

EL MARCO COMO MONEDA INTERNACIONAL DE INVERSION*

Visión de conjunto

El creciente interés del exterior por los títulos extendidos en DM ha hecho que, en los últimos años, fluyan abundantes recursos extranjeros a la República Federal de Alemania. Las inversiones en moneda alemana efectuadas por los no residentes en los mercados alemanes de dinero y capitales —y, sobre todo, los recursos colocados en bancos de la República Federal— han experimentado, con motivo de ello, un fuerte crecimiento. A mediados del presente año, totalizaron unos 185.000 millones de DM, o sea, prácticamente el doble que en la misma fecha de 1975. La mayor demanda externa de inversiones monetarias en marcos, especialmente atractivas por la evolución de los tipos de cambio, se vio favorecida por el siguiente factor: en los años de 1974/75, volvió a eliminarse la mayoría de las limitaciones que habían sido impuestas a la importación de capitales a la República Federal durante la última fase del sistema de cambios fijos y que carecían ya de sentido en un sistema de tipos de cambio ampliamente flexibles. Esto rige, sobre todo, para la prohibición de devengo de intereses por los depósitos de no residentes y para las restricciones aplicadas al movimiento de valores.

Junto a las inversiones verificadas directamente en el mercado alemán de dinero y capitales, los no residentes mantienen también abundantes activos financieros en DM fuera de la República Federal, es decir, frente a deudores no establecidos en esta última. Sobre todo, se trata de depósitos en DM colocados en el mercado de eurodinero, predominando los haberes a corto plazo en eurobancos (y, no en último término en las filiales y sucursales extranjeras de las entidades de crédito alemanas), así como las obligaciones extranjeras extendidas en marcos. De todos los pasivos en moneda extranjera de los bancos europeos domiciliados fuera de la República Federal y que informan a la estadística del Banco Internacional de Pagos sobre euromercados correspondió, a fines de 1978, no menos de una sexta parte a compromisos en DM frente a inversores residentes en la República Federal (con inclusión de los pasivos interbancarios contraídos en el euromercado); esta parte equivale a unos 150.000 millones

de DM u 82.000 millones de dólares. En la misma fecha, se encontraba en poder de no residentes alrededor del 80% de toda la circulación de obligaciones extranjeras extendidas en marcos, es decir, alrededor de 50.000 millones de DM; también este importe ha de imputarse a las inversiones de extranjeros en moneda alemana.

Aunque no es posible obtener una imagen completa, en todos los aspectos, sobre la totalidad de las inversiones financieras en DM mantenidas por no residentes e incluso apreciar la participación de la moneda alemana dentro de las carteras de todos los inversores internacionales, puede decirse con cierta seguridad que el marco es hoy día, después del dólar, la segunda moneda internacional de inversión —aunque a gran distancia de este—. Este rango se observa también en la colocación de reservas de divisas por las autoridades monetarias extranjeras, cuyas tenencias en DM aumentaron en forma considerable durante los últimos años. La participación media de la moneda alemana dentro de las reservas de divisas de las autoridades monetarias del exterior puede cifrarse en algo más de 11%, para fines de 1978. La creciente utilización del marco como moneda de reserva constituye un aspecto, no carente de problemática, dentro del papel que juega aquel como moneda de inversión internacional, toda vez que de ello se derivan para la República Federal problemas de política económica, tratados más adelante en detalle.

En contraste con su importancia relativamente grande como moneda de inversión internacional, el marco juega un papel comparativamente escaso como moneda de transacción o unidad de cuenta dentro del comercio mundial. En este caso, su empleo parece limitarse sustancialmente al comercio exterior de la República Federal, muy a diferencia de lo que ocurre con el dólar, que también ejerce una gran función transaccional en el intercambio de mercancías entre terceros países. Es cierto que más del 80% de las exportaciones alemanas es facturado en DM (debido, entre otras cosas, a que una parte

* Tomado del informe mensual del Deutsche Bundesbank, correspondiente al año 31, número 11, del mes de noviembre de 1979.

considerable de las mismas constituyen suministros de sociedades matrices de la República Federal a sus sucursales del exterior); sin embargo, la participación del marco en las importaciones alemanas solo se encuentra entre el 40% y 50%. Ello significa que incluso el mismo comercio exterior de la República Federal solo se desarrolla parcialmente en moneda alemana. Dentro de las distintas funciones que ejerce el signo monetario —unidad de cuenta, medio de pago e instrumento para conservación de valor—, puede decirse que el papel del marco solo ha aumentado de forma acentuada durante los últimos años en lo que respecta a la tercera de las tres funciones señaladas; en este sentido, resultó tener mayor atractibilidad que el dólar para los inversores extranjeros —en lo que se refiere a la estabilidad interna, tipo de interés y evolución del tipo de cambio.

Inversiones en DM en la República Federal

En los mercados financieros de la República Federal se ofrecen al inversor extranjero varias posibilidades, dotadas de distintas clases de vencimiento, fungibilidad y condiciones. Además, la gama de inversiones en DM dentro de aquellos es mucho más variada que en el sector-marco de los mercados de eurodinero y eurocapitales, aun cuando las posibilidades existentes no estén tan diferenciadas como en los mercados financieros de los Estados Unidos. En la comparación con estos, se observa que determinados mecanismos de inversión a corto plazo no existen en la República Federal o solo se encuentran en una medida muy limitada —como ocurre, por ejemplo, con los pagarés del Tesoro o bonos fungibles a corto plazo de empresas industriales—. También es importante el hecho de que, por acuerdo con el Bundesbank, los bancos alemanes (y las filiales de ellos que operan en el euromercado) renuncien a emitir obligaciones en DM con tipo de interés variable o certificados de depósito extendidos en moneda alemana y transferibles. Aparte de la problemática monetaria general de bonos y tipos de interés variables, se trata, sobre todo, de no fomentar adicionalmente la utilización del marco como medio de inversión de reservas monetarias.

