



MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

José RIPOLL

En 1780, Federico II de Prusia desafió a las academias de ciencias y artes europeas a que se plantearan la cuestión referente a si «es útil que se engañe a la gente incitándoles a cometer nuevos errores o confirmándoles en los actuales».

The New York Times, 3 de enero de 1998.

Tony Blair advirtió a Japón de que tendrían que «hacer el Full Monty» en la reforma financiera si Asia quería salir de la actual crisis. «Tal y como lo descubrió el Nuevo Partido Laborista, en un mercado global hoy día o bien estás a la cabeza y tienes éxito, o bien te descubren rápido y fracasas.»

Financial Times, 10 de enero de 1998.

Prólogo

La preparación de este informe ha sido consiguiente a la reunión a la que asistí en Bruselas el 8 de enero de 1998. Su objetivo era organizar el diálogo sobre el tema «Globalización y gobernabilidad económica y financiera», tal y como se indica en el programa de la Comisión Progreso Global. Los esfuerzos de la Comisión expresan claramente la necesidad de ir más allá de las alternativas, tanto de una filosofía según la cual la circulación sin restricciones del capital, guiada por el mercado internacional, está en conflicto con los intereses democráticos nacionales en muchos países y acaba inevitablemente en desestabilizadoras crisis y pánico, como de la que se basa en la certeza de que la circulación sin restricciones contribuye a una mejor distribución racional de los recursos financieros, mientras que las aptitudes de autocorrección de las fuerzas del mercado se ocupan de los problemas de desestabilización temporales. Ambas alternativas han sido consideradas como útiles desde el momento en que «incitarían a la gente a cometer nuevos errores o la confirmarían en los actuales».

En Bruselas, las discusiones trataron sobre los preparativos para la reunión de alto nivel de la Comisión y la organización de una reunión preparatoria (el Seminario temático considerado en el informe general de la Comisión) para clarificar el campo de acción y esbozar una línea de conducta. Se intercambiaron opiniones referentes al ámbito y programa posibles. Mi conclusión es que, en principio, los términos de referencia del seminario incluirían un examen del volumen y las modalidades actuales de las transferencias de capital entre países, sus resultados desde el punto de vista de las perturbaciones y crisis en economías en todos los niveles de desarrollo, y las medidas de la política a seguir a nivel nacional o multilateral. Presidiendo a todos estos objetivos hay líneas generales muy vagas: las medidas de la política a seguir se dirigirían hacia la «optimización de las ventajas y la minimización de los costes», objetivo enmarcado en el contexto de los valores, principios y opciones particulares de lo que la Comisión considera como un ámbito político de «líneas de acción progresistas» (signifique lo que signifique).

Este informe se propone recopilar algunos de los puntos de vista y opiniones actuales sobre dicho tema y en particular los «Movimientos internacionales de capital» y los resultados relacionados. El problema de las transferencias de capital y la situación difícil que entraña en prácticamente todas las áreas ha sido últimamente tratado por una densa literatura; las crisis monetarias que se han extendido recientemente por todo el sudeste de Asia y cuyo origen se encuentra en transferencias volátiles den-

tro y fuera de esta región, han estimulado muchos reportajes así como una cierta cantidad de análisis formales más rigurosos. Más en general, la popularización del tema viene de la creciente importancia atribuida a dichos movimientos y flujos en tanto que vectores necesarios de una vía de gran envergadura hacia la globalización de la economía mundial.

Mi intención ha sido que esta recopilación de la literatura existente (desde la superficial hasta la científica) pueda ser usada como informe de referencia por los miembros del Seminario. Desgraciadamente, las limitaciones de tiempo y de material bibliográfico no me han permitido elaborar una muestra representativa de todas las opiniones y posiciones políticas. He hecho lo imposible para mantener un equilibrio entre las variadas doctrinas y filosofías políticas para las cuales había información disponible, aunque una selección nunca pueda evitar totalmente la arbitrariedad. He evitado lo más posible los términos técnicos y la jerga profesional. En dicho sentido, este informe presenta un objetivo puramente pedagógico y no trata de defender opiniones originales o personales. No es un sustituto de las funciones de la Comisión o del Seminario, sino que se propone ser una fuente de referencias que facilite las tareas de sus miembros y les permita ser más eficaces.

También tendría que decir que empecé a recoger opiniones de varios frentes políticos creyendo que podría encontrar un denominador común entre los diferentes diagnósticos de los movimientos internacionales de capital y las soluciones para los problemas que resultan. Mucho me temo que no lo conseguí. Puedo sinceramente coincidir en ello con Albert Fishlow (1), quien, en una discusión sobre los problemas que estos movimientos han creado recientemente en el contexto asiático y las discusiones sobre las diferentes medidas de la política a seguir que se aplican, dijo: «La polémica pendenciera [en cuanto a los remedios] (2) está distrayendo la atención de lo que parece ser un fallo sistémico del capitalismo global. Las antiguas normas no han funcionado y las nuevas todavía están por inventar». Ahora bien, para los que no lo conocen, Fishlow no es un exaltado Che Guevara, sino un distinguido miembro del firmemente conservador Council of Foreign Relations, en Nueva York. Describir esa «polémica pendenciera» a la que se refería Fishlow es el propósito de mis esfuerzos; no podría y no trato de ir más allá. Eso se lo dejo al Seminario y a la Comisión a las cuales será presentado este informe.

(1) Citado por Peter Passell, «IMF: Caught in the Middle of Asia Blame Game», *International Herald Tribune*, 16 de enero de 1998.

(2) Los textos entre corchetes son del autor.

La primera sección enfoca las fuerzas del mercado que constituyen la base de las transferencias de capital y evalúa su volumen. La segunda sección esboza un análisis de los resultados de dicha circulación en términos de crisis financieras y económicas y la desestabilización social, así como otros impactos negativos en la economía real. La tercera sección revisará las soluciones propuestas: una muestra de las principales líneas de conducta y medidas de mercado propuestas y las opiniones que estas medidas han inspirado.

Transferencias de capital y fuerzas que determinan el mercado

El volumen de la circulación del capital

Las evaluaciones aproximadas de los actuales movimientos internacionales de capital en varias publicaciones coinciden básicamente. Según todas las fuentes, el volumen medio diario en el mercado global de divisas alcanzó unos 1.260 billones de dólares en abril de 1995. Esto equivale a dos veces y media el PIB anual español y a más de cien veces todas las transferencias registradas del mercado internacional de bienes y servicios. La magnitud es gigantesca, cualquiera que sean las incertidumbres y dificultades de la evaluación. Sus crecientes proporciones son también un rasgo espectacular: de 1977 a 1992, dicho volumen se multiplicó por 48; de 1992 a 1995, ya se ha incrementado en un 45%.

Los mercados financieros (donde se operan los movimientos internacionales de capital) están bastante concentrados en lo referente a la geografía y a los sectores de participación. Laura Kodres dice:

«Aunque los participantes en el mercado de divisas están diseminados a lo largo del mundo, la mayoría de las transacciones se llevan a cabo en Londres, Nueva York y Tokio. Londres domina los mercados de divisas con el 30% de todas las transacciones; la participación de Nueva York es del 16%. La participación de Tokio, hoy día del 10%, se ha visto disminuida por la importancia creciente de los mercados de Singapur y Hong Kong. Singapur se ha convertido en el cuarto mercado de divisas más grande del mundo y Hong Kong ha reemplazado a Suiza en el quinto puesto. Aunque el 56% de las transacciones de divisas mundiales se ejecutan en las tres plazas financieras más importantes, entre la mitad y las tres cuartas partes del volumen diario traspasa las fronteras durante las horas de trabajo en dichas plazas, lo cual hace supo-

ner que una parte de las transacciones se realiza fuera de su jornada laboral.

»Concentración del mercado: casi los dos tercios de las transacciones diarias de divisas se llevan a cabo entre operadores bancarios. Un 16% aproximadamente de las transacciones engloban a agentes no financieros, un grupo cada vez más diversificado. Al principio, este grupo estaba principalmente constituido por agentes que ejecutaban las transacciones relacionadas con el comercio; hoy día, incluye inversores internacionales, especuladores y otros participantes nuevos. El 20% restante de las transacciones incluye instituciones financieras diferentes de los agentes bancarios, principalmente firmas de valores activas en los mercados de la deuda internacional y bursátiles, que han entrado en el mercado de divisas como intermediarios, proporcionando a sus clientes servicios generalizados y diversos.

»A pesar de la progresiva diversidad de sus clientes, la concentración del mercado ha aumentado desde 1992 y el porcentaje de operaciones llevadas a cabo en los principales bancos sigue aumentando... Entre 1992 y 1995, la cuota del mercado de los diez principales agentes aumentó en Tokio de un 44% a un 51%; en Nueva York, de un 41% a un 47% y en Londres, de un 43% a un 44%. Los 20 bancos más importantes registraron hasta el 70% de las transacciones diarias de divisas en Nueva York en 1995, cuando el porcentaje en 1992 había sido del 60%, y el 68% en Londres, cuyo porcentaje en 1992 había sido del 63%. La imagen del mercado de divisas que resulta del análisis de 1995 se parece al mapa que muestra los vuelos de una compañía aérea en pleno desarrollo, en el cual los centros se hacen mayores y los rayos que salen de ellos se multiplican —conectando entre sí de forma creciente a los participantes del mercado» (3).

Generalmente, muchas corrientes de transferencias de capital han excluido las economías en vías de desarrollo o de transición. Sin embargo, sobresalen algunas excepciones. UNCTAD comenta la concentración de la circulación en una pequeña cantidad de destinatarios. Mientras el total de las transferencias a los países desarrollados alcanzaba, en 1996, unos 285.000 millones de dólares, tan sólo doce países concentraban el 73% de dicha suma. China está claramente en cabeza (con 52.000 millones de dólares), seguida de México (28.000 millones), Indonesia (18.000 millones), Malasia

(3) Kodres, Laura (1996): «Foreign Exchange Markets: Structure and Systemic Risks», en *Finance and Development*, vol. 33/4, FMI, Washington D.C., diciembre de 1996.

(16.000 millones) y Brasil (14.000 millones). Países menos desarrollados, en particular el Sur del Sáhara, no han atraído el interés de los inversores.

UNCTAD se ha mostrado preocupada por los posibles efectos desestabilizadores en los países desarrollados en cuestión. Otra causa de preocupación es que el incremento de las transferencias privadas se ha visto parcialmente compensado por un decrecimiento de los flujos y ayudas públicas. Las transferencias públicas han sido sólo de 41.000 millones de dólares en 1996, su nivel más bajo en toda la década. Además, la mayor parte de dicha contribución ha ido a operaciones de emergencia, tales como la asistencia a refugiados y el mantenimiento de los programas de pacificación en Bosnia, Ruanda y Haití. En términos globales, UNCTAD ha afirmado a este respecto que:

«La gran mayoría de los países desarrollados no han contribuido al incremento de la financiación de los años noventa desde las plazas financieras internacionales. Por ejemplo, poco dinero ha salido desde dicho origen en títulos de valores hacia los países del Africa subsahariana y las operaciones netas de préstamo y de la banca internacional a esas regiones han sido claramente negativas» (4). (No obstante, UNCTAD acepta que las deficiencias de los sistemas contables de los países puedan ser parcialmente responsables de una imagen tan negativa.)

Los factores determinantes de los movimientos de capital

Las fuerzas del mercado en la base de los movimientos internacionales de capital han sido el tema central de cierto número de informes y análisis recientes. Sin embargo, antes de entrar en ello, es necesario aclarar algunas definiciones conceptuales. En términos generales, los fondos circulan de un país a otro por cuatro razones generales, ya sea para el pago (A) en las operaciones de importación de bienes y servicios (pagos corrientes) o como (B) contraparte financiera de una transferencia de bienes reales (inversiones extranjeras directas o FDI). (A) y (B) son transferencias netas cuyo origen se encuentra en los ahorros e inversiones irregulares entre países.

