

Los ilusionistas y sus conejos

DR. FRITZ MACHLUP

La mayoría de los ilusionistas que extraen conejos de sus sombreros saben muy bien lo que ponen en ellos antes de empezar el espectáculo. Empero, los ilusionistas de la historia de la vida real que aquí se narra son más ingenuos: se muestran tan sorprendidos como los espectadores cuando los conejos empiezan a salir del sombrero. A menudo suelen también tener muy poca conciencia de la notoria propensión de los conejos a multiplicarse. Incluso muchos de los ilusionistas no comprenden la responsabilidad que les corresponde en la alta tasa de fertilidad de los conejos.

Los ilusionistas a que me refiero son banqueros de dos clases: banqueros comerciales y banqueros centrales; los conejos son también de dos especies: obligaciones por depósitos en dólares de los bancos comerciales y reservas en divisas de los bancos centrales. Estos ilusionistas han estado presentando su espectáculo en Europa, en lugares tales como Londres, Francfort, París, Zurich, Basilea y varias otras ciudades en las que los banqueros reciben y colocan fondos en eurodólares.

El multiplicador de los conejos se ha puesto de relieve en el impresionante crecimiento de dos series estadísticas. La primera de ellas muestra que las obligaciones por depósitos en dólares

de no residentes, en bancos situados en ocho países europeos, aumentaron de 9 700 millones de dólares en diciembre de 1964 a 46 100 millones en diciembre de 1969, con una tasa de incremento anual de 37%. La segunda serie, de menor extensión temporal pero de crecimiento no menos impresionante, muestra que las tendencias de divisas de los bancos centrales de diez países industriales de Europa continental se elevaron de 8 100 millones de dólares en marzo de 1970 a 20 000 millones a finales de marzo de 1971, es decir, en 149% en un solo año. El mayor incremento en las reservas oficiales en dólares ocurrió en Alemania, cuyo banco central vio aumentar sus tenencias de dólares de 2 800 millones a finales de marzo de 1970 a 10 400 millones a finales del mismo mes de 1971, es decir, un aumento de 276% en sólo 12 meses.

Me propongo examinar estos espectaculares incrementos: primero el de los depósitos en dólares en los bancos comerciales europeos y en seguida el de las reservas en dólares de los bancos centrales de Europa.

La oportunidad de este examen ha sido puesta de relieve por los acontecimientos de las recientes semanas, a saber: el enorme volumen de liquidez del mercado de eurodólares, con abundantes saldos de depósitos en dólares disponibles para movimientos especulativos, ha sido considerado como la principal fuente de fondos para comprar marcos alemanes y otras monedas europeas; de esta suerte, la elástica oferta de eurodólares en los mercados monetarios ha alimentado la oferta excesiva de dólares en los mercados cambiarios, requiriendo que los bancos centrales, obligados a mantener los valores de paridad, compren grandes montos de dólares con sus propias monedas y, por lo tanto,

Nota: Este artículo apareció originalmente con el título de "The Magicians and Their Rabbits", *The Morgan Guaranty Survey*, boletín mensual de la Morgan Guaranty Trust Company of New York, Nueva York, mayo de 1971. Su autor es profesor Walker de economía y finanzas internacionales en la Universidad de Princeton y ha sido presidente de la Southern Economic Association, la American Economic Association y la American Association of University Professors.

agraven la inflación de sus ofertas monetarias locales; finalmente, el fantástico incremento de las reservas en dólares durante 1970 ha provocado que los bancos centrales, especialmente el Deutsche Bundesbank, se muestren cada vez más renuentes a admitir el creciente influjo de dólares. De este modo, la historia del inmenso crecimiento tanto de los eurodólares en manos de individuos y empresas, como de las reservas en dólares en manos de las autoridades monetarias, es asunto del más inmediato interés.

DEPOSITOS DE EURODOLARES

Para continuar con la metáfora, podría decirse que las tasas de fertilidad más altas se observan en ciertas especies de conejos *extranjeros*, de las cuales es muy poco lo que se sabe. Los hábitos multiplicadores de los conejos *nacionales*, tales como las obligaciones por depósitos en moneda nacional de los bancos locales, han sido estudiadas por muchos años, y la mayoría de los banqueros comerciales conocen perfectamente bien todo lo relacionado con la multiplicación del crédito.

Los banqueros como hacedores de dinero

A pesar de todo, algunos banqueros han mantenido, en lo profundo de sus corazones, inquietantes dudas acerca de su propio papel en la creación de depósitos adicionales. Después de todo, ellos pierden reservas siempre que conceden créditos y son muy cuidadosos para no otorgar créditos a menos que puedan permitirse la reducción de reservas. Sin embargo, como lectores del *Federal Reserve Bulletin*, saben que no puede haber duda acerca de la forma en que opera el proceso de causalidad: en tanto que el banquero individual puede conceder préstamos debido a que ha recibido depósitos, el conjunto de los banqueros cuenta con un volumen mayor de depósitos debido al incremento neto de los saldos de crédito. Aunque alguna parte de este incremento se origina en la creación de obligaciones del Sistema de la Reserva Federal (reservas de los bancos comerciales) a través de la operación de los bancos de la Reserva Federal, un múltiplo de este monto se origina en la concesión de crédito por parte de los bancos comerciales mismos.

