

UNCTAD/TDR/16(Vol.III)
5 de agosto de 1996

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 1996

Informe de la secretaría de la Conferencia de las
Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

El contenido del presente informe no podrá ser citado ni resumido por la prensa, radio o televisión antes de las 23.59 horas (hora media de Greenwich) del 18 de septiembre de 1996.

Por razones técnicas, y para que llegue lo más rápidamente posible a poder de los gobiernos, las versiones traducidas del presente informe se publican en los cuatro volúmenes siguientes:

UNCTAD/TDR/16		Prólogo Índice y siglas y abreviaturas
UNCTAD/TDR/16(Vol. I)	Primera parte	Tendencias generales
	Capítulo I	La economía mundial: resultados y perspectivas
	Capítulo II	Los mercados financieros internacionales y la deuda exterior de los países en desarrollo
	Anexo al capítulo II	La deuda del Africa subsahariana con acreedores oficiales distintos de la OCDE
UNCTAD/TDR/16(Vol.II)	Segunda parte	El replanteamiento de la política económica: algunas lecciones de la experiencia del Asia oriental
	Introducción	
	Capítulo I	Integración e industrialización en el Asia oriental

	Capítulo II	Exportaciones, formación de capital y crecimiento
	Anexo al capítulo II	Recursos naturales, elaboración y diversificación de las exportaciones
	Capítulo III	Las respuestas al nuevo entorno mundial
UNCTAD/TDR/16(Vol.III)	Anexo	Gestión macroeconómica, dirección financiera y desarrollo: algunos aspectos seleccionados

ANEXO

GESTIÓN MACROECONÓMICA, DIRECCIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO:
ALGUNOS ASPECTOS SELECCIONADOS

A. Introducción

Entre las anotaciones convenidas al programa provisional de la UNCTAD IX figuraba el examen de las políticas nacionales e internacionales pertinentes para aprovechar plenamente las oportunidades de crecimiento y desarrollo que ofrece el nuevo contexto mundial y a la vez minimizar los riesgos de nuevos desequilibrios e inestabilidades, en particular en los mercados financieros internacionales. La mayor integración de los mercados financieros ha incrementado la cuantía y las categorías de la financiación de que pueden disponer en principio entidades de todo el mundo. Sin embargo, hasta ahora sólo un pequeño número de entidades ha logrado realmente acceder a tal financiación. Asimismo, los movimientos de capital que han acompañado a la globalización financiera se han asociado con una mayor inestabilidad, y muchas veces se ha dicho que una mayor apertura financiera puede restringir la autonomía de la gestión macroeconómica. Estos aspectos de la globalización financiera han sido asuntos recurrentes de ediciones recientes del TDR, que han estudiado los efectos de las mayores entradas financieras y las reacciones de la política económica en ciertos países en desarrollo como consecuencia de su progresiva integración en la red mundial de mercados financieros 1/, y examinado en lo principal el marco legal de la liberalización financiera internacional así como algunas de las propuestas encaminadas a conseguir un sistema financiero internacional más estable 2/. Las observaciones que siguen sobre este particular se basan mayormente en los documentos y los debates de la conferencia sobre Capital Flows in Economic Development (Corrientes de capital en el desarrollo económico), organizada por la División de Interdependencia Mundial de la UNCTAD en cooperación con el Instituto Jerome Levy del Bard College los días 7 a 9 de marzo de 1996 en Blithewood, la sede del Instituto en el campus del Bard College en Annandale-on-Hudson, Nueva York.

B. Los tipos de cambio flotantes y la liberalización de los movimientos internacionales de capital

Cuando a comienzos del decenio de 1970 los principales países de la OCDE abandonaron los tipos de cambio fijos, se consideró que ello conduciría a un sistema donde los países gozarían de mucha autonomía para aplicar una política macroeconómica nacional apropiada, mientras que los propios tipos de cambio gravitarían hacia el nivel establecido por la paridad del poder de compra. No obstante, lo que ocurrió resultó ser diferente. En el nuevo régimen de tipos de cambio flotantes el sistema financiero internacional ha quedado sometido a la inestabilidad de las monedas y de otros mercados financieros, caracterizándose

1/ Concretamente TDR 1992, cap. I y anexo II de la segunda parte; TDR 1993, cap. III de la primera parte y cap. III de la segunda parte; TDR 1994, cap. III de la primera parte; y TDR 1995, cap. II de la primera parte.

2/ Veáanse TDR 1990, cap. I de la primera parte, y TDR 1994, anexo al cap. II de la segunda parte.

por unos tipos de cambio cuyo nivel ha divergido obstinadamente durante largos períodos del que hubiera correspondido a los indicadores económicos fundamentales.

En el nuevo régimen la situación de las monedas ha tendido a fluctuar, con períodos de mayor inestabilidad entreverados de períodos de calma. También ha habido episodios más breves de inestabilidad excepcional en los mercados financieros internacionales, constituyendo uno de los ejemplos recientes más destacados las perturbaciones del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo en 1992 y 1993. Los efectos sobre los países en desarrollo de la inestabilidad resultante se dejaron sentir por diversas vías. Buena parte tanto de sus exportaciones como de sus importaciones, así como de sus obligaciones del servicio de la deuda, se denomina en las principales divisas. Por causa de los desequilibrios entre las monedas en que vienen expresadas salidas y entradas, la posición de sus balanzas de pagos suele ser sensible a los movimientos relativos de las diferentes monedas y a las fluctuaciones de los tipos de interés más importantes. Asimismo, el incremento de las obligaciones del servicio de la deuda como consecuencia de unos tipos de interés más altos coincide muchas veces con unas posibilidades de exportar menores, muy relacionadas también con un dinero más caro. Más recientemente, al haber aumentado la inversión extranjera en ellos, los mercados financieros de algunos países en desarrollo se han vuelto directamente vulnerables a los grandes cambios en el comportamiento de los inversores internacionales. Uno de los primeros ejemplos de los efectos posibles de esa vulnerabilidad fue el desplome del mercado bursátil de Hong Kong durante la quiebra de octubre de 1987 ^{3/}, y una muestra más reciente la crisis financiera de México de finales de 1994 y principios de 1995, que no sólo hizo desmoronarse el tipo de cambio del peso y el valor de los activos financieros de ese país sino que también se dejó sentir en otros mercados financieros emergentes.

Una política económica equivocada puede contribuir a la inestabilidad financiera mundial. Sin embargo, una lección reiterada de la experiencia de los últimos años es la conexión muchas veces tenue o inexistente de esa inestabilidad con aspectos tan fundamentales como el nivel relativo de precios de los países, el desempeño microeconómico y la configuración de su política macroeconómica. Tal cosa parece indicar que no existe una relación sistemática entre esos aspectos fundamentales y los indicadores por los que se guían los agentes económicos en los mercados financieros para decidir cómo reparten sus activos entre las diferentes monedas. Por ejemplo, abunda la información de que esos agentes recurren mucho en sus transacciones a pautas que se basan en la extrapolación de movimientos pasados y que propician así el que se perpetúe y acentúe una evolución de los tipos de cambio a menudo alejada de los aspectos económicos fundamentales ^{4/}. Tal comportamiento de los agentes también ayuda

^{3/} Véase la encuesta sobre las opiniones de los inversores internacionales acerca de la bolsa de Hong Kong hecha a raíz del desmoronamiento de octubre de 1987 y descrito en Securities Review Committee, The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry: Report of the Securities Review Committee (Hong Kong, 1988), apéndice 9.

^{4/} Veáanse, por ejemplo, M.R. Rosenberg, Currency Forecasting: a Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination (Chicago, etc.: Irwin, 1966), págs. 337 y 379. Una crítica más radical de la idea misma de unos indicadores fundamentales identificables como determinantes de los
(continúa...)

probablemente a explicar por qué los modelos económicos no logran recoger las variaciones a plazo corto y mediano de los principales tipos de cambio con arreglo a variables tales como oferta monetaria, ingreso real, tipos de interés, tasa de inflación y balanza por cuenta corriente 5/.

C. Los problemas que causa en los países desarrollados y en desarrollo la inestabilidad financiera

La preocupación por la inestabilidad financiera internacional refleja los persistentes efectos económicos de las fluctuaciones de las corrientes de capital y los tipos de cambio sobre los precios de los bienes, los servicios y los activos financieros, y está relacionada con muchas y diferentes cuestiones. La más importante en lo que atañe a la política económica es el desajuste de los tipos de cambio. Este desajuste se produce por movimientos cambiarios que se extienden en el tiempo y deben distinguirse de la inestabilidad monetaria a corto plazo. El término indica unos tipos de cambio que en una situación de pleno empleo razonable de la economía de que se trate no concuerdan con una posición sostenible de los pagos externos tal como viene determinada por la balanza en cuenta corriente y la propensión a atraer o a exportar capital a más largo plazo. El desajuste puede distorsionar la asignación de recursos por causa de sus repercusiones en los precios relativos, ejercer efectos perversos sobre la actividad, el empleo y el nivel de precios, y generar presiones proteccionistas. En economías con mercados financieros relativamente pequeños, como es el caso de los países en desarrollo, un desajuste ocasionado por grandes entradas de capital también suele ir acompañado de un auge de los precios de los activos, cuya secuela probablemente será un desmoronamiento cuando las corrientes de capital acaben cambiando de dirección.