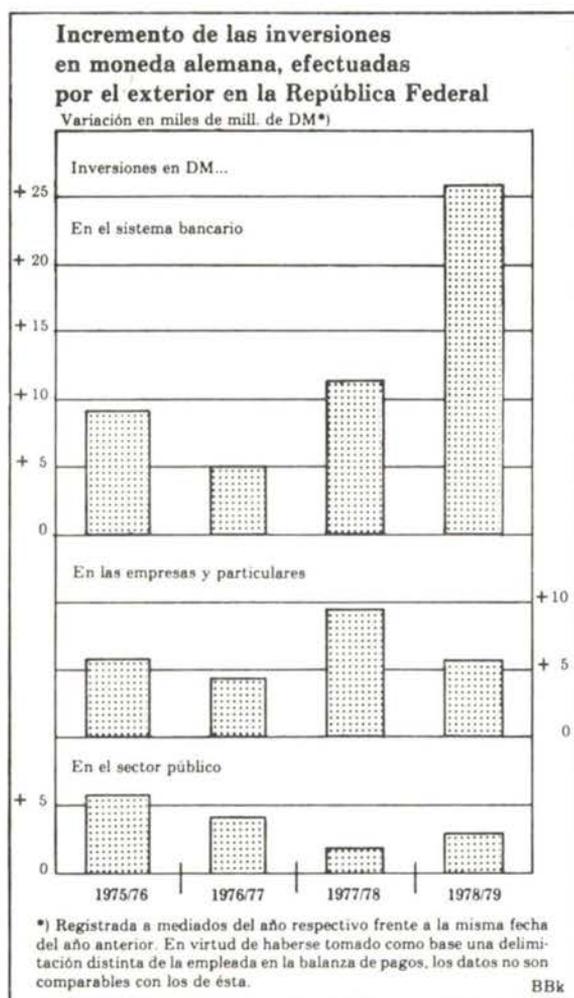
De estas restricciones de la "oferta" de inversiones en DM, basadas en un acuerdo entre las entidades de crédito y el Bundesbank, han de distinguirse las limitaciones administrativas que se aplican a la importación de capitales en la República Federal. Así, por ejemplo, los no residentes necesitan una autorización para adquirir títulos del mercado interior de dinero (aquí cuentan, sobre todo,

las letras del Tesoro y los bonos del Tesoro sin cupón), autorización que el Bundesbank no concede en principio; lo mismo rige para la venta de valores alemanes de renta fija con un vencimiento residual máximo de cuatro años a inversores extranjeros. Ello tiene por fin dificultar, en general, la colocación de recursos extranjeros de carácter especulativo y, en especial, la acumulación de reservas en moneda alemana. Como es natural, estas restricciones a la entrada de capitales solo afectan a una parte comparativamente pequeña de todas las inversiones en DM disponibles para no residentes.

Las inversiones extranjeras en marcos en la República Federal registrables por la estadística (1) se han desarrollado con extraordinario dinamismo durante los años setenta, como se ha mencionado ya (véase la tabla adjunta); solamente desde mediados de 1975 a mediados de 1979, es decir en el espacio de cuatro años, su volumen llegó prácticamente a duplicarse, hasta alcanzar un total de unos 185.000 millones de DM, lo que supone un incremento medio de casi 20% por año. Con todo, este proceso no ha discurrido de forma uniforme; inmediatamente después de suprimirse el devengo de intereses, se observó un extraordinario incremento, que después aflojó de forma sensible. Desde mediados de 1978, volvió a acelerarse el ritmo de expansión. De esta forma, las inversiones en DM mantenidas en la República Federal por no residentes han ganado un considerable peso, con relación al producto nacional y al capital monetario del interior: a mediados de 1975, representaron el 9% del producto nacional; tres años más tarde, esta proporción había subido ya a 12%, debiendo encontrarse en la actualidad a un nivel de más o menos 13%. También ha cambiado significativamente la relación entre dichos activos y los agregados monetarios internos. Al mediar el año de 1975, las inversiones en DM de no residentes constituyeron aún

(1) No dejan de ser problemáticas la delimitación y comprobación estadísticas de los activos financieros en DM mantenidos de la República Federal por no residentes. No son incluidas en el presente análisis las inversiones directas del exterior, ya que se trata de participaciones cuyo condicionamiento es distinto del de las inversiones de cartera. Por otro lado, se tienen en cuenta los anticipos en DM sobre exportaciones alemanas; a diferencia de los plazos de pago otorgados a importadores alemanes, estos anticipos no son un simple fenómeno concomitante de las transacciones comerciales. Además, los no residentes mantienen también considerables activos en dólares frente a deudores del interior, constituidos sobre todo por depósitos bancarios a corto plazo. Cuando tales inversiones en dólares van ligadas a una venta de marcos a plazo equivalen, prácticamente, para el inversor extranjero a una inversión directa en DM; la distinción entre inversiones extendidas en moneda nacional e inversiones extendidas en moneda extranjera resulta cuestionable en este caso; pero tales posiciones no pueden ser tomadas en cuenta, por falta de estadísticas correspondientes.

el 6,2% del capital monetario de los sectores no financieros del interior; hasta mediados de 1979 esta cuota se elevó a 8,6%. Estas inversiones han cobrado también una importancia sustancialmente mayor con relación al ingreso total de la República Federal en su cuenta corriente con el exterior (en 1978 constituyeron ya el 38% de estas entradas, frente a un 31% en 1975). Consiguientemente, las variaciones del volumen y composición de las inversiones extranjeras de capital pueden influir, hoy día, en un grado mayor que antes sobre los mercados financieros de la República Federal, así como sobre la balanza de pagos del mercado de divisas.



