimientos bancarios del archipiélago una directa responsabilidad en más del 40 por 100 del aumento de los créditos bancarios internacionales. En cuanto al sector no bancario japonés, ha colocado entre sus clientes casi el 30 por 100 del total de los eurocréditos. En el mercado de obligaciones internacionales, a las firmas japonesas les corresponde casi un 23 por 100 de las emisiones anunciadas y más de la tercera parte de los préstamos efectivos (excluyendo

devoluciones de éstos). La mayoría de esos títulos son, además, absorbidos por inversionistas nacionales.

**B) Las reservas obligatorias como instrumento de política monetaria: el ejemplo de Francia.**

Desde que las autoridades francesas dejaron sin efecto, en enero de 1990, las últimas medidas sobre control de cambios, los residentes franceses han realizado transferencias masivas de fondos líquidos desde el mercado interno al del eurofranco. Durante los nueve primeros meses del año, esta deslocalización ascendió a 138.000 millones de francos, mientras que, al mismo tiempo, el agregado monetario interno M3 se contraía en 78.000 millones.

Los bancos franceses, sujetos a la obligación de mantener reservas obligatorias en forma de activos líquidos no remunerados sobre los depósitos internos, han incitado a sus clientes institucionales (empresas y Sicav) a efectuar parte de sus depósitos en sus agencias situadas en el extranjero. Acto seguido, éstas prestaban a la casa matriz los fondos así sustraídos a la obligación de mantener parte de ellos como reservas.

Como respuesta a esta «deslocalización», el Banco de Francia redujo, en octubre, de un 3 a un 0,5 por 100 el coeficiente de reserva aplicable a los depósitos a plazo fijo. Tras esta decisión, se registraron entradas netas de capitales en el sector privado por un total de 25.000 millones de francos (cifras del cuarto trimestre de 1990). Sin embargo, estas repatriaciones sólo han afectado a una pequeña parte de los fondos anteriormente exporta-

dos, y además han sido seguidas con rapidez por una vuelta masiva a la deslocalización.

El problema de la deslocalización no es algo que sólo afecte a Francia. De hecho, en ausencia de un sistema de control de cambios, la existencia de importantes reservas obligatorias no remuneradas sobre los depósitos, tanto en Estados Unidos como en Alemania, ha contribuido en gran medida al aumento de los depósitos de residentes norteamericanos en eurodólares durante los años setenta, y de los residentes alemanes en euromarcos durante los ochenta. Por otra parte, un reforzamiento de las exigencias en materia de reservas obligatorias no remuneradas provocó, en épocas anteriores, similares transferencias masivas a instituciones y/o instrumentos no sujetos a reservas.

Las diversas tentativas realizadas anteriormente para alcanzar un ajuste concertado, o incluso una simple aproximación, han fracasado hasta el momento. Las reservas obligatorias no constituyen hoy, en la mayoría de los países, un instrumento básico de política monetaria, aunque puede contarse aún con ellas a tal efecto. Dentro del Grupo de los Diez, se han suprimido en Bélgica (aunque se haya introducido recientemente el derecho a recurrir a ellas si fuere preciso), en el Reino Unido y en Suiza, así como, en fecha muy reciente (tras haber sido mantenidas largo tiempo al 3 por 100) sobre los depósitos a plazo en Estados Unidos. En Japón se han mantenido en niveles mínimos (y ya no se usan con fines coyunturales), y en Canadá están a punto de desaparecer. En Italia y en Holanda, donde se restablecieron en 1988 después de diez años de abandono, se remuneran parcialmente a tipos cercanos al mercado, lo que reduce su coste.

