

INNOVACION FINANCIERA, BANCA MULTINACIONAL Y POLITICA MONETARIA*

JÜRIG NIEHANS

I. INTRODUCCION

ESTE artículo versa sobre la vinculación causal que une a la innovación financiera con la banca multinacional, y posteriormente con la orientación de la política monetaria. En la segunda parte se identifican los rasgos más destacados de la fase actual de la innovación financiera, y en la tercera se analizan sus consecuencias en la estructura de la banca internacional. En los tres últimos puntos se examinan, respectivamente, sus probables implicaciones para: 1) las supuestas alteraciones derivadas de los flujos internacionales de capitales; 2) la eficacia de la política monetaria, y 3) la viabilidad de los objetivos intermedios.

II. INNOVACION FINANCIERA

1. La inmutabilidad de los productos básicos

El período actual se describe muchas veces, y con razón, como un período de innovación financiera acelerada. Sin embargo, las innovaciones del sector financiero son de una naturaleza muy diferente a las que se producen en otros sectores económicos. Básicamente son tres los productos o servicios básicos. El primero de ellos consiste en el intercambio de dinero pre-

sente por dinero futuro; el segundo es el acercamiento de prestatarios y prestamistas, y el tercero es la realización de pagos a favor de los clientes. Hasta los más complejos proyectos financieros pueden definirse, por lo general, como «paquetes» de estos productos tipo. Aunque las posibilidades de variación a la hora de agruparlos o desagruparlos son infinitas, esos productos básicos no han sufrido apenas transformaciones esenciales desde la Edad Media, y quizás desde la Antigüedad. Excepción hecha de la tecnología electrónica, un experimentado banquero de la Venecia o la Génova medievales que volviera a la vida en la actualidad no tardaría más allá de unos días en comprender las operaciones de un banco moderno.

2. Innovación de adaptación

La innovación financiera consiste en gran medida en la creación de nuevas formas de agrupar los servicios básicos (véase Duffey y Giddy, 1981, pág. 3). En la mayoría de los casos, tales innovaciones son meras adaptaciones empresariales a unas condiciones de mercado cambiantes. Más que a los nuevos medicamentos, son comparables al reajuste de los cultivos de acuerdo con los cambios que experimentan los precios agrarios. Hablaremos en estos casos, por lo tanto, de «innovaciones de adaptación».

Aunque pueden producir revoluciones profundas en la estructura del sistema financiero, estas innovaciones de adaptación son, en principio, reversibles. Es decir, si las condiciones de base desaparecen, las innovaciones desaparecerán igualmente a su debido tiempo. Tienden asimismo a ser específicas de un país determinado. Mientras las condiciones del mercado norteamericano pueden provocar un marcado descenso de la proporción que corresponde al dinero en los activos líquidos totales, unas condiciones de mercado diferentes en otro país pueden producir al mismo tiempo un desplazamiento en sentido contrario. De hecho, las últimas innovaciones han sido mucho más acusadas en los Estados Unidos que en otros países de sistema financiero también muy desarrollado. Y, dado que hay que suponer un nivel tecnológico similar, esta circunstancia apunta a una preponderancia de los factores institucionales, que tienen un reflejo en las condiciones de mercado.

En las dos últimas décadas, las innovaciones de adaptación han sido sobre todo reacciones a las fuerzas combinadas de la inflación y el plafonamiento de intereses. Han sido estas fuerzas, por así decirlo, el yunque y el martillo que han forjado el sistema financiero hasta darle su configuración actual, contribuyendo asimismo a dotarle del carácter cada vez más internacional que tiene en nuestros días. Vinculada a este proceso ha estado la introducción de los créditos a interés variable, que ha posibilitado la financiación de compromisos a largo plazo mediante una sucesión de diversos tipos de interés a corto plazo.

Una vez elevados los topes nacionales al interés y/o desaparecida la inflación, la internacionalización bancaria puede dar lugar a una nueva tendencia debilitadora. Para ejemplificar este punto nos sirven los efectos que sobre los euromercados han tenido los Servicios Bancarios Internacionales (IBF). Es probable, no obstante, que la reversibilidad sea solamente parcial, al menos durante un período de, por ejemplo,

diez años. Aun en el caso de que todas las condiciones que originalmente contribuyeron al crecimiento de los euromercados desaparecieran de un día para otro, el euromercado no caería, ni mucho menos, con la rapidez con que se desarrolló. Hay en ello una suerte de efecto de histéresis, derivado sobre todo de la extendida conciencia de que la eficaz localización de las actividades financieras es sumamente sensible a la regulación. Unas modificaciones de la regulación aparentemente pequeñas pueden tener importantes repercusiones sobre las ventajas comparativas de los centros financieros. Aprendida pues esta lección, las empresas bancarias querrán mantener una estructura tal que les permita cubrirse frente a futuros cambios del entorno de regulación. De ese modo, la tendencia hacia una banca multinacional puede resultar relativamente permanente, aun cuando las razones inmediatas del surgimiento de los mercados exteriores de divisas pudieran perder fuerza en un momento dado.

3. Innovación tecnológica

Además de las innovaciones de adaptación, existen innovaciones «tecnológicas». La esencia de este tipo de innovación es el almacenamiento, recuperación y transmisión de información. Uno de los primeros avances en esta línea fue la creación, a fines de la Edad Media, de la contabilidad por partida doble, que sentó las bases de la empresa capitalista y de la banca moderna. Nos hallamos ahora en una fase caracterizada por la revolución electrónica. Así como nuestro banquero veneciano podría ponerse al corriente de las innovaciones de adaptación en cuestión de días, hacer otro tanto con las tecnológicas le mantendría ocupado durante años. El denominador común de la innovación tecnológica es la reducción del coste de transacción, reducción que tiene lugar en tres niveles.