La volatilidad a corto plazo de los tipos de cambio también puede causar dificultades. Estas variarán con los mayores o menores conocimientos que tengan las empresas y otros agentes económicos sobre cómo afrontar los riesgos financieros y con su mejor o peor acceso a los diferentes instrumentos que existen en esa esfera. En las grandes empresas financieras, como también en las no financieras con una buena gestión de tesorería, su protección contra las fluctuaciones cambiarias y financieras puede ser sumamente eficaz. Esa protección recurre a técnicas muy arraigadas, como equilibrar los activos y pasivos expresados en monedas diferentes, ajustar los precios y los métodos de facturación, diversificar geográficamente las operaciones, contar con un buen

4/(...continuación)

resultados del mercado es la expuesta por uno de los más conocidos agentes en los mercados monetarios mundiales, George Soros. Según esta crítica, la comprensión por los participantes en el mercado de esos resultados es necesariamente imperfecta pero sin embargo sirve de base para sus decisiones, que determinan los resultados ulteriores. Esta teoría (que Soros bautiza con el nombre de "reflejidad") "conecta los hechos con las percepciones y las percepciones con los hechos en una pauta semejante al cordón de un zapato, brindando una teoría de la historia de "cordón de zapato". Es fácil imaginar que en los mercados de divisas esas interacciones son capaces de generar movimientos cumulativos de los precios de las monedas. G. Soros, The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market (Londres: Weidenfeld and Nicholson, 1988), caps. 1 y 3.

5/ Véase, por ejemplo, J.A. Frankel y A.K. Rose, "A survey of empirical research on nominal exchange rates", NBER Working Paper N° 4865, 1994.

calendario de ingresos y pagos en divisas, y emplear instrumentos tales como futuros, opciones y contratos a término que sirven para protegerse contra las fluctuaciones de los tipos de cambio y de interés 6/. Aunque la expansión de los instrumentos de cobertura en los últimos años ha facilitado el empleo de esas técnicas, éstas no brindan una protección completa contra la inestabilidad financiera. Tal imposibilidad se debe en parte a lagunas en la cobertura de dichos instrumentos (un ejemplo es la falta de contratos a término y de futuros en muchas monedas y vencimientos) y en parte a los problemas que en las actuales técnicas de gestión de riesgos financieros suscitan las fluctuaciones de la propia inestabilidad cuando se salen de unos determinados límites 7/. Además, para muchas empresas y agentes económicos, especialmente en los países en desarrollo, el acceso a esas técnicas es restringido o sumamente costoso, y tales fluctuaciones probablemente les acarrearán aun mayores dificultades.

La información acerca de los efectos adversos de la volatilidad monetaria sobre el comercio internacional y otras actividades económicas es más bien fragmentaria. Existe, sin embargo, la opinión muy difundida de que la inestabilidad monetaria a corto plazo acorta el horizonte temporal de las decisiones sobre inversión, eleva los costos de transacción y, por su estrecha relación con la volatilidad de los precios de los activos y de los tipos de interés, acrecienta las preferencias de los tenedores de riqueza por los instrumentos líquidos en contraposición con los financieros a más largo plazo 8/.

6/ Para un trabajo de divulgación más completo de las técnicas de gestión de los riesgos financieros véase D. Ross, I. Clark y S. Taiyeb, International Treasury Management (Nueva York: New York Institute of Finance Corp., 1987), caps. 3 y 4. Cabe encontrar monografías sobre la gestión de los riesgos monetarios en G.J. Millman, The Floating Battlefield: Corporate Strategies in the Currency Wars (Nueva York: AMACOM, 1990).

7/ Hay que señalar también que los riesgos financieros y competitivos pueden ser interdependientes. Este punto puede ilustrarse con un ejemplo de Ross, Clark y Taiyeb (op. cit., pág. 7). Imagínese una empresa hipotética que importa vino del país B en el país A. A diferencia de sus principales competidores, cubre sus necesidades de moneda de B a principios de un determinado año en el mercado a término. Sin embargo, durante el año se produce una depreciación del tipo al contado de la moneda de B del orden de 25%. Si los costos de la empresa hipotética quedaran bloqueados al tipo a término vigente a principios de ese año, mientras sus competidores estaban en condiciones de vender a precios hasta un 25% más bajos, la empresa podría tener que cerrar. Los instrumentos recientemente desarrollados de gestión de riesgos han facilitado la tarea de extraer a las empresas de situaciones de esa índole. Por ejemplo, ahora pueden suscribirse contratos a término con vuelta a la posición inicial, que con un costo adicional brindan la posibilidad de reconvertir los contratos a término si el tipo de cambio al contado alcanza un cierto nivel.

8/ Para una estimación de los efectos de las fluctuaciones de los tipos de cambio sobre el comercio internacional véase la sección B del estudio de la secretaría de la UNCTAD, "The exchange-rate system", en Compendium of Selected Studies on International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries (UNCTAD/ST/MFD/4), publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3 y Exchange Rate Volatility and World Trade, monografía N° 28 del FMI (Washington, D.C.: FMI, 1984), caps. IV a VI. El carácter más bien poco concluyente de esa estimación empírica no debería causar sorpresa, según un ex
(continúa...)

D. Regímenes internacionales y posibilidades de la política económica

Las respuestas de la política económica nacional a la amenaza de los desajustes cambiarios provocados por unas corrientes de capital internacional inestables revisten diferente forma y no se excluyen entre sí ya que las distintas medidas pueden emplearse para reforzarse unas a otras. Una de ellas es intervenir oficialmente en los mercados monetarios comprando y vendiendo divisas 9/. Si existen unas salidas persistentes de capital, esa política acabará por sí misma haciendo que se agoten las reservas de divisas del país y sus líneas de crédito. Cuando se trate de entradas, la intervención oficial causará un incremento de la oferta monetaria del país a menos que sus efectos se esterilicen. No obstante, tal como se muestra al narrar la experiencia de algunos países en desarrollo en la sección E siguiente, esa esterilización entraña de ordinario alguna pérdida de control respecto de la política monetaria interior y puede suscitar alzas de los tipos de interés e incrementos no deseados del endeudamiento público. Entre las respuestas que cabe dar a las corrientes de capital también figura una política fiscal más estricta, pero esta acción suele criticarse por dejar que acontecimientos exógenos de los mercados financieros internacionales se impongan a los objetivos nacionales de equilibrio presupuestario y gasto público. Para subsanar los problemas que se derivan de afrontar los movimientos de capital basándose únicamente en una mezcla de intervención en los mercados cambiarios y de medidas fiscales, los países pueden recurrir a acciones que apunten más concretamente a las propias corrientes de capital. Algunas de esas acciones consisten en gravámenes o restricciones parecidas que influyen en las transacciones de capital al incrementar su costo y reducir así su rentabilidad. Otras limitan más directamente tales transacciones.

Ambas categorías de restricciones se usaron mucho por países desarrollados y en desarrollo para controlar las entradas y salidas durante el período de la posguerra 10/. No obstante, en los últimos años los países de la OCDE han limitado voluntariamente cada vez más el empleo de las mismas, y esas limitaciones se han recogido en los regímenes legales internacionales sobre transacciones de capital.

El único régimen global que se aplica a los movimientos monetarios internacionales es el del FMI. Pero las obligaciones más importantes de su convenio constitutivo se refieren a las transacciones corrientes y no a los movimientos de capital. Figuran en el artículo VIII (que prescribe la obligación

8/(...continuación)

presidente del Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volcker, ya que "en un mundo en el que tantas cosas están ocurriendo al mismo tiempo, resulta difícil determinar los efectos de cualquier factor por separado. Pero la lógica de la situación me sugiere que, en un largo período de tiempo, los costos en eficiencia económica han de ser sustanciales". P. Volcker y T. Gyohten, Changing Fortunes: the World's Money and the Threat to American Leadership (Nueva York: Times Books, 1992), pág. 292 y 293.

9/ La intervención pública en los mercados de divisas también puede usarse para restringir la volatilidad de las monedas a más corto plazo (véase infra sección F).

10/ Las restricciones de esa índole aplicadas por los países en desarrollo en respuesta a recientes entradas de capital se examinan en la sección siguiente.

de evitar restricciones a los pagos y a las transferencias por transacciones internacionales corrientes, sin la aprobación del Fondo) y en el artículo XIV (que especifica el régimen transitorio para los países que no estén en situación de aceptar las obligaciones del artículo VIII). Respecto de los movimientos internacionales de capital, el artículo IV dispone, entre las obligaciones generales de los miembros del FMI referentes a regímenes de cambios, que el sistema monetario internacional tiene como fin esencial establecer un marco que facilite el intercambio de capital entre los países ^{11/}. En alusión más específica a los movimientos de capital, la sección 3 del artículo VI establece que los países miembros podrán ejercer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos internacionales de capital siempre que ello no restrinja los pagos por transacciones corrientes. La sección 1 del mismo artículo faculta al Fondo para que evite que sus recursos se utilicen para hacer frente a una salida considerable o continua de capital.

Los países desarrollados, sin embargo, están sujetos a las obligaciones del Código de la OCDE para la liberalización de los movimientos de capital y (en el caso de los miembros de la UE) a la Directiva del Consejo de la CEE de 1988 sobre movimientos de capital y al Tratado de Maastricht. El Código de la OCDE clasifica casi todos los movimientos de capital en dos listas, A y B, aplicándose en el caso de la primera obligaciones más estrictas de liberalización. Para casi todo el período en que ha estado vigente el Código la lista A consistía principalmente en operaciones que se consideraba tenían muchos vínculos con el comercio internacional de bienes y servicios y con la inversión a largo plazo, mientras que la lista B se refería a operaciones con instrumentos financieros a corto plazo. No obstante, el ámbito de la lista A se amplió hace poco a algunas operaciones hasta entonces cubiertas por la lista B y se añadieron a esta última varias operaciones monetarias que previamente no se incluían.