Las transferencias brutas, por otra parte, incluyen los instrumentos financieros (títulos estatales de renta fija, acciones y otros valores, por ejemplo), entre residentes y no residen-

(4) Conferencia de la ONU sobre Comercio y Desarrollo: «Trade and Development Report, 1996».

tes (5). Las operaciones brutas de capital entre países, las cuales pueden compensarse mutuamente, tratan originalmente tanto (C) de mejorar la liquidez y rentabilidad de una cartera, como diversificar los riesgos específicos de un país para aumentar la seguridad, (D) beneficiarse de las fluctuaciones del tipo de cambio o hacerlo fluctuar con el propósito de especular.

Muchos análisis establecen una intensa relación entre los movimientos internacionales de capital y el resultado más general del proceso de globalización en el que se encuentran las economías mundiales. De hecho, la globalización y los movimientos internacionales de capital tienen muchos rasgos de conexión y comparten una cierta cantidad de relaciones de causalidad. Blanca Heredia, de México ha expresado maravillosamente estos puntos de vista:

«... metiendo hamburguesas, dinero y espectáculos televisivos en el mismo saco, la globalización (...) no consigue que se vea con claridad lo que realmente la distingue. El motor que está en la base de la emergencia de una economía mundial globalizada reside (...) en el capital, convertido históricamente en más portátil y más móvil a nivel internacional que cualquier otra cosa. El capital, además, no sólo está ganando la carrera mundial de la movilidad: también está dirigiendo la globalización de todo lo demás» (6).

Una vez dicho esto, permítanme ahora entrar de lleno en las cuatro categorías de pagos a las que he hecho referencia anteriormente.

(5) Cualquier libro de texto proporciona una mejor definición de la diferencia entre movimientos brutos y netos. Ver también, en especial la quinta edición, de 1993, del *Manual de la balanza de pagos* del Fondo Monetario Internacional. Debería añadir a esto que la definición del concepto de movimientos internacionales de capital no es uniforme. En los Artículos del Tratado del FMI no hay una clasificación explícita de dichos movimientos, que se definen como operaciones que no son corrientes. En cambio, tanto el Código de la Liberalización de los Movimientos del capital de la OCDE como las directivas de la U.E. referentes a los movimientos de capital proporcionan una clasificación detallada. Así, la edición de 1992 del Código de la OCDE clasifica, *inter alia*, la inversión directa, las operaciones de bienes mobiliarios, las operaciones de valores en los mercados bursátiles y financieros, los créditos relacionados directamente con las transacciones comerciales internacionales, los movimientos de capital personal, los créditos y préstamos financieros, las operaciones en divisas no especificadas en otra parte, etcétera.

(6) Heredia, Blanca: «Prosper or Perish? Development in the Age of Global Capital», *Current History*, Vol 96, nº 613, noviembre 1997.

A) Pagos corrientes

Un resultado principal de la globalización (o su esencia) es, por supuesto y para empezar, el aumento del comercio internacional, cuyo volumen en 1985 era 9 veces el de 1946, lo cual provoca las transferencias financieras correspondientes. (Las transferencias en este aspecto no son obviamente movimientos de «capital». Si las incluyo aquí es porque están enraizadas en el sistema de pagos internacional.)

El aumento se ha venido incluso acelerando recientemente como resultado de la Ronda de Uruguay y la integración de los bloques comerciales tradicionales de América, Europa y Asia. Quizá incluso de mayor importancia sea el hecho que los servicios (de transporte, financieros, de telecomunicaciones, de entretenimiento...) —que fueron en su día ejemplos perennes de actividades no comercializables internacionalmente— se vean incluidos cada vez más en el comercio internacional.

B) Inversiones extranjeras directas (FDI)

En segundo lugar (y simultáneamente), están las transferencias internacionales para pagar las FDI. Estas inversiones han aumentado enormemente: lo demás siguió. Mientras el volumen del comercio aumentó cumulativamente en un 15% entre 1983 y 1988, las FDI lo hicieron en un 20% en términos reales, durante el mismo periodo. Como ya se sabe, estas inversiones están asociadas a menudo a las actividades de empresas transnacionales (ETN), cuyas miras, métodos operacionales y estrategias de producción han conocido cambios considerables.

Según Henryk Kierzkowski:

«Las mejoras en el transporte, la comunicación, el conocimiento y la tecnología permiten una mejor división del trabajo (...) de forma que actividades productivas previamente integradas puedan ser separadas y repartidas por toda una red internacional (...) La fragmentación puede estar confinada en un principio a las fronteras nacionales (...) Con el tiempo, sin embargo, la fragmentación está llamada a expandirse por los mercados internacionales como consecuencia de la bajada de precios de los servicios, el aumento de la comerciabilidad de los servicios y una amplia gama de mejoras técnicas e innovaciones que facilitan la descentralización de la producción...» (7).

(7) Kierzkowski, Henryk: «Globalization, Economic Opportunities and Dangers», mimeo, octubre de 1997, Instituto Diplomado en Estudios Internacionales, Ginebra.

Un motor básico en el proceso de la fragmentación de la producción han sido la revolución tecnológica y los descubrimientos científicos que han impuesto nuevos métodos para la producción de nuevos productos y servicios. La movilidad del capital ha sido una condición intrínseca para su integración en las estrategias empresariales. Susan Strange da su opinión al respecto:

«La aplicación de los descubrimientos e innovaciones más allá de allí donde surgieron habría sido imposible si el capital no hubiera sido lo bastante móvil para circular desde donde se creaba el crédito hasta donde se podía invertir de manera provechosa. En resumen, la movilidad internacional del capital, que se empezó a ver de forma reducida a finales del siglo XVIII, ha sido el *sine qua non* de la globalización del siglo XX.

»A mediados de siglo, esta sustitución (el trabajo por la mano de obra) alimentaba la expansión del comercio internacional. Cada innovación tecnológica implicaba más inversión de capital. Y como el ritmo de la innovación tecnológica se aceleró bajo la presión de la competencia entre las compañías para ganar cuotas de mercado, sobrevivir en base a los beneficios en un mercado interior se volvió cada vez más difícil. En resumen, las firmas no decidieron producir para el mercado exterior; se vieron forzadas a hacerlo para no hundirse...» (8).

Y añade que «nada de esto habría sido posible sin una mayor movilidad del capital...». Todo el mundo estará de acuerdo con ello.

C) Cartera de inversiones

Los movimientos de capital destinados a inversión de cartera están en la categoría (C) ya indicada. Varios factores en la base de la oferta y demanda de capital explican su reciente aumento. Uno importante es la proliferación de inversores institucionales (principalmente fondos de pensiones e inversiones) durante la década actual con la correspondiente explosión de sus operaciones. Los administradores de fondos se han visto obligados a buscar una demanda diversificada del capital con el mayor rendimiento posible —bajo pena de quedar reemplazados por una

(8) Strange, Susan: «The Erosion of the State», *Current History*, Vol 96, nº 613, noviembre 1997, pág. 365.

competencia más agresiva. Con este objetivo, en los últimos años se han inclinado por activos extranjeros como medio de reducir la volatilidad de sus inversiones, y siempre incrementando o estabilizando sus ganancias. Los saldos de caja han sido canalizados internacionalmente por operadores internacionales lo bastante perspicaces como para imaginar sofisticados y diversos instrumentos de especulación, y siempre asegurando niveles de seguridad razonables.

En lo que se refiere a los fondos de pensiones, el incremento en unidades y volumen de las operaciones en los últimos años se puede explicar por la evolución de los esquemas de la seguridad social. Para una mayoría de personas en muchos países industriales, la seguridad social es aún el principal medio de subsistencia tras la jubilación; pero la seguridad social está dando paso, en parte, a varios tipos de programas privados de jubilación, a menudo iniciativa de compañías e instituciones como ventaja suplementaria para incentivar a los empleados, paralelamente a los incentivos salariales.

El cambio de los esquemas de la seguridad social de pública a privada está ciertamente motivado por las dificultades de financiación, dificultades que provienen sobre todo de las restricciones fiscales, así como de una evolución demográfica que provoca un alto índice de beneficiarios de la tercera edad, comparado con el de los contribuyentes todavía activos. Ello da lugar a una desconfianza en la capacidad del sistema de cumplir sus obligaciones a la edad de la jubilación — y de ahí una confianza creciente en planes de jubilación privados o de compañías. Ahora bien, los planes de jubilación privados se basan en prestaciones futuras financiadas con las contribuciones pagadas actualmente por los futuros beneficiarios. Las pensiones públicas de seguridad social, en cambio, se pagan con las contribuciones de las personas activas pagadas durante el año, junto con subsidios públicos. Así, el primer sistema tiene una componente de ahorro, ausente del segundo —de ahí que surja una fuente posible de capital. El FMI explica esta tendencia con los siguientes términos:

«La demanda de bienes proveniente de los mercados financieros internacionales ha llegado a estar dominada por grandes inversores institucionales incluyendo compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de mutualidades y otros *trusts* inversores. (...) El desarrollo tecnológico permite que las instituciones sigan el desarrollo del mercado más de cerca y ejecuten más rápido sus decisiones; están en mejor posición que los particulares a la hora de usar los mercados de productos derivados para ajustar sus carteras o tomar posiciones en los desarro-

llos del mercado; también están bajo una intensa presión competitiva para conseguir los mejores resultados...» (9).

Otro factor determinante ha sido la expansión de la fuga de capital a partir de algunos países desarrollados (las fugas de capital, estrictamente hablando, son demandas exteriores que no generan rendimientos de inversión registrados; en términos menos técnicos: exportación de capital no registrada, generalmente como resultado de controles fiscales y de rendimientos insuficientes). Las transferencias de este tipo, además de tener efectos desestabilizadores, han obstaculizado el acceso al exterior de los recursos de divisas. Obviamente, la fuga de capital implica una pérdida de recursos que podrían haber sido usados para incrementar la inversión interior y que, por lo tanto, podrían haber aumentado considerablemente la capacidad del país de liquidar su deuda. Las cantidades en cuestión son de difícil evaluación; sin embargo, algunas pistas señalan sumas considerables. Liliana Rojas-Suarez dice:

«Estimaciones empíricas sugieren que entre 1978 y 1988, el volumen de la fuga de capital para un grupo de países en vías de desarrollo con problemas a la hora de hacer frente a la liquidación de la deuda (...) alcanzó los 47.000 millones de dólares a finales de 1978 y se incrementó de forma constante durante ese periodo hasta llegar a los 184.000 millones de dólares a finales de 1988» (10).

Otra fuente de pretendida oferta de capital internacional se halla en el blanqueamiento de dinero. De nuevo, es difícil hacer estimaciones serias. Peter J. Quirk, citando el *Financial Times* del 18 de octubre de 1994, avanza una suma de 500.000 millones de dólares anuales en el sistema financiero a nivel mundial —según las estimaciones hechas por los expertos británicos y

(9) FMI, «International Capital Markets: Developments and Prospects», de un equipo del personal de los departamentos de Relaciones e Investigación de Intercambio y Comercio, Washington D.C., abril 1990, pág. 7.

Los ejemplos incluidos en la publicación citada no son ni recientes ni los más aptos para ilustrar el resultado aunque valga la pena citar que «se estima que el índice de acciones y fondos extranjeros en la cartera total de fondos de pensión de Gran Bretaña ha subido de un 5% en 1979 a un 20% a finales de 1988. Los bienes extranjeros de los fondos de inversión alemanes (...) totalizaron un 60% del activo total. En Japón, el índice de valores extranjeros del total de valores de las compañías de seguros de vida aumentó de un 15% en 1981 a un 31% en 1988...».

(10) Rojas-Suarez, Liliana: «Risks and Capital Flight in Developing Countries», en *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, estudio del departamento de Investigación del FMI, Washington D.C., marzo 1991, pág. 83.

norteamericanos. Esta cantidad equivale al 2% del PIB global. Los controles empíricos sobre las relaciones entre el crecimiento del PIB y el blanqueo de dinero en 18 países industriales mostraron que las reducciones considerables en los índices de crecimiento del PIB anual estaban asociadas al aumento del blanqueo con origen en actividades delictivas en el periodo 1983-1990 (11).