En primer lugar, a través de los sistemas electrónicos de transferencia se reducen

los costes de las *transferencias interpersonales de efectivo*. Con ello se incrementa el beneficio de los depósitos a la vista en relación con la moneda. En último extremo la moneda perdería su eficacia, pero no se llegará a esa fase en el futuro previsible. Desde la perspectiva de este artículo, el aspecto que nos interesa de la reducción de los costes de las transferencias de efectivo es su dependencia de la magnitud del sistema de pagos. Pues si los costes de las transferencias entre los participantes de un mismo sistema son inferiores a los que se producen entre participantes de sistemas diferentes, entonces la centralización es más eficaz que la descentralización. Además, las economías de escala de un sistema centralizado aumentan con el número de participantes, lo cual introduce en el proceso de innovación importantes factores de escala (1). En la medida en que los sistemas de transferencia los mantienen empresas bancarias concretas, las economías de escala implican una tendencia irresistible hacia la Banca con muchas sucursales y hacia la concentración. Sin embargo, no parece que exista una razón intrínseca para que, por lo general, los sistemas de transferencia aparezcan superpuestos a empresas bancarias. Al menos en el seno de una misma economía, lo más probable es que se tienda a una separación de una serie de empresas bancarias de diferente magnitud, por un lado, y de un sistema de transferencia centralizado por otro, posiblemente dirigido como un servicio público o como una empresa cooperativa de diversos bancos (2).

El segundo aspecto de la reducción de los costes de transacción se refiere a la *transferencia interpersonal de activos con interés*. Los recientes perfeccionamientos de la tecnología aplicada a los mercados monetarios han simplificado la transferencia de activos, reduciendo al mismo tiempo los costes de tales operaciones. En líneas generales, con ello se tiende a aumentar la demanda de activos no monetarios en relación con los saldos de caja. Se reduce asimismo la oferta de crédito a corto plazo libre de interés. Durante mucho tiempo se

ha reconocido que los costes de transacción sobre los activos que devengan interés constituyen uno de los determinantes básicos de la demanda de dinero. Si esos costes van descendiendo gradualmente hacia la cota cero, a los particulares y a las empresas les resultará rentable invertir cualquier saldo de caja aunque sea a muy corto plazo, con lo que los saldos de caja tenderían asimismo a aproximarse al nivel cero. Lo mismo ocurriría, evidentemente, con el encaje bancario, siempre que no esté sujeto a requisitos específicos y no produzca interés. Es de esperar asimismo que la reducción de los costes de operar con activos que devengan interés perfeccione el arbitraje sobre activos, pues se rebaja el diferencial de rendimiento crítico en el que un activo se sustituye por otro.

El tercer aspecto de la innovación tecnológica se refiere al coste de las *transferencias entre sucursales*. Parece plausible partir de que los costes entre sucursales son notablemente inferiores a los costes entre bancos. Este factor estimula la banca de sucursales, incluyendo la que actúa fuera de las fronteras nacionales. Parece igualmente probable que los costes de las transacciones y comunicaciones entre sucursales de un mismo banco desciendan en relación con los costes que se producen entre un banco y otro, lo cual iría fortaleciendo progresivamente, a lo largo del tiempo, el estímulo para una banca de sucursales. El resultado general es el perfeccionamiento del arbitraje sobre activos.

III. BANCA MULTINACIONAL

El desarrollo de la banca multinacional presenta tres fases características. En la primera de ellas, un banco acepta depósitos de fuentes extranjeras y/o hace préstamos a clientes extranjeros en la moneda del país del banco. Podemos denominarla la fase de clientes extranjeros. En la segunda fase, o fase de divisas, un banco acepta depósitos y/o hace préstamos en moneda extran-

jera. A escala mundial, se llegó a esta fase cuando surgieron los euromercados. En la tercera, la fase de sucursales extranjeras, el banco posee sucursales en otros países: hemos llegado a la fase de la banca multinacional. Aunque el proceso es largo, parece que nos hallamos en la actualidad en un período de expansión acelerada. Evidentemente, no siempre puede establecerse una clara separación de esas tres fases, e incluso hay casos concretos en que el orden de las mismas es el inverso. No obstante, la distinción nos ayuda a centrarnos en los aspectos específicos de la banca multinacional.

En principio, los motivos que dan lugar a los bancos multinacionales son los mismos que en otros sectores propician la creación de empresas multinacionales (3). El análisis de éstas tiene que dar respuesta a dos preguntas, que son: 1) por qué tienen lugar en diferentes países las distintas fases de un proceso productivo, y 2) por qué, sin embargo, esas fases se hallan reunidas en una misma empresa.

1. Ventajas legales relativas

El primero de estos dos problemas pertenece al ámbito de la teoría pura del comercio internacional. En el caso de la banca multinacional, el problema se simplifica por el hecho de que las ventajas relativas, en el sentido de recursos naturales, clima y dotación factorial, desempeñan sólo un papel secundario. Es de destacar cómo los centros financieros parecen surgir de la nada, casi en cualquier sitio, siempre y cuando las condiciones políticas y de regulación sean las apropiadas. Por lo tanto, la teoría pura del comercio internacional no aporta gran cosa a la explicación de la banca multinacional. Básicamente, esa teoría nos dice que en la intermediación financiera que tiene lugar fuera de las fronteras nacionales, a los clientes les resulta muchas veces preferible, desde el punto de vista de la información, tratar con los bancos próximos.

Por lo tanto, la intermediación financiera entre los prestatarios últimos y los prestamistas últimos de diferentes países tiende a involucrar a una cadena de bancos, y con ello a entrar en una fase de actividad «al por mayor».