La creación de eurodólares —obligaciones por depósitos en dólares de bancos situados en Europa—¹ parece ser historia distinta y, en cierta medida, lo es. Ciertamente no todos estos depósitos han sido creados mediante concesiones de crédito de bancos europeos, y nadie sabe cuántos de estos dólares han venido de Estados Unidos y de otros países fuera de la "Europa financiera", y cuántos han sido creados dentro de los 8 países que integran la Europa financiera (Reino Unido, Suiza, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Bélgica y Suecia). Algunos de los más connotados teóricos monetarios han dicho que la mayor parte de los eurodólares han sido creados en Europa, en tanto que algunos de los más puntuales observadores del mercado de euro-

dólares sostienen que todos los eurodólares, salvo una fracción mínima, deben de haber sido importados. El problema con los observadores puntuales es que a veces pierden la perspectiva y el problema con los teóricos destacados es que algunos de ellos son demasiado propensos a generalizar excesivamente. Pero si una opinión autorizada mantiene que quizá entre el 80 y el 90 por ciento de los eurodólares existentes fueron creados en Europa, mediante la concesión de nuevos créditos bancarios, mientras que otra opinión autorizada estima que la cifra correcta se sitúa entre 3 y 5 por ciento, llegar a la conclusión de que la verdad se encuentra en algún punto intermedio no sirve en realidad de mucho. Yo no estoy en posición de ofrecer alguna estimación numérica precisa, pero no descartaría la posibilidad de que la mitad o más de la existencia total de eurodólares sea resultado de las actividades crediticias de los bancos establecidos en Europa.

Dólares importados, convertidos o creados

Para llegar a un juicio de esta naturaleza, es preciso pasar revista a todos los pasos del "acto de creación". Existen tres formas por las cuales pueden aparecer depósitos en dólares en un banco europeo: pueden haber sido importados desde el exterior (valga la redundancia), pueden haber sido convertidos a dólares mediante la venta de moneda local, o pueden haber sido creados a través de préstamos e inversiones en dólares de los bancos europeos mismos. Los "importadores" y los "cambistas" se convierten en tenedores de depósitos en dólares únicamente como resultado de sus propias acciones, pues los primeros han transferido saldos en dólares de bancos situados fuera de la Europa financiera a bancos situados dentro de ella, y los segundos han usado sus saldos en monedas europeas para la adquisición de saldos en dólares en un banco de otro país dentro de la Europa financiera.² Los tenedores de saldos en eurodólares derivados de la propia creación de crédito de los eurobancos, sólo en muy pequeña medida serán los prestatarios (o vendedores de valores) mismos (en tanto mantienen una proporción del crédito a guisa de saldo compensador), pero en su mayor parte serán personas —individuos o empresas, europeos o no— que han recibido pagos en dólares de los prestatarios de eurodólares o de otros que a su vez los han recibido (directa o indirectamente) de los prestatarios.

Ningún prestatario de eurodólares puede saber si los que ha recibido del prestamista son dólares importados, dólares convertidos o dólares de nueva creación. Del mismo modo, ningún banco que otorga un crédito en eurodólares puede saber qué clase de dólares está prestando, desde el punto de vista del sistema en su conjunto, dado que en todos los casos "presta" "dólares en efectivo" que ha recibido de sus depositantes. De esta suerte sólo para el conjunto de todos los bancos puede hablarse de creación de dólares adicionales, en el sentido de que los nuevos préstamos e inversiones en dólares de los bancos como grupo no han dado lugar a una reducción del total de dólares en efectivo que el conjunto de bancos mantiene en bancos de Estados Unidos. Dado que la recepción de dólares en efectivo, la concesión de préstamos en dólares y la subsecuente reducción del efectivo en dólares ocurren al mismo tiempo, no hay oportunidad alguna, en un sistema abierto, de medir o estimar directamente, con base en los datos de los balances, el grado de creación de dólares por medio del crédito. Probablemente haya una

1 Se ha hecho costumbre dar el nombre de eurodólar a los depósitos en dólares situados en muchas plazas no europeas, como Toronto, Singapur, Hong Kong, Río de Janeiro, etc., que de este modo se convierten en eurodólares honorarios. Es cierto que se aplican los mismos principios a todos estos saldos denominados en dólares norteamericanos pero en posesión de bancos de fuera de Estados Unidos, aunque esto no justifica, en mi opinión, la implícita extensión del concepto "Europa" para referirlo a todo el mundo fuera de Estados Unidos. Yo prefiero atenerme al significado estricto de las palabras. Aún más, las estadísticas de los movimientos de eurodólares publicadas por el Banco de Pagos Internacionales, de Basilea, se limitan a los bancos de 8 países europeos. Las obligaciones por depósitos en dólares en bancos de cualquier otra parte del mundo fuera de Estados Unidos pueden llamarse dólares externos, dólares gitanos o dólares expatriados, pero no eurodólares a menos de que sean eurodólares.

2 Si los dólares importados provienen de saldos en dólares existentes fuera de la Europa financiera, y los dólares convertidos provienen de saldos en moneda local existentes de la Europa financiera, pueden dejarse de contabilizar los dólares convertidos de saldos en monedas locales fuera de la Europa financiera e importados a ésta. En un análisis de la creación de eurodólares resulta más conveniente tratar como dólares importados a estas importaciones de saldos en dólares convertidos de monedas no europeas.

posibilidad un poco mayor de estimar los montos importados del exterior y los montos convertidos de saldos en moneda local existentes dentro de la Europa financiera. De este modo, puede intentarse tal estimación y, con base en ella, suponer que todos los eurodólares que no pueden atribuirse a importaciones o conversiones han sido "hechos en Europa".

Diversos tipos de activos en dólares

Son varias las clases de activos en dólares mantenidos por bancos en Europa. La primera gran categoría se integra por los saldos acreedores frente a bancos y otros deudores de Estados Unidos. En esta categoría se encuentran: *a)* los saldos de los depósitos a la vista en bancos comerciales de Nueva York, Chicago y otros centros financieros de Estados Unidos; *b)* los depósitos a plazo en bancos comerciales de Estados Unidos; *c)* los saldos acreedores no derivados de depósitos frente a (préstamos *a)* bancos comerciales de Estados Unidos; *d)* saldos acreedores frente a (préstamos *a)* deudores no bancarios en Estados Unidos; *e)* títulos de deuda del gobierno norteamericano; *f)* títulos de deuda emitidos por otras entidades públicas o privadas de Estados Unidos, y *g)* capital accionario de empresas de Estados Unidos.