La inversión extranjera también se ha visto estimulada por factores de demanda de capital, en particular por los déficits fiscales en los que se encuentran los principales países industriales a través de la emisión de títulos de renta fija vendidos en mercados extranjeros. Los Estados Unidos, líderes de la entrada de capital y por lo tanto, el país más deficitario, han visto un aumento frecuente de esta circulación: 1.000 millones de dólares de media anual en 1970-82, hasta alcanzar una media de 40.000 millones de dólares entre 1983 y 1988. La otra cara de este aumento fue un gran incremento de salida de capital a través de los mercados de títulos de renta fija de Japón, Alemania y Gran Bretaña.

D) Movimientos especulativos a corto plazo

Por lo que se refiere a los movimientos del tipo (D) ya citados, se trata generalmente de operaciones a muy corto plazo (el 80% de todos los movimientos vuelven al punto de partida en cinco o seis días), sus carácter especulativo se ve principalmente estimulado por esperadas fluctuaciones de los tipos de cambio.

En términos simples: en relación con lo que los inversores pueden considerar como una moneda sobrevalorada y estabilizada, cuando se compara con los principios económicos, la tentación de venderla (es decir, atacarla) hasta que el banco central se vea obligado a devaluar y venga de nuevo la hora de comprar sacando el debido provecho, es demasiado fuerte para poder resistir. Los especuladores, dicen, anticipan en realidad lo inevitable, actuando anticipadamente ante una devaluación que presienten que de todas formas tiene que suceder. Los países deudores, en especial algunos países en desarrollo que han abierto sus puertas al capital extranjero, se han visto inundados por entradas de fondos extranjeros considerables y sus bancos locales se han financiado en mercados de divisas, atraídos por su parte por los altos tipos de interés de sus depósitos. El pro-

(11) Quirk, Peter J.: «Macroeconomic Implications of Money Laundering», 1996, Informe de Trabajo del FMI 96/66, Washington D.C.

ceso puede ser lo bastante fuerte como para incitar a los bancos nacionales a estimular nuevos proyectos de desarrollo, edificios de oficinas, viviendas urbanas, obras públicas —incluso los más extravagantes, hasta que se ha hecho regresar los fondos a su país de origen.

Nótese que la especulación y el ataque de una moneda pueden producirse incluso en ausencia de una paridad sobrevalorada y estabilizada. «El ataque provoca un resultado que no se podría obtener de otra forma. El resultado es la consecuencia de haber sido profetizado.» El ejemplo de Barry Eichengreen, es muy elocuente sobre este proceso (elimino los términos técnicos):

«Imaginen que el presupuesto y las cuentas exteriores estén equilibrados de forma que ninguna crisis pueda amenazar a la balanza de pagos. Ahora imaginen que los especuladores ataquen (vendan) la moneda. Las autoridades deben permitir que las tasas de interés suban para que se asegure su defensa [es decir, atraer capital extranjero para que contrarreste los efectos del ataque]. Pero este aumento puede alterar las estimaciones del coste y los beneficios de la defensa de la tasa. Un tipo de interés más alto reducirá el producto y, con ello, aumentará el costo de las políticas vigentes. Aumentará la carga de la deuda hipotecaria, inducirá a la morosidad en el reembolso de las deudas, minando la estabilidad de los frágiles sistemas bancarios. Se incrementará el costo del reembolso de la deuda, lo cual requerirá la imposición de impuestos estabilizadores. Soportar ahora la austeridad a cambio de conservar la reputación de defensa del tipo de cambio puede ser menos atractiva...» (12).

Nótese que las operaciones especulativas y los ataques monetarios no entrañan necesariamente movimientos internacionales de capital. La especulación puede ser llevada a cabo por residentes en su propio mercado. Sin embargo, se cree que este tipo de operaciones termina invariablemente en circulación internacional y con la participación de agentes económicos no residentes (13).

El continuo alto nivel de las fusiones y adquisiciones entre las compañías nacionales e internacionales debe también considerarse como una explicación de la circulación de capital.

(12) Eichengreen, Barry J.: «Globalizing Capital: a History of the International Monetary System», 1996, Princeton University Press.

(13) Sin embargo estoy de acuerdo en que la cuestión se merece un debate más profundo que lo que este informe se puede permitir.

Igualmente, las nuevas estrategias de producción y financiación pueden dejar a las empresas transnacionales con considerable liquidez disponible durante largos periodos de tiempo. Las estrategias innovadoras de nuevos instrumentos de financiación han permitido que dichos fondos disponibles sean altamente remunerados —principalmente gracias a movimientos especulativos entre países.

La evolución del sistema financiero internacional y los resultados del mercado también han incentivado los movimientos internacionales de capital a corto plazo —al tiempo que, en un proceso en espiral, esos movimientos han incentivado el perfeccionamiento de los sistemas y la obtención de mejores resultados.

Los progresos tecnológicos de la información han permitido un comercio global las 24 horas del día. Se han creado nuevos productos financieros para responder a las crecientes demandas de los prestatarios y prestamistas respecto a la seguridad y al rendimiento. Las innovaciones comprenden «*swaps*» o trueques (mecanismos para transferir los riesgos, intercambio de obligaciones de pago), futuros financieros (contratos de ventas referentes a los valores que se ejecutarán en una fecha futura dada y por un precio estipulado), opciones (instrumentos de protección frente a la volatilidad del mercado, con derecho a comprar o vender en una fecha futura dada) (14). Un equipo del personal del FMI comenta:

«El crecimiento de los mercados de productos derivados es un signo de la creciente integración y eficacia de los mercados financieros, nacionalmente e internacionalmente. A nivel nacional, estos mercados facilitan la integración de la fijación de los precios de los instrumentos con diferentes niveles de vencimiento y características de riesgo, creando medios según los cuales se pueden aprovechar las oportunidades de arbitraje rápidamente. Permite también que los participantes en los mercados financieros corrijan rápidamente el riesgo asumido y reestructuren sus carteras en consecuencia, con ayuda de sistemas de transacción automáticos —entre otros instrumentos. A nivel internacional, estos mercados permiten establecer un vínculo entre mercados financieros nacionales, tanto en el extremo más corto de vencimientos como, y actualmente cada vez más, en el extremo más largo...» (15).

(14) Aconsejo al lector interesado que se refiera a Johan Marshall y Vipul Bansal : «Financial Engineering», Nueva York, 1992. O mejor todavía: Lawrence Galitz: «Financial Engineering», Pitman, Londres, 1994, rev. 1995.

(15) FMI, 1990, *ibid.*

Básicamente, estos nuevos instrumentos financieros tienen una larga historia en mercados de materias primas (algunos de ellos llevan siglos existiendo). El objetivo tradicional ha sido proteger el comercio contra las fluctuaciones de los precios y el tipo de cambio. Su uso en los mercados financieros es más reciente. Su popularidad lleva consigo riesgos y problemas considerables, en especial teniendo en cuenta la magnitud que estas operaciones han alcanzado en los últimos años y que han pasado a convertir sus objetivos originales en fuente de especulación financiera. «Con unos 5 billones de dólares en contratos pendientes, la talla del mercado de los *swaps* eclipsa actualmente el volumen de todos los valores cotizados en las bolsas de Nueva York y Tokio combinadas. Las carteras de *swaps* que suman hasta cientos de millares de millones de dólares se están volviendo moneda corriente» (*Business Week*, 1 de junio de 1992, citado por Wyn Grant) (16). Grant añade: «Su rapidez, sofisticación y complejidad, así como el carácter secreto de estos mercados, significan que nadie entiende de verdad totalmente lo que está pasando, aumentando la posibilidad de que se produzca un colapso catastrófico en algún punto del mercado».

¿Existe la posibilidad de que se produzca un «colapso catastrófico»? El FMI acepta que los mercados de productos derivados, en su curso normal, permiten un ajuste más rápido y eficaz de los mercados a las cambiantes condiciones internacionales. Pero implican también que las perturbaciones se transmitan más deprisa de un mercado a otro. Aparentemente, «su curso normal» es menos normal de lo que se sugiere.

Cuando la especulación crece gradualmente hasta llegar a su apogeo, el sentimiento general es que no hay riesgos. La euforia se irradia también a partir de los bancos, metidos a menudo en lo que se ha dado en llamar «préstamo conectado» (es decir, créditos que van principalmente a residentes influyentes). Si el sistema bancario falla y algo desagradable ocurre, «todo el mundo espera que el gobierno saque a flote a los bancos en dificultades porque son demasiado grandes para irse a pique y los contactos con las esferas gubernamentales demasiado importantes como para que se ignoren sus gritos de clemencia; entonces, los inversores extranjeros no dudarán en aprovechar la oportunidad de los altos intereses de depósito (siempre y cuando la promesa del rescate del gobierno garantice que puedan salir de las dificultades sin pérdidas)» (17). Si el gobierno no es lo bas-

(16) Grant, Wyn: «The Politics of Economic Policy», 1993, pág. 122.

(17) Eichengreen, Barry, 1997, *ibid.*

tante fuerte en calidad de prestamista de último recurso, se supone que la comunidad internacional se ocupará de ello (a menudo a través del FMI). Las economías están demasiado conectadas entre sí para que la comunidad internacional abandone México o Corea del Sur a su suerte. Esto podría incitar a los inversores y mercados internacionales a despreocuparse de las garantías y protecciones usuales. Stanley Fischer del FMI explica:

«No es que la voluntad del Fondo a la hora de prestar a los países en dificultades cree un riesgo moral. El peligro no reside en que la disponibilidad del Fondo a la hora de financiar las emergencias incite a los países a un comportamiento despreocupado, pues los requisitos del Fondo son tales que los gobiernos con problemas suelen ser más lentos que rápidos en dirigirse al Fondo. En cambio, el peligro está en que el sector privado pueda estar demasiado interesado en prestar ya que sabe que un país que tiene problemas se dirigirá al Fondo antes de declararse en bancarrota» (18).

Los movimientos internacionales de capital, las crisis financieras y la desestabilización económica y social

Paralelamente a los argumentos sobre los efectos positivos de la circulación de capital por todo el mundo y que contribuyen a una asignación más justa y racional de los recursos financieros, los analistas de todas y cada una de las tendencias políticas han seguido advirtiendo sobre los riesgos que acarrearán y la vigilancia que las autoridades nacionales e internacionales deberían ejercer. Goldstein, Mathieson y Lane del FMI son ejemplos de la opinión de que una mayor integración de los principales mercados de capital, aunque haya generado mejoras considerables de la eficacia, «podría someter la economía mundial a tensiones sistémicas». En particular:

«Los cambios estructurales en estos mercados financieros pueden haber reducido la efectividad de las políticas monetaria y fiscal, pueden haber creado nuevos riesgos sistémicos asociados al aumento de la variabilidad del precio de los activos y pueden haber hecho más incierto el acceso de muchos países en vías de desarrollo a estos mercados...»

Sus temores han tenido una confirmación dramática con las crisis monetarias actuales en la región del sudeste asiático. Los

(18) Fischer, Stanley, 1997: «Capital Account Liberalization and the Role of the IMF», artículo presentado en un seminario en Hong Kong, China, 19 de septiembre de 1997.

autores sostienen lo mismo en otra parte de su informe (página 30) donde insisten en el hecho de que:

«La circulación internacional de capital provocará una asignación eficaz de los ahorros sólo si los mercados globales de capital generan precios que reflejan de forma apropiada los riesgos inherentes a la tenencia de activos financieros. [Esta condición no se ve aparentemente respetada como tal] y tanto las políticas oficiales como los factores inherentes a la operación en mercados privados (tales como la información asimétrica) pueden actuar distorsionando los precios de los activos, reduciendo la liquidez del mercado y previniendo la emergencia de mercados para ciertos tipos de demandas y servicios financieros. Mientras muchos países industriales han liberalizado sus finanzas con el objetivo de reducir o eliminar las perturbaciones creadas por las restricciones oficiales, algunos observadores han sugerido que el proceso de desregulación, globalización e innovación en los mercados financieros ha sido un arma de doble filo.

»Por una parte, este desarrollo ha aumentado la eficacia del mercado financiero; por otra parte, ha aumentado la volatilidad de los mercados financieros y ha introducido nuevos elementos de riesgo terriblemente complejos —algunos de naturaleza sistémica—, lo cual hace que la fijación de los precios de los instrumentos financieros sea más difícil y puede contribuir a provocar cambios bruscos en la circulación de créditos una vez que los riesgos que no se habían sido visto previamente se hagan evidentes» (19).