El determinante principal del posicionamiento internacional de los servicios financieros parece ser, así, la acción oficial, ya sea una acción legislativa, administrativa o judicial. Precisamente porque no dependen apenas de las ventajas relativas en el sentido habitual de la expresión, los servicios financieros son sumamente sensibles al entorno de regulación. Unas pequeñas modificaciones de la legislación, de la regulación bancaria y de otras normativas similares pueden constituirse en elementos decisivos sobre la viabilidad de ciertas actividades en un determinado país. Parece pues apropiada la denominación, para estos factores, de «ventajas legales relativas».

2. Integración internacional de las empresas

Es obvio que ni la proximidad de los clientes últimos con respecto a sus bancos ni las ventajas legales relativas explican necesariamente la existencia de bancos multinacionales. En principio, todo ese negocio al por mayor podía estar en manos de bancos corresponsales independientes, al tiempo que se especializaba a los bancos nacionales de los distintos países según las ventajas legales relativas de cada uno de ellos. Con ello se plantea el segundo problema: ¿cuáles son las fuerzas que llevan, a los intermediarios financieros de los diferentes países, a integrarse en una misma empresa multinacional? Para hallar una respuesta tenemos que acudir a la teoría de la organización industrial. La respuesta más general es que la totalidad de un banco multinacional tiene un valor superior al de la suma de las partes que lo componen. Las respuestas más específicas se encuentran en diferentes niveles.

Un primer grupo de motivos es el constituido por las *economías de escala empresariales*. En lo que respecta a la retirada de depósitos y a los incumplimientos de las condiciones de los préstamos, los bancos están sometidos a la ley de las grandes cifras: es decir, en igualdad de condiciones, los bancos grandes tienen menos riesgos que los pequeños, y por lo tanto son más eficaces que ellos. (Evidentemente, y por esa misma razón, hay otros factores que, por lo general, no son iguales en los bancos pequeños y en los grandes.) Desde este punto de vista, el carácter multinacional puede ser sencillamente un medio que utilizan los bancos para alcanzar unas dimensiones más eficaces. Cabe dudar, sin embargo, que este motivo tenga mucha fuerza. En grandes economías como la de los Estados Unidos, su papel es probablemente insignificante, ya que el mercado interior es lo suficientemente amplio como para permitir unos bancos de dimensiones óptimas. En economías pequeñas, su importancia es, en teoría, mayor. Al fin y al cabo, las empresas multinacionales son una forma de que países pequeños obtengan las ventajas que se derivan de las grandes empresas. Pero aun en una economía reducida, como la de Suiza, sólo una modesta proporción de los depósitos y préstamos se genera en las filiales extranjeras.

En realidad, bien puede ser que la relación de causalidad se establezca en el sentido contrario, como apunta el modelo de ciclo de producto. Los bancos pequeños pueden estar satisfechos con sus corresponsales extranjeros. Al crecer de tamaño, se sienten capaces de mantener sus propias filiales para operar al por mayor. Finalmente, pueden llegar incluso a trabajar al por menor en el extranjero. Desde esta perspectiva, el coste fijo de abrir sucursales en el extranjero actúa como un freno a la banca multinacional para niveles de actividad reducidos.

Un segundo grupo de factores, probablemente más importante, es el constituido por las *deficiencias del mercado de infor-*

mación. Como ya hemos señalado anteriormente, la esencia de la tecnología bancaria es el almacenamiento, recuperación y transmisión de información. En general, resulta que la transmisión de información en el seno de una misma empresa es más sencilla y más barata que entre una empresa y otra. Es cierto que existe un mercado de información sobre acreedores y deudores, pero es muy imperfecto, y poco probable que los precios se aproximen al ideal competitivo. En el sector financiero, en concreto, el flujo de información intrabancario es probablemente mucho mejor que el interbancario. Las diferentes filiales de una empresa multinacional pueden sin duda trabajar con diferentes bancos, bancos que en ese caso podrían intercambiarse informaciones sobre ese cliente común —presumiblemente a un precio—. Está claro, sin embargo, que para esos bancos sería una relación incómoda por el temor de todos ellos a perder terreno ante los demás. Esa situación se evita cuando las filiales de una misma empresa multinacional trabajan con filiales de un mismo banco multinacional. A la vista de las deficiencias del mercado de información, las empresas multinacionales crean así un incentivo para la banca multinacional.

La importancia del tercer factor, la *diversificación del riesgo legal*, oscurece sin embargo a los dos anteriores. Podemos definir el riesgo legal como el riesgo de que las ventajas legales relativas sufran cambios en el futuro. Si no se tuviera en cuenta este riesgo, la estructura internacional de la Banca se modificaría con gran rapidez, en un proceso simultáneo de cierre de filiales en un lugar y apertura de otras en otro. Una vez que los bancos han aprendido a entender ese riesgo, sin embargo, tratarán de reducirlo diversificándolo a escala internacional. Lo que para los bancos nacionales podría ser una cuestión de vida o muerte, en las actividades entre sucursales se queda reducido así a meros desplazamientos de las actividades entre sucursales. Dependiendo de los impuestos, de las regulaciones de liquidez y otros factores similares,

los depósitos que se entregan a un banco determinado pueden situarse de modo perfectamente legal en Francfort, en Nueva York o en el Caribe. Mediante el mantenimiento de una red de filiales en el extranjero, cualquier banco puede así adaptarse rápidamente, y sin un coste elevado, a los cambios que experimenten las ventajas legales. Consecuencia de esta tendencia, a escala mundial, es la descentralización de las actividades financieras. Según la opinión tradicional, que con tanta energía representa Kindleberger (1974), existe una tendencia histórica hacia la formación de centros financieros. El movimiento actual, sin embargo, parece dominado más bien por fuerzas centrífugas.

