



TITULO

REGULACION DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL.

AUTORES

Agustín González Díaz, Vicente Jaime Pastor y Amparo Soler Domingo.

AREA 5: MERCADOS FINANCIEROS.

Departamento de Economía Aplicada.

Universidad de Valencia

V Jornadas de Política Económica.

Bilbao, 23-24 de mayo 2002.



1.-INTRODUCCION

En los últimos decenios se ha producido mundialmente una, cada vez mayor, integración de los mercados financieros. A ello ha contribuido, indudablemente, la liberalización de los movimientos internacionales de capital a corto plazo.

Producto de una aplicación de las ideas del liberalismo económico, que en algún momento parecía incuestionable, y de la propia globalización que en este campo llamaríamos financiera. La globalización financiera, “que significa básicamente la libertad de realizar cualquier transacción financiera deseada, independientemente de las monedas implicadas, o de la radicación o nacionalidad de aquellos que realizan dicha transacción, no es un fin en sí misma”.¹ Como cualquier moneda o cualquier mercado financiero, es solamente un medio que posibilita resultados económicos en el sector real.

De ahí que al ser la globalización financiera coetánea con la alta volatilidad de los tipos de cambio, con crisis financieras internacionales que han tenido un efecto contagio inmediato, con un desequilibrio mayor en la distribución mundial de la riqueza-pobreza o, finalmente, con una imposibilidad de desarrollar políticas económicas nacionales, especialmente en los países emergentes, se haya abierto un debate tanto académico como institucional referente a la posible regulación de los movimientos internacionales de capital.

Por una parte se defiende que alguna forma de protección contra los efectos perversos de la globalización financiera extrema es esencial para la autonomía de las propias políticas económicas nacionales, y por otra se ha intentado que la imposición sobre las transacciones internacionales se convierta en un impuesto de solidaridad internacional que permita reducir las diferencias de renta y contribuya a potenciar el desarrollo de los países emergentes y sea un vehículo de frenar la extrema pobreza de gran parte de la humanidad.

¹ James Tobin. “Europa, Japón y el fantasma de Keynes.” El País 12 de noviembre de 1998.



2.- EL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL.

Se considera que el comienzo de la liberalización de los mercados financieros internacionales se sitúa a principios de los años setenta, en el entorno de la desaparición del sistema de tipos fijos pero ajustables en el que se había fundado el sistema financiero internacional.

La caída del sistema de Bretton Woods propicia la integración mundial de los mercados de capital, acompañada inevitablemente de las políticas de desregulación y de la revolución en las comunicaciones. Ciertamente “la defensa de una paridad fija sólo es posible, en una economía de tamaño normal, con un contexto de escasa movilidad de los capitales, salvo si se renuncia a la autonomía de la política monetaria”.²

La apertura financiera, que rápidamente complementa la financiación multilateral del FMI y del Banco Mundial con inversiones directas y créditos comerciales de capitales privados, se potencia con el desarrollo del mercado de eurodólares y del reciclaje de los petrodólares tras la primera crisis del petróleo en 1973.

Pero la deseada apertura financiera genera tensiones en la relativa estabilidad e los tipos de cambio en los dos decenios anteriores, y obliga a aquellos gobiernos que desearan evitar la fluctuación excesiva de su moneda a emplear el tipo de interés en defensa del tipo de cambio. Es el conocido triángulo de incompatibilidad entre apertura financiera, estabilidad cambiaria y autonomía de la política monetaria.

La principal ventaja del proceso reciente de liberalización financiera es, sin duda, el importante crecimiento del comercio internacional, así como la mayor integración de los mercados productivos. El impacto de la globalización sobre el crecimiento, y especialmente las contribuciones de la innovación y liberalización financiera, así como la libertad de movimientos de capital, en el actual bajo nivel de inflación, en los presupuestos disciplinados, en el desarrollo tecnológico y en el aumento de capital humano, parece evidente. Los extensos trabajos institucionales, temporalmente coincidentes, de la

² Jacques Adda. Globalización de la economía. Ediciones Sequitur. Madrid, 1999. Pag. 97.