**CUADRO NUM. 2  
COEFICIENTES DE RESERVAS SOBRE LOS DEPOSITOS A PLAZO FIJO EN LOS PAISES  
DEL GRUPO DE LOS DIEZ Y EN ESPAÑA**

	Depósitos (en porcentaje)		Pago de intereses (*)	Ultimo cambio
	Residentes	No residentes		
Alemania .....	4,15-4,95	—	—	1987
Bélgica-Luxemburgo .....	—	—	—	1975
Canadá .....	2-3	—	—	1984
España .....	5	—	—	1990
Estados Unidos .....	—	—	—	1990 (a)
Francia .....	0,5-2	—	—	1990
Holanda .....	(b)	—	SI	1988
Italia .....	22,5	—	SI	1982
Japón .....	0,125-2,5	—	—	1982 (c)
Reino Unido .....	—	—	—	1980
Suecia .....	3	—	—	1986
Suiza .....	—	—	—	1978

**Notas:**

(\*) A tipos inferiores a los de mercado.

(a) Penúltimo cambio intervenido en 1982.

(b) Monto global negociado con los bancos.

(c) Tras una modificación puramente técnica en 1986, la horquilla se ha reducido a 0,005-1,3 por 100 en octubre de 1991.

En la práctica, Alemania, Francia y Suecia son los únicos países del Grupo de los Diez que utilizan activamente los coeficientes de reserva como instrumento de su política monetaria. La vasta experiencia alemana en la materia demuestra que las diferencias de tipos inducidas por las reservas obligatorias crean posibilidades de ajuste entre el euromercado y el mercado interno correspondiente (9). Demuestra también que, además de la mayor sensibilidad de los eurotipos a cualquier variación que se produzca en las condiciones monetarias, el movimiento se basa en la experiencia adquirida y en las nuevas estructuras constituidas por los residentes (bancarios y no bancarios) en el euromercado (10).

Por otra parte, el fuerte aumento en los depósitos externos que se ha registrado durante los últimos años en la gran mayoría de los países industrializados lleva a pensar que las reservas obligatorias sólo constituyen un factor más de incitación, que se une a otros muchos. La institucionalización de la gestión de cartera y la sofisticación cada vez mayor de prestatarios e inversionistas facilitan, cierto es, la explotación máxima de una estructura de eurotipos enormemente competitiva. También la situación geográfica, la divisa de denominación, e incluso el desafío a un grupo o subgrupo bancario, pueden favorecer dicho desarrollo.

Pero, en ausencia de control de cambios y de diferencias sensibles en materia prudencial, las consideraciones fiscales se convertirán en causa principal de la colocación de fondos en el extranjero. Esta observación se refiere en especial a los títulos que, con excepción de ciertos efectos bancarios, escapan a la normativa monetaria, y en especial a las reservas obligatorias. Ello queda demostrado con la experiencia alemana relativa al

restablecimiento momentáneo de las retenciones en origen, que tuvo lugar en julio de 1988.

### C) La fiscalidad: el problema de las retenciones en la fuente

En octubre de 1987, las autoridades alemanas anunciaron que a partir del 1 de enero de 1989 se procedería a la retención en la fuente, en el mercado doméstico, de un 10 por 100 sobre todas las rentas de inversiones. Este anuncio iba a provocar transferencias masivas de fondos a largo plazo desde el mercado interno hacia los euromercados, con un total estimado, para 1988, de 60.000 millones de marcos. Los rendimientos sobre las emisiones extranjeras en marcos no sometidas al impuesto bajaron, con relación a los títulos nacionales, en un importe igual al valor total del impuesto, lo que permitió a los no residentes financiarse a un coste inferior al del gobierno alemán. En abril de 1989, se decidió abolir dicha disposición a partir del 1 de julio siguiente.

Si se considera el bajo nivel de tipos que se propuso, en relación con el tramo máximo del impuesto sobre la renta vigente en Alemania (56 por 100 por aquel entonces), la amplitud del movimiento atestigua la sensibilidad de los inversores ante el principio mismo de la retención en la fuente sobre las rentas de intereses de depósitos y obligaciones suscritos (así como sobre dividendos). Esta sensibilidad resulta aún mayor si se tiene en cuenta que la exoneración se acompaña en ciertos centros financieros de una garantía de anonimato para los no residentes que los protege de su fiscalidad nacional, incluyendo los depósitos en su propia moneda.