IV. LA GRAN CONFUSION EN TORNO AL FLUJO DE CAPITALES

1. La tesis tradicional

En las secciones precedentes hemos sostenido la tesis de que la expansión de la banca multinacional va acompañada probablemente de un nuevo perfeccionamiento del arbitraje internacional sobre activos. Unos diferenciales de rendimiento dados procurarían unos desplazamientos de activos cada vez más importantes. En las últimas publicaciones sobre economía monetaria internacional, tales desplazamientos de activos se interpretan por lo general como movimientos internacionales de capitales. Bajo unos tipos de cambio variables, esos flujos de capitales tienen inevitablemente un reflejo en las balanzas comerciales, pues las entradas de capital se asocian a los déficit y las salidas de capital a una balanza comercial favorable. A su vez, las balanzas comerciales pueden alterar profundamente las economías nacionales. De todo ello parece deducirse que el perfeccionamiento del arbitraje sobre activos amenaza con exponer a las economías nacionales a un ries-

go cada vez mayor de alteraciones internacionales.

Este diagnóstico lleva con frecuencia a recetar unos impedimentos artificiales del arbitraje sobre activos. El ejemplo más importante de esos impedimentos desde la restauración generalizada de la convertibilidad ha sido, en los Estados Unidos, el Impuesto de Igualación de Intereses. En otros países se han impuesto asimismo impedimentos de diversos tipos a las entradas y salidas de capital. En los últimos años, algunos destacados economistas han propuesto la creación de unos impuestos especiales «antiespeculación» sobre los flujos internacionales de activos (Modigliani, 1973, páginas 252-253, y Leviatan, 1983 (4).

El razonamiento que está en la base de tales propuestas lo hallamos expuesto con toda claridad en Meade (1951, pág. 103). A modo de experimento, si los tipos de interés del país A se reducen en relación con los que existen en el país B, los prestatarios de B tienen un incentivo para hacer uso del préstamo en A mejor que en B, y los tenedores de activos de A desplazarán sus fondos hacia B. La «nueva interpretación» de los flujos internacionales de capitales, iniciada por Branson (1968, 1970) y otros, ve este proceso como un incremento del *stock* deseado de activos extranjeros netos del país A.

El paradigma de este mecanismo puede estar en el arbitraje de interés. En el caso de compras de futuros de libras esterlinas contra dólares, la libra es la moneda en que se toma el préstamo, y el dólar la que se presta, lo cual parece implicar un flujo de capitales a corto plazo de Inglaterra a Estados Unidos. Las ventas de futuros en esterlinas, por el contrario, parecen asociadas a un flujo de fondos a corto plazo en sentido contrario. Fue Keynes (1923, págs. 125 y ss., en especial 149 y ss.) quien inició esta tradición de considerar que los flujos de capitales a corto plazo están controlados por las desviaciones de los tipos de cambio con respecto a la paridad del inte-

rés. Posteriormente desarrollada por Spraos (1953, págs. 87-92), Tsiang (1959) y Branson (1968), esta tradición ha seguido dominando hasta nuestros días las publicaciones sobre flujos de capitales.

2. La diferencia entre arbitraje y flujos de capitales

La piedra angular de esta tradición es la identificación de arbitraje con flujos de capitales. Somos de la opinión de que tal identificación no se halla justificada, y de que, por lo tanto, la interpretación tradicional es errónea. Siempre se ha aceptado que los flujos de capitales financieros entre dos países se reflejan necesariamente en unos desplazamientos acordes de los bienes reales de capital y/o riqueza entre ciudadanos de esos países. Con independencia de su magnitud, las transacciones estrictamente financieras no poseen la capacidad de llevar ni un solo dólar de capital neto fuera de las fronteras nacionales. Por mucho que sea lo que puede conseguir un banquero mediante una breve conversación telefónica, no es, sin duda alguna, un flujo de capitales netos.

Las operaciones de futuros en el mercado de divisas, en concreto, lejos de ser un paradigma apropiado de los flujos de capitales, constituyen más bien el paradigma de las transacciones financieras que no producen flujo alguno de capitales netos. En el arbitraje de interés, el endeudamiento y el crédito exteriores están igualados precisamente por los compromisos adquiridos a término, con lo que la posición de cada país, en lo que se refiere a sus activos extranjeros netos, no sufre modificación alguna.

Lo mismo puede decirse del arbitraje sobre activos financieros en general. Consideremos el experimento de Meade y supongamos que el diferencial de interés se deriva de una oferta del banco central de A de compra de títulos A a cambio de títulos B en unos términos más favorables que antes. El resultado sería simplemente un intercam-

bio de títulos entre ese banco central y particulares de ambos países, sin afectar para nada a la cantidad de activos extranjeros netos de la balanza de pagos.

De manera análoga, la eliminación de un diferencial de interés a través del arbitraje no requiere ni un aumento de la riqueza de A en relación con la de B ni un incremento del capital real en acciones de B en relación con el de A, lo que es lo mismo que decir que no requiere flujo alguno de capitales netos. Los capitalistas de A no tienen que comprar títulos a los capitalistas de B, pues ambos están tratando simultáneamente de hacer una misma cosa: comprar títulos de B y vender títulos de A. La rapidez con que, por medio de esas actividades, consigan poner de nuevo en línea sus tipos de interés no tiene nada que ver con los saldos favorables de la exportación o importación, ni por ello con los auténticos flujos de capitales netos.

Podemos también considerar esta cuestión desde otra perspectiva. Los flujos de capitales netos, en el sentido de la balanza de pagos, tienen que ver con los pagos e ingresos de los residentes del país A en sus transacciones con residentes del país B. Pero el arbitraje no tiene nada que ver con el lugar de residencia, pues puede darse entre residentes del país A y entre residentes del país B aun en ausencia de transacciones entre los dos grupos. Se deduce de ello que el arbitraje sobre títulos no implica flujos de capital en el sentido de la balanza de pagos. Todo lo que implica es una serie de desplazamientos entre diferentes activos financieros con la misma posición de los activos extranjeros netos.