La estructura de los activos mantenidos en la República Federal por no residentes ha experimentado notables variaciones, desde mediados de 1975. Durante los cuatro últimos años, han afluído cada vez más fondos del exterior al sistema bancario alemán; a mediados del presente año, este tenía una participación de casi 50% en las inversiones se-

ñaladas, la cual es sensiblemente superior a la registrada hace cuatro años. Los nuevos recursos recibidos por los bancos —más de 50.000 millones de DM desde mediados de 1975 hasta la misma fecha de 1979— tienen principalmente la forma de pasivos en DM a largo plazo (depósitos y bonos bancarios). En la mitad de 1975, los pasivos exteriores de los bancos con largo vencimiento no habían pasado de 6.000 millones escasos de DM; cuatro años después, su importe fue ya de 38.000 millones; más o menos la mitad de los fondos llegados en los dos últimos años procede de la colocación de bonos bancarios fuera del país. Dada la creciente animación de la demanda interna de crédito a largo plazo, estos títulos, dotados en la mayoría de los casos de un vencimiento mayor de cuatro años y exentos por tanto del requisito de reserva mínima, respondían tanto a las necesidades de refinanciación de los bancos emisores como a las preferencias inversoras del exterior, que de este modo podía adquirir títulos alemanes en DM libres del "impuesto sobre cupones". Mientras que los pasivos exteriores en DM de la banca alemana dotados de un largo vencimiento y no formalizados en valores experimentaron una gran expansión, disminuyó de forma sensible, a partir de 1975, el volumen de bonos bancarios en poder de no residentes. Esta variación estructural de las inversiones en DM puede atribuirse por un lado a la supresión del devengo de intereses para activos exteriores, ya mencionada; pero, por otro lado, hay que indicar que el mantenimiento de las restricciones de compra (que, desde septiembre de 1975 a diciembre de 1977, habían estado prácticamente derogadas para los títulos de renta fija con un vencimiento residual de dos a cuatro años) también contribuyeron a que los no residentes se abstuvieran de hacer nuevas inversiones en títulos de corta duración. Finalmente, en las operaciones con un vencimiento mayor de cuatro años debió jugar un papel decisivo el que las obligaciones del interior estén sometidas a un impuesto especial del 25% ("impuesto sobre cupones", que en muchos casos puede ser hecho valer en su propio país por extranjeros de honrado proceder fiscal, cuando presentan allá su declaración de impuestos); en cambio, los vencimientos de los pagarés no están sujetos a tal carga ni tampoco puede decirse que el grado ligeramente menor de fungibilidad de estos últimos sea considerado como una gran desventaja por los inversores del exterior. Los depósitos bancarios a corto plazo (es decir, con un vencimiento máximo de cuatro años) en poder del extranjero no crecieron con mayor intensidad que la totalidad de sus inversiones en DM; a mediados de 1979, to-

talizaron alrededor de 36.000 millones de DM, frente a 19.000 millones cuatro años antes. No obstante, parece aquí significativo el aumento de los fondos colocados por el sector no bancario interno, que

se triplicaron en el período de referencia. No en último término se trata aquí de desplazamientos de liquidez efectuados por las empresas que operan a nivel internacional.

Inversiones en moneda alemana, efectuadas por el exterior en la República Federal *

(Miles de millones de DM)

Posiciones	Situación a fin de año		Situación a mediados de año				
	1970	1974	1975	1976	1977	1978	1979
En el sistema bancario alemán							
a) Deutsche Bundesbank	2,8	2,2	1,5	2,0	2,1	2,9	6,0
b) Entidades crediticias (1)							
A corto plazo (2)	18,9	19,8	19,2	24,7	26,3	28,2	35,9
A largo plazo. Créditos financieros....	3,0	6,4	5,8	9,3	12,8	21,5	38,2
Obligaciones	1,9	13,6	12,3	11,4	11,8	11,1	9,5
Total	4,9	20,0	18,1	20,7	24,0	32,7	47,7
En total	26,6	42,0	38,7	47,4	52,5	63,8	89,6
En empresas y particulares							
A corto plazo. Créditos financieros....	8,4	10,6	13,3	16,2	16,7	21,0	22,2
Créditos comerciales en forma de anticipos	2,8	12,4	14,1	16,7	17,6	19,7	20,6
Demás inversiones (2)	—	—	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Total	11,1	23,0	27,5	32,9	34,4	40,8	42,9
A largo plazo. Créditos financieros....	6,7	10,3	10,8	10,9	12,1	12,8	13,5
Inversiones de cartera. Títulos de renta variable (3)	3,5	6,8	8,0	9,4	11,1	13,1	15,5
Títulos de renta fija (4)	1,4	2,4	2,1	1,6	1,7	2,1	2,5
Total	11,6	19,4	21,0	21,9	24,8	28,0	31,6
En total	22,7	42,4	48,5	54,7	59,2	68,8	74,5
En activos frente al sector público (5)							
A largo plazo. Créditos financieros (6) ..	0,1	1,9	1,7	6,9	9,4	9,9	11,5
Obligaciones	1,3	2,1	2,3	2,7	4,3	6,1	7,1
En total	1,3	4,1	4,0	9,6	13,8	15,9	18,6
En billetes en DM (7)	0,5	1,2	2,1	2,1	2,4	2,4	2,6
En total	51,2	89,7	93,4	113,8	127,8	150,9	185,5

* Excluye las inversiones directas, demás participaciones de capital, concesión de plazos de pago en el comercio exterior e inmuebles; en parte, estimado. (1) Delimitación efectuada según la estadística bancaria. (2) Excluye los compromisos derivados de beneficios por repartir. (3) Incluye las inversiones en acciones bancarias alemanas. (4) Incluye las obligaciones emitidas por los Ferrocarriles Federales y la Administración Federal de Correos. (5) Excluye los pasivos a corto plazo, pero incluye las inversiones efectuadas por los Estados Unidos en pagarés de la Federación. (6) Incluye las inversiones efectuadas por los Estados Unidos en pagarés de la Federación. (7) Tenencias en moneda alemana poseídas por no residentes (estimación). Las divergencias de las sumas son debidas al redondeo.