La Directiva de la CEE de 1988 prohíbe restringir los movimientos de capital entre residentes de los países miembros con la única salvedad de lo dispuesto sobre el control de movimientos a corto plazo durante períodos de tensiones financieras y de ciertas medidas necesarias para el funcionamiento de los sistemas fiscales y administrativos y para la supervisión cautelar de los bancos. Ese texto dispone también que los países miembros quedan obligados a procurar en los movimientos de capital con países terceros el mismo grado de liberalización que exista entre ellos. Las cláusulas de la Directiva de 1988 se han visto reforzadas por los artículos pertinentes del Tratado de Maastricht en relación con la segunda etapa de la unión económica y monetaria, que empezó en 1994. Una vez que comience la tercera etapa, la imposición de controles a los movimientos de capital a corto plazo durante períodos de tensiones financieras sólo se permitirá en el caso de los países de la moneda única respecto de países no comunitarios.

En los actuales regímenes legales internacionales, los países en desarrollo, en cambio, gozan de mucho margen para controlar los movimientos internacionales de capital. Algunos de ellos han asumido, sin embargo,

^{11/} Como parte de su función de vigilancia de los acuerdos cambiarios el FMI respalda con frecuencia la liberalización en diverso grado de las transacciones de capital en los países miembros. Véase P.J. Quirk, O. Evans et al., Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies, monografía 131 del FMI (Washington, D.C.: FMI, octubre de 1995), págs. 5 a 7 y 22 a 24.

obligaciones en este particular como parte de los tratados de amistad, comercio y navegación o de acuerdos regionales en que participan un contado número de países, tales como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC). Esas obligaciones podrían muy bien generalizarse cuando aumenten el número de acuerdos regionales y los países parte de los mismos.

E. Los mercados financieros internacionales y los países en desarrollo: acceso y desafíos para la gestión macroeconómica

Uno de los aspectos notables del incremento de la financiación exterior privada de los países en desarrollo y de las economías en transición durante el decenio de 1990 ha sido su concentración en un pequeño número de receptores y el carácter tan diverso de las corrientes y de la repuesta que han provocado en la política económica nacional. Ambas cosas tienen implicaciones para la configuración de un régimen financiero internacional apropiado y más en general para la política económica exterior. La extrema desigualdad de la distribución de la financiación exterior procedente de fuentes privadas, que para varios países en desarrollo va asociada a duras restricciones, o la falta casi total de acceso a esa financiación, significan que el sector oficial tiene un papel indispensable y sustancial en la financiación del desarrollo.

La diversidad de las respuestas a unas mayores entradas de capital refleja divergencias en los objetivos de la política económica de los países receptores y en la eficacia que se atribuye a los instrumentos correspondientes. Tales divergencias apuntan a la necesidad de un régimen financiero internacional con normas que sean suficientemente flexibles para acomodar una amplia gama de medidas de política económica por parte de los países en desarrollo y las economías en transición sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos.

La concentración de las corrientes financieras se aplica a todos los grandes capítulos de los mercados internacionales de capital. En los últimos años más de los tres cuartos de las emisiones de bonos externos hechas por países en desarrollo y economías en transición han correspondido a cuatro prestatarios de América Latina y cinco de Asia. Más del 60% del valor de los préstamos bancarios internacionales sindicados ha ido a parar a seis prestatarios asiáticos ^{12/}. Un alto nivel de concentración, precisamente en los países que eran también los principales receptores de las categorías de financiación ya mencionadas, ha caracterizado asimismo a las emisiones de valores internacionales, europagarés a plazo mediano y efectos comerciales de empresas europeas. Así, la gran mayoría de los países en desarrollo no se ha beneficiado del incremento de la financiación de los mercados internacionales durante el decenio de 1990. Por ejemplo, los países del Africa subsahariana han allegado poco dinero de esas fuentes en forma titularizada, y los préstamos bancarios internacionales netos a esa región han sido sobradamente negativos (aunque un análisis reciente de las cifras sugiere que ese cuadro tan desfavorable puede deberse en parte a deficiencias en las estadísticas de esos países sobre su balanza de pagos) ^{13/}.

^{12/} Para ver cómo se concentró la distribución del financiamiento exterior en 1995 véase la secc. A del cap. II supra.

^{13/} Véase L. Kasekende, D. Kitabire y M. Martin, "Capital inflows and macroeconomic policy in sub-Saharan Africa", documento presentado en la conferencia sobre Global Capital Flows in Economic Development, pág. 7.

El desglose de la financiación exterior por grandes categorías ha variado incluso entre los principales receptores, tal como ya se examinó con mayor detalle supra (sección B del capítulo II). Por ejemplo, la IED en proporción de las corrientes nuevas de capital ascendió a 70% en Singapur durante el período de 1991-1994, mientras que en la República de Corea la cifra correspondiente fue inferior a 10%. Por lo general, los préstamos bancarios fueron una fuente relativamente menos cuantiosa de financiación exterior en América Latina que en los países asiáticos, mientras varios de estos últimos recibieron relativamente poca financiación en forma de bonos internacionales y valores emitidos internacionalmente.

Asimismo, ha habido muchas diferencias en la relación de esas corrientes de capital con las principales variables macroeconómicas y el desempeño de los países receptores, viniendo determinados sus efectos, entre otras cosas, por el tamaño y composición de las corrientes, los controles cambiarios y las normas sobre operaciones financieras de entrada y salida, así como por la propia política económica de los países. En algunos de ellos, particularmente en Asia, la entrada de capitales ha ido acompañada de incrementos en el ahorro y la inversión interiores, mientras en otros más que complementarlo sustituyeron a ese ahorro, contribuyendo en consecuencia mucho menos al progreso económico. En varios de los países receptores un efecto importante de las entradas ha sido aumentar la fragilidad del sistema bancario nacional. Los bancos se han visto tentados por la posibilidad de disponer de una financiación exterior a bajo costo para sufragar operaciones en moneda local desde esa fuente, incluida la adquisición de activos sin liquidez. La consecuencia ha sido el desajuste de monedas y vencimientos, cuyos efectos potencialmente desestabilizadores han revestido especial importancia en países que carecen de sistemas efectivos de reglamentación cautelar.

Pocos de los principales países receptores adoptaron una posición mayormente o totalmente no intervencionista respecto de las entradas financieras. Con todo, ha habido muchas diferencias en las medidas adoptadas para prevenir los desajustes y otros efectos potencialmente adversos 14/.

En esos países se ha recurrido mucho a la intervención en los mercados de divisas para impedir una apreciación de sus monedas. Sin embargo, cuando las corrientes de capital eran relativamente grandes en relación con los déficit por cuenta corriente, esa intervención provocó graves conflictos con los objetivos de la política monetaria nacional.

Cuando la intervención no se esterilizó, se registraron rápidos aumentos de la oferta monetaria que amenazaban con mermar el control ejercido en materia de dinero. Muy rara vez tales incrementos redujeron los tipos de interés, desalentaron las entradas de capital o atenuaron la presión al alza sobre la moneda. Se ha recomendado el endurecimiento fiscal como un medio para resolver los problemas derivados de la intervención no esterilizada. Tal cosa se lograría, en primer lugar, restringiendo la absorción interior y, en segundo término, generando un excedente presupuestario para absorber el exceso de oferta

14/ El análisis que sigue se basa mucho en los trabajos de G. Le Fort y C. Budnevich, "Capital account regulations and macroeconomic policy: two Latin American experiences", y de Y.C. Park y C.-Y. Song, "Managing foreign capital flows: the experiences of Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia", documentos presentados en la conferencia sobre Global Capital Flows in Economic Development.

de divisas, que podría usarse para reducir la deuda pública en moneda exterior. Sin embargo, la política fiscal ha carecido casi siempre de la necesaria flexibilidad. Asimismo, la posibilidad de generar excedentes fiscales sin menoscabar el desarrollo de la infraestructura humana y física ha sido generalmente limitada. Por ello, son muy contados los países que han estado dispuestos a subordinar las metas de su política fiscal a la compensación de las repercusiones de las corrientes externas de capital.

La esterilización de la intervención en los mercados de divisas para contrarrestar sus consecuencias sobre la oferta monetaria y los precios mediante la venta de efectos públicos que devengan un interés, por otra parte, eleva los tipos de interés, acelerando así las entradas de capital. A decir verdad, la deuda pública a corto plazo de alto rendimiento emitida como parte de la política de esterilización se ha convertido muchas veces por sí misma en una fuente de atracción de nuevas corrientes de capital. Paradójicamente, en muchos casos ello ha redundado en un deterioro de la situación fiscal, ya que el tipo de interés obtenido por las mayores reservas en divisas así obtenidas era casi siempre inferior que el que se pagaba por la deuda pública a corto plazo. Esos déficit cuasifiscales constituían también por sí mismos una fuente de incremento de la oferta monetaria en los países donde la intervención era suficientemente grande y las diferencias entre los tipos de interés sustanciales.

También se han usado otros métodos de esterilización como restricciones a la expansión del crédito nacional mediante unas mayores reservas obligatorias, una orientación y unos controles directos de los préstamos, y un incremento de los tipos de descuento. Algunos países también han recurrido a permutas financieras entre bancos centrales, vendiendo moneda exterior a instituciones financieras nacionales con la obligación de que la inviertan en el extranjero y con la garantía implícita de que el banco central compensaría cualesquiera pérdidas ocasionadas por diferencias en los tipos de interés o por ajustes cambiarios. No obstante, tales métodos sólo han brindado por lo general un alivio temporal y, al generar pérdidas e impulsar al alza los tipos de interés, han agravado a menudo el problema que pretendían resolver.