Los inversores sienten, pues, la tentación de colocar sus fondos en instituciones situadas en paí-

**CUADRO NUM. 3**  
**DEPOSITOS EXTERNOS (A) Y AGREGADOS NACIONALES (B=DINERO + OTROS ACTIVOS LIQUIDOS)**  
(En miles de millones de dólares)

	Variaciones					
	1989		1990		Totales a finales de 1990	
	A	B	A	B	A	B
Alemania .....	23,0	38,8	28,8	49,2	123,3	889,6
Bélgica-Luxemburgo .....	5,4	17,5	7,5	6,6	41,7	194,0
Canadá .....	0,1	28,3	6,1	20,3	19,9	270,5
España .....	1,0	25,0	1,3	43,7	13,7	357,7
Estados Unidos .....	18,7	159,7	19,4	63,6	282,1	4.035,4
Francia .....	5,4	68,0	12,3	73,4	44,8	970,7
Holanda .....	10,4	14,8	1,5	10,7	52,8	144,9
Italia .....	1,6	96,3	7,3	100,0	30,7	1.032,3
Japón .....	13,5	350,5	-2,0	260,0	23,1	3.757,2
Reino Unido .....	7,0	109,7	14,2	98,6	68,0	919,2
Suecia .....	1,1	8,8	-0,1	10,0	4,4	116,9
Suiza .....	11,1	13,8	9,5	8,6	66,8	288,3

**CUADRO NUM. 4**  
**RETENCIONES EN LA FUENTE SOBRE**  
**LOS DEPOSITOS BANCARIOS A PLAZO FIJO**  
**EN LOS PAISES DEL GRUPO DE LOS DIEZ**  
**Y EN ESPAÑA**

	Tipos (en porcentaje)		Secreto bancario
	Residentes	No-residentes	
Alemania .....	(*)	—	Sí
Bélgica-Luxemburgo...	25 (a)	25 (a)	Sí
Canadá .....	(*)	—	—
España .....	25 (*)	25 (b)	—
Estados Unidos .....	(*)	—	—
Francia .....	35 (*)	—	—
Holanda .....	(*)	—	—
Italia .....	25 (*)	—	—
Japón .....	20 (*)	20	—
Reino Unido .....	(*)	—	Sí
Suecia .....	(*)	—	—
Suiza .....	35 (*)	35 (b y c)	Sí

**Notas:**

(\*) Retención liberatoria (cuando existe) con respecto al impuesto sobre la renta.

(a) Para Bélgica solamente.

(b) Posible exoneración en función de los tratados de doble imposición.

(c) Con excepción de los depósitos fiduciarios.

ses que los exoneran de retenciones en origen, que no imponen obligación alguna de declarar los intereses obtenidos (el secreto bancario puede esgrimirse en contra del Fisco) y que, además, someten a baja tributación a las instituciones financieras (o a las propias operaciones financieras). De hecho, éstos son los elementos que, junto con el factor proximidad, determinan la localización específica de los euromercados.

En un entorno libre de trabas, estas posibilidades de evasión fiscal no pueden sino ampliar y modificar radicalmente los circuitos de ahorro y endeudamiento. Teniendo en cuenta la experiencia fallida de Alemania y la ausencia de convenios internacionales sobre una tributación mínima, las políticas al respecto hasta el momento presente se han centrado más en suavizar las sangrías sobre las rentas del capital —bien por medio de una reducción o de la total desaparición de las retenciones, bien por medio de exoneraciones especiales— que en armonizar los sistemas nacionales.

#### IV. MARCO GLOBAL Y SOBERANIA NACIONAL

Aparte de ilustrar los estrechos vínculos existentes entre la evolución del marco reglamentario y el crecimiento de los euromercados, los tres ejemplos precedentes atestiguan los problemas a los que las autoridades deben enfrentarse con mayor frecuencia. Por una parte, la explotación masiva, por parte de los euromercados, de las distorsiones

residuales acentúa indirectamente las presiones en favor de la desregulación con la mayor rapidez y exhaustividad posible (ejemplo de Japón). Por otra parte, al ampliarse y generalizarse el movimiento, reduce el margen de maniobra de las autoridades nacionales en materia de política monetaria (ejemplo de Francia) y tributación (ejemplo de Alemania).