Los párrafos anteriores sugieren que el equilibrio entre las ventajas de la circulación de capital y los riesgos que corren los países es difícil de establecer. Barry Eichengreen, entre otros, explica esta situación:

«Los países en vías de desarrollo en general han tenido un mayor crecimiento que los desarrollados en el periodo de financiación global (aproximadamente las últimas tres décadas). Y los países en vías de desarrollo que han integrado los mercados financieros internacionales (que esa integración se mida por el volumen de capital importado o por la medida en que su inversión esté financiada por fuentes exteriores al ahorro nacional o por la armonización de sus tasas de interés nacionales con las

(19) Goldstein, Morris, Donald Mathieson and Timothy Lane, 1991: «Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows», estudio del Departamento de Investigación del FMI, Washington D.C., marzo de 1991.

mundiales) han tenido un crecimiento mayor que los que no lo han hecho».

Sin embargo,

«... mientras los mercados globales de capital permitan que incluso los países pequeños atraigan grandes cantidades de capital y que, a partir de ahí, aumenten las perspectivas de crecimiento, es suficiente un mínimo cambio de circunstancias para que los sentimientos cambien de forma espectacular y que, en tal caso, los inversores se peleen por ser los primeros en llegar a la salida. Esto es, claro está, lo que sucede en una crisis...

»Este aspecto ha sido especialmente evidente en los últimos años: basta con preguntarle a cualquier mexicano o tailandés... El riesgo de un *crash* financiero se ha visto aumentado de forma similar por la incapacidad de las instituciones dirigentes nacionales e internacionales de adaptarse rápidamente a la explosión de una actividad financiera internacional. La regulación bancaria es un caso especial (...) El rápido incremento del préstamo bancario financiado por la afluencia de fondos, puede preparar el escenario para una caída fatal (...) Si [los bancos locales] ofrecen depósitos de divisas para proteger a los inversores de las pérdidas que resultan de las fluctuaciones de los tipos de cambio pero efectúan sus préstamos en moneda local, acaban por asumir ellos mismos esas pérdidas. Si los bancos se implican en un “préstamo conectado” los mayores recursos para los bancos sólo añadirán riesgos y empeorará la asignación de recursos...» (20).

Los siguientes párrafos pasarán revista a otros textos seleccionados sobre los riesgos. Aunque, como ya se indicó, estos textos no desarrollen nada nuevo y no sean un nuevo aspecto de la literatura económica, han tenido recientemente un nuevo periodo de popularidad en todo el mundo paralelamente al tumulto actual en algunas plazas financieras. Frente al riesgo de una excesiva simplificación, diría que los respectivos autores reflejan dos filosofías en conflicto. Para algunos, las recientes crisis no deben considerarse como choques accidentales marginales sino como factores inherentes al propio sistema financiero y estrechamente relacionados con las actividades de los mercados. Entre 1973 y 1980, hubo ocho crisis principales (seis en 1980 solamente), lo cual exigió medidas coordinadas por parte de las autoridades monetarias a nivel internacional. En los cinco años que siguieron, ocurrieron tres nuevos casos (la crisis del Sis-

(20) Eichengreen, Barry, 1997: *ibid.*

tema Monetario Europeo, el colapso de Barings, la crisis mexicana). Obviamente, estas crisis no tuvieron su origen sólo en movimientos especulativos aunque según la opinión general, la especulación ayudó a agravar su extensión y efectos. Además, tuvieron una amplia resonancia en los oídos populares, sobre todo porque coincidieron con el espectacular éxito de George Soros en sus ataques contra la libra esterlina.

Esta posición se refleja en un artículo fascinante de Richard Lambert (*Financial Times*, 10 de enero de 1998: «Financial Panics: South Sea to South Korea»). El autor observa la historia de las crisis financieras y sugiere que son la norma y no la excepción, y sus efectos expansivos se extienden por todo el mundo: «Un repaso de la historia nos lleva a la triste conclusión de que los mercados internacionales de capital y los pánicos financieros van juntos: no se puede tener lo uno sin, de vez en cuando, desencadenar el otro.»

Lambert sigue comentando a propósito del «abuelito de todos ellos, la Burbuja del Mar del Sur, que hizo tambalear el mercado financiero de Londres y muchas otras plazas entre 1720 y 1721» hasta la manía especulativa y los frenesíes que cubrieron prácticamente toda Europa, de Dinamarca a Portugal. Así pues, la saga continúa, con dramas recurrentes más o menos cada década, hasta el apogeo —el *crash* de 1929 y la consecuente crisis bancaria mundial.

Buscando una explicación, Lambert cita al historiador económico Charles Kindleberger, que sugirió que algunas pocas crisis habían tenido un carácter puramente nacional. «Para la mayoría, sin embargo» escribe, «la crisis aparecida en estructuras financieras internacionales rebotaba de país en país». Los *booms* y las quiebras se transmitían de una economía nacional a otra por medio de una variedad de mecanismos. La afirmación de Lambert —como la de algunos otros autores— es que son diferentes de los pánicos anteriores en tres aspectos por lo menos. Primero, la escala geográfica es potencialmente mucho mayor de lo que podía serlo antes. «Eso es a causa de la manera según la cual el sistema de mercado liberal ha triunfado desde el colapso del comunismo. Las crisis financieras en el siglo XIX estaban claramente limitadas al mundo occidental y a sus imperios. Al acercarse el siglo XX, nuevos mercados se multiplicaron por todo el mundo —siendo todos ellos vulnerables a los *booms* y a las quiebras. En segundo lugar, las cantidades de dinero en riesgo son mucho más altas que antes. Eso es debido al volumen de la circulación internacional de capital a corto plazo, que se ha multiplicado en lo que se ha convertido en una era de dinero caliente.»

La triste visión de las crisis como rasgo inherente de los movimientos de capital es compartida generalmente por los autores de izquierdas en el espectro político. Los movimientos internacionales de capital crean un vicio de dependencia en los mercados financieros ya que a dichos mercados les atrae la mano de obra barata, las economías basadas en productos primarios y las oportunidades especulativas en los países de renta reducida, cuyo resultado es que se incita a estos países a operar actividades de bajo valor añadido. Combinadas con la superficialidad de la estructura financiera en esos países, las crisis financieras son la consecuencia inevitable de lo que comenta Lambert. Además, y probablemente lo que es más importante, los valores, tales como la democracia y la permanencia y legitimidad del Estado-nación y de la soberanía del pueblo, se ven en un serio desafío.

En este orden de ideas, un estudio editado por Rajwant Pal Singh y Subhash Gatade muestra una sospecha de que «la movilidad internacional del capital y su alcance global (...) actúen mediante la erosión interna, y a menudo la supresión forzosa, de todas las barreras ante el comercio y las finanzas internacionales». Una pregunta básica es si la globalización y la circulación de capital que acarrea debe relegarse «al estatus de mero proyecto de los imperialistas y reaccionarios, cuando no a una conspiración ilegal de las compañías multinacionales...». ¿Acabará este desarrollo en una situación en la que «los estados-nación del Tercer Mundo pierdan su soberanía ante los países imperialistas como en la época colonial, o es más bien que la soberanía de los estados-nación se está volviendo porosa a causa de la movilidad global y la fluidez del capital?» (21).

Un análisis que sostiene temores similares —quizá de formulación un poco menos acerba pero con argumentos enérgicos— es el de Susan Strange; el título de su artículo —«La erosión del Estado»— es bastante elocuente:

«Hay tres áreas principales en las que la autoridad del Estado ha disminuido (...) Con probablemente una única excepción en el caso de los EE.UU. (y posiblemente la Confederación Helvética), los estados ya no son capaces de desobedecer a los mercados de divisas. No es que los especuladores se hayan vuelto locos, sino que la movilidad del capital antes mencionado, y no las balanzas comerciales, desencadenan respuestas del mercado, que a su turno, harán variar los tipos de cambio...

(21) Rajwant Pal Sing y Subhash Gatade, eds.: «Globalization of Capital: An Outline of recent Changes in the modus operandi of Imperialism» (próxima publicación), Nueva Delhi.

»Con una de las tres bases de la estabilidad monetaria tan débil, ¿qué pasa con las dos otras, con las tasas de interés y los índices de inflación? Los gobiernos pueden determinar lo primero, pero sólo dentro de los límites fijados por los mercados. Una tasa de interés demasiado alta puede mantener la afluencia de dinero pero (...) esto impondrá costes atroces a las pequeñas empresas y enviará los tipos de cambio a un nivel demasiado alto para que las exportaciones puedan ser competitivas...

»La globalización ha abierto las puertas al fraude fiscal de las multinacionales y muchos particulares. Como hay cada vez más oasis fiscales y cada vez se usan más, disminuyen las entradas fiscales, en todas partes se recortan los servicios de asistencia (la edad de la jubilación aumentará dentro de poco en Italia, Francia y probablemente Alemania). Como último recurso para aumentar sus ingresos, el gobierno vende compañías estatales...» (22).

Los círculos académicos y la forma de pensar convencional son menos optimistas en relación con la consecuencia política explicada más arriba, pero no cierran los ojos a los efectos adversos de la internacionalización financiera. Barry Eichengreen dice:

«Para los países de renta baja, una ola de la circulación del capital puede ser percibida como una marea que puede sacar de su curso incluso a la estrategia macroeconómica mejor planeada. Una política monetaria prudente, consecuente con la estabilidad de los precios, puede crear una inflación galopante y una alarmante presión en el mercado de bienes mobiliarios si una ola de capital afluente se sobreimpone de repente. O bien una política de presupuestos equilibrados puede alimentar un consumo desenfrenado si interviene una ola de la circulación del capital. Un *boom* del consumo puede causar un déficit de producción nacional para la exportación, un amplio déficit de las cuentas corrientes (...) pudiendo resultar un tipo de cambio peligrosamente sobrevaluado.

»En dichos casos, el escenario del desenlace se presenta. Los inversores extranjeros pueden ponerse nerviosos por el déficit de cuenta corriente y el tipo de cambio sobrevaluado, o bien la afluencia de capital puede verse interrumpida por elementos exteriores: un país vecino que devalúa su moneda de repente, o el Federal Reserve Board de los Estados Unidos, que aumenta las tasas de interés. Entonces, las tasas de interés aumentan en el

(22) Strange, Susan: «The Erosion of the State», *ibid.*

país de renta baja. Los préstamos bancarios cesan. La burbuja de los bienes mobiliarios explota. Y la debilidad de la demanda provoca un crecimiento más lento. Las compañías que dependen del crédito bancario tienen que hacer frente entonces a tasas de interés más elevadas, y como las ventas disminuyen, tienen problemas para reembolsar sus préstamos» (23).

Estas líneas ponen en entredicho que una movilidad del capital no registrada, controlada ni regulada, sea compatible con el libre comercio y los tipos de cambio estables. Si fuera así, las crisis podrían tratarse con remedios específicos y medicina preventiva. Si no fuera así, las crisis acarrearían severas e inevitables limitaciones de las decisiones soberanas macroeconómicas. Pero la consecuencia no está clara y se sigue planteando la cuestión. La pregunta consecuente es si la propia circulación se crea en los periodos de desequilibrio y pre-crisis; en ese caso, los desequilibrios y crisis no serían el resultado de movimientos irregulares de capital sino sólo la otra cara de la moneda: un terreno fértil para el desarrollo y crecimiento de dichos movimientos —o más bien, el fenómeno de la bola de nieve, según el cual, cada uno de los componentes estimula a la totalidad—.

Unas investigaciones empíricas recientes sobre la macroeconomía internacional ha tratado de clarificar el asunto —aunque sin conclusiones muy convincentes—. Axel Weber (24) distingue dos tipos de modelos de crisis monetarias: los modelos de la primera generación consideran que los ataques especulativos son causados por fundamentos económicos que no concuerdan con una paridad dada. La especulación y las crisis resultantes serían de esta forma consecuencia de la ausencia de alienamiento. Los modelos de la segunda generación señalan que la especulación autosuficiente es la fuente principal de las crisis monetarias. El informe de Weber se añade a esta literatura proponiendo un nuevo enfoque empírico para identificar los componentes especulativos y básicos de las crisis monetarias.