Los inconvenientes que acompañan a la intervención esterilizada han suscitado otras respuestas a las grandes entradas de capital. Por ejemplo, se ha intentado liberalizar las importaciones como un medio para absorber el exceso de oferta de divisas pero tal liberalización puede conducir a una mayor dependencia de las importaciones o a una mayor adquisición de bienes de consumo en el exterior. El menor ingreso público ocasionado por las reducciones arancelarias asociadas a la liberalización de las importaciones puede también contribuir a un desequilibrio fiscal.

Un modo de proceder sin esos efectos secundarios adversos es adoptar una política cambiaria más flexible. Evitar intervenciones oficiales y no anunciar de antemano las devaluaciones, ampliar las bandas de la moneda y vincular ésta a una cesta de divisas más bien que a una sola moneda señora puede acrecentar la eficacia de la política monetaria y frenar las entradas de capital al introducir incertidumbre en los movimientos del tipo de cambio. Sin embargo, esas acciones entrañan el riesgo de sacrificar los beneficios que se derivan de la estabilidad de los tipos.

También se ha recurrido cada vez en mayor medida a controlar de modo más directo las entradas de capital, pero con muchas variaciones entre unos países y otros en tanto en cuanto tales controles se integraban en una política general de balanza de pagos sin constituir una respuesta específica a los problemas

causados por los movimientos de capital. Por ejemplo, algunos países, concretamente la República de Corea, ajustaban los controles a la situación de su cuenta corriente: cuando ésta se deterioraba se endurecían las restricciones a las salidas de capital mientras que se atenuaban los de las entradas, y viceversa cuando la cuenta corriente registraba un excedente y se ejercía sobre la moneda una presión al alza. La principal consideración estratégica de este planteamiento era mantener la competitividad con independencia de que la cuenta corriente arrojara excedente o déficit. No se ha dejado que los movimientos de fondos dirijan el tipo de cambio y la balanza por cuenta corriente, sino que más bien lo ocurrido en esta última ha dictado de qué modo se aplicaban los controles del capital. Se han mantenido las restricciones a la tenencia y emisión de activos en moneda extranjera en el mercado interior, de suerte que los cambios entre activos nacionales y extranjeros entrañaban probablemente transacciones internacionales. Tal cosa ha facilitado mucho la ordenación de las corrientes de capital. Otros países, tanto en América Latina como en Asia, también han encauzado con éxito las corrientes de capital pero su forma de proceder ha sido algo diferente. Han reglamentado las entradas o desregulado las salidas (o ambas cosas a la vez) sólo después de que las corrientes de capital que llegaban hubieran empezado ya a menoscabar la competitividad o acrecentar el déficit por cuenta corriente (o a producir ambos efectos a la vez), o cuando la intervención en el mercado de divisas ya había acarreado problemas por los motivos indicados antes. En consecuencia, esos países han experimentado una mayor inestabilidad de las corrientes de capital, las balanzas en cuenta corriente y los tipos de cambio.

Entre las medidas empleadas por los países en desarrollo para controlar las entradas de capital han figurado gravámenes y restricciones semejantes, así como las otras limitaciones más directas mencionadas en la sección D anterior. Tales medidas han distinguido muchas veces entre IED e inversión de cartera, y entre categorías de transacciones de capital.

Uno de los instrumentos de control de mayor éxito, cuyo propósito es anular la diferencia de arbitraje entre la rentabilidad de los activos extranjeros y la de los nacionales, ha consistido en establecer en el caso de las entradas unas reservas obligatorias que no devengan interés. En este particular se han aplicado requisitos variables cuando el establecimiento de un único nivel que no perjudicara a la inversión a largo plazo resultaba ineficaz para frenar las entradas de capital a corto plazo. En tales casos la proporción de reservas variaba en razón opuesta al vencimiento de la inversión. Esos requisitos desalientan las entradas de capital al reducir su rentabilidad real neta, surtiendo así un efecto que se parece mucho al que tiene gravar las transacciones en divisas. Constituyen un instrumento de política económica independiente de las normas habituales en materia cautelar. Algunos países latinoamericanos también han establecido en la práctica impuestos sobre determinadas entradas de capital.

Cuando bancos e inversores institucionales han adquirido activos del exterior se han aplicado normas sobre el capital exigido ajustadas al riesgo. Los depósitos en moneda extranjera, los préstamos obtenidos en divisas y los créditos interbancarios se han incluido en la base que sirve para establecer las reservas obligatorias y los requisitos de liquidez. En países que han conseguido controlar las entradas de capital, las disposiciones destinadas a reducir el desajuste monetario entre activos y pasivos y restringir las posiciones abiertas en divisas han constituido de ordinario un rasgo permanente del sistema financiero. También se han aplicado varias restricciones cuantitativas, como limitar la emisión de bonos externos y de recibos de depósito estadounidenses,

mediante la especificación de una dimensión mínima de las emisiones y de una determinada calificación crediticia de los emisores, prohibir la venta de instrumentos del mercado monetario tales como letras del tesoro a no residentes o las permutas financieras de los bancos comerciales no relacionadas con el comercio, y limitar cuantitativamente el endeudamiento en el exterior de empresas públicas y bancos comerciales y las transacciones a término con no residentes.

La experiencia sugiere hasta ahora que una buena gestión de las corrientes de capital dependerá de que se combinen de modo flexible y pragmático los instrumentos de la política macroeconómica con normas encaminadas a reducir la volatilidad de esas corrientes, desalentando para ello el arbitraje de los tipos de interés, limitando la especulación desestabilizadora y evitando burbujas en los precios de los activos y los tipos de cambio. Si bien una política económica coherente y una disciplina fiscal y monetaria han sido condición esencial para encauzar las corrientes de capital, esa política ha tenido que ir acompañada de otras medidas que se refieren directamente a la cuenta de capital.

F. Otras acciones de la política económica en el plano mundial

1. Introducción

Tal como se explicó en la sección D, los países de la OCDE tienen ahora unas obligaciones, a tenor del Código de la OCDE para la liberalización de los movimientos de capital y del régimen de la UE, que restringen sustancialmente su libertad de recurrir a controles de capital. No obstante, en esos países se sigue debatiendo sobre las acciones internacionales compatibles con tales limitaciones, que tendrían por finalidad conseguir unos mercados financieros más ordenados y evitar las crisis ocasionadas por movimientos volátiles del capital o bien resolverlas cuando se produzcan. Entre las acciones propuestas figuran la integración financiera, una política macroeconómica de convergencia de las economías, un servicio de préstamos internacionales en última instancia, disposiciones para impedir que situaciones difíciles de balanza de pago se conviertan en grandes crisis financieras, técnicas nuevas de intervención pública en los mercados monetarios, una mejor supervisión cautelar de las empresas que se dedican a la financiación internacional, y diversas medidas fiscales y reglamentarias dirigidas a reducir la inestabilidad financiera internacional ^{15/}. Las acciones de política económica que se examinan en esta sección se refieren más directamente y ante todo a la inestabilidad financiera y a los movimientos volátiles de los capitales internacionales entre los países de la OCDE. También tienen presente, sin embargo, lo que ocurre con la integración de los mercados financieros y sus consecuencias para los países en desarrollo. Es claro que por lo general estos países se beneficiarían igualmente de unos mercados financieros más ordenados.

2. Unión monetaria e integración financiera

Una manera de evitar los problemas causados en los tipos de cambio por los movimientos volátiles del capital internacional es introducir una sola moneda. La unión monetaria no constituye una perspectiva realista en el plano mundial pero está prevista en el Tratado de Maastricht para los países de la UE. Es una

^{15/} Esta lista de acciones de materia de política económica mundial no es en modo alguno completa, limitada como está principalmente a las ideas suscitadas en la conferencia sobre Capital Flows in Economic Development.

opinión muy extendida que el logro de la unión monetaria requiere la convergencia de sus posibles miembros con arreglo a criterios económicos fundamentales, que en el caso de la UE se refieren a la estabilidad de los tipos de cambio, una determinada desviación permisible de los tipos de interés respecto de un valor de referencia, y la limitación de la deuda pública y los déficit presupuestarios. Sin embargo, normas como las que figuran en el Tratado de Maastricht son intrínsecamente deflacionarias al requerir que los países con déficit excesivos deberán recortarlos sin la obligación correspondiente de aplicar una política monetaria expansiva o medidas fiscales más boyantes en los casos en que ello sea posible sin incumplir los criterios sobre gasto público del Tratado 16/. Asimismo, el análisis que se hizo en la sección B sobre el comportamiento de los tipos de cambio arroja dudas acerca de que la convergencia progresiva en aspectos económicos fundamentales permita conseguir la deseada estabilidad de los tipos de cambio con un capital que gozará de libertad de movimientos.

Un acuerdo político que introduzca la moneda única no es la única vía para lograr una integración financiera. Otro modo de proceder, que podría describirse como "poner lo de abajo arriba", en contraste con el instrumento que coloca "lo de arriba abajo" mediante la moneda única, se basaría en el incentivo del beneficio en el caso de bancos y otras instituciones financieras para lograr un proceso continuo y ordenado de ajuste de los pagos externos 17/. Se suprimirían todas las restricciones sobre el uso de monedas de los países miembros, quedando por tanto legalizadas las licitaciones al respecto en toda la región financieramente integrada. Los bancos ofrecerían así depósitos en cualquiera de las monedas de la región y es de esperar, por consiguiente, que mantuvieran a su vez depósitos en divisas como parte de sus reservas primarias y activos a corto plazo también en divisas entre sus reservas secundarias. Un desequilibrio en los pagos externos de cualquier parte de la región, causado por movimientos ya de la cuenta corriente, ya de la de capital, obligaría entonces a los bancos de la zona deficitaria a vender activos en moneda exterior, aumentando los depósitos en moneda nacional de los bancos de la zona excedentaria y disminuyendo en la deficitaria. Las diferencias de los tipos de interés que cabe esperar se produjeran por esas acciones de los bancos se moverían entonces en favor de la zona deficitaria por lo que los bancos de la zona excedentaria se verían atraídos por la mayor rentabilidad consiguiente y expandirían su tenencia de activos de la zona deficitaria, generando así automáticamente una mayor demanda de su moneda.