Las inversiones financieras del exterior en empresas alemanas (sin incluir las inversiones directas) ascendieron a 75.000 millones a mediados de 1979, lo que supone una diferencia de 26.000 millones o algo más de la mitad sobre cuatro años antes; este incremento no es, con mucho, tan fuerte como el registrado por los recursos colocados en el sistema bancario alemán, que llegaron más que a duplicarse en este período. Como es natural, en la primera de ambas clases de inversiones se trata de una magnitud bastante heterogénea; aparte de las inversiones de cartera en acciones (y en títulos de renta fija de empresas alemanas), comprende sobre todo los activos en DM de los bancos extranjeros frente a firmas de la República Federal, así como los ac-

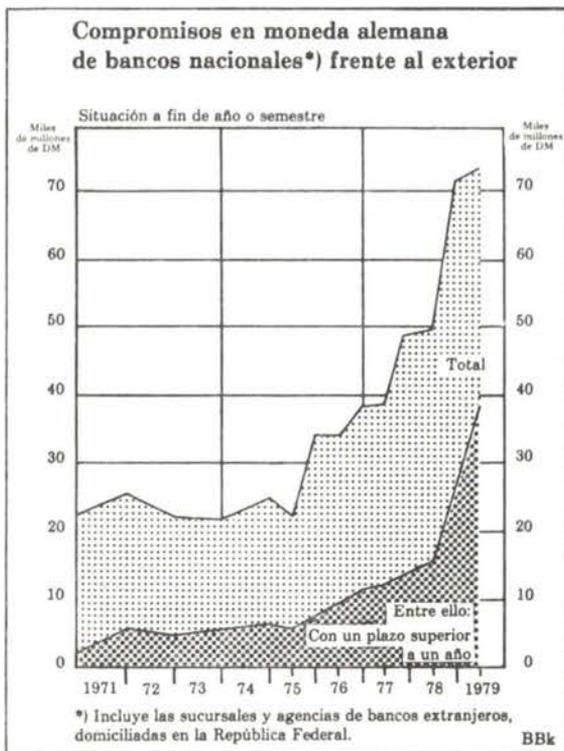
tivos frente a empresas vinculadas (imputados también a los créditos financieros), y los anticipos efectuados en DM para futuras exportaciones de la República Federal. En el desarrollo de las inversiones de cartera del exterior en acciones alemanas, el factor determinante fue el deseo extranjero de inversión (entre otras cosas, la compra de paquetes por parte de algunos países de la OPEP) y no la necesidad de refinanciación de las empresas alemanas; en cambio, el volumen de los créditos financieros suele depender más del segundo de estos factores que del primero. Así, por ejemplo, la diferencia entre los tipos deudores del interior y las tasas vigentes para créditos en euromarcos influye decisivamente, desde el punto de vista de las em-

presas alemanas, en sus demandas de créditos en DM a bancos extranjeros. Basándose en ventajas de coste —y, sobre todo, en la falta del requisito de reserva mínima— los eurobancos pueden conceder, normalmente, créditos en DM a unas condiciones más favorables que el sistema bancario interno. Este desnivel de intereses frente al euromercado suele ampliarse cuando aumenta la demanda externa de inversiones en DM y el capital extranjero susceptible de inversión tiene que dirigirse al sector-marco del euromercado, porque las inversiones en la República Federal carezcan relativamente de atractividad, como consecuencia de los tipos de encaje legal aplicados a los depósitos extranjeros, y no puedan obtenerse títulos alemanes en DM a corto plazo. En tales circunstancias, queda sometido a presión el nivel de los tipos de interés en el mercado de euromarcos, con lo que las empresas de la República Federal se sienten estimuladas a contraer en este mercado deudas extendidas en DM; en este sentido, las inversiones en moneda alemana deseadas por el exterior vienen a ser facilitadas, en último término, por el sector no bancario interno.

la cifra comparable de cuatro años antes; la participación de estas inversiones en el volumen total pasó así de algo más de 4% en 1975 a 10% en la fecha de referencia. Este crecimiento más que proporcional se debe, no en último término, a que en 1975 y 1976 el sector público utilizó cierta cantidad de fondos fuera del país como consecuencia de sus fuertes saldos pasivos —tratándose de una importación de capitales que, en las circunstancias de entonces, estaba justificada—. Recientemente, juega también un papel la colocación interina del producto de las "Carter Notes" en pagarés de la Federación denunciabiles a corto plazo.

Consiguientemente, la estructura de las inversiones en DM mantenidas por el exterior en la República Federal no solo viene determinada por las preferencias de aquel, sino también por las necesidades de refinanciación de los sectores internos; como es natural, las apelaciones al crédito exterior son dificultadas en grados distintos por la respectiva constelación en materia de encaje legal y por las restricciones impuestas al movimiento de capitales. De todos modos, en fases de aguda especulación, apenas puede evitarse que el extranjero obtenga, por una u otra vía, los activos en DM deseados por él. Prescindiendo de esto, la penetración del exterior en el marco como moneda de inversión puede contenerse algo a base de intervenciones específicas; asimismo, es posible orientar la afluencia de capitales hacia canales menos problemáticos desde el punto de vista de la política monetaria. Todo ello puede hacerse en la medida en que los aflujos no sean alejados de antemano de la República Federal, ofreciendo los deudores extranjeros activos en DM a inversores del exterior.

La colocación de fondos en los mercados financieros internos, con carácter de importación de capitales, inciden directamente sobre la balanza de pagos y tienden a impulsar hacia arriba el tipo de cambio del marco; en cambio, las inversiones en DM efectuadas fuera de la República Federal no afectan, de momento, a la balanza alemana de pagos; pero pueden repercutir sobre la cotización del marco. Así, por ejemplo, los no residentes no tendrán interés en contraer nuevas deudas en DM cuando se espere en general una subida de la cotización de esta moneda y aumente, en virtud de ello, la demanda de inversiones en ella. En este caso, la compensación entre las preferencias de los deudores y acreedores se lleva a cabo a través de una baja del tipo de interés de las inversiones en euromarcos, como la que suele observarse regularmente en las fases de inquietud monetaria y conjeturas de revaluación. Sin embargo, el cambio de la



A mediados de 1979, los activos extranjeros frente al sector público constituidos por títulos de renta fija, pagarés y créditos directos sumaban cerca de 19.000 millones de DM, o sea, casi cinco veces

relación entre los intereses del euromercado y el mercado interior genera también corrientes compensadoras de capital hacia la República Federal, siendo ahora las empresas del interior las que facilitan los activos en DM deseados por no residentes. En virtud de la estrecha vinculación existente entre el euromercado y el mercado interno puede producirse así, a fin de cuenta, una entrada de dinero extranjero en la República Federal (con las correspondientes consecuencias para la cotización del marco o las reservas de divisas del banco emisor). En caso contrario, es decir, si disminuye el volumen de operaciones en euromarcos, tampoco dejan de ser afectadas la balanza de pagos de la República Federal ni la cotización de la moneda alemana. Dado el caso, una fuerte reducción de las inversiones extranjeras en DM en filiales establecidas por bancos alemanes fuera del país debe de obligar a las entidades centrales a transferir fondos a aquellas, es decir, a efectuar una exportación de capitales, capaz de presionar sobre el valor del marco. Tales problemas pueden recrudecerse de manera especial en la fase de constitución de una moneda de reserva.