El informe Weber se añade a esta literatura proponiendo un nuevo enfoque empírico para identificar los componentes de especulativos y básicos de las crisis monetarias. Sus resultados sugieren que, sólo para el franco francés, se puede identificar un componente especulativo considerable como posible

(23) Eichengreen, Barry, «The Tyranny of the Financial Markets», *Current History*, noviembre de 1997.

(24) Axel A. Weber, Universidad de Bonn, Facultad de Derecho y de Ciencias del Estado, informe del Debate B-418.

fuente de la crisis del sistema de cambio (ERM) de 1992 y 1993. La especulación sería una excepción para explicar las crisis y perturbaciones de las economías nacionales y las balanzas internacionales. Sin embargo, la unanimidad es rara, por no decir nula.

Según este orden de ideas, las visiones convencionales y liberales están a sus anchas. Los riesgos asociados a la circulación financiera inestable no son inevitables sino que se podrían perfectamente prevenir sólo con que se adoptara correcta y firmemente una pequeña cantidad de ingredientes: políticas macroeconómicas de fondo, el establecimiento de un sistema bancario fiable y la adopción de regímenes económicos y políticos estables. Y no sólo eso. Un tipo de reacción en cadena puede producirse. Por una parte, el saneamiento de las políticas macroeconómicas prevendría los movimientos especulativos de capital; por otra parte, esos movimientos contribuirían a fomentar políticas macroeconómicas sanas.

Stanley Fischer dice:

«La circulación internacional de capital tiende a ser altamente sensible a la conducta de las políticas macroeconómicas, a la solvencia perceptible del sistema bancario nacional y a la evolución no anticipada en materia política y económica. En consecuencia, se podría esperar que las fuerzas del mercado ejercieran una influencia disciplinadora sobre las políticas macroeconómicas de los países [respecto a los déficits del presupuesto y la balanza de pagos y los índices de inflación]. Normalmente, cuando las consideraciones del mercado son correctas [y el autor admite en otro párrafo que no es siempre así], esta disciplina es válida, lo cual mejora los resultados económicos generales mediante la recompensa a las buenas políticas y la penalización de las malas. Por supuesto, los que deciden las políticas no siempre aceptan de buen grado la disciplina que se les impone, aunque ésta sea apropiada; tampoco les gusta admitir, cuando aparecen los problemas, que los mercados de capital son sólo los mensajeros que transmiten el veredicto sobre sus resultados. Quizá más bien les tiene disparar al mensajero» (25).

Otros círculos están menos convencidos de que los mercados de capital sean sólo los mensajeros de las crisis, aunque no rechacen la responsabilidad de otros factores políticos internos y externos. Para UNCTAD, «las políticas económicas

(25) Fischer, Stanley, *op. cit.*

profundas pueden [también] contribuir a la inestabilidad financiera global». Pero su origen también reside en otro aspecto:

«Una lección recurrente de experiencia reciente de tal inestabilidad es su conexión frecuentemente tenue o inexistente con fundamentos tales como los niveles relativos de los precios de los países, los resultados microeconómicos y la posición de sus políticas macroeconómicas. Esto parece reflejar la ausencia de relación intrínseca entre estos fundamentos y los indicadores que usan los actores en los mercados financieros a la hora de seguir sus decisiones como si lo fueran para *holdings* de diferentes monedas.

»Por ejemplo, las evidencias sugieren que muchos de estos actores usan ampliamente las normas comerciales que se basan en la extrapolación de antiguos movimientos y que son capaces de continuar y acentuar los movimientos de los tipos de cambio, que a menudo están separados de los fundamentos. Dicho comportamiento de los comerciantes ayuda probablemente también a explicar el fracaso de los modelos económicos a la hora de catalogarlos como variaciones a corto y largo plazo según los principales tipos de cambio en términos de variables tales como los suministros monetarios, ingresos reales, tasas de interés, índices de inflación y balances de cuentas corrientes».

Esto pone en una perspectiva más correcta la responsabilidad del mercado financiero y los movimientos especulativos. El abandono de los tipos de cambio fijos por parte de la mayoría de los países de la OCDE a principios de los años setenta originó «una inestabilidad de los mercados monetarios y financieros y ha sido predominante para los niveles de los tipos de cambio, que se han alejado obstinadamente durante largos periodos de lo que correspondería según los elementos económicos de base». Los efectos de la inestabilidad resultante, especialmente en los países en vías de desarrollo, han sido devastadores:

«Una gran cantidad, tanto de sus exportaciones como de sus importaciones y de sus obligaciones de liquidación de deudas, se calcula en las monedas más importantes. Debido al desajuste del cálculo de las recetas exteriores y las salidas, las posiciones de sus balanzas de pago son generalmente sensibles a los movimientos relativos de los valores de varias monedas y a los cambios de las principales tasas de interés. Además, el aumento de las obligaciones de liquidación de las deudas que resultan de las tasas de interés más altas, coinci-

den a menudo con la debilidad de las perspectivas de exportación, relacionadas igualmente con el encarecimiento del dinero» (26).

Este análisis sugiere la existencia de dos problemas conectados entre sí. El primero y más importante es el llamado «problema de agencia» —es decir, los problemas inherentes a las inversiones financiadas por los capitales prestados por los mercados extranjeros a los bancos locales y otros agentes que no basan sus decisiones en cómo se lleva el desarrollo de los préstamos ni en los riesgos que conlleva el desajuste (la moneda en la que se pide el préstamo es diferente de la moneda en la que se presta). Estas circunstancias incitan a una sobreinversión en bienes arriesgados y lleva a burbujas de precios —y crisis. El resultado final puede provocar recesión, a veces tan severa que amenace la estabilidad del sector bancario y, con ello, la estructura económica general.

Ese riesgo se ve agravado por la inmunidad aparente a las quiebras. Como ya se ha indicado, nadie espera que el sector bancario de los bancos y de los gobiernos pueda estar en quiebra en un momento determinado, particularmente en el contexto de «préstamo conectado». Se espera que los gobiernos —o instituciones financieras internacionales— vengán a su rescate rápidamente. Estas expectativas pueden enturbiar peligrosamente la percepción del riesgo e incitar operaciones arriesgadas. Parecen haber estado presentes en el hundimiento tailandés, indonesio y surcoreano. Pero el aspecto es más general: el Banco Mundial ha concluido que los países con mayores *booms* de préstamos durante los periodos de afluencia de capital son los que más a menudo acaban sufriendo crisis bancarias.

El resultado en la economía real

La importancia política de las crisis puede ser evaluada fácilmente en el contexto de su impacto en el nivel de vida nacional. Puesto que los movimientos internacionales de capital tienen el poder de desencadenar perturbaciones y crisis, estos movimientos no son sólo de interés para los especialistas, agentes y mercados económicos que se ven afectados, sino para la población en general. El nivel de vida en México disminuyó aproximadamente un 30% como resultado de la crisis de 1994. Según todos los puntos de vista, la crisis asiática ac-

(26) Conferencia de la ONU sobre Comercio y Desarrollo, 1996, *ibid*, pág. 163 y ss.

tual será incluso más perjudicial para la población. Cuando los capitales importados salen del país, los que sienten los primeros efectos son los que piden préstamos en dicho país, pues se quedan sin líneas de crédito y tienen que disponer de los bienes para los cuales se podía conseguir financiación hasta ese momento. El crecimiento se hace más lento o se estanca y entonces el desempleo se acentúa. El crédito y la liquidez globales se vuelven escasos, los bancos tienen que hacer frente a malos préstamos, la confianza en el sistema financiero (si había confianza) empieza a caer en picado. En la escena internacional se sienten enseguida los efectos del contagio. Por ejemplo, se prevé que los problemas en Corea y Japón creen una deflación considerable de los precios de los bienes en los mercados globales, como se predijo (David Roche, Londres), cuando se escribieron, en muchos otros textos que llegan a las mismas conclusiones. Llamar al FMI para que rescate la economía inicia un proceso de acondicionamiento que puede funcionar muy bien en una perspectiva a medio plazo pero que tiene efectos perjudiciales a corto plazo en la economía real —o sea, en toda la población. Para Peter Passell (27) este proceso tiene dos etapas:

Primera etapa: equilibrar el presupuesto, limitar de forma estricta el abastecimiento del dinero y permitir que suban las tasas de interés. La idea consiste en restaurar la estabilidad de los precios y convencer a los inversores, nacionales y extranjeros, de que sostener la moneda local es seguro.

Segunda etapa: reconstruir las instituciones económicas usando el patrón del moderno capitalismo de libre mercado. Eso lo incluye todo, desde las privatizaciones hasta la eliminación de las ayudas al consumo para realimentar una banca honesta y competitiva.

Los efectos a corto plazo se hacen sentir enseguida en la vida social y económica, en especial, en el estrato de la población menos protegido y que necesita más ayuda.

¿Hay alguna solución?

De nuevo, el tipo de soluciones que se pueden proponer depende de la doctrina de la cual emanan. Recuérdese la distinción que traté de hacer entre una primera categoría, según la cual las crisis monetarias y financieras son el resultado inevita-

(27) Passell, Peter, *ibid.*

ble de los movimientos de capital no reglamentados, ni restringidos, y una segunda categoría, según la cual la especulación no es la causa sino el efecto de las políticas macroeconómicas superficiales y que se resiste a admitir que se hayan echado por la borda.

Permítanme empezar por el principio: los mercados financieros abiertos, en especial combinados con políticas de comercio abierto y tipos de cambio estabilizados, contienen evidentemente grandes riesgos para la estabilidad macroeconómica. Teóricamente, una posible solución sería que el banco central compensara cualquier aumento de reservas internacionales resultantes de la especulación mediante ventas en un mercado abierto de valores nacionales o cualquier otra medida incluida en las llamadas estrategias «de esterilización» (28). Pero la esterilización es un proceso costoso y de vida corta. Y más aún por el hecho de que los que establecen la política a seguir son perfectamente conscientes de que la afluencia de capital se hace de forma volátil, sometida fácilmente a reveses que pueden complicar considerablemente la gestión macroeconómica y amenazar la estabilidad económica y social.

Según esta opinión, todo lo que pudiera disuadir los movimientos internacionales de capital («poniéndoles trabas») contribuiría a un desarrollo económico más equilibrado y de mayor aceptación social. En esta categoría de autores están los que abogan por controles del cambio y los que recomiendan tasas sobre las transacciones.

David Felix (29) da un buen ejemplo de esta tesis. Para él, los esfuerzos llevados a cabo para un desarrollo económico regular y equilibrado mediante la estabilización de los tipos de cambio y el libre comercio «son los ejercicios de la cuadratura del círculo» si la movilidad internacional del capital no se inclina de una manera u otra.

Felix concuerda al menos con Eichengreen y un cierto número de otros analistas, en apuntar a las sucesivas acciones del gobierno para rescatar a los mercados financieros internacionales de las crisis hacia las que tienden cada vez más, por haber

(28) Un texto corto y claro sobre la esterilización es el de Jang-Yung Lee: «Sterilizing Capital Inflows», 1997, FMI, Washington D.C.

(29) Felix, David: «Financial Globalization versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax», artículo de debate de UNCTAD, n° 108, noviembre de 1995.

aumentado los riesgos de peligro moral, alimentando incluso mayores movimientos especulativos.

«Esto incrementa las previsiones de que las futuras crisis sobrepasen las capacidades de las autoridades monetarias del G-7. El rescate más reciente, el de la crisis mexicana de diciembre de 1994, podría ser una llamada de atención al hecho de que poner trabas a los engranajes bien engrasados de las ruedas del mecanismo de los mercados financieros internacionales, de manera que sus respuestas se vuelvan más lentas, es un primer paso obligado hacia la estabilidad del sistema monetario internacional». [El autor todavía no había visto lo peor a la hora de escribir este artículo].

David Felix lo muestra hábilmente en una referencia histórica:

«¿Es la libre movilidad internacional del mercado compatible con el libre comercio y los tipos de cambio estables? La respuesta de los creadores del sistema de Bretton Woods, que filtraron la experiencia de la época de entre guerras a través del entonces naciente paradigma teórico de Keynes, fue un no firme. La respuesta actual de la principal institución sobreviviente de Bretton Woods, el Fondo Monetario Internacional, y de las autoridades monetarias del G-7, que filtraron la experiencia de la época después de la Segunda Guerra Mundial a través del paradigma de la macroeconomía del Nuevo Clasicismo, es sí».

