



Investigaciones de Historia Económica - Economic History Research

www.elsevier.es/ihe



Artículo

Mercado libre de divisas y ventaja competitiva de la banca andorrana, 1945-1998

Marc Galabert Macià

Departament d'Història Econòmica, Institucions, Política i Economia Mundial, Universitat de Barcelona, Barcelona, España

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:
Recibido el 17 de octubre de 2016
Aceptado el 19 de julio de 2017
On-line el xxx

Códigos JEL:
E42, G21, F31, N24

Palabras clave:
Andorra
Banca
Ventaja competitiva
Mercado libre de divisas

R E S U M E N

Esta investigación explora el desarrollo de la banca andorrana durante la segunda mitad del siglo xx. El no establecer ninguna moneda de curso forzoso ha supuesto históricamente la libre circulación de divisas en el país. En este contexto, el trabajo plantea que la posibilidad de mantener cuentas en eurodivisas en los bancos andorranos se habría configurado como una de sus principales ventajas competitivas para atraer capital español y francés. Para contrastar esta hipótesis, se comparan las oportunidades de arbitraje que proporcionaron las principales divisas internacionales contra la peseta y el franco en el marco de los distintos sistemas cambiarios por los que transcurrieron. Los resultados muestran que, en todos los casos, el premio por trasladar capital a la banca andorrana y depositarlo en divisas fue superior al de mantener el capital *onshore*. Así mismo, el coste de oportunidad de no trasladar capital al país de los Pirineos habría sido mayor para el capital español que para el capital francés.

© 2017 Publicado por Elsevier España, S.L.U. en nombre de Asociación Española de Historia Económica.

Free currency market and competitive advantage in Andorran banking, 1945-1998

A B S T R A C T

This study examines the development of the Andorran banking industry during the second half of the 20th century. Not having established any legal tender has historically meant the free movement of currency in the country. In this context, this work proposes that the possibility of maintaining Eurocurrency deposits in Andorran banks would have been one of its main competitive advantages to attract Spanish and French capital. To test this hypothesis, we compare the arbitrage opportunities shown by the major Eurocurrencies against the Spanish peseta and the French franc in the different exchange regimes experienced by both countries. The results show that, in all cases, Eurocurrency deposits in Andorran banks were more profitable than onshore deposits. At the same time, the opportunity cost of not moving capital to Andorra would have been higher for Spanish investors than for the French ones.

© 2017 Published by Elsevier España, S.L.U. on behalf of Asociación Española de Historia Económica.

JEL classification:
E42, G21, F31, N24

Keywords:
Andorra
Banking
Competitive advantage
Currency free market

1. Introducción

La libre circulación de divisas o, lo que es lo mismo, la ausencia de controles de capital, es una de las 3 variables del conocido como trilema imposible de la política monetaria (Obstfeld et al., 2004). Este trilema, derivado del modelo de Mundell y

Fleming (Fleming, 1962; Mundell, 1963), establece que un país solo puede escoger 2 de los 3 objetivos de la política monetaria: estabilidad de cambio, integración financiera y autonomía monetaria. Para las economías abiertas las ventajas de cada uno de los objetivos monetarios citados son evidentes. La estabilidad del tipo de cambio incentiva el comercio, evita que el país se enfrente a pérdidas de competitividad ante la apreciación de su divisa y protege de la inflación ante la depreciación. La integración financiera, a través de la libertad de circulación de capital, permite que la economía reciba inversión extranjera y supone aumentar la oferta de capital

Correos electrónicos: marc.galabert@gmail.com, mgalabert@uda.ad

<http://dx.doi.org/10.1016/j.ihe.2017.07.001>

1698-6989/© 2017 Publicado por Elsevier España, S.L.U. en nombre de Asociación Española de Historia Económica.

en períodos de crecimiento. Finalmente, la autonomía monetaria facilita la gestión del ciclo económico a través de la utilización del tipo de interés.