Crónica de medidas adoptadas para protección externa de los movimientos de capital

- 1970—Abr. Se aplican reservas mínimas adicionales al incremento de los pasivos exteriores de entidades alemanas de crédito.
- 1971—May. Se reintroduce el deber de obtener autorización para el devengo de intereses sobre cuentas acreedoras de no residentes en bancos alemanes, así como para la enajenación de títulos del mercado interior de dinero a no residentes; esta obligación había sido suprimida en el mes de febrero de 1969.
- 1972—Mar. Se introduce el deber de constituir depósitos en efectivo para todos los créditos obtenidos en el exterior (incluso por los bancos), siempre que no estén sujetos a reserva mínima. Quedan exceptuados, entre otros, los compromisos derivados de la utilización de plazos de pago y anticipos acostumbrados en el comercio, así como el 20% de los activos frente a la clientela extranjera (cuota de exportación). Al comienzo, se establece en un 40% el tipo para tal depósito; más tarde, se lo eleva al 50%. La suma exenta, primeramente fijada en dos millones de DM es reducida varias veces, hasta alcanzar el nivel de 50.000 DM.
- Jun. Se introduce el deber de obtener autorización para la adquisición de obligaciones alemanas por no residentes. A partir de septiembre de 1972, se conceden autorizaciones globales dentro de los llamados "cupos para no residentes"; esto significa que, en la medida en que los extranjeros venden títulos alemanes de renta fija, los bancos alemanes obtienen, a su vez, contingentes a cuyo cargo pueden vender tales valores a no residentes.
- 1973—Feb. Se introduce el deber de obtener autorización, también para la compra de títulos alemanes de renta variable, para la utilización de créditos extranjeros por residentes, para la dotación de empresas nacionales con bienes patrimoniales pertenecientes a no residentes.
- Jun. Se introduce el deber de obtener autorización para la cesión de activos interiores a no residentes.

- 1974—Ene. Se suprimen las reservas mínimas adicionales sobre el incremento de los pasivos exteriores de entidades alemanas de crédito.
- Feb. Se eliminan los requisitos de autorización introducidos en febrero de 1973. Se reduce de 50 a 20% el tipo para el depósito en efectivo, y se eleva la suma exenta. Se mantienen en vigor las restricciones relativas a la compra de obligaciones alemanas con un vencimiento residual de cuatro años, como máximo.
- Sep. Se eliminan la obligación de constituir depósitos en efectivo y la de obtener autorización para la cesión de activos interiores a no residentes.
- 1975—Ago. Se reducen los tipos de reserva mínima para pasivos exteriores al nivel de las tasas vigentes para compromisos interiores.
- Sep. Se elimina el deber de obtener autorización para el devengo de intereses sobre cuentas acreedoras de no residentes en bancos alemanes. Se atenúa el régimen de autorización para la compra de obligaciones alemanas con un plazo residual de más de dos a cuatro años.
- 1977—Dic. Se da mayor rigor al régimen de autorización para la compra de obligaciones alemanas con un vencimiento de más de dos a cuatro años, efectuada por no residentes. (En principio, se desestiman las solicitudes presentadas).
- 1978—Ene. Se aplican mayores tipos a las reservas mínimas ya existentes, y se introduce un encaje adicional sobre el incremento de los pasivos exteriores.
- Jun. Se suprimen las reservas mínimas adicionales sobre el aumento de los pasivos exteriores y se reducen los tipos respectivos al nivel de los vigentes para compromisos interiores.

Inversiones en DM de las autoridades monetarias extranjeras. Cuantía y desglose

Dentro del conjunto de inversiones en DM mantenidas en la República Federal por no residentes, tienen un especial relieve para la política monetaria los activos correspondientes a los bancos centrales extranjeros. Sobre el crecimiento de estas inversiones repercute notoriamente la creciente utilización que se hace del marco como moneda de reserva, a pesar de haberse adoptado no pocas medidas de contención. Solamente las inversiones en DM estadísticamente identificables que mantienen las autoridades monetarias extranjeras en la República Federal experimentaron un incremento de casi 2.000 millones de DM, desde mediados de 1975 hasta la misma fecha de 1979, alcanzando un total de 13.500 millones de DM. Sustancialmente, se trata de depósitos en el Bundesbank y entidades de crédito, así como de "títulos de movilización y liquidez", cedidos en un volumen limitado por el Bundesbank a otros bancos centrales. Con ello solo se abarca, sin duda, una parte de los marcos colocados en la República Federal por las autoridades monetarias del exterior; según los datos del FMI, basados en comunicaciones de estos últimos, o sea, de los acreedores de tales activos, el volumen efectivo ascendió a casi 20.000 millones de DM a fines de 1978 (no se dispone de datos más recientes), sobrepasando en

más de 6.000 millones la cifra comparable desde la República Federal (es decir, desde el punto de vista del deudor). Esta diferencia cabe atribuirle, principalmente, a que no pueden calcularse las inversio-

nes de los bancos centrales en el mercado alemán de capitales y a que los emisores de la República Federal desconocen, con frecuencia, el último destino de los pagarés colocados fuera del país.