La evocación de Felix a propósito de las circunstancias en las que los acuerdos de Bretton Woods se elaboraron, es pertinente. La posición de los creadores originales de Bretton Woods, argumenta, sigue siendo fundamentalmente correcta tanto en el campo teórico como en el empírico. Los países participantes estaban en aquel entonces absolutamente convencidos de que la circulación de dinero caliente había desestabilizado el sistema de cambio del oro de la época después de la Primera Guerra Mundial, contribuyendo de manera crucial a su destrucción y paralelamente a la quiebra del comercio multilateral en los años treinta.

De ahí que incluyeran el Artículo 6 del Acuerdo, que permitía que los miembros restringieran el acceso a su moneda para las transacciones internacionales de capital y le encargaron al FMI que evitara que sus créditos se usaran para financiar la fuga de capitales (30).

(30) Felix, David, 1995, *ibid.* Ver también Helleiner, Eric (1994): «States and the Re-emergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s».

Como resultado de estas consideraciones, varios de los países destinatarios de capital han recurrido a medidas para restringir la afluencia de dinero, incluyendo varios grados de control directo, como también cambios en los incentivos:

«Por ejemplo, se han dispuesto las condiciones mínimas para emitir títulos de renta fija y acciones ordinarias (Chile); se han limitado las deudas bancarias en divisas (México) o las obligaciones a corto plazo en manos de no residentes (Indonesia). Las acciones para reducir los beneficios al pedir préstamos extranjeros han integrado la obligación de cumplimiento de requisitos especiales de reserva en casi todas las entradas de capital (Chile); las reducciones de la disponibilidad y el incremento de los costes de las facilidades para el trueque en el banco central (Chile, Indonesia); restricciones de los bienes con una rentabilidad relativamente baja en las posiciones que los bancos pueden financiar con pasivos calculados en divisas (México); y la imposición de un sello de tasa para los créditos extranjeros (Chile). Las salidas financieras se han visto alimentadas con la relajación de las restricciones en las inversiones extranjeras por parte de particulares e instituciones tales como fondos de pensiones, y en la repatriación del capital de firmas extranjeras (Chile, Tailandia). Y lo que es más, los riesgos de los prestadores extranjeros e inversores en carteras han aumentado con la ampliación de las franjas en las que se permite que fluctúen los tipos de cambio (Chile, México)» (31).

La conclusión del Artículo 6 era un compromiso entre los puntos de vista británico y americano sobre la necesidad de controlar el capital de forma permanente. Keynes, apartándose firmemente del Tesoro Británico e incluso del Banco de Inglaterra, aboga a favor de un lenguaje fuerte que no permita simplemente que los países miembros mantengan de forma permanente los controles del capital, sino que también pidan que el FMI y los países miembros ayuden a reforzar los controles mutuos contra la fuga de capital. Harry D. White y el Tesoro de los EE.UU. apoyaron con fuerza esta posición en las primeras transcripciones de lo que sería el Artículo 6. Sin embargo, la oposición del Departamento de Estado, del Banco de Reserva Federal de Nueva York y de los banqueros influyentes de Wall Street forzaron a White a modificar la posición de los EE.UU. en posteriores transcripciones. La conclusión fue un compromiso entre Keynes y las transcripciones atenuadas de White. Esto permite que los controles sean permanentes, pero debilita el poder del FMI a la hora de exigir esos controles cara a los países miembros que usen sus créditos para financiar la fuga de capital, y elimina el requisito de que los países miembros se ayuden los unos a los otros para reforzar esos controles. (Helleiner, 1994, capítulo 2, citado por Felix, 1995).

(31) Akyüz, Yilmaz and Andrew Cornford: «Regimes for International Capital Movements and some Proposals for Reform», informe de Debate de UNCTAD, n° 83, mayo de 1994.

La razón de ser de una tasación de la circulación del capital —o más exactamente, de los movimientos especulativos— tal y como lo propone el premio Nobel James Tobin en los años setenta (32), es básicamente la siguiente: la expansión del comercio monetario va acompañada por lo general de una mayor volatilidad de los tipos de cambio de lo que los fundamentos podrían hacer suponer. Imponiendo una tasación eficaz que afectaría principalmente al comercio a corto plazo, se reduciría también la volatilidad y por lo tanto, se estabilizarían los mercados de divisas. Claro está, hay evidencias de que el bajo porcentaje de las tasas o cargas pueden tener efectos considerables tanto en los niveles como en el carácter de las transacciones financieras. Un ejemplo reciente, (33) demuestra que una tarificación de los 10 puntos básicos impuestos por la Reserva Federal según previsiones claramente sobrestimadas en abril de 1994, se terminó con la reducción de su volumen en un 40% en los seis meses que siguieron (34). Otro ejemplo se presenta en un análisis del *crash* bursátil de octubre de 1987, que atribuye la poca inci-

(32) Un texto básico sobre la tasa Tobin es el del mismo James Tobin:

— J. Tobin: «A Proposal for International Monetary Reform», en *The Eastern Economic Journal*, julio/octubre, 1978.

Otros textos de interés son:

— P.B.Kenen: «The Feasibility of Taxing Foreign-exchange Transactions», en M.Haq, I. Kaul y I. Grunberg (eds.): *The Tobin Tax: Coping with financial Volatility*. Oxford, 1996.

— David Felix, *ibid.*

— S.R. Umlauf: «Transaction Taxes and the Behaviour of the Swedish Stock Market», *Journal of Financial Economics*, vol. 33/2, 1993.

De hecho, la propuesta parece explicar su inspiración original en un extracto de Keynes, «The General Theory of Employment, Interest and Money», en el cual sugiere que la importancia, relativamente cada vez menor, de las transacciones especulativas en la bolsa de Londres en comparación con la de Nueva York era dada a los costes más elevados de la primera y de una tasa de transferencia más pesada. Según esto, continuó sugiriendo «la introducción de una tasación de transferencia gubernamental considerable en todas las transacciones podría revelarse como la mejor reforma disponible, con el objetivo de atenuar la predominancia de la especulación sobre las empresas en los Estados Unidos». Ver Akyüz and Cornford, 1994.

(33) Conferencia de la ONU sobre Comercio y Desarrollo, 1996, *ibid.*, pág. 174.

(34) Sin embargo, hay algunas afirmaciones contradictorias. Por ejemplo, un estudio del efecto de las tasas de transacción en los precios de las acciones ordinarias suecas durante el periodo 1980-1987 no reveló grandes evidencias de reducciones incompatibles estadísticamente significantes. Los descubrimientos de otros estudios tampoco son de gran apoyo para la tasación de transacción considerada como restricción de la volatilidad.

dencia del programa comercial en Londres en ese momento en parte a las obligaciones de tasa y sello.

Esta es en esencia la *tasa Tobin*, de acuerdo con el propio James Tobin, siguiendo las tradiciones y la cultura más keynesianas y según el prólogo del importante libro editado por Haq, Kaul, y Grunberg, cuyo contenido se comenta en los párrafos siguientes (35).

Entre los colaboradores a dicho libro está Frankel, quien presenta evidencias teóricas y empíricas para demostrar que una *tasa Tobin* reduciría la volatilidad reduciendo las actividades de los especuladores desestabilizadores. Sugiere que los esfuerzos para eludir la tasación conducen a una estructura de mercado menos descentralizada, posiblemente menos eficaz.

En artículos aparte, Kenen y Garber admiten que aunque una *tasa Tobin* sería difícil de administrar, su aplicación es factible. Se requeriría un alcance global o casi global para evitar la sustitución de las transacciones libres de impuestos por otras tasadas, así como la migración de las transacciones a jurisdicciones libres de impuestos. Griffith-Jones considera los ajustes institucionales para una *tasa Tobin*, afirmando la necesidad de tener una organización internacional que supervise la administración de la tasa, con administraciones de la tasa nacionales responsables de la imposición y la recaudación.

La gigantesca dimensión del mercado de divisas hace que la *tasa Tobin* sea un objetivo tentador. Felix y Tau calculan que una tasa de un 0,25% sobre los movimientos internacionales de capital podría haber alcanzado los 3 billones de dólares en 1995. Pero también indican que los ingresos aumentarían sólo en algunos países donde están concentrados los mercados de divisas, dificultando políticamente la distribución de los ingresos. Kaul y Langmore mantienen que el esfuerzo global requerido para recaudarla se justificarían, al menos en parte, en vistas a los objetivos de desarrollo multilateral.

»Estos argumentos a favor de la *tasa Tobin*, que invoca el fantasma de algún tipo de Servicio de Ingresos Interno global, han sido recibidos con frialdad por parte de los que determinan la política de los EE.UU.», dice Janet Stotsky. Esto podría ex-

(35) Extractos de los comentarios de Janet Stotsky, *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, diciembre 1997.

plicar el hecho que, tal y como lo comenta Ibrahim Warde en *Le Monde Diplomatique*, febrero de 1997, «una conspiración del silencio encierra el proyecto. La profesión económica no le presta ninguna atención. A los funcionarios que han colaborado se les pide que no hablen. Desde la publicación de ese trabajo, ningún órgano de la prensa anglosajona —incluida la prensa económica— ha dicho una sola palabra» (36).

Obviamente hay una cierta cantidad de obstáculos para la aplicación efectiva de una *tasa Tobin*. Una primera condición se refiere a que sea contra todo riesgo en relación con todos los instrumentos y transacciones existentes (y futuros). Sus defensores más entusiastas no ignoran que esta condición resultaría difícil de aplicar y no convierte la tasa en una panacea (37). Dooley (38) cuestiona la validez de hacer una dicotomía de los mercados de divisas entre los inversores a corto plazo, los cuales se supone que van a actuar en base a la dinámica de precios, y los inversores a largo plazo, los cuales se supone que van a actuar en función de los fundamentos. Una tasa de transacción destinada a disuadir los periodos de inversión a corto plazo, no alteraría previsiblemente la composición de la circulación de capital.

Otro análisis resalta problemas administrativos. Los nuevos instrumentos financieros se desarrollan constantemente, muchos con el propósito explícito de eludir la tasación. El alcance global es irregular, dadas las dificultades a la hora de tener un grupo de países siquiera relativamente homogéneos, como los de la Unión Europea, que se pongan de acuerdo sobre las políticas de tasación. Sin un alcance global, las posibilidades de escapatoria y el recurso a los oasis fiscales podría ser tentador. A este propósito, Barry Eichengreen comenta que «tratar el problema en su origen por medio de una tasación de determinadas corrientes de capital (como ha hecho Brasil), corre el riesgo de atemorizar a los inversores extranjeros —el remedio es peor que la enfermedad— ahora que hay tantos destinos alternativos libres de impuestos para sus fondos» (39). Probablemente tenga razón.

(36) No es del todo verdad pero concuerda con las tradiciones y fobias de *Le Monde Diplomatique*.

(37) UNCTAD, 1996, *ibid*, distingue una cierta cantidad de aspectos técnicos sobre este asunto, y se aconseja a los lectores interesados que se refieran a él.

(38) Haq, Kaul, Grunberg, (eds.) 1997, *ibid*.

(39) Eichengreen, Barry, *ibid*.

Yilmaz Akyüz y Andrew Cornford, insisten también en un problema importante que proviene de la necesidad de imponer la tasa a todos los países con plazas financieras considerables —y hacer que se pongan de acuerdo sobre este asunto. Se dice que las dificultades son aterradoras (UNCTAD, 1996, expresa preocupaciones similares). Sin un acuerdo universal, el comercio de divisas se vería transferido a países y oasis fiscales donde no se aplicara la tasación. (Los autores subrayan que este argumento es una eficaz arma política en manos de los oponentes a la tasación.)

«Tal acuerdo tendría que englobar no sólo los países de la OCDE, sino también las plazas financieras ajenas a la OCDE. Lo que es más, a medida que nuevas plazas financieras aparecieran en los países en vías de desarrollo, también tendrían que ser incluidas.