OMC(1999), del FMI(1998), del Banco Mundial(1987) o de la OCDE(1998), así lo confirman.

Pero los problemas que ha generado son la causa esgrimida por todos aquellos que insisten en la necesidad de regulación. Efectos perversos de unos mercados financieros teóricamente eficientes por su amplitud, profundidad y rapidez, que podríamos sintetizar en la frecuencia de las crisis financieras y en la extrema volatilidad del tipo de cambio.

Por una parte las crisis financieras de los años noventa se han intentado comprender como una consecuencia de la globalización financiera. “La experiencia reciente muestra que la liberalización de los mercados y de los flujos de capitales y la innovación financiera no están exentas de problemas. Las crisis financieras tienden a ser más frecuentes. Hemos tenido una en 1987, en Wall Street; otra en 1992 en el Sistema Monetario Europeo; otra en Iberoamérica en 1994, que empezó en Méjico y terminó contagiando a toda la región, y otra en 1997 en el sudeste asiático que empezó con Tailandia y terminó contagiando a la mayor parte de Asia, Rusia y los países del Este y de nuevo a Iberoamérica. Las fuertes entradas de capital generan burbujas financieras y contagios entre países.”³

Economías aparentemente sanas, con la desaparición de los flujos de entrada de capital y con rápidas salidas del mismo, entraban rápidamente en una crisis que a través de los mercados financieros tenía enseguida notable incidencia en sus sectores reales, lo que a su vez estimulaba la incertidumbre de los inversores y acentuaba aún más la crisis financiera.

Por otra parte, y relacionado también con las propias crisis financieras, la elevada volatilidad de los tipos de cambio en contraste con la estabilidad precedente. Los costes de la volatilidad del tipo de cambio en términos de desestabilización económica son suficientemente conocidos. Algunos países, sobre todo emergentes, que se han impuesto un tipo fijo para conseguir una cierta estabilización económica, han tenido indudablemente éxitos iniciales. Pero su necesidad de sacrificar la política monetaria y autoimponerse a la vez una imprescindible disciplina fiscal, les ha conducido a experiencias desastrosas. La situación actual de Argentina sería una buena prueba empírica.

³ Guillermo de la Dehesa. Comprender la globalización. Alianza Editorial. Madrid, 2000. pág. 150.



Y es fundamentalmente la concepción de lo nociva que ha resultado en la práctica la globalización económica en su aspecto financiero, el principal argumento que se ha empleado para justificar la necesidad de una regulación de los movimientos internacionales de capital.

3.- REGULACIÓN DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL.

Una de las ideas más utópicas en materia de solución global para la regulación monetaria y financiera la constituye la de construir un sistema financiero internacional único, con instituciones únicas y con una sola moneda. No existirían problemas relacionados con el tipo de cambio, y el sometimiento mundial a las mismas reglas financieras impediría la aparición de crisis por el establecimiento de un prestamista único como último recurso. Ciertamente los mercados financieros estarían mundialmente integrados y se eliminarían los costes de los cambios de moneda y la propia especulación de divisas. Sería el planteamiento del conocido artículo de Krugman “*monomoney mania*”.

Las dificultades prácticas de esta solución consisten en exigir una cesión total de soberanía en la política monetaria por parte de todos los países, cuando sus circunstancias económicas son muy diferentes, y en la propia dificultad de controlar la planteada institución única encargada de los temas monetarios. Habría que añadir las razones teóricas que apoyan el pluralismo monetario, siendo preferible los ajustes del tipo de cambio a las políticas económicas que influyan en los niveles de inflación y de empleo, caso de que la competitividad internacional y la sobrevaloración del tipo de cambio real así lo exijan. Para Friedman sería comparable con el cambio de hora en primavera e invierno, un pequeño ajuste cuyas ventajas nadie discute.