En muchos aspectos, esta «destrucción creadora» de todo aquello que se opone al buen funcionamiento de los mercados debe considerarse saludable, ya que elimina las distorsiones y perversiones del sistema en la canalización del ahorro hacia la inversión. Permite, además, gracias al libre juego de la competencia, que los agentes económicos se beneficien de las mejores condiciones del momento. Además, conduce su propia dinámica hacia un campo competitivo más equitativo, en el que los euromercados actúan como gendarmes. Por último, acentúa el peso del factor credibilidad con respecto al éxito de las políticas monetarias, así como la necesidad de recurrir a la cooperación internacional.

Pero, al mismo tiempo, reduce considerablemente la autonomía de las políticas nacionales. La supresión de las barreras externas e internas y la armonización de las normas prudenciales son objeto de un consenso mayoritario, pero no ocurre lo mismo en lo que respecta a la uniformización de las políticas monetarias y de la fiscalidad, pues ello afecta al problema fundamental de la soberanía nacional. Ya presente en la perspectiva del mercado único, el debate ¿no corre el riesgo de desbordar rápidamente el simple marco de la Comunidad Europea?

#### NOTAS

(\*) Texto revisado de la ponencia presentada en las X Sesiones de Trabajo de Tesorería (celebradas en Pamplona los días 14 y 15 de noviembre de 1991) con el título «Les marchés internationaux des capitaux et le nouveau cadre réglementaire». Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(1) Para un seguimiento de la evolución de la política monetaria de los grandes países durante los últimos años, véase el capítulo correspondiente de los últimos informes anuales del BIP; véase, también, J. T. KNEESHAW y P. VAN DEN BERGH, «Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s», *BIS Economic Paper*, núm. 23, enero de 1989.

(2) Conviene precisar que el Comité de Basilea sólo emite normas y recomendaciones. Carece de autoridad supranacional, y sus conclusiones no entrañan obligación legal alguna. Su aplicación depende de las autoridades nacionales, de forma voluntaria y dentro del marco de las disposiciones prácticas propias de cada país.

(3) Los problemas de clasificación de las emisiones se examinan en la publicación trimestral del BIP de mayo de 1991,

con ocasión de un estudio especial de los mercados de obligaciones nacionales e internacionales.

(4) Este tema se trata en los informes anuales del BIP correspondientes a dicho período.

(5) Para un análisis detallado de estos fenómenos, véase D. FOLKERTS-LANDAU y D. J. MATHIESON, «Innovation, institutional changes and regulatory responses in international financial markets», en *Restructuring banking and financial services in America*, Washington, American Enterprises Institute, 1988; véase también J. A. FRENKEL, «Quantifying international capital mobility in the 1980s», en *National saving and economic performance*, Chicago, University of Chicago Press, 1991.

(6) Un estudio comparativo de cifras aparece en el documento del FMI: «International capital markets: development and prospects», mayo de 1991.

(7) Véase «Determinants and systemic consequences of international capital flows», *IMF Occasional Paper*, núm. 77, marzo de 1991.

(8) Para un análisis más detallado, véase K. OSUGI, «Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective», *BIS Economic Paper*, núm. 26, enero de 1990; y M. NAKAO y A. HORII, «The process of decision-making and implementation of monetary policy in Japan», en *BIS C.B.*, 390, abril de 1991.

(9) Véase el informe mensual del Deutsche Bundesbank de enero de 1988.

(10) Recientemente, se han realizado varios estudios sobre el tema; véase, en especial, el informe mensual del Bundesbank de marzo de 1988, así como la publicación del Banco de Francia *Dossiers économiques et monétaires sur l'étranger*, número 1, 1989.