La imposibilidad del trilema reside en que difícilmente un país podrá satisfacer las 3 variables a la vez. Si apuesta por la fijación del tipo de cambio y la libertad de circulación de capital deberá renunciar a su soberanía monetaria. En este caso, la fijación de un tipo de interés doméstico diferente del tipo de interés mundial erosionaría la estabilidad del tipo de cambio debido a las presiones al alza o a la baja de la moneda doméstica. Por otro lado, si el país suscribe la autonomía monetaria y la libre circulación de capitales, el tipo de cambio de su divisa no podrá permanecer estable, ya que esta se apreciará o depreciará en el mercado en función de la oferta y la demanda de capital en esa divisa. Por último, si el país decide mantener el tipo de cambio fijo y la autonomía monetaria, necesariamente deberá establecer controles de capital para evitar presiones sobre su divisa.

El trilema imposible se deriva teóricamente de la paridad descubierta de tipos de interés. Esta establece que, en ausencia de riesgo y con activos perfectamente sustituibles, el rendimiento esperado de activos denominados en moneda extranjera será igual al rendimiento de activos domésticos ajustados por el tipo de cambio. Dicho de otro modo, ante diferencias de cambio entre 2 divisas, el tipo de interés del país con la divisa depreciada debe compensar ese diferencial ajustando el tipo de interés nominal para que no se deriven beneficios del arbitraje. Por lo tanto, cuando un país fija el tipo de cambio de su divisa a otra divisa, para cumplir la paridad, los tipos de interés de ambos países deberían igualarse, con lo que el país anclado pierde su autonomía monetaria. La única manera de fijar el tipo de cambio y mantener la autonomía monetaria pasaría por prevenir el arbitraje en el mercado de divisas a través del establecimiento de controles de capital.

A lo largo de la segunda mitad del s. xx las relaciones comerciales y financieras internacionales han transitado por distintos períodos en los que han primado distintas versiones del trilema imposible. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, la puesta en funcionamiento del sistema de Bretton Woods estableció tipos de cambio fijos y autonomía monetaria a cambio de controles de capital. En 1973, el colapso del sistema dio paso al progresivo desmantelamiento de los controles de capital, reservando la autonomía monetaria de los países. Esta vez tuvieron que sacrificarse los tipos de cambio fijos. Finalmente, la integración europea ha priorizado la libertad de movimientos de capital y la fijación del tipo de cambio de las divisas de los distintos integrantes, dejando de lado la soberanía monetaria (Obstfeld y Roggof, 1995).

El Principado de Andorra supone una excepción a ese contexto. Durante el s. xx el trilema imposible no ha sido una preocupación para el país. A lo largo de su historia, su economía ha representado uno de los pocos casos de doble dolarización¹. Las necesarias relaciones comerciales con sus países vecinos hicieron que, para facilitar los intercambios, no se estableciera una moneda andorrana de curso legal y se utilizaran como propias las monedas españolas y francesas. En consecuencia, el país no ha fijado nunca un tipo de cambio ni ha disfrutado de autonomía monetaria. De igual modo, no poseer moneda propia ha supuesto una diferencia regulatoria con relación a su entorno, que ha propiciado históricamente la libre circulación de divisas en el país. Ante esta situación, este trabajo explora el desarrollo del centro financiero *offshore* andorrano bajo la perspectiva de la libertad de circulación de divisas. De acuerdo con la literatura, las diferencias regulatorias, la inflación, así como la evasión fiscal son los motivos principales para trasladar capital a

jurisdicciones llamadas *offshore* (Grubel, 1977; Giddy, 1983; Johns, 1983; Walter, 1985; Naylor, 1987; Hampton y Abbott, 1999; Rose y Spiegel, 2006; Dharmapala y Hines, 2006; Foad, 2012). La hipótesis de partida de este trabajo es que la presencia de controles de capital en Francia y España supuso el no cumplimiento de la paridad descubierta de tipos de interés. Ante esta situación, la posibilidad de mantener cuentas multdivisa en la banca andorrana se habría configurado como el principal mecanismo para explotar la diferencia regulatoria que suponía la libre circulación de divisas. Esto habría incentivado el traslado de fondos españoles y franceses al país con el fin de aprovechar el arbitraje en divisas por motivos regulatorios.