La segunda categoría de activos en dólares mantenidos por bancos de la Europa financiera se integra por los saldos acreedores frente a bancos y otros deudores que no están situados ni en Estados Unidos ni en la Europa financiera. Estos activos son, por lo general, de las mismas clases que los que se han señalado para la primera categoría, aunque, desde luego, para nuestro análisis un saldo de depósito a la vista denominado en dólares es muy distinto si se mantiene frente a un banco de Hong Kong que frente a un banco de Nueva York.

Finalmente, en una tercera categoría se incluirían los saldos acreedores en dólares frente a bancos y otros deudores dentro de la Europa financiera. Entre éstos se encuentran: *a)* saldos de depósitos a la vista en bancos de Londres, Zurich, Basilea, París, Francfort y otros centros financieros de Europa; *b)* saldos de depósitos a plazo en bancos de Europa; *c)* saldos acreedores no derivados de depósitos frente a (préstamos *a)* bancos en Europa; *d)* saldos acreedores frente a (préstamos *a)* deudores no bancarios en Europa, y *e)* títulos de deuda denominados en dólares y emitidos por entidades públicas o privadas de Europa.

De todos estos activos en dólares, los únicos que pueden considerarse como "importados" a la Europa financiera, bien sea mediante compra o mediante la recepción de depósitos, son los saldos de depósitos a la vista con bancos comerciales en Nueva York o en otros centros financieros norteamericanos. Si éstos han sido adquiridos mediante *compra*, esta operación no crea obligaciones por depósitos en dólares para los bancos. Lo anterior se debe a que, si la compra se realiza a cuenta de los clientes, los bancos la pagan en moneda local, es decir, crean obligaciones por depósitos denominados en su propia moneda, y si la compra es a cuenta de su banco central, el banco paga mediante una reducción en sus saldos de reserva en su banco central. *En ninguno de estos casos aumenta el monto de eurodólares con motivo de la compra.* Un incremento en el monto de eurodólares —que, para repetir, son obligaciones por depósitos en dólares de bancos situados en la Europa financiera— sólo puede ser resultado de *transacciones subsecuentes*.

Si los saldos de depósitos a la vista con bancos comerciales de Estados Unidos han sido adquiridos a través de la *recepción de depósitos en dólares* de los clientes, entonces aumenta el monto de las obligaciones por depósitos en dólares de los ban-

cos europeos. Puede *aumentar aún más* como resultado de las concesiones de crédito y de las inversiones en dólares de estos bancos en la medida en que transforman saldos de depósitos a la vista en bancos de Estados Unidos, en activos en dólares que rinden interés. Pero el que esto conduzca de hecho a un nuevo incremento en las obligaciones por depósitos dependerá del uso que se haga de los dólares prestados o invertidos. Algunos usos provocarán la reducción de los saldos de efectivo en dólares de los bancos. Otros usos conducirán a nuevos depósitos, y en estos casos se evitará la pérdida de efectivo en dólares y, en cambio, se elevarán las obligaciones por depósitos en dólares.

La probabilidad de nuevos depósitos

Cada una de las tres categorías básicas de activos en dólares mantenidos por bancos europeos tiene un grado diferente de probabilidad de resultar en una pérdida de activos en efectivo en lugar de en un nuevo aumento de las obligaciones por depósitos. La probabilidad de pérdida de efectivo en dólares es mayor en el caso de préstamos a residentes de Estados Unidos o de inversiones en ese país. Es más probable que los residentes norteamericanos utilicen los dólares para pagos dentro de Estados Unidos. Cuando actúan así no se cancela el incremento original de eurodólares ocasionado por la recepción, por parte del banco europeo, de depósitos en dólares de un cliente. Únicamente cambia su cartera de activos en dólares debido a que un saldo de depósito a la vista con un banco norteamericano es cambiado por otra clase de saldo acreedor en dólares frente a un residente de Estados Unidos.

Los activos de la segunda categoría —saldos acreedores en dólares frente a entidades que no se encuentran ni en Estados Unidos ni en la Europa financiera— tienen una menor probabilidad de dar lugar a pérdida de activos en efectivo. Los dólares prestados o invertidos bien pueden ser usados para pagos a empresas o individuos que vuelvan a depositar los dólares en bancos europeos. Al menos, la probabilidad de que esto ocurra es algo mayor que en el caso de prestatarios o emisores de valores en Estados Unidos.

La probabilidad de que se efectúen nuevos depósitos en bancos europeos es todavía mayor en la tercera categoría de activos en dólares: los saldos acreedores frente a entidades situadas en la Europa financiera. En la medida en que los receptores de dólares vuelvan a depositarlos en Europa, los activos líquidos en dólares —es decir, los saldos de depósitos a la vista con bancos norteamericanos— permanecen en los bancos europeos y sus obligaciones por depósitos en dólares se incrementan más allá de los montos originados en los depósitos primarios. Esto explica la "creación múltiple" de eurodólares por los bancos europeos.

Los datos de los balances no son ilustrativos

El monto de los saldos por depósitos a la vista que los bancos europeos tengan, en un momento dado, en bancos de Estados Unidos, no refleja, desafortunadamente, la magnitud de la corriente de dólares de Estados Unidos a la Europa financiera en un lapso determinado, dado que los saldos en dólares adquiridos pueden haber sido transformados en otros activos en dólares y los prestatarios (o emisores de valores) pueden haber usado los dólares para pagos a residentes de Estados Unidos (o a otros que no efectúen nuevos depósitos en bancos de la Europa financiera). Esto puede ejemplificarse con gran simplicidad.