No existe una relación concreta entre la rapidez del arbitraje y la movilidad de los flujos de capitales netos. La primera depende sobre todo de los costes de las transacciones y, en muchos mercados financieros, puede estar cerca del nivel de infinito. La segunda depende de la velocidad con que las economías domésticas ajusten su riqueza real a su riqueza deseada a través del ahorro y de la velocidad con que su *stock*

de bienes reales de capital se ajuste al *stock* deseado a través de la inversión. Hay pocos datos que nos hagan pensar que esas dos velocidades son en nuestros días superiores a, por ejemplo, las del siglo XIX, e incluso bien pueden ser inferiores. Pese a la velocidad casi infinita del arbitraje, la movilidad de los flujos de capitales en realidad puede haber disminuido.

Si esta crítica de la interpretación tradicional es válida, el gradual perfeccionamiento del arbitraje sobre activos a través de la internacionalización de la Banca no tiene implicaciones definidas para la alteración de las economías nacionales por causa de los flujos de capitales. Creemos, de hecho, que no existen prácticamente pruebas de que el nacimiento de los euromercados y de la banca multinacional hayan tenido unas consecuencias bien definidas sobre los flujos de capitales netos, ni, por lo tanto, sobre las balanzas comerciales. La argumentación en favor de imponer impedimentos a los flujos de capitales es análogamente débil. El arbitraje sobre activos puede, en efecto, producir importantes fluctuaciones de los tipos de cambio, fluctuaciones que, a su vez, pueden provocar auténticas alteraciones, pero no está clara la relación que pueda existir entre rebasar los límites de los tipos de cambio y los flujos de capitales netos, además de que no se ha demostrado la eficacia de los impedimentos al arbitraje como medio de evitar que se rebasen dichos límites.

V. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Es frecuente ver expresada la preocupación de que los euromercados, al ofrecer al dólar unos mercados exteriores, hayan debilitado la eficacia de la política monetaria norteamericana. La banca multinacional contribuiría presumiblemente a debilitar aún más la política monetaria. Se trata de saber qué hay de cierto en ello.

1. La eficacia permanente de la acción de mercado

Para enfocar correctamente el problema, conviene distinguir entre dos tipos de medidas de política monetaria. En el primer caso, los bancos centrales funcionan en principio como otros bancos normales, comprando o vendiendo en el mercado activos financieros. Podríamos calificar a tales medidas de «acciones de mercado», y tenemos ejemplos básicos de ese tipo de actuación en las operaciones de mercado y en las de cambio de divisas. En el otro caso, los gobiernos o los bancos centrales imponen a los intermediarios financieros, y posiblemente a otros agentes, unas normas de regulación que limitan sus actividades. Podría calificarse a tales medidas de «acciones de regulación». Como ejemplos podemos tener los requisitos de un fondo de reservas, los techos de interés, los impuestos, los planes de racionamiento del crédito y las restricciones al endeudamiento o crédito exteriores.

La eficacia de las acciones de mercado no sufre menoscabo por causa de los euromercados y de la banca multinacional. Cuando la Reserva Federal vende bonos del Tesoro en el mercado, la liquidez en dólares se contrae, con independencia de la banca multinacional. No se pueden evitar las acciones del mercado llevando fondos de la sucursal neoyorquina de un banco multinacional a la sucursal londinense. La contracción de liquidez se reflejará inmediatamente en la subida de los tipos de interés de esa moneda, tanto en los mercados exteriores como en el interior. Claro es que esos efectos pueden presentar ligeras variaciones, desde el punto de vista cualitativo, según la estructura de cada mercado financiero, pero son diferencias de menor importancia, por lo que es prácticamente imposible hacer afirmaciones generales al respecto. En lo que se refiere a las acciones de mercado, así pues, el temor de que con la expansión de la banca multinacional se

pueda debilitar la política monetaria es un temor infundado.

Esto significa que, cuando existe un sistema de banca multinacional sumamente eficaz, los efectos de las operaciones de mercado abierto sobre la liquidez, producción y precios interiores serán en líneas generales los mismos que se producen en ausencia de ese sistema. Y, a la inversa, no es probable que la expansión de la banca multinacional pueda tener por sí sola importantes consecuencias para la liquidez, producción e inflación de un país. En concreto, la expansión de la banca multinacional no puede tomarse como indicador de la creación de liquidez y, consiguientemente, de riesgo de inflación.

2. La extensión de la regulación protectora

Las restricciones que impone la regulación presentan un panorama diferente. La banca multinacional les ha restado claramente eficacia a esas restricciones, y continúa haciéndolo. Los tenedores de activos puede que no dejen oír su voz de forma directa, pero sin duda lo hacen a través de su dinero, y por lo general en contra de la regulación. El crecimiento de los mercados monetarios exteriores ha tendido a reducir la proporción de activos líquidos sujetos al seguro de depósitos norteamericano, del mismo modo que la aparición de los fondos de inversión del mercado monetario ha servido para acelerar este proceso (Mayer, 1982, pág. 29). En efecto, dadas unas condiciones de regulación constantes, ha disminuido la proporción de depósitos sujetos a techos de interés y a requisitos de fondo de reservas.

La cuestión está en si ese desgaste de la regulación es un fenómeno deseable o no. Para aportar cierta luz a la respuesta, aunque ésta sea imperfecta, es conveniente introducir una nueva subdivisión. Las restricciones regulatorias parecen tener dos objetivos. En parte, tienen como finalidad

proteger a los acreedores bancarios, en cuyo caso podemos calificarlas de «regulaciones protectoras». Son ejemplos evidentes de este tipo de normas los requisitos de liquidez, el seguro de depósitos y la exigencia de garantías patrimoniales. Hay otro tipo de regulación, de la que se espera que funcione como un instrumento de la política monetaria: hablaremos en ese caso de «regulaciones de política monetaria». Por eso, en los primeros años de la posguerra se llegó a considerar a los requisitos de un fondo de reservas, de manera generalizada (pero errónea), como instrumentos «clásicos» de la política monetaria.