3. Medidas para lograr la convergencia macroeconómica

La política macroeconómica que se propone conseguir la convergencia de variables fundamentales, tales como inflación, tipos de interés y déficit fiscales, se considera a menudo como el elemento esencial de toda estrategia

16/ Véase TDR 1993, secc. C del cap. I de la segunda parte.

17/ Toyoo Gyohten (en Changing Fortunes ..., págs. 309 y 310) ha sugerido un planteamiento de esta índole para resolver los problemas de la inestabilidad financiera entre los Estados Unidos, el Japón y la UE. La mecánica del ajuste de los pagos externos en ese planteamiento se desarrolló por James Ingram en una serie de publicaciones durante los decenios de 1960 y 1970, que se encuentran resumidas en L. B. Yeager, International Monetary Relations: Theory, History, and Policy, 2ª edición (Nueva York, etc.: Harper and Row, 1976), págs. 634 a 636.

encaminada a lograr una mayor estabilidad financiera internacional. Una de las principales dificultades de ese proceder consistiría en la obtención de un acuerdo internacional en el que los Estados Unidos, los países de la UE (tanto los que acaben entrando en la unión monetaria como los que permanezcan fuera), el Japón y otros países se pusieran de acuerdo sobre el nivel exigido de esas variables fundamentales y sobre las medidas necesarias para alcanzarlo. Asimismo, y quizá ello es lo más fundamental, la información examinada en la sección B siembra dudas acerca de si los mercados monetarios y las corrientes internacionales de capital guardan mucha relación con esas variables, tal como se supone en dicho planteamiento. A decir verdad, la experiencia sugiere que las teorías con las que se defiende la convergencia en lo que atañe a los indicadores fundamentales guardan poca o ninguna conexión con las que usan casi siempre los agentes en los mercados financieros para decidir sobre sus activos en diferentes monedas.

4. Un prestamista internacional en última instancia

Suele recurrirse a los bancos centrales nacionales para que proporcionen apoyo a las instituciones financieras que padecen una penuria temporal de liquidez con el fin de impedir que tal cosa acabe en una insolvencia más generalizada. En el plano internacional falta una institución análoga, a pesar de que los volátiles movimientos internacionales de capital pueden ahora someter a economías enteras a severas presiones (muchas veces en situaciones donde esos movimientos no pueden fácilmente justificarse con arreglo a los indicadores económicos fundamentales). Un prestamista internacional en última instancia necesitaría grandes recursos financieros y poder acceder a todas las principales monedas.

En el sistema financiero internacional de la posguerra se asignó inicialmente al FMI un cometido que en varios aspectos era el de un prestamista internacional en última instancia. No obstante, ese cometido se aplicó sólo a las transacciones en cuenta corriente y su ampliación a las transacciones de capital obligaría a reinterpretar el artículo VI (descrito supra en la sección D). La propuesta actual de establecer un Servicio de Financiación a Corto Plazo (SFCP) asigna al FMI un papel más activo como prestamista en última instancia de los países en desarrollo y quizá de otros 18/. Los recursos de ese Servicio se desembolsarían rápidamente para contrarrestar las consecuencias que tienen sobre los pagos exteriores de los países las salidas de capital por cambios en la actitud de los mercados y por presiones especulativas que no traducen indicadores económicos fundamentales. En tales situaciones, el Servicio contribuiría a evitar excesivas depreciaciones monetarias y deflaciones y reduciría el riesgo de que no se paguen las obligaciones externas.

La necesidad de ese servicio se puso muy de manifiesto en la reciente crisis mexicana. Su implantación requeriría decidir qué países habría que incluir, los procedimientos de desembolso de los fondos, las condiciones asociadas a los derechos de giro, el nivel de acceso en relación con las cuotas del FMI, el vencimiento de los préstamos, la cuantía de los recursos financieros del servicio y las modalidades para allegarlos. El tamaño de un servicio de esta índole plantea un problema particularmente difícil, ya que el apoyo financiero

18/ Sobre esta propuesta véase J. Williamson, "A New Facility for the IMF?", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Research Papers for the Group of Twenty-Four, Vol. VII. (Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.96.II.D.2).

movilizado por los países durante las recientes crisis monetarias ha ascendido muchas veces a un múltiplo grande de las actuales cuotas del FMI. Algunos de los problemas que habría que resolver vienen indicados por las dificultades que se están registrando para poner en práctica la iniciativa del Grupo de los Diez encaminada a incrementar los recursos de los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos, que proporcionan una línea de crédito al FMI. Según esa iniciativa aumentaría el número de países que facilitan recursos para tal línea de crédito, pero ha habido desacuerdos sobre cómo asociar los nuevos países a las decisiones acerca del empleo de tales recursos.

Cabe esperar que el establecimiento del SFPC vaya acompañado de una vigilancia mayor de la política económica y del desempeño de los países. También sería razonable esperar, como complemento de la creación de un mecanismo de préstamos internacionales en última instancia, presiones para que se emprendan diversas acciones con miras a contribuir a unos mercados financieros internacionales más ordenados 19/. Ya se mencionó antes una propuesta que se suele aducir en este particular sobre medidas de convergencia macroeconómica. Las dos de las que se habla a continuación se inspiraron parcial o totalmente en los debates que se suscitaron a raíz de la crisis mexicana, mientras que las que se examinan después son propuestas que datan de hace más tiempo.

5. Disposiciones más sistemáticas para abordar los problemas que surgen en los pagos exteriores

La crisis financiera mexicana ha vuelto a plantear la conveniencia de unos acuerdos en toda regla para afrontar los problemas de la deuda y los pagos exteriores que sean menos ad hoc que los actuales y no susciten tanta controversia sobre las respuestas más apropiadas en el plano internacional. Tales disposiciones se propondrían, entre otras cosas, prevenir que los problemas incipientes de un país deudor se convirtieran en grandes crisis caracterizadas por el desmoronamiento del tipo de cambio y de la actividad económica, por las amenazas que se cernirían sobre su sistema bancario, y por la posible difusión de sus efectos a los mercados financieros de otros países.

Una de las propuestas mejor formuladas 20/ en este particular presentaría los siguientes elementos principales: un papel orientador del FMI que llegado el caso indicaría a un país deudor su aprobación de una suspensión temporal de los pagos del servicio de la deuda, comunicando también acto seguido esa acción a los mercados financieros para evitar que cunda el pánico; la creación de un comité representativo de los tenedores de bonos, que reduciría al mínimo la incertidumbre sobre la facultad para negociar la reestructuración de la deuda expresada en bonos externos; un servicio de mediación y conciliación diseñado para acelerar las negociaciones entre el deudor y el comité de tenedores de bonos; cambios en los compromisos asumidos en relación con los

19/ Respecto de los elementos de un régimen mejor del sistema monetario internacional véase E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: the role of the IMF in crisis prevention and management", documento presentado a la conferencia sobre Global Capital Flows in Economic Development, reproducido en el Documento de trabajo N° 115 de la UNCTAD.

20/ B. Eichengreen, R. Portes et al., Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors (Londres: Centre for Economic Policy Research, septiembre de 1995), cap. 5, que sirvió de base para una ponencia de Eichengreen en la conferencia sobre Capital Flows in Economic Development.

bonos con el fin de permitir que la mayoría de los acreedores los modifiquen con miras a una rápida reestructuración de la deuda, impidiendo así que unas minorías reducidas frenen la marcha de las negociaciones; y un tribunal de arbitraje al que puedan recurrir si lo desean los acreedores disidentes, acuerdo éste que se espera haría más aceptables las innovaciones contractuales de los compromisos incorporados a los bonos. El cometido del FMI en esta propuesta guardaría mucha relación con el que se prevé en el establecimiento de un SFCP. La solución de los problemas de los países que dejen de pagar temporalmente el servicio de la deuda se arbitraría principalmente mediante negociaciones con los acreedores. Pero se dotaría al FMI de nuevos recursos que le permitieran rápidos desembolsos en situaciones donde la estabilidad del sistema bancario del deudor se viera amenazada, hubiera un peligro de contagio por la propagación de la inestabilidad a otros mercados financieros emergentes, o la retirada de fondos del país deudor tuviera un carácter acumulativo sin relación con unos indicadores económicos fundamentales endebles.

La contribución de la propuesta a unos mercados financieros más ordenados dependería de si una suspensión temporal aprobada por el FMI de los pagos del servicio de la deuda antes de recurrir a disposiciones más sistemáticas para abordar los problemas del deudor impediría una retirada de fondos de los inversores. Los autores piensan que en el caso de México de finales de 1994 la aprobación por el Fondo de una suspensión de los pagos del servicio de la deuda en forma de tesobonos y cetes habría ayudado a contener la crisis al frenar la retirada de activos mexicanos, eliminando así la necesidad de respaldar a los inversores privados con fondos públicos, aunque no hubiera evitado necesariamente las demás consecuencias adversas tales como los efectos de propagación a otros mercados financieros ^{21/}. En su opinión, sin embargo, es sumamente improbable que se repita la respuesta de la política económica a la crisis mexicana y su propuesta contribuiría a reducir la inestabilidad que se derivaría de crisis futuras, ya que se sabría con antelación que no se volvería a tomar todo un conjunto de medidas de salvamento. Las dudas respecto de esta propuesta se refieren a la dificultad de prever tanto la dinámica de las crisis financieras internacionales como la respuesta de los acreedores.