Supóngase que 10 000 millones de dólares en fondos a cor-

to plazo son cambiados de depósitos en bancos norteamericanos a depósitos en eurobancos y que estos últimos utilizan casi todo (95%) el efectivo en dólares así obtenido, para conceder préstamos en dólares a prestatarios que utilizan los fondos que se les prestan para hacer pagos a individuos o empresas en Estados Unidos. En estas condiciones, los eurobancos sólo se quedarían con el 5% (500 millones de dólares) de la entrada original de dólares en calidad de activos en efectivo, frente a 10 000 millones de dólares de sus obligaciones por depósitos en dólares. Todos estos 10 000 millones son el resultado de depósitos primarios y no puede decirse que ninguno de ellos sea resultado de la creación de crédito,³ aunque equivalen a veinte veces el monto restante de saldos en efectivo en dólares de los eurobancos.

Si se modifica uno de los supuestos: de suerte que con la misma entrada de 10 000 millones de dólares a los eurobancos y los mismos nuevos préstamos en dólares por 9 500 millones, se suponga que todos los prestatarios usan los dólares obtenidos para hacer pagos a individuos o empresas que mantienen sus saldos en eurobancos; en este caso, estos bancos conservan la totalidad de los 10 000 millones de dólares en saldos en efectivo con bancos norteamericanos y obtienen otros 9 500 millones de dólares en otros activos en dólares (préstamos), con lo que sus obligaciones por depósitos en dólares se han incrementado en 19 500 millones de dólares, es decir, 1.95 veces sus saldos en efectivo en dólares. En este punto, antes de que incrementen aún más sus préstamos en dólares —cosa que tendrán que hacer dado que no pueden permitirse mantener montos tan grandes de depósitos a la vista con bancos de Estados Unidos— alrededor de la mitad del incremento total de eurodólares puede atribuirse a la entrada original de dólares procedentes de Estados Unidos y la otra mitad a la creación de crédito por los eurobancos.

Los bancos no advertirían diferencia alguna en su comportamiento en cada uno de estos casos. Cada banco, considerado aisladamente, redujo sus saldos en efectivo en dólares en la medida en que otorgó créditos en esa moneda, y cada banco, también considerado aisladamente, obtuvo saldos en efectivo en dólares en la medida en que recibió depósitos en esa moneda, aunque no podría precisar si esos depósitos eran resultado de nuevas entradas desde Estados Unidos o de préstamos en dólares hechos por bancos europeos. Un economista podría preguntarse a sí mismo si los "nuevos" depósitos por 9 500 millones de dólares habrían sido recibidos por los bancos europeos si estos bancos no hubieran hecho préstamos en dólares por ese monto; pero no podría razonablemente esperar que la respuesta congruente a esta cuestión fuera proporcionada por los *banqueros participantes*. Estos no podrían conocer la respuesta, dado que no podrían rastrear exactamente qué corrientes de fondos han permitido a cada uno de sus clientes hacer los nuevos depósitos en dólares. El hecho de que los préstamos de sus bancos den lugar o no a la creación de eurodólares adicionales, depende de las decisiones de los prestatarios o de los individuos o empresas que subsecuentemente reciben los fondos prestados. Los bancos "habrán creado" eurodólares en la medida en que los receptores de los dólares prestados los "hayan depositado de nuevo" en bancos europeos.

³ Considerando en conjunto a los bancos europeos y norteamericanos, se observaría un incremento neto de sus obligaciones totales por depósitos en dólares frente a entidades no bancarias por un monto de 9 500 millones de dólares, dado que las obligaciones frente a depositantes no bancarios de los bancos en Estados Unidos han declinado en sólo 500 millones y los depósitos en eurodólares han aumentado en 10 000 millones. Este incremento neto es análogo a lo que ocurriría dentro de Estados Unidos si se transfirieran saldos de bancos afiliados al Sistema de la Reserva Federal a bancos no afiliados y estos últimos extendieran créditos casi por el monto total de los depósitos primarios recibidos.

Estimación de las conversiones dentro de la Europa financiera

Trataremos ahora de obtener una idea más afinada del crecimiento de los depósitos en eurodólares a través de la conversión de depósitos en otras monedas de residentes europeos. En la mayoría de los países europeos, tales conversiones fueron, a veces o casi siempre, bastante atractivas para los tenedores de depósitos bancarios, en parte debido a que podían obtenerse tasas de interés más altas en el mercado de eurodólares que por los saldos en monedas locales mantenidos en bancos locales, y en parte porque los costos de las transacciones y los riesgos de convertibilidad resultaban menores para los depósitos en euromonedas.

Las conversiones de saldos mantenidos en alguna moneda europea, por ejemplo la lira italiana, a saldos en dólares en bancos del exterior, por ejemplo en Londres, reducen las obligaciones por depósitos en liras de los bancos italianos e incrementan la demanda de dólares (y la oferta de liras) en los mercados de divisas. Si no ocurre alguna otra cosa al mismo tiempo, los balances de los bancos reflejarían claramente las transacciones. Los bancos italianos quedarían con menos obligaciones por depósitos en liras y saldos de reserva igualmente reducidos con la Banca d'Italia; la Banca d'Italia tendría menos reservas en dólares y menores obligaciones por billetes en circulación o depósitos de los bancos comerciales; los bancos de Londres tendrían mayores obligaciones por depósitos en dólares frente a no residentes (eurodólares) y mayores saldos en dólares en Estados Unidos, que procederían a transformar en préstamos e inversiones en dólares. La indicación más clara de la conversión se encontraría en la reducción de las reservas de divisas del banco central italiano y las reducciones en los saldos de reserva en liras y de obligaciones por depósitos en liras de los bancos comerciales italianos, reducciones que coincidirían con el incremento en los depósitos de eurodólares en Londres. En la realidad, sin embargo, millones de otras transacciones tienen lugar simultáneamente y los balances de los bancos sólo reflejan el efecto neto de todas ellas.