Inversiones en moneda alemana, efectuadas por autoridades monetarias del exterior en la República Federal y registradas por la estadística

(Millones de DM)

a) En total

Situación a fin de año o mes	En el Bundesbank			En entidades crediticias			
	Depósitos	Titulos movilizables y de liquidez	En total	Depósitos a corto plazo (hasta un año inclusive)	Depósitos a medio y largo plazo	En total	Total de inversiones en DM
1970	190	1.890	2.080	1.980	60	2.040	4.120
1971	690	1.740	2.420	1.090	350	1.440	3.860
1972	650	1.850	2.500	1.400	200	1.600	4.100
1973	540	660	1.200	920	60	980	2.180
1974	670	780	1.450	1.060	40	1.100	2.550
1975—Junio	200	700	900	1.010	40	1.050	1.950
Diciembre	250	950	1.190	1.490	590	2.080	3.280
1976—Junio	150	1.360	1.510	1.190	1.050	2.240	3.750
Diciembre	170	1.440	1.610	1.400	1.120	2.520	4.130
1977—Junio	180	1.530	1.710	2.010	1.180	3.180	4.890
Diciembre	230	1.090	1.310	3.570	1.190	4.760	6.070
1978—Junio	280	1.830	2.110	3.490	1.950	5.440	7.550
Diciembre	3.900	3.200(1)	7.100(1)	3.480	2.240	5.720	12.820
1979—Junio	3.200	4.410(1)	7.600(1)	3.560	2.310	5.870	13.470

b) Desglose por grupos de países

(Situación a mediados del año: millones de DM)

Grupo de países	En el Bundesbank		En entidades crediticias		Total de inversiones en DM	
	1975	1979	1975	1979	1975	1979
Países industrializados	660	7.210	90	1.690	750	8.900
De aquí: participantes en el SME (incluye Gran Bretaña)	370	720	50	620	420	1.340
Demás países industrializados europeos.....	160	380	0	1.060	160	1.450
Países industrializados no europeos.....	130	6.110	40	10	170	6.120
Países en vías de desarrollo.....	210	270	530	1.230	740	1.500
De aquí: países europeos en desarrollo....	140	90	390	360	530	460
Países no europeos en desarrollo.....	70	180	140	870	210	1.050
Estados de la OPEP	20	120	80	1.200	100	1.320
Demás países e instituciones internacionales	10	10	350	1.750	360	1.750
Todos los países	900	7.600	1.050	5.870	1.950	13.470

(1) Incluye las inversiones efectuadas por los Estados Unidos en pagarés de la Federación. Las divergencias de las sumas son debidas al redondeo.

Para comprobar el verdadero papel del marco como moneda de reserva han de considerarse también las reservas en DM situadas en el exterior —o sea, en el euromercado en su sentido más amplio—. A juzgar por los datos del Banco Internacional de Pagos, las autoridades monetarias mantenían a fines de 1978, en bancos situados en los centros del euromercado, un volumen de depósitos en marcos equivalente a más de 60.000 millones de DM. En esta cifra no están comprendidos otros posibles activos colocados en los "centros offshore" que no pertenecen al verdadero euromercado, así como los recursos colocados en obligaciones extranjeras extendidas en moneda alemana. Según esto, puede cifrarse en un mínimo de 50.000 millones de DM la

totalidad de los activos mantenidos en marcos por las autoridades extranjeras, al finalizar el año pasado; ello equivale a algo más del 11% de todas las reservas de divisas que tenían en la misma fecha las dichas autoridades (sin incluir, por tanto, las considerables reservas del Bundesbank) (2). Según

(2) Como magnitud importante de referencia sirven aquí las reservas de divisas, o sea, los activos extendidos en monedas nacionales, no incluyéndose por tanto las tenencias de derechos especiales de giro, ni las posiciones de reserva en el FMI —extendidas también en DEG—. Esta delimitación resultará en el futuro tanto más problemática cuanto más se logre desarrollar el papel de los DEG como medio de reserva y aliviar de esta función a las monedas nacionales. Si se toman en consideración los activos de reserva extendidos en DEG, resulta para el marco, a fines de 1978, una participación de 10,3% en las reservas, así delimitadas, de las autoridades monetarias extranjeras.

esto, dentro de las carteras de los bancos centrales, el marco ha pasado a ser la segunda moneda en importancia, después del dólar (cuya participación en el volumen global de reservas oscila generalmente, desde hace años, a un nivel de más o menos 80%); con todo, en comparación con la moneda norteamericana, sigue siendo relativamente escasa la importancia del marco, por lo que debe hablarse más bien de una moneda de reserva sustitutiva. Visto a largo plazo, la creciente importancia del marco va unida a la disminución del papel jugado por la libra esterlina; tras la pérdida de la mayoría de los territorios no europeos y ante el peso cada vez mayor de los Estados Unidos como nuevo centro de gravitación política y económica, Gran Bretaña no pudo mantener su función de centro de reservas, desarrollado históricamente, toda vez que la moneda inglesa fue depreciándose cada vez más. La participación de esta última en las reservas mundiales de divisas bajó algo más de 10%, a fines de 1970, a un 2% escaso, a fines de 1978.

Se observan interesantes diferencias en la composición de las reservas monetarias de los distintos bancos centrales. Un análisis del FMI (que se basa en datos de 76 bancos centrales y solo alcanza hasta fines de 1977) pone de relieve que la estructura de las reservas de divisas, considerada por países, depende sustancialmente del sistema de tipos de cambio, aplicado en cada uno de ellos. Así, por ejemplo, los bancos centrales que vinculan su moneda a los DEG o a otras "cestas monetarias", la participación del marco se encontraba ya en 17% al finalizar 1977. Si se suman los datos de aquellos países, comúnmente pequeños, que por su sistema de tipos de cambio no pertenecían ni al grupo denominado entonces "serpiente" ni al de los que aplican

un régimen de flotación particular, la participación de la moneda alemana en su volumen de reservas era de 13,5%; incluso las naciones orientadas en el dólar mantenían en marcos más del 8% de sus reservas de divisas. Según esto, el proceso de diversificación, constituido por la inversión de reservas en monedas distintas de las tradicionales (dólar y libra esterlina), ha avanzado más en los bancos centrales de las naciones en desarrollo y naciones industriales de tipo menor que en otros países; en no pocos casos, debe haber jugado un papel decisivo el deseo de asegurar un fuerte endeudamiento en DM, o la vinculación del tipo de cambio a una cesta monetaria de la que forma parte del marco.

Un contrapeso a este proceso de diversificación lo ofrece el comportamiento inversor de los países industriales importantes, que absorben todavía casi la mitad de las reservas globales de divisas. Estas naciones siguen utilizando casi exclusivamente la moneda norteamericana para sus reservas, que en su mayoría no son colocadas en el mercado del eurodólar, sino en los mismos Estados Unidos (ello rige también, hasta las fechas más recientes, para la mayor parte de las tenencias de los países de la OPEP). En la medida en que los déficit de la balanza de pagos norteamericana se reflejan en las reservas de los grandes países industriales, bien sea por vía directa o a través de terceros países, tal comportamiento contribuye a estabilizar la participación del dólar en la totalidad de reservas monetarias. Finalmente, desde 1972, existe ya entre los bancos centrales de los países de la CE el siguiente acuerdo: sin autorización expresa del banco central respectivo, solo pueden mantenerse reservas en monedas de estos países para el desarrollo del servicio de pagos y dentro de unos importes máximos relativamente bajos.