Desde el punto de vista de nuestra tesis, el rasgo más significativo de la regulación protectora es el hecho de que quienes tienen que soportar su coste son también quienes gozan de un beneficio. Consideremos, por ejemplo, el caso del seguro de depósitos. Es un factor que indudablemente incrementa el coste de las operaciones bancarias, con lo que reduce el tipo de mercado de los depósitos. Sin embargo, como el coste del interés tiene como contrapartida la reducción del riesgo, la oferta de depósitos puede aumentar en vez de disminuir. De modo similar, la supervisión oficial de la liquidez bancaria, aunque quizás pueda reducir el interés sobre depósitos, puede sin embargo hacer más atractivo para los depositantes un sistema bancario. Si bien sería complicado calcular de modo exacto las pérdidas y ganancias, claramente no es correcto afirmar que los bancos sujetos a tales restricciones protectoras se encuentren necesariamente en una posición de desventaja.

El principal objetivo económico de la regulación protectora es evitar las crisis bancarias. Mas, en la medida en que las últimas tendencias, como apuntábamos anteriormente, han debilitado los efectos de esa regulación, es posible que hayan hecho al sistema financiero más vulnerable a las crisis (5). Ejemplifica este problema la necesidad de unas medidas de emergencia que, tomadas por el Fondo Monetario Interna-

cional, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos centrales y grupos de bancos comerciales, se anticipen a las consecuencias de los incumplimientos internacionales. Un importante punto a tener en cuenta a la hora de establecer una política bancaria puede ser, por tanto, el de la adaptación y extensión de la regulación protectora en busca de nuevas formas de préstamo y depósito. Y en la medida en que una regulación protectora bien diseñada es un servicio público que los gobiernos ofrecen tanto al sector bancario como a los ciudadanos, es de esperar una considerable presión en favor de dicho proceso.

3. El desmantelamiento competitivo de la regulación de política monetaria

En lo que atañe a la regulación al servicio de una política monetaria, las implicaciones de la banca multinacional son probablemente diferentes. Hay importantes razones para pensar que las fuerzas de la competencia internacional acabarán haciéndola cada vez más obsoleta (6). El motivo fundamental se halla en el carácter discriminatorio de esta regulación de política monetaria, carácter que se deriva del hecho de que los costes de la regulación no se equilibran mediante unos servicios útiles. Si determinados bancos se ven sujetos a requisitos de reservas mínimas, se reducirá la proporción que les corresponde en el total del sector bancario, al tiempo que otros intermediarios financieros experimentarán un crecimiento. Y si los bancos nacionales están sujetos a una regulación de este tipo, los intermediarios financieros tenderán a emigrar.

Una vez que se acepta este hecho, las naciones empiezan a competir, necesariamente, por el establecimiento de servicios financieros dentro de sus fronteras. En los primeros años de la posguerra, tras un cuarto de siglo de ruptura de los mercados financieros internacionales, se tendía a dar por sentada la naturaleza relativamente in-

móvil de la intermediación financiera. La gran lección de los últimos veinticinco años es que, por el contrario, posee una extraordinaria movilidad. Un impuesto indirecto puede impulsar o romper un mercado nacional de oro, y un sistema de retenciones fiscales en origen puede obstaculizar el desarrollo de un mercado monetario nacional, etc. Bajo la impresión de esta experiencia, creemos que la eliminación de las normas de regulación discriminatorias se utilizará cada vez más como un instrumento de la competencia internacional. Tenemos unos ejemplos muy reveladores en las recientes modificaciones de la legislación bancaria de los Estados Unidos, incluida la previsión legal de los Servicios Bancarios Internacionales (IBF). Otro ejemplo lo encontramos en las dudas del Parlamento suizo acerca de la elevación de los impuestos bancarios. Los países que pretendan resistirse a esta tendencia tendrán como castigo una contracción de su sector financiero.

Lógicamente, habrá intentos de llegar a acuerdos internacionales sobre esa regulación discriminatoria. A eso obedecen los intentos norteamericanos de obtener apoyo europeo para regular el mercado de eurodólares de forma coordinada. Considerando el carácter competitivo de la situación, sin embargo, esos intentos de construir «cárteles de regulación» no parecen excesivamente prometedores. Las naciones, reacias a matar la gallina de los huevos de oro, generalmente sólo se darán por satisfechas si consiguen aprovecharse del celo regulador de las demás.

En líneas generales, debemos alegrarnos de esta progresiva caída en desuso de la regulación discriminatoria. Hace ya tiempo que numerosos economistas se muestran de acuerdo en que los efectos que tienen los techos de interés sobre el reparto y distribución de los recursos son unos efectos negativos (Tobin, 1970, pág. 5), así como en que esos techos no son un instrumento útil o eficaz de la política monetaria (Friedman, 1970, pág. 32). Se acepta asimismo cada vez más que las exigencias legales de

reservas bancarias con el banco central ni son necesarias como instrumento de la política monetaria ni tampoco propician la creación de un sistema bancario eficaz, ya que equivalen a una especie de impuesto discriminatorio. Los impedimentos directos al arbitraje internacional sobre activos han brillado por su fracaso generalizado. En todas partes, el rápido desarrollo de la banca internacional ha contribuido a aumentar la eficacia de las economías implicadas. Una forma específica de esa contribución ha sido el progresivo socavamiento de una regulación deformadora, y, por lo tanto, ineficaz. Es de esperar que el desarrollo futuro de la banca multinacional traiga consigo nuevos progresos en esa línea.

VI. LA REVALUACION DE LOS OBJETIVOS MONETARIOS

El tercer grupo de problemas se refiere a la utilización de objetivos monetarios. Su común denominador es la mayor intercambiabilidad entre los diversos tipos de activos financieros, incluidos los monetarios. Hallamos implicaciones a diferentes niveles.