»Un segundo problema es que los agentes y las transacciones estarían sometidos a la tasa. Respecto a la cobertura de los agentes, se puede argumentar que una tasa aplicada tanto a los bancos como a los actores no financieros en los mercados monetarios, no solamente “le pondría trabas a la especulación” sino que también incrementaría a los bancos los costes de las operaciones necesarias para la financiación de un servicio requerido por los negocios no financieros ni especulativos, del comercio y la inversión internacionales».

Los autores siguen comentando varios aspectos de la creación de la tasa, las transacciones a las que tendría que aplicarse y los problemas derivados. La posibilidad de que se inventen nuevos instrumentos o contratos, o de que los existentes se adapten con la intención de eludir la tasación o reducir las sumas a pagar, no se puede descartar.

«Sería difícil crear una tasa que se protegiera contra toda eventualidad.

»Otros problemas (...) se refieren a las modalidades de la tasa. Por ejemplo, estas modalidades deben incluir el cálculo de diferentes categorías de transacción, incluyendo los compromisos de cambio de divisas para un futuro, opuestos a los actuales, y el plazo del pago en dichos casos —si, por ejemplo, el pago de la tasa debería tener lugar en el momento de la aceptación de la obligación o posteriormente. Otra cuestión bajo esta rúbrica sería el tratamiento de los acuerdos multilaterales que podrían usarse para reducir la suma de divisas ac-

tualmente cambiadas en el caso de algunas transacciones, etcétera» (40).

Una de las principales causas de preocupación para la aplicación de la tasa señalado en diversas fuentes, es su efectividad no demostrada, a la luz de los cambios que el mundo financiero ha experimentado desde la propuesta avanzada en los años setenta. De nuevo, se plantea la cuestión de la ingenuidad a la hora de crear nuevos instrumentos financieros y su potencial para la elaboración de mecanismos que puedan estar supeditados a la tasa. Como indica Andrew Cornford:

«Debido a la proliferación de instrumentos a través de los cuales las transacciones de divisas se llevan a cabo, la creación de una *tasa Tobin* que funcione podría ser mucho más complicada que en los años setenta. Además, uno de los argumentos conceptualmente elegantes a favor de la tasa ya no se ve apoyado como antes. Los técnicos financieros modernos son hoy capaces de crear movimientos de efectivo equivalentes de varias formas diferentes, principalmente mediante instrumentos derivados. Pero esto produce una falta de claridad de distinción entre inversiones a corto y largo plazo, pues la circulación de efectivo asociada a estos últimos puede también ser generada por una serie de transacciones a través de instrumentos inmaduros. La intención original de la *tasa Tobin* era penalizar las transacciones a corto plazo (consideradas muy a menudo como especulativas) en comparación con las de largo plazo, imponiéndola a un índice uniforme en todas las transacciones. Pero sus efectos serían considerados más severamente ahora que en los años setenta por parte de una amplia gama de transacciones inmaduras que han llegado a formar parte de los modos normales de la gestión de los riesgos financieros internacionales, y así podrían describirse como más engañosas que especulativas» (41).

Las estrategias del FMI

Una de las mejores descripciones viene del propio FMI, como lo expresa Stanley Fischer, que cito in extenso:

«La cuestión sobre la reciente perturbación del mercado en la región [del este de Asia] (...) no sugiere que el cálculo del valor

(40) Yilmaz Akyüz y Andrew Cornford, 1994, *ibid.*

(41) Andrew Cornford, 1996, «The Tobin Tax: Silver Bullet for Financial Volatility, Global Cash Cow or both?», en *UNCTAD Review*, 1996, publicación de las Naciones Unidas E.97.II.D.2, Nueva York y Ginebra.

neto sea más a menudo la fuente de dificultades económicas y riesgo más que de beneficios, y de ahí que la liberalización del cálculo del valor neto tendría que aplazarse lo máximo posible (...) No debería sorprenderles oír que rechazo enfáticamente esta opinión...».

¿Cuál es entonces la solución correcta para operar en un sistema que ofrece grandes beneficios pero que puede penalizar severamente los errores y ocasionalmente infligir choques inapropiados a la economía? Fischer esboza seis categorías de medidas:

«Una estructura de política macroeconómica profunda que promueva el crecimiento manteniendo baja la inflación, un pequeño déficit del presupuesto y un cálculo del valor neto sostenible (...) A veces es difícil ocuparse de la circulación de capital a corto plazo si ésta responde a altos índices de interés nacionales, en especial en un contexto en el cual la política limita la flexibilidad del tipo de cambio. Este es el famoso problema de la circulación del capital al que se enfrentan tantos países que buscan estabilizarse en índices de inflación moderados. No hay una solución fácil a este problema, pero la firmeza de la política fiscal es la primera línea de defensa (...)

»Reforzar el sector financiero: (...) Por el momento, los que deciden la política a seguir tienen una idea clara de lo que se necesita hacer para reforzar los sistemas financieros, mediante la mejora de la supervisión y estándares prudentes, asegurándose de que los bancos cumplen los requisitos del capital, las provisiones para los malos créditos y el préstamo conectado limitado, de que publican información financiera instructiva, y de que las instituciones insolventes son suprimidas rápidamente. La aplicación de dichos cambios, en especial dentro de un sistema bancario ya problemático, es a menudo difícil, especialmente cuando la presión política obstaculiza a las autoridades supervisoras. (...) Un sistema bancario débil es tanto una invitación permanente a una crisis macroeconómica como una garantía de la seriedad de cualquiera de tales crisis.

»La progresión y el uso de los controles: hay peligros evidentes en la liberalización de los movimientos del capital en una economía en la que la estructura macroeconómica y el sector financiero son débiles. Así pues, hay un argumento a favor de la aplicación progresiva de la liberalización del cálculo del valor neto (...) En ausencia de una coordinación de la liberalización del cálculo del valor neto y reforma del sector financiero, podría haber distorsiones reguladoras e incentivos reguladores para los movimientos del capital que no están relacionados con

las condiciones económicas subyacentes. Ambos actores podrían acarrear riesgos de inestabilidad de los movimientos de capital (...)

»Provisión de la información: una de las muchas lecciones aprendidas en el caso de México fue que el alcance de la crisis empeoró a causa de la mala calidad de la información facilitada tanto por el sector oficial (incluyendo el FMI) como por los mercados».

Y es aquí donde actúa la provisión del financiamiento patrocinado por el FMI.

«El Fondo —es decir, la comunidad internacional— ha demostrado su buena voluntad actuando así en muchas crisis. El Fondo seguirá actuando de acuerdo a sus objetivos y facilitando la financiación, bajo ciertas condiciones (...) a países que se enfrentan a la necesidad de tomar medidas para frenar los efectos destructivos de una crisis exterior» (42).

Financiar el esquema propuesto por el FMI conlleva, sin embargo, un nuevo enfoque institucional de su papel y una fuerte revalorización de su poder financiero a la hora de intervenir eficazmente en los mercados financieros (una enmienda propuesta a los Artículos del Acuerdo para extender su jurisdicción a los movimientos de capital tiene ese objetivo). Por supuesto, es necesario disponer de un fuerte potencial financiero para «las facilidades de financiación a corto plazo» previstas. La escala de las intervenciones en las últimas crisis financieras lo corrobora: en el momento de escribir estas líneas (finales de enero de 1998), la intervención del FMI suma más de 100 billones de dólares. La garantía de crédito global de 40 billones de dólares solamente para Indonesia, va a ser inadecuada. Probablemente se necesite más la semana que viene. Otros ejemplos: la crisis mexicana (1994-1995) implicó más de 50 billones de dólares. En un día, a principios de junio de 1995, los bancos centrales del G-3 gastaron 20 billones de dólares apoyando al dólar —un efecto que duró un poco más de una semana. Durante la crisis del mecanismo de los tipos de cambio, unos 130 billones de dólares fueron movilizados (principalmente por el Bundesbank) para defender varias divisas europeas, etcétera.

Las reacciones contra los remedios del FMI y su aplicación condicional han sido literatura rutinaria durante mucho

(42) Fischer, Stanly, *op. cit.*

tiempo en los círculos económicos y financieros, aunque se hayan incrementado últimamente como consecuencia de las recientes intervenciones en Asia. Las soluciones que proponen a los países afectados carecen de visión particular o son inapropiadas, inadecuadas o incluso contraproducentes a veces. Sobre una cuestión fundamental se han levantado críticas contra lo que se percibe como una estrategia destinada a proteger no a los países afectados, sino los intereses de los prestamistas. Se encuentran dos tipos de reacciones. Primero están aquellas para las cuales el FMI se equivoca de forma intrínseca —y se sospecha que cualquier cosa que proponga, tiene, en consecuencia, malas intenciones—, y por otra parte, están aquellas para las cuales sus remedios carecen de visión particular o son inapropiadas, inadecuadas o incluso a veces contraproducentes.

No sólo se encuentran reacciones negativas en una parte determinada del ruedo político. En los mismísimos Estados Unidos, los círculos conservadores se quejan de que el FMI gasta el dinero de los contribuyentes americanos para sacar a flote los países en vías de desarrollo cuya ortodoxia política y sumisión al sistema americano no siempre se pueden aceptar como garantía, por no decir más. Al mismo tiempo, algunos analistas son conscientes de las intenciones reales que dirigen todas las acciones del FMI. William Paff (*International Herald Tribune*) dice respecto a la ayuda global actual a Corea del Sur: «La ayuda del FMI garantizada a Corea y bajo la presión del Tesoro de EE.UU. (como anteriormente a Tailandia e Indonesia), ha sido tachada de estar destinada a salvar a los bancos e inversores occidentales de sus especulaciones desconsideradas, imponiendo los costes de la crisis a una naciente clase media asiática y a los trabajadores asiáticos, hoy condenados a la austeridad o al desempleo a pesar de no ser responsables de lo acontecido. Lo que es más, la prensa anuncia que las compañías americanas y europeas, incluso a pesar de que las inversiones especulativas occidentales en Asia estén siendo sacadas a flote por el FMI, tendrán una segunda oportunidad de enriquecerse a partir de los aspectos negativos de la crisis asiática. Las compañías de Corea del Sur como los bancos de Tailandia, están amenazados con ventas forzosas a los intereses occidentales por precios irrisorios». «Hay grandes oportunidades», publica *The New York Times*.

En un artículo publicado simultáneamente en varios periódicos de todo el mundo, Jeffrey Sachs (niño prodigio de la Universidad de Harvard) expresó la opinión de que las buenas intenciones del FMI son genuinas, pero sus recetas pueden acarrear más mal que bien. Generalmente, el FMI trata con

gobiernos pródigos, dice. Si trata de aplicar ciegamente sus esquemas usuales —presionar los créditos, recortar los gastos, cerrar las instituciones bancarias débiles— los acreedores sentirán que el crecimiento está condenado por mucho tiempo. El pánico se intensificará. Las primeras reacciones del mercado a la intervención del FMI en el este de Asia son preocupantes: las bolsas en Indonesia y Corea bajaron un 25% y un 20% respectivamente. En los últimos tres meses, estima, el FMI ha impuesto sus condiciones a más de 350 millones de personas.

En la misma línea, Peter Passell escribe:

«Un informe interno del FMI sobre Indonesia ya ha admitido el paso en falso dado en la ola de cierres forzados de bancos. Más aún, para encontrar dinero para reembolsar a los clientes de los bancos en quiebra, el Fondo insiste para que el gasto público se reduzca drásticamente. Eso irrita a Stiglitz, economista del Banco Mundial, quien argumenta que Asia, con sus altos índices de ahorro, fuerte ética laboral y alta productividad, no debería ser confundida con las economías clásicamente mal administradas de los países subdesarrollados. “No queremos provocar una seria recesión en estos países”, dijo» (43).