Volumen total de inversiones en moneda alemana, efectuadas por autoridades monetarias del exterior y registradas por la estadística

Situación a fin de año	Inversiones en DM en la República Federal (1)	Inversiones en DM en el euromercado (2)	Total de inversiones en DM		Total de reservas de divisas de autoridades monetarias extranjeras	Participación de la moneda alemana en las reservas de divisas de autoridades monetarias extranjeras
	Miles de millones de DM	Miles de millones de DM	Miles de millones de DM	Miles de millones de DEG	Miles de millones de DEG	%
1974.....	7,1	16,7	23,8	8,1	106,7	7,6
1975.....	7,7	20,0(3)	27,7	9,0	117,5	7,7
1976.....	11,5	19,7	31,2	11,4	187,8	8,3
1977.....	14,6	25,2(3)	39,8	15,6	174,9	8,9
1978.....	19,8	30,7	50,5	21,2	188,3	11,3

(1) Según el Informe Anual 1979 del FMI. (2) Según la estadística del BIP sobre el mercado de eurodinero; excluye las obligaciones extranjeras extendidas en moneda alemana. (3) Las interrupciones en las series cronológicas son debidas a haberse modificado el círculo de entidades que informan.

En virtud de este acuerdo, también es baja la participación del marco en las reservas monetarias de los miembros de la Comunidad. Si, no obstante, han aumentado en forma considerable, en el curso del último año, las inversiones en DM de los países industriales importantes en la República Federal, registradas por la estadística, ello hay que atribuirlo, sobre todo, al Programa norteamericano para apoyo del dólar. A través de él, las autoridades monetarias de los Estados Unidos obtuvieron moneda alemana emitiendo pagarés en DM ("Carter Notes") en el mercado de capitales de la República Federal, efectuando un giro sobre el Fondo Monetario Internacional y vendiendo DEG al Bundesbank; últimamente han emitido obligaciones. Los recursos así obtenidos pueden utilizarlos para reforzar la posición del dólar. Por el lado alemán, se ofreció la posibilidad de colocar provisionalmente estas sumas a interés, bien fuese en el Bundesbank o en pagarés de la Federación denunciados a corto plazo, ya que las reservas en DM así formadas constituirían un supuesto necesario para que las autoridades monetarias norteamericanas asumieran un papel más activo en apoyo del dólar. En este sentido, merece una valoración especial la predisposición del Bundesbank a contribuir a que los Estados Unidos, país con la principal moneda de reserva del mundo, dispusieran de unas tenencias en DM dentro de sus propias reservas monetarias. El hecho de que los Estados Unidos sean colocados en situación de cuidar de la defensa de su moneda con recursos propios (aunque prestados en los mercados de crédito extranjeros), manteniendo sobre todo lo más estable posible la relación de cambio con el marco y fortaleciendo la confianza en el dólar, alivia algo a la moneda alemana de tener que ejercer en una medida importante funciones de moneda de reserva —para ella difíciles—.

Problemática del papel del marco como moneda de reserva

La actitud adoptada por la República Federal contra una mayor colocación de reservas monetarias no ha impedido, al final, que la moneda alemana haya ido pasando a desempeñar, hasta cierto punto, el papel de una moneda de reserva. Esto hay que atribuirlo, sustancialmente, a que para los Estados Unidos se hizo cada vez más difícil cumplir su función "natural" de moneda clave, que se había derivado de la posición dominante ocupada por este país en la economía mundial desde que finalizó la Segunda Guerra Mundial. Por su fuerza econó-

mica y la magnitud de sus mercados financieros son, de hecho, los Estados Unidos el único país que está en situación de ofrecer al resto del mundo, para sus reservas monetarias, una garantía suficiente y rentabilidad, así como la posibilidad de disponer en todo momento de ellas, sin que la propia política económica norteamericana se vea demasiado perturbada por las corrientes fluctuantes del capital internacional.

Con motivo de la inestabilidad temporal de la moneda clave "natural", se ha hecho cada vez más difícil durante los últimos años contener la acumulación de reservas en DM —dada la libertad que rige en principio para las transacciones corrientes y de capital de la República Federal con el exterior, así como el desarrollo del mercado exterior para inversiones en moneda alemana—. Las posibilidades de lograr tal objetivo se hicieron aún menores al perder la libra en este tiempo su función de moneda de reserva. Se agregó el hecho de que la reorientación de la política cambiaria en numerosos países generó, de suyo, una considerable necesidad de diversificar las reservas de divisas. Organismos oficiales del extranjero han recomendado repetidas veces al Bundesbank ceder ante esta presión del "mercado", no ofreciendo ninguna resistencia a la formación de reservas en DM, y aceptar, más bien, hasta cierto punto, el papel de reserva del marco, como compromiso internacional. Sin embargo, ninguna de las monedas de escape hoy día preferidas puede reemplazar, en último término, la función "natural" del dólar como moneda clave del mundo occidental; no están respaldadas por el potencial económico y el mercado financiero de una área con amplia base propia y, por tanto, con alto grado de "autarquía". En este sentido, la Unidad Monetaria Europea (ECU) del Sistema Monetario Europeo, recientemente creado, solo puede constituir a la larga un alivio.