Aparte de que los efectos de las transacciones simultáneas ocultan por completo los efectos de la conversión, es muy probable que las consecuencias mismas de la colocación de los dólares convertidos borren, después de algún tiempo, todo rastro de la conversión. Los préstamos en dólares que el banco londinense del ejemplo anterior estaba a punto de conceder después de recibir los depósitos en dólares desde Italia, darían lugar a pagos por los prestatarios y subsecuentes receptores; en tanto que algunos de los receptores harían nuevos depósitos en cuentas en dólares en bancos europeos, otros necesitarían monedas locales, quizá liras italianas, y venderían los dólares. Esta reconversión de dólares a liras no extinguiría los depósitos de eurodólares en Londres, sino que restablecería las obligaciones por depósitos en liras de los bancos italianos y sus saldos de reserva en liras, e incrementaría las reservas de divisas de la Banca d'Italia. De esta suerte, los renglones de los balances de los bancos que servirían de indicadores no podrían indicar nada después de unas cuantas vueltas de la circulación del dinero.

No se dispone de ningún indicio estadístico para una estimación confiable, o incluso burda, del monto de eurodólares que pueden haberse creado a través de la conversión de monedas locales.

Estimación de las entradas a la Europa financiera

Los intentos de estimar la magnitud de las entradas de dólares a la Europa financiera, provenientes de cuentas en bancos del ex-

terior, han tenido más éxito que los relacionados con la magnitud de las conversiones mencionadas en el apartado anterior. Quizá podríamos observar el incremento de los depósitos de eurodólares a través de cortos períodos específicos y preguntarnos si esas entradas de dólares provenientes del exterior durante dichos períodos podrían haber alcanzado la magnitud observada. Por ejemplo: a lo largo de los doce meses que van del 1 de enero al 31 de diciembre de 1969, el monto de eurodólares pasó de 26 900 millones a 46 100 millones, con incremento de 19 200 millones o 73%. ¿Podría alguien proporcionar algún indicio sobre entradas primarias de dólares de tal magnitud?

Se han propuesto tres hipótesis para explicar las "entradas de dólares": que los dólares provienen del *déficit de balanza de pagos* de Estados Unidos; que provienen de las *salidas netas de fondos de capital* (a corto y largo plazo) provenientes de Estados Unidos, y que se originan en las *salidas brutas de fondos de capital* desde Estados Unidos. La primera hipótesis es evidentemente absurda. Para comprobarlo basta con comparar la balanza de pagos de 1969 —que arroja un déficit de 7 000 millones de dólares en términos de liquidez y un superávit de 2 700 millones sobre la base de las transacciones oficiales— con el incremento de 19 200 millones en los depósitos de eurodólares en 1969. Pero la idea también es absurda en el terreno de la lógica. Supóngase que el déficit se deba a grandes importaciones norteamericanas de bienes provenientes de Europa; los exportadores usarían sus ingresos para hacer frente a sus gastos, lo mismo en moneda local que en dólares, y no podrían mantener los dólares depositados en bancos de Europa. Si, por otro lado, el déficit se debe a la magnitud de los préstamos y la inversión norteamericana en Europa, nos estaríamos ya refiriendo a la segunda o tercera hipótesis.

Los números desmienten también la segunda hipótesis: la salida neta de capital privado, a corto y largo plazo, no fue superior a 1 300 millones de dólares; si agregamos "errores y omisiones" con un monto de 2 800 millones obtenemos un total de 4 100 millones —de ninguna forma comparable con el incremento de 19 200 millones de los eurodólares en 1969. Además, sería absurdo pensar que los 4 100 millones fueron sólo a Europa.

Junto a las salidas de capital desde Estados Unidos, también se deben tener en cuenta los movimientos de dólares hacia la Europa financiera que no provienen de Estados Unidos. Se tiene información sobre tales corrientes que provienen de Canadá, pero no de países latinoamericanos o asiáticos. Sin embargo, es evidentemente imposible concebir una corriente neta de dólares desde tales áreas "externas" hacia los bancos europeos, de tal magnitud que permitiera explicar el incremento de 19 000 millones de eurodólares en 1969. *De cualquier forma debemos rechazar la hipótesis de que la corriente neta sea la variable más importante en este contexto.* La razón es que cualquier corriente de fondos que regresara de Europa hacia Estados Unidos y las áreas "externas" reduciría la corriente neta, pero dejaría sin disminución alguna los depósitos en eurodólares resultantes de la corriente inicial hacia Europa.

Las salidas *brutas* de fondos desde Estados Unidos y otros países hacia la Europa financiera son una posible fuente de eurodólares. Desafortunadamente, no disponemos de estadísticas sobre las corrientes brutas. Dado que todos los registros informan sobre los saldos de activos y obligaciones en ciertas fechas, no se tiene conocimiento de las transacciones realizadas entre esas fechas. Además, ciertos movimientos de fondos no quedarían explícitamente incluidos aun cuando se hubiera contado

con reportes diarios. Por ejemplo, si los extranjeros transfieren sus depósitos de bancos norteamericanos a bancos europeos, los últimos se convertirían en acreedores de los bancos norteamericanos pero el total de obligaciones líquidas con extranjeros no cambiaría. Sin embargo, el total de depósitos de eurodólares se incrementaría y lo atribuiríamos a una entrada bruta proveniente de Estados Unidos.