6. Normas internacionales de supervisión cautelar

En el plano nacional el marco regulador de los sistema financieros ha de incluir no sólo un servicio de préstamo en última instancia y unos acuerdos ordenados para hacer frente a las insolvencias sino también una supervisión cautelar de las empresas financieras. En los últimos años ha habido un afán por desarrollar un régimen internacional de supervisión cautelar que abarque las operaciones internacionales en rápida expansión de esas entidades.

Las iniciativas internacionales para mejorar la supervisión cautelar de bancos con operaciones de esa índole datan del decenio de 1970 y fueron una respuesta a la preocupación de las autoridades competentes de países con grandes centros financieros de que una quiebra de un gran banco pudiese surtir efectos desestabilizadores que se extendieran más allá de la jurisdicción en la que se

^{21/} La referencia de Eichengreen y Portes a la suspensión de los pagos del servicio de la deuda en los instrumentos a corto plazo de esta última emitidos en el plano nacional por el Gobierno mexicano apunta a la desaparición de las distinciones tradicionales entre deuda exterior y deuda interna que se ha producido como consecuencia de la integración mundial de los mercados financieros.

produjese. Las fuentes principales de esas iniciativas han sido el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) 22/. Los primeros trabajos del Comité de Basilea consistieron en fortalecer las normas de supervisión cautelar de los bancos internacionales y mejorar la cooperación internacional en materia de supervisión, establecer mayores controles internos de los riesgos crediticios internacionales de los bancos y arbitrar pautas uniformes para todos los países sobre el capital que se desglosa para responder de los riesgos crediticios de los bancos. Más recientemente el Comité de Basilea ha pasado a considerar qué capital es necesario para hacer frente a los riesgos del mercado, es decir, aquellos riesgos derivados de cambios en los precios de los diferentes componentes que figuran en la contabilidad de un banco. Otros órganos asociados al BPI se han centrado en la reducción de los riesgos de los sistemas de pagos y liquidaciones, el desarrollo de estadísticas sobre el mercado mundial de divisas y los instrumentos financieros muy relacionados con él, y unas normas de supervisión y contabilidad para los grandes grupos financieros. Es de esperar que esas iniciativas contribuyan a fortalecer financieramente a los bancos internacionales y mejoren su gestión de riesgos.

Los efectos de esas iniciativas no se limitan a los miembros del Comité de Basilea y del BPI. Las normas promulgadas por el primero se aceptan en muchos otros países. Ese proceso se verá reforzado por la insistencia de muchos países durante las negociaciones sobre los servicios financieros en la OMC de que se incluyera la observancia de tales normas por las autoridades supervisoras de los países donde estuviesen domiciliados los bancos entre las condiciones para otorgar a éstos el acceso a otros mercados. No obstante, la principal preocupación de las iniciativas sobre supervisión internacional ha sido el riesgo de la falta de pago. Unos mayores controles internos y una mejor asignación del capital entre las diferentes actividades de los bancos pueden reducir, aunque no eliminarán, su participación en actividades especulativas. Asimismo, el ámbito de los supervisores bancarios de muchos países no comprende a las empresas no bancarias que trabajan con títulos (cuyos órganos de supervisión están representados en otras organizaciones multilaterales, tales como la Organización Internacional de Comisiones de Valores), para no hablar del creciente número de instituciones no financieras que ahora ocupan posiciones grandes en los mercados financieros internacionales. Se cree que las actividades de estos participantes no bancarios en los mercados son una de las principales causas de la reciente inestabilidad financiera internacional.

7. Normas sobre el capital requerido y cómo restringir la especulación monetaria

Se ha sugerido que se haga un uso más directo de las normas cautelares sobre el capital de los bancos como instrumento para limitar la especulación monetaria. La función primera del capital de los bancos es absorber las pérdidas que en otro caso podrían amenazar su supervivencia. Pero si el tamaño de las posiciones del balance autorizadas en las normas bancarias se vincula al capital que las respalda, esa exigencia también puede restringir la participación de los bancos en determinadas actividades. Por lo tanto, se ha propuesto que se aplique un recargo internacionalmente convenido al capital requerido en el caso de las posiciones abiertas de los bancos en divisas a fin de incrementar el costo que

22/ Sobre la labor del Comité de Basilea véase, por ejemplo, TDR 1992, anexo I de la segunda parte, y TDR 1995, secc. D del cap. III de la segunda parte.

tenga para éstos la especulación monetaria 23/. El acuerdo tendría que extenderse a todos los centros financieros para impedir su incumplimiento mediante el éxodo de las transacciones monetarias a jurisdicciones donde no se aplique el recargo.

Un problema grande que suscitaría la creación con carácter permanente de ese recargo es que discreparía de la forma de abordar los riesgos de mercado que figuran en los procedimientos adoptados por el Comité de Basilea a comienzos de 1996 para determinar el capital requerido en relación con tales riesgos 24/. Según esos procedimientos, que pretenden servir de base a las normas que se promulgarán a finales de 1997, se autorizará a los bancos a que empleen sistemas propios de gestión de riesgos para medir los que se derivan del mercado. Lo fundamental de dichos procedimientos es que introducen una carga sobre el capital de los bancos con arreglo al modelo que utilice cada banco para computar el riesgo valorado en su contabilidad, es decir, las máximas pérdidas contables posibles durante un determinado período para un nivel específico de confianza. Se dejará algún margen para compensar los efectos de correlación entre grandes categorías de riesgo (tipos de interés, tipos de cambio, valores y precios de los productos básicos), con el fin de que no se segregue el riesgo de mercado asociado a posiciones en divisas. También cabe un método alternativo para calcular el capital requerido, que segregue las posiciones en divisas y metales preciosos, pero el empleo generalizado por los bancos de modelos propios para establecer tal requisito significará que éste no se estimará de manera uniforme. Así, aun cuando exigir más capital como medida para restringir la especulación monetaria sigue siendo una posibilidad de la política económica, tal cosa se aleja ahora de la forma de abordar los riesgos de mercado que figuran en las pautas de 1996 del Comité de Basilea. El recurso a esa medida parece probablemente formar más bien parte de una respuesta de emergencia a una crisis en los mercados de divisas que una acción impuesta de modo más permanente (a pesar de que es probable que en tales circunstancias su eficacia se vea muchas veces limitada).

8. Métodos nuevos de intervención en los mercados de divisas

Las recientes innovaciones financieras encaminadas a facilitar la gestión de riesgos han proporcionado nuevas oportunidades al sector privado en lo que atañe a los mercados financieros internacionales pero también a las autoridades monetarias. Los bancos centrales cuentan con una larga tradición a la hora de intervenir en los mercados de divisas no sólo al contado sino también a término. La creación de estos últimos como un cauce para la intervención ya fue aconsejada por Keynes durante el período de entreguerra. En vista de la relación

23/ Para un examen de esta propuesta véase TDR 1994, secc. D.5. del anexo al cap. II de la segunda parte.

24/ La propuesta de un recargo del capital concordaba con el planteamiento de medir los riesgos de mercado ocasionados por posiciones en divisas con el fin de fijar el capital exigido a los bancos en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, The Supervisory Treatment of Market Risks. Consultative Proposal by the Basle Committee on Banking Supervision (Basilea, abril de 1993). No obstante, esta propuesta provocó fuertes críticas de los bancos (tal como se describía en el TDR 1995, secc. D.3 del cap. III de la segunda parte) y ulteriormente se sustituyó por la que figura en la publicación del Comité titulada Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks (Basilea, enero de 1996).

de las primas a término con las diferencias internacionales de los tipos de interés, Keynes propuso que los bancos centrales intervinieran en el mercado a término como una manera de influir en las corrientes de capital sin modificar los tipos de interés oficiales. La posibilidad de defender el tipo de cambio al contado de este modo sin costo inmediato para las reservas oficiales se ha estudiado por muchos autores 25/, y esa intervención desempeñó una parte importante en la defensa de la libra esterlina en el decenio de 1960. Los contratos de divisas a término son un instrumento más de los mercados de productos financieros derivados, por lo que no ha de sorprender que la reciente proliferación de estos productos haya ido acompañada de propuestas para que los bancos centrales usen esos nuevos instrumentos con el fin de proteger las reservas en divisas e intervenir en el mercado de moneda extranjera.

Por ejemplo, el anterior Director del Grupo de los Treinta ha propuesto que los bancos centrales compren opciones de venta con una pérdida potencial grande de sus monedas como técnica para defender el tipo de cambio contra los efectos de grandes salidas de capital especulativo 26/. Tal técnica no acarrearía muchos costos, ya que dichas opciones tendrían unas primas reducidas. En el caso de una presión a la baja sobre la moneda, podrían ejercerse las opciones obteniendo así reservas adicionales para limitar la depreciación. Las reservas podrían también usarse para esterilizar los fondos empleados al ejercer los derechos del contrato de venta.