La banca andorrana apareció en 1930. A lo largo de su historia ha funcionado sin una autoridad monetaria a modo de banco central, con libre circulación de divisas tanto en el comercio como en la banca, sin impuestos reseñables y con un secreto bancario autorregulado por las mismas entidades hasta 1995, momento en que se reguló de forma legislativa. Esos factores favorecieron la creación de un dinámico centro financiero *offshore* que atrajo capitales principalmente españoles y franceses (IMF, 2007, p. 9). A finales del s. xx, la importancia del capital captado por la banca andorrana permitía reconocer al país como uno de los centros financieros *offshore* más dinámicos del sur de Europa. El sector financiero representó en el año 2000 el 26,5% de la economía nacional. La proporción de depósitos bancarios sobre el PIB se situó en el 558,52%, cifra que da cuenta de la especialización bancaria de la economía andorrana². La escasa regulación y la confidencialidad han limitado históricamente la difusión de datos acerca de las principales magnitudes del sector, lo que ha dificultado el conocimiento de su evolución.

Debido a estas restricciones, hasta el momento, el estudio de la banca andorrana ha contado con reducidas, aunque valiosas, aportaciones. Tales investigaciones se han basado principalmente en información cualitativa extraída de entrevistas con profesionales del sector (Sogues, 1975; Arasanz, 1986; Lluelles, 1991), en datos para períodos recientes (García, 2001; Sáez, 2004), o en trayectorias de entidades particulares (Gurdó, 2002; Cabana, 2005). Recientemente, la explotación de nuevas fuentes de datos bancarios andorranos ha permitido estimar la captación de depósitos, así como la rentabilidad financiera de todo el sector desde su creación hasta la Gran Recesión de 2007 (Galabert, 2014, 2017). Las investigaciones precedentes han resaltado el papel de la banca andorrana como canalizador de ahorro hacia el mercado internacional, así como el hecho de que dicho ahorro proviniera, en algunos períodos, de la evasión y el fraude fiscal de los países vecinos. De igual modo, la mayoría de los autores que se han aproximado al análisis del sector coinciden en destacar la importancia de las divisas en el negocio bancario localizado en Andorra como instrumento para preservar el valor de los fondos captados (Sogues, 1975; Arasanz, 1986; Lluelles, 1991). En ese sentido, Torres (1995) estimó la rentabilidad en pesetas de un capital depositado en las principales divisas internacionales, en oro y en plata para el período 1945-1994. Sin embargo, poco se sabe a nivel cuantitativo sobre cuál fue el premio de ese depósito de valor con relación al franco francés.

No se dispone de datos sobre la proporción de capital de origen español y francés captado por el sistema bancario andorrano. Sin embargo, varios factores indican que el capital español captado por la banca andorrana habría sido superior al francés. En primer lugar, Francia disponía de una oferta de servicios *offshore* de la envergadura de Suiza, Mónaco, Luxemburgo o las islas del Canal de la Mancha alrededor de sus fronteras. En segundo lugar, a partir de 1962 el turismo español en Andorra fue claramente superior al francés (Lluelles, 1991, p. 662). Teniendo en cuenta que las entidades andorranas abrieron sus oficinas al público los sábados

¹ El término dolarización hace referencia a la sustitución de una moneda doméstica por una divisa extranjera, que no tiene por qué ser el dólar estadounidense.

² Departamento de Estadística de Andorra (www.estadistica.ad).

متن کامل مقاله

دریافت فوری ←

ISIArticles

مرجع مقالات تخصصی ایران

- ✓ امکان دانلود نسخه تمام متن مقالات انگلیسی
- ✓ امکان دانلود نسخه ترجمه شده مقالات
- ✓ پذیرش سفارش ترجمه تخصصی
- ✓ امکان جستجو در آرشیو جامعی از صدها موضوع و هزاران مقاله
- ✓ امکان دانلود رایگان ۲ صفحه اول هر مقاله
- ✓ امکان پرداخت اینترنتی با کلیه کارت های عضو شتاب
- ✓ دانلود فوری مقاله پس از پرداخت آنلاین
- ✓ پشتیبانی کامل خرید با بهره مندی از سیستم هوشمند رهگیری سفارشات