No obstante, los razonamientos básicos de la idea anterior acerca del sistema mundial, aportan cambios que se han tenido en cuenta en la propia praxis de la política económica. Así ocurre con la mayor vigilancia de las variables macroeconómicas, con el mayor control de los movimientos de capital y de las instituciones que los generan. Y, desde luego, con los debates actuales sobre el papel del Fondo Monetario Internacional y la búsqueda de un prestamista en última instancia.



La idea que actualmente se considera más por parte de muchas organizaciones no gubernamentales, y sobre todo las calificadas de anti-globalización, es la imposición de una tasa sobre las transacciones financieras especulativas. Es la llamada tasa Tobin.

En efecto fue James Tobin, galardonado con el Premio Nóbel en 1981 y recientemente fallecido, el que la propuso hace más de veinte años (Tobin, 1978). Pretendía con la tasa sobre las transacciones de intercambio exterior dos finalidades. En primer lugar incrementar la independencia de la política monetaria, puesto que la tasa inicialmente propuesta podía alcanzar el uno por mil de las transacciones de cambio de divisas, con lo que se pretendía limitar los movimientos de capital inducidos por diferencias en los tipos de interés. Y en segundo lugar, reducir la volatilidad de los tipos de cambio nominales, especialmente volátiles cuando los flujos de capital cruzaban libremente las fronteras internacionales.

Más recientemente la tasa Tobin se plantea también para defender los tipos de cambio de ataques especulativos.

Las críticas teóricas que ha recibido no son desdeñables. Y no solamente por ser una interferencia en los mercados financieros, por lo que podría ser un obstáculo a su eficiencia, sino también porque debería aplicarse globalmente. Ciertamente “if some countries adopted the Tobin tax but others did not, the foreign-exchange trading would simply move to where it was not taxed. For this reason, everyone agrees that it would have to be imposed in virtually all countries, large or small. This would require more widespread support than seems possible politically”⁴

Las organizaciones que apoyan la tasa, e incluso los Parlamentos de Canadá o Francia que mostraron su disposición emplearla, piensan que los impuestos a las transacciones de divisas como el planteado por Tobin son a menudo desechados por los críticos antes que las razones sean analizadas. Se considera que es muy difícil adoptar un impuesto y que es muy fácil esquivarlo.

Pero realmente sería muy difícil de evadir un impuesto como el propuesto por Tobin. Un impuesto recaudado a través de las ventas del mercado mayorista entre los bancos, como lo

⁴ Frankel, J. “Recent exchange-rate experience and proposals for reform”. *AEA Papers and Proceedings* nº 86(2). 1996. pág 156



propone el economista Rodney Schmidt⁵, mejorando el concepto original de Tobin, hace casi imposible la evasión impositiva, facilitando al mismo tiempo su recaudación. Los bancos procesan entre sí miles de transacciones diariamente, los que son sumados o "integrados" en lugares centralizados de modo que un pago neto puede ser calculado, transferido y "consolidado". Los sistemas financieros mundiales de liquidación de transacciones han sido cada vez más centralizados, oficializados y regulados en tanto los bancos centrales y comerciales colaboran para eliminar los riesgos de mora en los pagos.

Ahora existe ya un sistema global centralizado de liquidación ligado a los sistemas nacionales de pagos en la mayoría de los países. En ese sistema todas las transacciones son electrónicamente registradas en los sitios de liquidación, por lo que hacer un seguimiento desde las autoridades públicas y aplicar los impuestos correspondientes sería relativamente fácil.