Las opciones se prestan a muchas otras posibles intervenciones oficiales en los mercados de divisas. Por ejemplo, la venta cubierta de una opción de compra también puede emplearse para defender, entre otras maneras, un límite superior del tipo de cambio de un país. Del mismo modo, con el fin de impedir una apreciación de la moneda no deseada por causa de unas excesivas entradas de capital, el banco central podría suscribir opciones de compra en una moneda extranjera. El Informe Hannoun incluso planteó la posibilidad de que al proceder así y reducir con ello las primas de las opciones los bancos centrales podrían también reducir la consiguiente inestabilidad, dando así una señal positiva que ayudara a contrarrestar el desorden en el mercado de divisas 27/. No obstante, el resultado final de tal intervención no está claro, ya que los cambios en los precios por causa de una menor volatilidad implícita tendrían un

25/ El locus classicus de la información histórica sobre los mercados de divisas a término son los trabajos de Paul Einzig, en particular sus dos libros, The Theory of Forward Exchange (Londres: Macmillan, 1937) y A Dynamic Theory of Forward Exchange (Londres: Macmillan, 1961).

26/ C. R. Taylor, Options and Currency Intervention (Londres: Centre for the Study of Financial Innovation, October 1995). Una opción de venta otorga a su comprador el derecho (sin obligación) de vender un activo a un precio fijado de antemano (precio de ejercicio) al vendedor de la opción.

27/ Banco de Pagos Internacionales, Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets, informe preparado por un grupo de trabajo (presidido por Hervé Hannoun, de la Banque de France) establecido por la Comisión Permanente sobre la Euromoneda de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez (Basilea, noviembre de 1994), págs. 49 y 50.

efecto adicional sobre la cobertura delta de las posiciones de los agentes en materia de opciones 28/.

Los productos derivados ofrecen claramente a los bancos unos instrumentos nuevos para intervenir en los mercados de divisas, aunque hay que hacer dos advertencias. En primer lugar, no sólo tiene que haber un mercado de opciones en la moneda de que se trate (una condición que es probable requiera la existencia de un mercado de futuros, ya que casi todas las opciones se suscriben sobre contratos de futuros), pero también, para que la intervención por conducto de las opciones brinde una alternativa eficaz a una intervención en el mercado a término, el mercado de las opciones debería ser razonablemente líquido. En segundo término, un banco central tendría que hacer frente a críticas, similares a la que ya recibe, de que si no logra defender su moneda por medio de una intervención en el mercado a término habrá proporcionado a los especuladores la contrapartida de unas ventas a término rentables. Cuando el recurso a opciones de venta constituya un medio para defenderse frente a las salidas de capital, las críticas podrían consistir en que el banco central estaba especulando contra su propia moneda y, si su iniciativa se viera coronada por el éxito, en que ha generado beneficios para los bancos a cambio de instrumentos que habrán expirado sin utilizarse.

9. Tributación de las transacciones en divisas

En el reciente debate sobre cómo controlar la inestabilidad de los mercados financieros internacionales se ha barajado mucho la idea de gravar las transacciones en divisas, que fue inicialmente propuesta por James Tobin en el decenio de 1970 29/. Ese impuesto, que también ha suscitado interés como fuente potencial de ingreso para varios fines internacionalmente convenidos, presenta una serie de difíciles problemas prácticos, aunque no necesariamente insuperables. Sería menester, en efecto, tomar decisiones sobre en qué lugares el gravamen se impondría, el nivel del mismo y los instrumentos incluidos.

El asunto de la localización ha sido objeto de un detallado análisis por Kenen en un volumen reciente sobre diferentes aspectos del impuesto Tobin 30/. Kenen se pronuncia sin ambages por la ubicación o las ubicaciones en

28/ El delta de un instrumento derivado se define como la sensibilidad de su precio con respecto al precio del activo subyacente. Una posición de delta neutral es aquella en la que la ganancia de un inversor por un cambio en el precio del activo subyacente se ve compensado por una pérdida correspondiente producida por el cambio en el precio del instrumento derivado (y viceversa). Este concepto puede generalizarse a toda una cartera que consista en varios activos e instrumentos derivados, y constituye la base de la gestión de carteras conocida como cobertura delta.

29/ J. Tobin, "A proposal for international monetary reform", The Eastern Economic Journal, julio/octubre de 1978. Al explicar su propuesta en diversas ocasiones el propio Tobin ha puesto más el acento en la mayor autonomía de las políticas nacionales sobre los tipos de interés que se produciría como consecuencia del impuesto que en la consiguiente reducción de la volatilidad de los tipos de cambio.

30/ P.B. Kenen, "The Feasibility of Taxing Foreign-exchange Transactions", en M. Haq, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility (Oxford, etc.: Oxford University Press, 1996).

que se cierre el trato, de preferencia al lugar o los lugares en que el trato queda registrado (que no sería el mismo si el registro se hace en la casa central de las sucursales extranjeras de los bancos que actúen de agentes) o al país en que se proceda a la liquidación (cuando ésta, por ejemplo, obligue a transferir sumas entre los corresponsales de los bancos). Una dificultad citada muchas veces en relación con el impuesto Tobin es la posibilidad de que algunos centros financieros se negasen a aplicarlo, con la consecuencia, como en el caso análogo examinado en el apartado anterior de un recargo del capital exigido a los bancos, de que esos centros atraerían muchas transacciones monetarias nuevas desde otros lugares. Kenen también sugiere una solución posible a este problema, a saber, gravar con un tipo punitivo las transacciones con los centros comerciales que no apliquen ese impuesto. Sin embargo, como el propio autor admite, si bien tal cosa podría desalentar mucho la migración de las transacciones monetarias a centros financieros secundarios, no constituiría una respuesta eficaz a la negativa de un gran centro financiero ya utilizado por muchos agentes (digamos Londres) a sumarse a ese sistema.

Las decisiones sobre el nivel y el ámbito del impuesto no pueden separarse del examen de sus efectos probables. Sin embargo, las conclusiones sobre éstos siguen siendo simples conjeturas. Los partidarios del gravamen han señalado cómo la expansión de las transacciones monetarias ha ido acompañada de una mayor volatilidad de los tipos de cambio. Por tanto, si el impuesto logra reducir el volumen de las transacciones, se argumenta, también debería reducir la volatilidad 31/. Existen ciertamente datos que indican que unos impuestos o gravámenes porcentuales bajos pueden tener efectos apreciables tanto sobre el nivel como sobre el carácter de las transacciones financieras. Para tomar un ejemplo reciente, el gravamen de 10 puntos básicos impuesto por la Reserva Federal en abril de 1994 a los descubiertos temporales cotidianos que se saldan en el día redujo su cuantía en un 40% en los seis meses siguientes 32/. Otro ejemplo figura en el análisis que se hace del hundimiento del mercado bursátil en octubre de 1987 en la publicación The Quality of Markets Report, que atribuía el limitado papel del arbitraje sobre índices en Londres en aquel entonces en parte al impuesto y al derecho de timbre 33/. Más vulgarmente hay que recordar que los fondos mutuos a veces imponen un gravamen a los cotitulares que retiran

31/ Véase, por ejemplo, D. Felix, "Financial Globalization versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax", Documento de trabajo N° 108 de la UNCTAD, secc. 3B y anexo, que sirvió de base para una ponencia del autor en la conferencia sobre Capital Flows in Economic Development. La afirmación de Felix de que cabe esperar que el impuesto Tobin reduzca la volatilidad monetaria guarda relación con su opinión de que esa volatilidad refleja las consecuencias de la especulación y de que ésta se produce sobre todo mediante transacciones a corto plazo, que son aquellas donde la rentabilidad se vería más reducida por ese impuesto (ibid., pág. 39).

32/ H.R. Richards, "Daylight overdraft fees and the Federal Reserve's payment system risk policy", Federal Reserve Bulletin, diciembre de 1995, pág. 1071.

33/ "The International Stock Exchange of Great Britain", The Quality of Markets Report, invierno de 1987/1988 (en la pág. 333, tal como se reproduce en R.W. Kamphuis, R.C. Kormendi, y J.W.H. Watson (eds.), Black Monday and the Future of Financial Markets (Homewood, III.: Dow Jones-Irwin, 1989).

sus participaciones en proporción inversa al período de tenencia 34/. Esos gravámenes desalientan las retiradas masivas de los partícipes (aunque su repercusión sobre quienes invierten el capital de los fondos es sólo indirecta).

La investigación cuantitativa de la relación entre volumen de transacciones y volatilidad se encuentra sobre todo en los estudios bursátiles, que han analizado aspectos tales como hasta qué punto influye la falta de transacciones en la volatilidad del rendimiento día a día de los valores 35/ y los efectos de que se introduzcan en las bolsas unos gravámenes sobre las operaciones o de que aumenten los costos de transacción. Dos estudios en esta última esfera revisten especial interés en el contexto del impuesto Tobin. El primero 36/ muestra que cuando se introdujo un gravamen sobre las operaciones en el mercado bursátil sueco aumentó la volatilidad, y que la inestabilidad diaria era mayor cuando ese gravamen alcanzó su nivel máximo. El segundo estudio 37/ se refiere a los efectos sobre la volatilidad del hecho de que en mayo de 1975 se eliminara en la Bolsa de Nueva York el sistema, que contaba con 193 años de antigüedad, de los tipos de comisión fijos, y sus resultados confirman la falta de una relación inversa entre la cuantía de las comisiones y la inestabilidad. Aunque las conclusiones de tales estudios no se aplican directamente al mercado de divisas, deberían hacer pensar a quienes propugnan como medio de restringir la volatilidad en esa esfera unos gravámenes sobre las transacciones.

Las dificultades de prever el efecto de un impuesto Tobin se acrecienta por la complejidad de las técnicas con las que los operadores actualmente toman posiciones en el mercado de divisas. Esas posiciones a menudo entrañan una combinación de transacciones, inclusive de productos derivados. En consecuencia, la volatilidad monetaria dependerá del comportamiento de los agentes en bastantes mercados diferentes aunque muy relacionados entre sí. Para ser eficaz, un impuesto que grave las transacciones debería aplicarse presumiblemente a todos esos mercados. Sin embargo, por causa de esa misma multiplicidad de mercados, prever los efectos de un impuesto de esa índole resultaría claro está más difícil.