1. ¿Cambian las elasticidades con respecto al interés?

A un nivel, se ha sostenido que la reducción de los costes de transacción aumenta la elasticidad-interés de la demanda de dinero, con lo que la curva LM se hace más plana. Con ello aumentarían las fluctuaciones de producción derivadas de las alteraciones de la curva IS, pero se reducirían las que obedecen a alteraciones de la curva LM (Cagan, 1979). No estamos seguros de la importancia de este razonamiento, y ni siquiera tampoco de que sea correcto. Es cierto que una reducción de los costes de transacción en el caso de bonos reduce la demanda de dinero en cualquier nivel dado del rendimiento de los bonos. Como se señala en Mayer (1982), de ello no se

sigue necesariamente un aumento de la elasticidad-interés. Consideremos los conocidos modelos de *stocks* para la demanda de efectivo. Tanto en el caso de costes de transacción fijos como en el de variables, la elasticidad-interés es independiente de los costes de transacción, en el primer caso al nivel de $-1/2$ y en el segundo al de -2 . Por intuición, esto parece asimismo plausible para consideraciones más generales, pues es característico que los costes de transacción introduzcan un elemento de fricción en cuanto que hacen más lenta la adaptación a los cambios del interés; no está claro el motivo por el que debían influir de una forma determinada en la magnitud relativa de esa posible adaptación.

2. La desaparición de los objetivos intermedios

A otro nivel, la innovación financiera borra la distinción entre dinero y otros activos financieros. Tal distinción desempeña un importante papel en el enfoque de la política monetaria a través de objetivos intermedios. Aunque es probable que, originalmente, se adoptaran a causa de los especiales métodos decisorios del Sistema de la Reserva Federal, la defensa de M_1 como objetivo intermedio por parte de Milton Friedman hizo de este enfoque el sello característico del monetarismo estricto.

A lo largo de los cinco últimos años, las innovaciones financieras fueron haciendo cada vez más difícil el mantenimiento de M_1 como objetivo intermedio. Con los constantes desplazamientos de la estructura financiera y de las características de los activos financieros, cualquier perfil de M_1 cambiaba continuamente de significado económico. La demanda de todo aquello que se definía como dinero parecía igualmente sufrir un desplazamiento. Para compensar estos movimientos, la autoridad monetaria se vio obligada a reajustar con frecuencia sus series estadísticas. Creemos que ese es un juego en el que los bancos centrales no deben entrar. Los agregados monetarios

son valiosas fuentes de información siempre y cuando permanezcan constantes durante mucho tiempo, al menos durante décadas. Los continuos cambios para acomodarse a las necesidades percibidas por las autoridades monetarias reducen el valor informativo de las series y socavan la confianza en la propia política monetaria.

En la actualidad, por consiguiente, los bancos centrales parecen huir de la posibilidad de ascender a un determinado agregado monetario a la eminente categoría de objetivo intermedio. M_1 está en vías de ser relegado a la misma función de otros agregados, es decir, a la función de fuente de información potencialmente útil. Claro es que este desplazamiento metodológico no implica en sí mismo un desplazamiento de la esencia de la política monetaria. En concreto, ésta puede ser todo lo monetarista o antimonetarista que juzgue conveniente el banco central. El desplazamiento metodológico significa simplemente que tanto la actuación como las intenciones del banco central se expresarán cada vez más en términos del agregado que realmente controla, es decir, en términos de su base monetaria.

3. La caída en desuso de los multiplicadores bancarios

A un tercer nivel, las innovaciones financieras, incluida la banca multinacional, parecen traer amenazadores presagios para la eficacia de los requisitos de reservas bancarias (véase Cagan, 1979). Si los requisitos de reservas difieren para los distintos tipos de depósitos, los desplazamientos de fondos por efecto de innovaciones producen fluctuaciones en la oferta de dinero. Si los fondos pasan de depósitos e instituciones con un alto nivel de reservas exigidas a otros con un nivel inferior, o incluso con un nivel cero, el promedio de exigencia de reservas se rebaja y, por consiguiente, pierde eficacia como factor de estabilización.

Los razonamientos de este tipo consideran las consecuencias de la innovación fi-

nanciera en el contexto de la teoría tradicional del multiplicador del dinero. La validez de tales razonamientos es, en nuestra opinión, dudosa, pues la innovación financiera deja sin base a la pertinencia de la propia teoría tradicional del multiplicador. La gradual reducción de los costes de transacción, el desarrollo de los euromercados y de la banca multinacional, la relativa contracción de los segmentos regulados del sistema financiero y la gradual relajación de la regulación están perfeccionando progresivamente los mercados del crédito. A consecuencia de ello, el modelo del multiplicador, pensado para mercados imperfectos (Tobin, 1963), va siendo cada vez menos aplicable. Un buen paradigma de sistema de crédito sin multiplicadores es el mercado del eurodólar. Básicamente se trata de una red de distribución casi perfecta de depósitos a plazo fijo, en la que los bancos pueden confiar en tomar a préstamo o prestar fondos con cualquier vencimiento, en prácticamente el volumen que deseen y a un interés próximo al del mercado. Por consiguiente, los riesgos que aquí actúan no se refieren a las entradas y salidas de depósitos, sino a los tipos de interés sobre futuros; las reservas de liquidez no cuentan.

La realidad, por supuesto, no coincide tampoco perfectamente con este paradigma, pues sigue conservando rasgos del modelo tradicional. De hecho, cuando los mercados monetarios nacionales empezaron a adquirir rasgos del euromercado, en éste aparecieron rasgos de aquellos mercados nacionales. No obstante, nos atrevemos a inferir que el modelo del multiplicador tradicional ha dejado de ser una guía útil de la política monetaria. Puede que el desgaste de los requisitos de reservas no sea tan amenazador como muchas veces se apunta, y que deje de ser útil controlar las reservas bancarias.