Las organizaciones defensoras de la tasa piensan que aplicar el impuesto a los pagos nacionales permitiría a los bancos centrales de los países participantes rechazar los pagos entre sistemas no participantes, como ejemplo está el caso de los llamados paraísos fiscales. De este modo, las Islas Cayman no podrían vender ni comprar pesos chilenos, si Chile estuviese dispuesto a adoptar un impuesto como el planteado por Tobin. Si un grupo de países rechazara al unísono el permitir los pagos a través de estos centros que desean ser opacos, terminarían representando escasa entidad en los flujos internacionales de capital.

Los críticos sostienen que los especuladores pueden evadir el impuesto trasladando sus operaciones a instrumentos financieros derivados. En efecto son desde los años ochenta muchas las formas de cubrirse en las operaciones financieras, minimizando el riesgo y consiguiendo además un efecto apalancamiento alto. Tanto futuros y opciones, como *forwards* y *swaps*, han alcanzado unos volúmenes de negocio elevados, especialmente en los momentos de mayor incertidumbre. Pero el conocimiento que las instituciones financieras tienen de cada operación en los mercados de derivados, aunque realmente ni se compra ni se vende el activo subyacente hasta, en todo caso, el vencimiento, hace que se pueda aplicar la tasa en ese momento. En cualquier momento anterior igualmente se podría aplicar, pero sería

⁵Schmidt, R. "A feasible foreign exchange transactions tax". The North-South Institute Publications. Ottawa. March 1999.



una penalización a operaciones que no solamente se dedican a la especulación sino a la cobertura de riesgos.

“Siempre es posible alcanzar el consenso político cuando la necesidad de coordinar políticas es mayor que el riesgo de la inacción continua. El mundo no puede permitirse el lujo de presenciar los estragos sociales y económicos ocurridos entre 1997 y 1999 en el Sureste Asiático, Rusia y Brasil. Al paso de los ataques especulativos, los precios de los artículos se van a las nubes, los salarios caen, las firmas impedidas de pagar sus deudas contraídas en moneda extranjera van a la quiebra y el desempleo se incrementa. En el Sureste Asiático, tres décadas de esfuerzo por reducir la pobreza se perdieron a causa de la crisis financiera. Existe actualmente un amplio consenso político de que si no se producen cambios las crisis financieras futuras serán inevitables”⁶.

Además, el enorme flujo de ingresos que podría ser generado por este impuesto tiene un fuerte atractivo para gobiernos desprovistos de dinero en efectivo en muchos países del mundo. Frente a la creciente disparidad de ingresos y de justicia social, el impuesto propuesto por Tobin representa una oportunidad poco conocida para captar la gigantesca riqueza de manos de un sector que evade los impuestos, y poder destinar esos recursos hacia el bien común.

La iniciativa canadiense Halifax estima que más de 1.5 billones de dólares son intercambiados todos los días en mercados de divisas alrededor del mundo; que aproximadamente un 95% de ese intercambio es "especulativo" en tanto los operadores financieros apuestan al aumento de los precios de las divisas y a que las tasas de intereses suban o bajen.

Además considera que la mayor parte de la especulación internacional de divisas busca obtener ganancias a corto plazo en detrimento de la inversión de largo plazo en desarrollo económico y social y que la especulación internacional de divisas afecta la capacidad de los gobiernos para establecer políticas nacionales de desarrollo justo y equitativo. Igualmente considera que la intempestiva fuga de capitales especulativos en grandes cantidades desde

⁶ www.halifaxinitiative.org



México, Tailandia, Indonesia y Corea del Sur dieron como resultante un agravamiento económico, inestabilidad política, agitación social generalizada y sufrimiento humano.

Calculando que la especulación puede ser controlada con una tasa situada entre un 0.1% y un 0.25% por cada transacción de divisas, eleva entre 150 y 300 millardos de dólares al año los resultados, que serían destinados al desarrollo social y económico y para protección ambiental en los países menos desarrollados.