En realidad, la limitada capacidad de los mercados alemanes de dinero y capitales hace temer de antemano que la formación o liquidación de reservas en marcos —e incluso su simple reestructuración— ponga constante y excesivamente a prueba la capacidad de funcionamiento de estos mercados. A ello irían unidas unas fluctuaciones de la liquidez y tipos de interés, no convenientes para la economía interna, que no siempre podrían ser compensadas por el Bundesbank; esto volvió a apreciarse desde el verano de 1978, cuando en el espacio respectivo de cinco meses afluó, salió y volvió a entrar un volumen de divisas equivalente a 20.000 millones de DM —o sea, casi el 4% del pro-

ducto nacional simultáneo—. Puede decirse, por tanto, que la penetración en la moneda alemana origina considerables problemas a la República Federal, como país de moneda de reserva sustitutiva. De seguir esta evolución, la política económica alemana acabaría viéndose obligada a elegir entre dejar que el tipo del marco suba constantemente con una mayor rapidez de la que justifica el nivel de inflación y aceptar los cambios estructurales de la economía interior derivados de ello (lo que tendría fatales consecuencias para la política económica, aun después de concluirse el desarrollo de la función de moneda de reserva), o frenar la tendencia de un tipo de cambio que vaya más allá de la realidad económica. En este caso, el Bundesbank habría de adquirir los dólares ofrecidos para canje, interviniendo en el mercado de divisas, lo que llevaría consigo el peligro de un acrecentamiento inflacionista de la masa de dinero interna.

Comparado con los riesgos de la función de moneda de reserva, resultan bastante cuestionables las posibles ventajas que pudieran derivarse de ella para un país de la dimensión espacial de la República Federal, que solo constituye una parte —aunque importante— del centro de gravitación europeo: así, por ejemplo, la extendida opinión de que el país emisor de una moneda de reserva sacaría de esta función un beneficio de creación de dinero, solo sería correcta en el caso de que puedan “pagarse” los déficit surgidos en el movimiento de transacciones corrientes y/o capitales mediante la emisión de activos de reserva a bajo interés. Precisamente en el caso de la República Federal, esta condición no pasa de ser una conjetura muy teórica. Por un lado, los activos mantenidos en marcos estarían dotados normalmente de un interés real considerable, no careciendo por tanto de costes. Por otro lado, el papel de reserva de una moneda es inconjugable,

a la larga, con la existencia de saldos pasivos por transacciones corrientes (la misma cuenta corriente de los Estados Unidos arrojó, hasta los comienzos de la década de los setenta, unos superávits casi constantes). El surgimiento de notables y permanentes saldos desfavorables en la balanza de bienes, servicios y transferencias llevarían con gran rapidez a una pérdida de confianza, excluyendo de antemano la posibilidad de desarrollar una moneda de reserva. El hecho de que este desarrollo empezara produciéndose sin fricciones en los Estados Unidos, se debió, sobre todo, a que en las circunstancias especiales de la época de posguerra fueron creciendo considerablemente de un año a otro las inversiones directas de los Estados Unidos en el exterior; se generaron así, por esta vía, déficit suficientes en la balanza de pagos norteamericana, que rebasaba ampliamente los constantes superávits de la cuenta corriente. Naturalmente, era de prever que los mismos Estados Unidos, se verían confrontados con una carga excesiva, en su papel de país de moneda de reserva, ya que difícilmente podrían lograr, a la larga, orientar su economía externa exclusivamente en el criterio de un abastecimiento de liquidez mundial conjugable con la estabilidad monetaria.

Hasta ahora, la colocación de reservas monetarias en el Bundesbank no había reportado a la República Federal ningunas ventajas sustanciales en el campo de la economía real, ya que la cuenta corriente alemana cerró casi siempre con fuertes saldos activos. Consiguientemente, la acumulación hecha hasta ahora de reservas en DM por bancos centrales extranjeros se ha reflejado, en gran parte, en las reservas de dólares del Bundesbank. Es cierto que estas devengan hoy día una rentabilidad más alta que los pasivos en DM frente a las autoridades monetarias extranjeras; pero esta ventaja no ha

Composición de las reservas de divisas de algunos países seleccionados

(Participación porcentual)

Régimen de tipos de cambio (1) y número de países registrados		Dólar de los Estados Unidos	Libra esterlina	Marco alemán	Demás monedas
Países con flotación aislada (11)	Fines de 1970	90,2	2,0	3,2	4,6
	Fines de 1977	84,6	1,1	4,9	9,4
Participantes en el Bloque Europeo de tipos de cambio (6)	Fines de 1970	91,7	0,1	0,3	7,9
	Fines de 1977	94,7	0,0	1,3	4,0
Países que orientan sus cotizaciones en el dólar de Estados Unidos (27)	Fines de 1970	83,3	9,1	0,9	6,7
	Fines de 1977	82,5	1,2	8,2	8,1
La libra esterlina (4)	Fines de 1970	17,2	72,4	0,2	10,1
	Fines de 1977	44,6	15,7	21,9	17,8
Una cesta de monedas (21)	Fines de 1970	45,5	37,7	3,2	13,6
	Fines de 1977	55,6	3,5	17,1	23,8

(1) Para la imputación de los distintos países, se ha tomado como base el procedimiento aplicado a mediados de 1976. Fuente: FMI (IMF Survey del 22 de mayo de 1978, pág. 155).

bastado hasta ahora para compensar, ni siquiera aproximadamente, la pérdida de cotización del dólar con relación al marco; aun en el caso de haberse dado tal compensación, el rendimiento real de este componente sustancial de nuestro patrimonio nacional habría sido igual a cero. La República Federal ha eximido, por tanto, a las autoridades monetarias diversificadoras del riesgo cambiario de sus inversiones en dólares, sin haber recibido por ello algo equivalente; antes bien, ha tenido lugar una "transferencia patrimonial" a favor del extranjero, por un monto igual a la pérdida de valor de las reservas monetarias —aun cuando esta estuviese suavizada por la rentabilidad nominal algo mayor de las inversiones en dólares—.

Prescindiendo de los problemas que se habrían derivado para la República Federal de un papel ilimitado del marco como moneda de reserva, este tampoco habría contribuido a un desarrollo conveniente del sistema monetario internacional. Un "sistema" compuesto de varias monedas de reserva, como el que se habría producido por un proceso desenfrenado de diversificación, habría sido un complejo sumamente inestable, adoleciendo de los siguientes riesgos: constante inquietud del tipo de cambio y desarrollo sin control de la liquidez internacional. Estos riesgos tienen una importancia tanto mayor cuanto que la elección de una moneda de reserva no solo viene determinada por motivos puramente económicos, sino también políticos. Por ello, la limitación del papel del marco como moneda de

reserva no interesa únicamente a la República Federal, sino que también parece justificada desde un punto de vista internacional.