Así, aunque la tercera hipótesis, según la cual *las entradas brutas de fondos de capital a Europa han podido ser una fuente real de depósitos primarios en eurobancos, es lógicamente la única sostenible, la falta de información estadística sobre tales entradas brutas vuelve prácticamente imposible toda prueba empírica.* Se requiere de "empirismo casual" —básandose en las simples impresiones— para llegar a cualquier cosa parecida a una estimación numérica del monto real de eurodólares provenientes de entradas de saldos en dólares del exterior a bancos en la Europa financiera. Los indicios disponibles se refieren a la parte de los movimientos totales de capital que no han tenido relación alguna con el mercado de eurodólares —probablemente reducido durante el período anterior a 1967 y que ha registrado aumentos únicamente en 1968 y 1969—; a la relación entre entradas y salidas de fondos de capital —que posiblemente fue bastante baja con anterioridad a 1968—, y a la relación entre las corrientes brutas y las corrientes netas, especialmente en lo que se refiere a las corrientes brutas que pasaron a través del mercado de eurodólares. Con base en tales indicios, se podría llegar a ciertas estimaciones —a pesar de lo que se ha dicho anteriormente— empezando con las estadísticas disponibles sobre las corrientes netas de capital.

Para el período que va de diciembre de 1964 a diciembre de 1969 el aumento en los depósitos de eurodólares fue superior a 36 000 millones de dólares. Durante dicho período, las salidas netas de capital privado de Estados Unidos hacia el resto del mundo fueron de 700 millones de dólares de fondos a corto plazo; 7 500 millones de fondos a largo plazo y 5 500 millones de transacciones no registradas (errores y omisiones), es decir, un total de 13 700 millones de dólares. Si de esta suma se restaran todas las corrientes que no fueron hacia Europa y todas las que nada tienen que ver con el mercado de eurodólares, y posteriormente se agregara una generosa estimación de las corrientes hacia Europa provenientes de otros países, excluyendo a Estados Unidos, el resultado difícilmente llegaría al 50% del incremento de los depósitos en eurodólares. De acuerdo con esta forma de razonamiento se deduciría que probablemente más de la mitad de todos los eurodólares que existen actualmente han sido "hechos en Europa".

RESERVAS OFICIALES DE DOLARES

Afirmar que una gran parte de los depósitos en dólares en bancos comerciales europeos ha sido creada por estos mismos bancos, podría sorprender a muchos banqueros comerciales; empero, asegurar que una parte de las reservas oficiales en dólares de los bancos centrales europeos ha sido creada por estos mismos bancos, dejaría estupefacta a la mayor parte de los banqueros centrales. Estos se han venido quejando por las corrientes de dólares que estaban inundando sus carteras de reserva; han presentado serios cargos contra Estados Unidos por permitir el creciente déficit de su balanza de pagos, y han censurado abiertamente a Estados Unidos por exportar su inflación interna a los países de Europa. ¡Qué embarazoso resulta para los banqueros centrales percatarse de que una parte no despreciable del incremento de las reservas de divisas de Europa en el último año, y probablemente con anterioridad, ha sido resultado de las actividades crediticias de los mismos bancos centrales!

Cherchez la différence

¿Qué condujo al descubrimiento o dio el indicio que lo permitió? Empezó con el comportamiento de una partida en las estadísticas de "liquidez internacional" publicadas mensualmente por el Fondo Monetario Internacional. La partida es la "diferencia" entre la suma de las tenencias de divisas de varias autoridades monetarias nacionales, por una parte, y la suma de las obligaciones líquidas ante acreedores oficiales extranjeros de Estados Unidos y del Reino Unido, por la otra. Antes de 1966, esta diferencia era por lo general inferior a 1 000 millones de dólares y se explicaba por el hecho de que algunos países mantengan tenencias de otras monedas, tales como francos franceses y suizos o marcos alemanes, a la vez que dólares norteamericanos y libras esterlinas.

Cuando en diciembre de 1966 la diferencia ascendió a 2 400 millones de dólares, todavía se podía dar una explicación sencilla: el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y la Tesorería de Estados Unidos poseían monedas extranjeras bajo convenios *swap* a corto plazo con otros bancos centrales. En diciembre de 1968, la diferencia había alcanzado la suma de 4 400 millones de dólares, pero se podía seguir pensando en varias razones plausibles, como, por ejemplo, la de que algunos bancos centrales mantengan tenencias crecientes de marcos alemanes. En junio de 1969, sin embargo, la diferencia pasó a 7 300 millones de dólares y en septiembre de este mismo año, a 8 100 millones. La discrepancia se volvía cada vez más difícil de explicar y crecía la sospecha de que ya no se podía deber únicamente a las tenencias de otras monedas. Los analistas empezaron a preguntarse qué otro factor podría explicar el hecho de que las tenencias de monedas extranjeras de las autoridades monetarias mundiales excedieran en tal magnitud las obligaciones en dólares de Estados Unidos y las obligaciones en esterlinas del Reino Unido. En forma creciente su atención se centró en el hecho de que algunas de las reservas en dólares de los bancos centrales provenían de bancos localizados en Europa, principalmente el Banco de Pagos Internacionales, de Basilea, y bancos de Londres.