Como los recursos requeridos para eliminar la pobreza extrema, asegurar servicios sociales básicos y mitigar la destrucción ambiental los estima en 225 millardos al año, plantea que los gobiernos del mundo debieran establecer inmediatamente un impuesto sobre las transacciones especulativas de divisas como el planteado por Tobin y destinarlo al desarrollo social y económico de los países menos desarrollados. El impuesto debe ser recaudado y redistribuido de manera totalmente transparente y fiscalizado a través de las Naciones Unidas (pesar en instituciones como el FMI o el Banco Mundial sería para muchas organizaciones anti-globalización poner a la zorra a dirigir el gallinero...)

La Asociación francesa, aunque extendida ya por gran parte del mundo, ATTAC (Acción por una Tasa sobre las Transacciones especulativas de Ayuda a los Ciudadanos), es una de las organizaciones impulsora y defensora del proyecto.⁷ Asimismo habría que citar a War on Want,⁸ que llega a calificar la tasa Tobin con el nombre de Robin-Hood Tax.

4.- CONCLUSIONES.

La alta volatilidad de los tipos de cambio y de las cotizaciones en los mercados financieros, las crisis financieras internacionales que han sido tan recurrentes en los años noventa, así como la elevada impredecibilidad asociada a los mercados de divisas, han tenido funestas consecuencias en el sector real de la economía de bastantes países, especialmente de los llamados países emergentes. Ello ha auspiciado una amplia polémica académica e institucional respecto a la regulación de los movimientos internacionales de capital.

⁷ www.attac.org

⁸ www.waronwant.org



Para los defensores de la tasa Tobin, como mecanismo regulador de las transacciones, se conseguiría reducir ambos problemas planteados; y además entienden que el dinero conseguido por este impuesto tendría un fin de solidaridad internacional para combatir la pobreza y mejorar el medio ambiente. Los críticos, tanto teóricos por la eficiencia de los mercados financieros, como pragmáticos por la inviabilidad en su aplicación, han sido analizados en la presente comunicación y se han dado razones contrarias. En definitiva, la actual organización de los pagos electrónica e informática permite una aplicación inmediata de la tasa Tobin.

Respecto a la necesidad de que su aplicación sea global, se precisa un consenso político amplio de casi todos los países. Si bien ha recibido la tasa importantes respaldos por parte de los Parlamentos de algunos países (Canadá, Francia, Finlandia,...) y se ha debatido incluso en el Parlamento Europeo, parece que aún dista mucho de conseguirse.

Parece indudable que en los medios académicos e institucionales se está planteando cada vez con más fuerza la necesidad de una regulación de los movimientos internacionales de capital. Sea bajo la forma de una tasa impositiva, o bajo otra forma de control, los casi dos billones de dólares que diariamente se mueven transfronterizamente suelen generar problemas a las cotizaciones en los mercados de divisas, fomentando una especulación que no colabora en la ansiada estabilidad financiera internacional.

5.- BIBLIOGRAFIA CITADA:

ADDA, Jacques. Globalización de la economía. Ediciones Sequitur. Madrid, 1999. Pag. 97.

BANCO MUNDIAL Informe sobre el desarrollo mundial 1997, Washington D. C. 1997.

DE LA DEHESA, Guillermo. Comprender la globalización. Alianza Editorial. Madrid, 2000.

FMI World Economic Outlook, 1997.

FRANKEL, J. “Recent exchange-rate experience and proposals for reform”. AEA Papers and Proceedings nº 86(2). 1996. págs. 153-158.



OCDE Open markets matter: the benefits of trade and investment liberalization. Paris, 1998

OMC Informe sobre el comercio mundial, Ginebra, 1999.

SCHMIDT, R. “A feasible foreign exchange transactions tax”. The North-South Institute Publications. Ottawa. March 1999

TOBIN, James. “A proposal for international monetary reform”. Easter Economic Journal n° 4. pp 153-159.

TOBIN, James. “Europa, Japón y el fantasma de Keynes.” El País 12 de noviembre de 1998.

www.attac.org

www.halifaxinitiative.org

www.waronwant.org