Todavía más en la base, más allá de estas consideraciones, se encuentran las razones subyacentes de los movimientos del FMI, a las cuales pertenecen los recursos que moviliza y por las cuales los moviliza, lo cual determina el alcance de su campo de acción. Sentimiento legítimo e inquietante de que el FMI como institución oculte intereses mercantiles. Dice un corresponsal (Universidad de Ottawa):

«Desde el ataque de la crisis de la deuda a principios de los ochenta, el FMI ha jugado un papel central en la política de los tipos de cambio que a menudo requería de los países del Tercer Mundo endeudados que devaluaran su moneda en un 50% como “prerrequisito” para la consiguiente negociación de un acuerdo de préstamo. El FMI esponsorizó devaluaciones de monedas que resultaron invariablemente en abruptas alzas de precios y en una dramática reducción de los ingresos reales. Lo que diferencia los casos de Corea, Indonesia y Tailandia, es que la devaluación (que precedió al acuerdo de ayuda y la imposición de amplias reformas macroeconómicas) no había sido explícitamente exigida por la burocracia ubicada en Washing-

(43) Passell, Peter, *op. cit.*

ton. Era más bien el resultado de presiones especulativas sobre los mercados de divisas ejercidas por los grandes bancos mercantiles e instituciones financieras (mediante la utilización de varios instrumentos especulativos). En el contexto de la crisis financiera asiática, “los especuladores institucionales” (más que el FMI) han jugado un papel indirecto en el proceso de la reforma macroeconómica. En otras palabras, las instituciones bancarias y financieras internacionales han dictado (en un sentido *de facto*) a nivel nacional la política del cambio de divisas, es decir, mediante la manipulación deliberada de los mercados de divisas. En este contexto “los especuladores institucionales” están involucrados en “la preparación del escenario” para la subsiguiente operación de ayuda del FMI. También están involucrados en las consultas de rutina con las instituciones de Bretton Woods pertenecientes a varios componentes de la reforma macroeconómica global incluida en los acuerdos de ayuda (por ejemplo la desregulación del sector financiero de Corea y la apertura del mercado de valores de Seúl al capital extranjero).

»En cambio, las mismas instituciones financieras y bancarias occidentales y japonesas (involucradas de forma rutinaria en la especulación de divisas y de la bolsa) son los acreedores de los bancos centrales de Asia. También tienen grandes cantidades de deudas a corto plazo, de ahí su capital invertido en la prevención de la suspensión de pagos de las instituciones financieras asiáticas. No es sorprendente que esas mismas instituciones financieras occidentales y japonesas hayan presionado a los gobiernos del G-7 para aplicar las operaciones de ayuda de las cuales son los últimos beneficiarios —por ejemplo los 57 billones de dólares bajo el acuerdo esponsorizado por el FMI con los cuales el gobierno de Seúl reembolsará a los acreedores de Corea. ¿Cómo serán financiadas estas operaciones de varios billones de dólares? La contribución de las instituciones de Bretton Woods y el Banco de Desarrollo Asiático (ADB) sólo constituye una parte del total. Las mayores contribuciones de ayuda vienen de los gobiernos del G-7, que requieren el desbloqueo de grandes cantidades de deuda pública. En otras palabras, los gobiernos del G-7 han venido a rescatar a los bancos mercantiles y comerciales aceptando financiar la ayuda, aunque para asegurar este objetivo, los tesoros nacionales del G-7 se vean obligados a liberar grandes cantidades de deuda pública, la cual es invariablemente garantizada por los grandes bancos mercantiles. En otras palabras, los “beneficiarios” de la ayuda son también los que garantizan la operación de la deuda pública requerida para financiar la ayuda. Una situación absurda: los gobiernos del G-7 están “financiando su

propio endeudamiento” (...) Mientras las ayudas contribuyan a la creación de deudas públicas (tanto en Asia como en los países del G-7) —reforzando de esta manera el estrangulamiento de los acreedores en relación con la gestión de la política económica— decenas de billones de dólares de dinero público serán transferidas hacia las manos de instituciones financieras privadas conduciendo a una acumulación de riqueza privada sin precedentes. En cambio, las reformas macroeconómicas impuestas en el contexto de las ayudas esponsorizadas por el FMI contribuyen a un colapso dramático de la economía real, provocando el empobrecimiento de millones de personas.»

La propuesta de Soros

Como punto a registrar, incluiré en la lista la petición de George Soros de creación de un «cuerpo de garantía» como una institución hermanada con el Fondo Monetario Internacional (*Financial Times*, 31 de diciembre de 1997). El objetivo es obtener préstamos internacionales garantizados a un módico precio. Los países que piden préstamos estarían obligados a facilitar datos de todos los préstamos pedidos, públicos o privados. Esto daría a la nueva autoridad la capacidad de poner un tope a las sumas que estuviera dispuesta a asegurar. Más allá de dicho límite, los acreedores tendrían que arreglárselas solos. «Argumentar que los mercados financieros en general, y los de préstamos internacionales en particular, necesitan ser regulados, es probablemente un ultraje para la comunidad financiera, dado que la evidencia es abrumadora», afirma Soros. Este cree que el sector privado está terriblemente incapacitado para conceder créditos internacionales.

Como se podrá recordar, Mahathir Mohamad, Primer Ministro de Malasia, atacó a Soros diciendo que los especuladores internacionales habían desestabilizado los mercados financieros asiáticos. Soros rechazó enérgicamente tales quejas. «El señor Soros ya ha argumentado contra la idea de que se tendría que dejar que los mercados libres se autocorrigieran sin intervención gubernamental. Sin embargo, ha sido la primera vez que ha propuesto una institución internacional de garantía de los préstamos de este tipo. “Piensa que es el momento adecuado para esta idea, ya que a nadie le interesaría si los mercados fueran boyantes”. Una institución así sólo se puede poner en pie cuando el préstamo internacional está en estado de colapso» dice. «Actualmente estamos entrando en un periodo de este tipo.»

A menudo se ha planteado la cuestión sobre el papel que juega el sistema bancario, tanto en los países que prestan como en los prestatarios, como instrumentos o promotores de la movilidad del capital y sus efectos. Prácticamente todos los textos revisados que tratan de las causas y consecuencias de la circulación se refieren a los bancos de una forma u otra, bien como inversores imprudentes, bien como frágiles víctimas, o ambos. En los países donde la norma eran las grandes corrientes de afluencia y donde, por la razón que sea, el movimiento se interrumpe o se invierte, «los préstamos bancarios cesan, la burbuja de los bienes mobiliarios explota. Y la debilidad de la demanda provoca un crecimiento más lento. Las compañías que dependen del crédito bancario tienen que hacer frente entonces a tasas de interés más elevadas, y como las ventas disminuyen, tienen otros problemas para reembolsar sus préstamos. Esto pone en juego el punto flaco de la cadena, es decir, los bancos como depositantes que, sintiéndose preocupados por la solvencia bancaria, se precipitan para sacar su dinero de los bancos y del país (...) Esta es, en breve, una descripción de la crisis financiera mexicana a finales de 1994».

Pero los propios bancos tienen una parte de culpa:

«El rápido incremento del préstamo bancario financiado por la afluencia de fondos puede preparar el escenario para una caída fatal. Si los bancos tienen personal con una formación inadecuada para evaluar correctamente los riesgos del incremento de sus préstamos, la calidad de su cartera de bienes disminuirá. Si ofrecen depósitos de divisas para proteger a los inversores de las pérdidas que resultan de las fluctuaciones de los tipos de cambio, pero calculan sus préstamos en moneda local, y acaban apoyando ellos mismos ese riesgo...» (44).

Lo anterior explica el interés de regulaciones correctas de la solvencia bancaria y los estándares mínimos de capital social. El FMI concuerda: «Los controles prudentes del capital extranjero ya se llevan a cabo en muchos países; ejemplo de ello son las restricciones de las posiciones abiertas de los bancos nacionales en divisas. Se pueden implantar tales restricciones a las posiciones abiertas de las compañías. Tales controles, destinados a reducir la vulnerabilidad de las insti-

(44) Eidrengreen, Barry, *op. cit.*

tuciones locales ante los cambios de sentido de los movimientos del capital extranjero, pueden formar parte perfectamente de los estándares de prudencia internacionalmente aceptados» (45).

Entremos en el Banco para las Liquidaciones Internacionales y el Comité de Basilea de bancos centrales. Al Comité le preocupa precisamente la cuestión del tipo de supervisión que haría que las medidas prudentes de seguridad fueran aplicables en todos los países (y no sólo en los «países registrados» miembros del Banco). Dichas medidas están siendo estudiadas a la hora de escribir estas líneas. El año pasado, como anticipo, el Comité publicó 25 «principios centrales» de supervisión bancaria. Siguen las direcciones correctas: por una parte, los bancos deberían someterse a reglas más astringentes y ser conducidos hacia la adopción de estándares más prudentes para el préstamo y el empréstito. Algunos de los efectos negativos de los movimientos internacionales de capital desaparecerían de esta manera. Por otra parte, la uniformidad de las reglas eliminaría las ventajas competitivas injustas en los bancos sometidos a regímenes regulatorios más relajados.

Consideraciones finales

No habría mejor manera de terminar este trabajo que citando brevemente un documento de UNCTAD. Considero que pone de manifiesto con brevedad la esencia de lo que este informe ha tenido la intención de expresar:

«La discusión sobre cómo aportar mayor estabilidad a los mercados financieros internacionales ha demostrado hasta ahora ser poco concluyente. Aquellos que enfatizan la necesidad de tener políticas para alcanzar los niveles “correctos” de los fundamentos parecen ignorar la conexión, a menudo tenue, entre dichos elementos y la decisión de los participantes en el mercado de divisas. Aquellos que se inclinan por medidas dirigidas hacia los procesos asociados con las transacciones, se enfrentan con la dificultad de delimitar el mercado de divisas y ocuparse de los efectos ampliamente crecientes de la rápida innovación financiera.

»En algunos mercados financieros, sus estructuras institucionales hacen posible la imposición de normas destinadas a mantener la especulación dentro de unos límites y a prevenir los

(45) Fischer, Stanley, *op. cit.*

movimientos a corto plazo de los precios, que son excesivamente importantes.

»Sin embargo, el carácter global del mercado de divisas y los múltiples canales que lo unen a los mercados para otros bienes financieros, parecen eliminar la aplicación de tales medidas en dicho mercado. Como consecuencia, ha habido llamadas de atención a favor del establecimiento de una unidad de compensación para las transacciones de divisas, aunque los impedimentos técnicos, financieros, de organización y políticos hagan que la idea parezca utópica.

»La innovación financiera ha producido en los últimos años un entorno en el que no sólo ha habido grandes cambios en los elementos de los mercados financieros que están sometidos a tasas y medidas reguladoras, sino que también se ha vuelto menos pertinente la tradicional estructura conceptual para la clasificación de estos elementos. En este último sentido, es de especial importancia la manera cómo los instrumentos derivados han eliminado las distinciones abruptas entre inversiones a largo y a corto plazo, con el resultado de que la asociación tradicional entre la madurez de las inversiones y su grado de permanencia ya no se sostiene como antes. Actualmente, los derivados hacen posible la construcción de equivalentes sintéticos de las inversiones a largo plazo, mediante la combinación de tales instrumentos con posiciones en bienes a corto plazo. Como resultado, hay un riesgo de que los beneficios de cualquier reducción de la especulación debida al aumento de cargas de transacción (resultantes, digamos, de la introducción de la *tasa Tobin*) puedan verse compensados por los costes de los perturbadores procesos de arbitraje y los métodos considerados actualmente normales para la gestión de los riesgos financieros internacionales (...)

»Sin embargo, las dificultades de acción interna para controlar la inestabilidad financiera no deberían desviar nuestra atención de las consecuencias económicas posiblemente adversas de tal inestabilidad. La preocupación a propósito de la inestabilidad financiera tiende a subir en picado en las épocas que siguen a los periodos de desorden en los mercados de divisas, desapareciendo progresivamente cuando vuelve la calma. Si los desajustes y la volatilidad con los que se relaciona la inestabilidad de las divisas persisten, son capaces de amenazar las relaciones mercantiles de los países, en particular lanzando un desafío a una mayor coherencia en la creación de una política económica global» (46).

(46) UNCTAD, *op. cit.*

Y el texto recuerda que «alcanzar una mayor coherencia en la creación de la política económica global» fue un objetivo establecido en una solemne Declaración Ministerial para la Organización del Comercio Mundial, adoptada en la conclusión de la Ronda de Uruguay en enero de 1998.