En 1970, el incremento de la diferencia entre los activos en moneda extranjera y las obligaciones en dólares y esterlinas —aún no advertida por muchos expertos— siguió su pasmoso ascenso. En septiembre de 1970, llegó a 9 400 millones de dólares y al final de este año, a 13 200 millones de dólares. Entre abril y septiembre de 1969 la diferencia se incrementó en casi 4 000 millones y en los últimos nueve meses de 1970 el incremento fue de más de 7 000 millones. Cuando se supo que una considerable parte de las reservas oficiales en dólares iba a ser colocada en el mercado de eurodólares para aprovechar los rendimientos relativamente atractivos, algunos economistas dudaban de lo saludable de dicho propósito. Pero cuando el incremento en las reservas en dólares de los eurobancos (en forma directa o a través del Banco de Pagos Internacionales) no provocó un descenso en las reservas en dólares de Estados Unidos, sino que más bien se vio acompañado por un rápido incremento en este último país, surgió la sospecha de que los incrementos paralelos podían estar relacionados en alguna forma. Hoy día, esta sospecha es prácticamente una convicción.

Cómo se crean las reservas en dólares

Con el propósito de ser breve en la explicación de cómo las reservas oficiales se inflan cuando los bancos centrales colocan dólares en eurobancos, usaré el término "dólares de Nueva York" para referirme tanto a los valores de la Tesorería de Estados

Unidos como a cualquier saldo de depósito a la vista en bancos comerciales de cualquier parte de Estados Unidos. Usaré el término "dólares BPI" (Banco de Pagos Internacionales) para referirme a los saldos acreedores en dólares frente al Banco de Pagos Internacionales, y el de "dólares de Londres" para referirme a los saldos acreedores en dólares frente a eurobancos de Londres o de cualquier otro centro europeo.

Primer paso. Un banco central decide colocar una parte de sus "dólares de Nueva York" en el BPI, con el propósito de incrementar el margen de interés de sus reservas. En esta forma el banco central obtiene "dólares BPI" en lugar de sus "dólares de Nueva York"; el BPI recibe "dólares de Nueva York" y acredita la cuenta en dólares del banco central.

Segundo paso. El BPI puede pagar una buena tasa de interés a sus depositantes únicamente si obtiene un buen rendimiento de sus activos. Por consecuencia coloca sus "dólares de Nueva York" en un banco de Londres. El BPI obtiene "dólares de Londres" en lugar de sus "dólares de Nueva York"; el banco de Londres recibe "dólares de Nueva York" y acredita la cuenta en dólares del BPI.

Tercer paso. El banco de Londres puede pagar una buena tasa de interés a sus depositantes únicamente si obtiene un buen rendimiento de sus activos, en consecuencia, otorga préstamos en dólares a una empresa no bancaria —británica, alemana, italiana o cualquier otra— principalmente a una empresa que encuentra insuficiente la disponibilidad de crédito bancario en su país o mayor el costo de los créditos locales que el de los préstamos en eurodólares. El banco de Londres obtiene un activo en dólares menos líquido (su saldo acreedor frente al prestatario no bancario), en lugar de sus "dólares de Nueva York"; la empresa recibe los "dólares de Nueva York" y asume una obligación en dólares frente al banco de Londres.

Cuarto paso. La empresa que pidió prestados los dólares necesita estos fondos para hacer pagos en Europa, quizá en la respectiva moneda nacional. Bien la empresa misma o su acreedor venden los dólares a cambio de moneda local. Así, los "dólares de Nueva York" recibidos del banco de Londres son vendidos a un banco comercial que los revende, a su vez, a un banco central. Los vendedores reciben saldos de depósito en moneda local con sus bancos; los bancos reciben saldos de reserva con el banco central, y el banco central recibe los "dólares de Nueva York".

En esta forma, los "dólares de Nueva York" regresan al banco central en el que originalmente se encontraban, antes de empezar la danza circular. Pero el banco central (el cual, con propósitos de simplificar la exposición, suponemos que es el mismo que inició el proceso) sigue conservando sus "dólares BPI". Por consiguiente, ahora posee dos dólares por cada dólar que colocó en el mercado de eurodólares. En este proceso de readquisición de "dólares de Nueva York", que el banco central tuvo que adquirir con el propósito de mantener el tipo de cambio al nivel fijo, fue creado dinero de alto y de bajo poder (*high-powered and low-powered money*). Las nuevas unidades de moneda local creadas se encuentran ahora en las cuentas bancarias de individuos y corporaciones y los bancos comerciales tienen nuevos saldos de reserva con los bancos centrales, lo que implica un incremento en la capacidad crediticia local de los bancos.

La derrota de la política monetaria.

La secuencia de los cuatro pasos muestra claramente cómo un dólar de las reservas oficiales puede duplicarse en una vuelta y,

desde luego nada impide la repetición del proceso. En efecto, la "entrada" adicional de "dólares de Nueva York" observada, puede inducir a las autoridades monetarias a incrementar sus colocaciones en el BPI o en los bancos de Londres directamente. En esta forma, los dólares pueden seguir creando más dólares, en la medida en que cada vuelta eleva el multiplicador inherente al proceso. Teóricamente, no hay límite al proceso de multiplicación y sólo puede ser detenido por una medida oficial.

Las consecuencias para las políticas crediticias nacionales merecen ser subrayadas, puesto que los "dólares de Nueva York" que el banco central coloca en el mercado de eurodólares reaparecen en sus reservas después de haber sido ofrecidos en venta y haber tenido que ser comprados en virtud de las "obligaciones de mantenimiento de paridad" del país, la oferta monetaria interna y la oferta de reservas bancarias aumentan y la "inflación importada" sigue su curso. En cuanto más el banco central trata de impedirlo, mediante una política de crédito restrictiva, más se inducirá a los prestatarios a recurrir al mercado de eurodólares, para obtener dólares que, en última instancia, son vendidos al banco central. En esta forma, la política de crédito restrictiva es derrotada por la disponibilidad de préstamos en eurodólares y por la convertibilidad de los dólares a moneda local a un tipo de cambio fijo. Esta derrota de la política interna de crédito por la creciente entrada de fondos extranjeros constituye, desde luego, una de las consecuencias inherentes al sistema de tipos de cambio fijos, pero es agravada por el hecho de que los bancos centrales colocan sus propios dólares en el mercado de eurodólares.