Lo que los bancos centrales pueden y deben seguir controlando es la base monetaria, que se define como la suma de efectivo y reservas bancarias. En este importante aspecto, la innovación financiera v

la banca multinacional no han producido modificaciones significativas. Es imaginable que los bancos centrales, del mismo modo que proveen a los ciudadanos de moneda, empiecen a proveerlos de depósitos, por medio de un sistema central de transferencia electrónica. Es también imaginable que el atractivo de esos depósitos sea mayor si se paga un interés sobre ellos y si se les concede la categoría de dinero de curso legal. Nada de ello, sin embargo, afectaría esencialmente al funcionamiento de una política relativa a la base monetaria.

Si éste fuera un artículo de ciencia ficción, sería quizás interesante especular sobre la política monetaria de un mundo en el que la reducción de los costes de transacción hubiera eliminado la distinción entre dinero y activos no monetarios. Pero nuestro mundo está muy lejos de esa posibilidad, por lo que es preferible dejar su estudio, por el momento, a los teóricos puros.

NOTAS

(*) Título original: «Financial innovation, multinational banking, and monetary policy». Artículo publicado en el *Journal of Banking & Finance*, vol. 7, n.º 4, diciembre 1983. Traducción de Equipo de Traductores, S. A.

(1) En Walker (1978) aparecen datos de resultados experimentales sobre economías de escala en los sistemas electrónicos de transferencia de fondos.

(2) Para un panorama amplio de los problemas relacionados con esta cuestión, véase Hopton (1983).

(3) Grubel (1977) y Gray y Gray (1981) explican la aparición de los bancos multinacionales a la luz de una teoría de las empresas multinacionales. Niehans (1977) contiene un marco general para el análisis de las empresas multinacionales.

(4) Dornbusch (1982) se refiere asimismo a un artículo no publicado por Tobin (1978), que, sin embargo, no hemos podido consultar.

(5) Esto ha sido subrayado por Guttentag y Herring (1980).

(6) Se defiende con fuerza esta tesis en el excelente artículo de Giddy y Allen (1979).

REFERENCIAS

- BRANSON, W. H., 1968, *Financial capital flows in the U.S. balance of payments*, North-Holland, Amsterdam.
- 1970, «Monetary policy and the new view of international capital movements», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, págs. 235-270.
- CAGAN, P., 1979, «Financial developments and the erosion of monetary control», en W. Fellner, ed., *Contemporary economic problems*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC, págs. 117-151.
- DORNBUSCH, R., 1982, «Flexible exchange rates and interdependence», *Working paper*, n.º 1.035, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- DUFEEY, G., e I. H. GIDDY, 1981, «Innovation in the international financial markets», *Journal of International Business Studies*, 12, n.º 2, págs. 33-51.
- FRIEDMAN, M., 1970, «Controls on interest rates paid by banks», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2, número 1, págs. 15-32.
- GIDDY, I. H., y D. L. ALLEN, 1979, «International competition in bank regulation», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32, n.º 130, págs. 311-326.
- GRAY, J. M., y H. P. GRAY, 1981, «The multinational bank: A financial MNC?», *Journal of Banking and Finance*, 5, n.º 1, págs. 33-63.
- GRUBEL, H. G., 1977, «A theory of multinational banking», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 30, Número 123 págs. 349-364.
- GUTTENTAG, J., y R. HERRING, 1980, «Financial disorder and eurocurrency markets», en *Bank structure and competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, IL, págs. 43-59.
- HOPTON, D., 1983, *Payment systems — A case for consensus*, Banking for International Settlements, Basel.
- KEYNES, J. M., 1923, *A tract on monetary reform*, Macmillan, Londres.
- KINDLEBERGER, C. P., 1974, «The formation of financial centers: A study in comparative economic history», *Princeton Studies in International Finance*, n.º 36.
- LIVIATAN, N., 1983, «Anti-inflationary monetary policy and the capital import tax», manuscrito no publicado, Hebrew University, Jerusalén.
- MAYER, T., 1982, «Financial innovation — the conflict between micro and macro optimally», *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 72, n.º 2, págs. 29-34.
- MEADE, J. E., 1951, *The balance of payments*, Oxford University Press, Londres.
- MODIGLIANI, F., 1973, «International capital movements, fixed parities, and monetary and fiscal policies», en: J. Bhagwati and R. S. Eckaus, eds., *Development and planning (Essays in honor of Paul Rosenstein Rodan)*, MIT Press, Cambridge, MA, págs. 239-253.
- NIEHANS, J., 1977, «Benefits of multinational firms for a small parent economy: The case of Switzerland», en: T. Agmon and C. P. Kindleberger, eds., *Multinationals from small countries*, MIT Press, Cambridge, MA, páginas 1-39.
- SPRAOS, J., 1953, «The theory of forward exchange and recent practice», *Manchester School*, 21, págs. 87-117.
- TOBIN, J., 1963, «Commercial banks as creators of "money"», en: D. Carson, ed., *Banking and monetary studies*, Richard D. Irwin, Homewood, IL, págs. 408-419.
- 1969, «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, n.º 1, págs. 15-29.
- 1970, «Deposit interest ceilings as a monetary control», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2, n.º 1, págs. 4-14.
- 1978, «A proposal for international monetary reform», Manuscrito no publicado, Cowles Commission, Yale University.
- TSIANG, S. C., 1959, «The theory of forward exchange and effects of government intervention on the forward exchange market», *International Monetary Fund Staff Papers*, 7, págs. 75-106.
- WALKER, D. A., 1978, «Economies of scale in electronic funds transfer systems», *Journal of Banking and Finance*, 2, n.º 1, págs. 65-78.