Así, los bancos centrales entorpecen en muchas formas sus propias políticas. Les desagrada el crecimiento de sus reservas en dólares, pero lo aceleran creando dólares adicionales a través del mercado de eurodólares; reprueban el crecimiento del efectivo del banco central (reservas del banco) pero lo aceleran al tener que comprar los dólares que ellos mismos crean, y reprueban el crecimiento de la oferta monetaria interna pero lo aceleran por la conversión de los dólares y el aumento de la capacidad de préstamo de los bancos.

Estimación de la creación de dólares de reserva

¿Cuántos dólares adicionales han creado los bancos centrales a través de sus colocaciones en el mercado de eurodólares? No se dispone de evidencia estadística para hacer una estimación.

La diferencia entre las tenencias de dólares de las autoridades monetarias nacionales y las obligaciones en dólares de Estados Unidos ante esas autoridades, puede indicar la magnitud de las colocaciones de dólares en el euromercado. No puede, sin embargo, mostrar cuántos de esos dólares han sido revendidos a los bancos centrales. La diferencia registrada en diciembre de 1970, de 13 200 millones de dólares, entre las reservas de divisas de los bancos centrales y las obligaciones de Estados Unidos y del Reino Unido ante tenedores oficiales de sus monedas, constituye un límite superior a la duplicación de dólares de reserva —menos, obviamente, tenencias oficiales en otras monedas, tales como francos franceses y suizos. En otras palabras, si las tenencias oficiales en otras monedas ascendieron a 2 500 millones de dólares, la diferencia en dólares exclusivamente pudo haber sido de 10 700 millones, y si cada dólar colocado en el mercado ha sido revendido a los bancos centrales, los 10 700 millones serían la magnitud de los dólares de reserva creados. Esto, sin embargo, sería con toda seguridad una sobreestimación.

Sólo una "genealogía" completa de todas las ofertas de dólares en el mercado cambiario podría fijar la cantidad de dólares

que se han derivado de los préstamos en el mercado de eurodólares. Pero este análisis es prácticamente imposible. Quizá se podría examinar una amplia muestra de los préstamos en eurodólares, con el propósito de saber qué porcentaje de los dólares sería convertido en monedas europeas, después de un cierto número de pagos subsecuentes. Tal estudio tendría que centrarse no en los movimientos de ciertos dólares identificados (como se hace con las aves migratorias) sino en el uso de las adiciones marginales a los fondos disponibles. Lo que es necesario precisar es cuáles pagos o gastos no se hubieran efectuado si no se hubiera proporcionado financiamiento adicional, lo que es un análisis muy complejo. En ausencia de tales datos, hay que conformarse con supuestos generales.

Ignoro si alguno de los expertos en este campo tan especializado posee algún indicio para una estimación numérica. En ausencia de alguno de estos indicios, me inclinaría, una vez más, por ofrecer una estimación de 50-50, teniendo en cuenta, sin embargo, que las probabilidades aumentarán con el tiempo. Es concebible que todos los dólares prestados en el euromercado serán revendidos a los pocos días a los bancos centrales; pero también es concebible que exista una considerable corriente de nuevos depósitos en los bancos comerciales que haría que la conversión a monedas locales se hiciera en forma gradual, a través de un gran número de transacciones. La estimación de 50-50 es, consecuentemente, válida sólo para un intervalo específico, tal como hasta diciembre de 1970 o hasta marzo de 1971, e implica que, en esa determinada fecha, más de 5 000 millones de dólares existentes en las reservas oficiales en los bancos centrales eran dólares creados por sus propias actividades en el euromercado y que este monto irá en aumento.

Detención de la creación de dólares de reserva

Desde hace algunos años, los banqueros centrales han demandado medidas para regular el mercado de eurodólares. Puede ser que tal regulación resulte inevitable, pero existe el grave peligro de que se tomen medidas sumamente complicadas y contraproductivas. Después de todo, nuestros conocimientos sobre el sistema de euromonedas son muy incompletos; los intentos de regular lo que no se entiende bien pueden conducir a grandes errores.

El sistema de eurodólares ha cumplido importantes funciones. Nunca antes los mercados de capital y de dinero de todo el mundo han estado tan bien integrados. Los fondos de capital procedentes de muchas fuentes, que de otra forma no hubieran sido captados, han sido dirigidos y canalizados hacia usos productivos, que tampoco hubieran obtenido los fondos requeridos en otra forma. La internacionalización de los mercados de capital aumenta la eficiencia de la inversión de capital, de la productividad del trabajo y el número de oportunidades de empleo. El mundo saldría perdiendo si vagos temores de indefinidos peligros dieran lugar a torpes medidas que conducirían una vez más el mundo a feudos burocráticamente controlados, sin libre acceso a un sistema eficiente de distribución de fondos de capital de todas partes hacia todas partes. Esta no es una advertencia contra las regulaciones en sí; es, más bien, un llamado para primero estudiar y luego regular, con pleno conocimiento de causa.

La contribución de los banqueros centrales a la creación de dinero a través del mercado de eurodólares puede ser detenida fácilmente: basta con que se abstengan de colocar sus propios dólares en el euromercado. Un acuerdo formal a este respecto puede ser una ayuda; un entendimiento informal puede ser suficiente; de hecho, puede ser que un acuerdo de autorrestricción sea todo lo que se necesite.