Un gravamen con la necesaria amplitud respecto de las transacciones e instrumentos gravados obligaría a resolver en el diseño fiscal varios problemas enojosos y a veces nuevos. Las transacciones en divisas al contado y a término parecen relativamente sencillas: el gravamen podría calcularse como un porcentaje del valor de la transacción. Como las permutas financieras en divisas, que combinan unas operaciones simultáneas al contado y a término,

34/ J.C. Bogle, Bogle on Mutual Funds. New Perspectives for the Intelligent Investor (Burr Ridge, Ill.: Irwin Professional Publishing, 1994), págs. 193 y 194.

35/ Para un resumen de esos estudios véase W.F. Sharpe y G.J. Alexander, Investments, cuarta edición (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1990), cap. 15, apéndice A.2.2.

36/ S.R. Umlauf, "Transaction taxes and the behaviour of the Swedish stock market", Journal of Financial Economics, vol. 33, N° 2, 1993.

37/ C.M. Jones y P.J. Seguin, "Transactions costs and price volatility: evidence from commission deregulation" (mimeografiado), 1996.

suelen considerarse en el mercado a efectos del precio como una sola transacción, podrían tratarse del mismo modo a efectos fiscales, gravándose con el mismo criterio que las operaciones que sean sencillamente al contado o bien a término. Pero esto no resuelve todos los problemas del diseño fiscal en el caso de tales transacciones, ya que, por ejemplo, habría que decidir cuándo habrá que pagar el impuesto. Los futuros monetarios también podrían gravarse con un porcentaje del llamado valor nominal del contrato. En este caso el impuesto, si se aplica cuando el contrato ya se ha suscrito, tendría un efecto sobre el flujo de fondos similar a un aumento del margen inicial 38/. En las permutas financieras en divisas 39/ cabría aplicar el impuesto de que se habla a la corriente de pagos netos 40/ y a los intercambios de principal, ya que esos pagos parecen corresponder más lógicamente a las transacciones reales en divisas asociadas a esas permutas.

Es probable que diseñar un impuesto sobre las transacciones en el caso de la opciones monetarias resulte particularmente difícil. Una solución podría ser gravarlas sólo cuando se ejerzan. No obstante, tal cosa dejaría sin gravar posiciones liquidadas mediante una compensación en el mercado de las opciones (en forma de la venta de contratos por quienes ocupan posiciones largas, esto es, compradores, y de compras por vendedores, es decir, por aquellos que tienen posiciones cortas), y podría esperarse que aumentara el atractivo de las opciones monetarias en comparación con otras transacciones como instrumento de cobertura y de gestión de carteras así como de especulación de monedas. Stiglitz ha propuesto tomar el precio de ejercicio de la opción como base del impuesto sobre las transacciones 41/. Las opciones de compra y venta se gravarían entonces al 50% del tipo que se aplique a otras transacciones en divisas, por causa de que la rentabilidad de una posición larga en una opción de compra combinada con una posición corta en una operación de venta en un momento cercano al vencimiento de los contratos equivale aproximadamente a la rentabilidad de una inversión en el activo subyacente 42/. Sin embargo, esta equivalencia se aplica cuando el precio de ejercicio de la opción es igual al precio del activo

38/ El margen inicial consiste en la cantidad que en forma de dinero y valores han aportado los compradores y vendedores de futuros al inicio de los contratos. Esa cantidad suele ser del 5 al 15% del precio especificado en el contrato, guardando relación la proporción precisa con la volatilidad del contrato.

39/ Las permutas financieras de monedas (que se distinguen de las permutas de divisas mencionadas antes) consisten en el intercambio de una serie de pagos denominados en diferentes monedas. En aquellas permutas, a diferencia de las que se refieren a tipos de interés que son un intercambio de pagos expresados en la misma moneda, los pagos comprenden por lo general tanto los intereses como el principal subyacente.

40/ La compensación neta es la práctica de liquidar las obligaciones de pago entre dos partes de suerte que sólo se hace un único pago neto para zanjar la obligación residual.

41/ J.E. Stiglitz, "Using tax policy to curb speculative short-term trading", Journal of Financial Services Research, 3: 1989, pág. 14.

42/ Para las opciones de venta véase la nota 26. Una opción de compra otorga al comprador el derecho (pero no la obligación) de adquirir un activo a un precio fijado de antemano (el precio de ejercicio o de cierre) al vendedor.

subyacente y, por lo tanto, no se mantiene en todas las circunstancias. No obstante, la idea puede servir para plantearse con provecho la fiscalidad de las opciones monetarias, es decir, el desglose de las posiciones de las opciones en combinaciones equivalentes de otros contratos cuya tributación es más fácil de diseñar.

10. Alternativas al impuesto Tobin

Se han propugnado varias alternativas a la propuesta de Tobin con iguales objetivos. Su configuración pretende evitar problemas como los que ocasiona la dificultad de definir qué es y qué no es una transacción en divisas. Dornbusch, por ejemplo, ha propuesto gravar todos los pagos internacionales 43/. Si bien ese planteamiento tiene la virtud de la sencillez, no eliminaría todas las formas de evasión ya que no se aplicaría a las transacciones con garantía recíproca 44/. Asimismo, como se suma a los costos de una mayor diversidad de transacciones que el impuesto Tobin, existe el riesgo de que la propuesta encontrara una resistencia política consecuentemente mayor. También se presta a la objeción de que el gravamen recaería en forma desproporcionada sobre las transacciones corrientes más bien que sobre las de capital.

En lugar de gravar las transacciones en divisas con el fin de reducir la especulación monetaria, a muchos economistas se les ocurriría de forma natural que cabría gravar los beneficios a corto plazo de las operaciones monetarias a un tipo punitivo 45/. Ese gravamen podría considerarse como un instrumento destinado a lograr objetivos análogos a aquellos que se perseguían en las operaciones de valores con el impuesto del 100% sobre las ganancias a corto plazo propuesto por el famoso inversor estadounidense Warren Buffet 46/. Un

43/ R. Dornbusch, "Cross-border Payments Taxes and Alternative Capital Account Regimes", documento presentado al Grupo de los 24, 1995 (que se publicará en UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Research Papers for the Group of Twenty-Four, Vol. VIII).

44/ Para demostrar lo que son las transacciones con garantía recíproca puede ponerse el ejemplo de un acuerdo en el que una compañía otorga un préstamo en su moneda nacional a otra empresa o a la filial de otra empresa a cambio de la contrapartida de un préstamo a la primera compañía o a una de sus filiales en la moneda nacional del prestamista. Esos acuerdos permiten evitar los pagos de un país a otro relacionados con los préstamos.

45/ Melitz ha propuesto gravar con un 100% los beneficios en las posiciones en divisas mantenidas menos de un año (sin la correspondiente deducción fiscal de las pérdidas). J. Melitz, "Comment on the Tobin tax", presentado en la conferencia Globalization of Markets: Theoretical and Empirical Challenges and Prospects for Advances in Research, organizada por CIDEI, Università di Roma "La Sapienza", 27 y 28 de octubre de 1994 (Documento de trabajo del CIDEI).

46/ En la propuesta de Buffet todas las ganancias que reporte la venta de acciones o de valores derivados mantenidos durante menos de un año serían gravadas al 100%. Cabe esperar que la propuesta conduciría a una reducción drástica de las transacciones en opciones y futuros sobre índices bursátiles. Respecto de la propuesta de Buffet véase L. Lowenstein, What's Wrong with Wall Street? Short-Term Gain and the Absentee Shareholder (Reading, Mass., etc.: Addison-Wesley, 1988), págs. 86 y 87 y 200 a 208.

impuesto internacionalmente convenido de esa índole tendría que elevar la fiscalidad de los beneficios a corto plazo de las operaciones monetarias hasta un nivel uniforme para que no condujera simplemente a una transferencia de las transacciones en divisas a jurisdicciones poco gravadas 47/. Introducir ese impuesto no sería una tarea mostrenca, pero los problemas que existen la hacen merecedora de un examen algo más detallado.

Los beneficios de las operaciones, incluidas las que se hacen en divisas, ya suelen gravarse, por lo que la base de un impuesto internacionalmente convenido podría determinarse fácilmente. Con todo, los sistemas fiscales ya existentes pondrían dificultades a la aplicación de un impuesto internacional suplementario. Esos sistemas varían mucho entre unos países y otros y, en lo que atañe a los instrumentos más nuevos para captar las posiciones en divisas, están a menudo muy poco desarrollados 48/. Asimismo, en varios países los sistemas incorporan conceptos incompatibles con el planteamiento transnacional en el que tendría que basarse presumiblemente un impuesto convenido internacionalmente sobre los beneficios de las transacciones.

Por ejemplo, en muchos países el tratamiento fiscal de los beneficios que reportan las posiciones en futuros monetarios y las permutas financieras de divisas varía con arreglo a que esas posiciones se tengan con fines de cobertura o de especulación, distinción que depende muchas veces del oportuno tratamiento contable 49/. Como el objetivo de gravar los beneficios a corto plazo de las operaciones en divisas sería precisamente restringir la especulación, podría haber razones para incorporar la misma distinción al impuesto internacionalmente convenido. Con todo, cabe esperar que un acuerdo en este particular, como en muchos otros aspectos técnicos de ese gravamen, sería cuando menos todavía más difícil que las cuestiones prácticas que plantea un impuesto sobre las transacciones.

11. Observaciones finales

El examen de cómo conferir mayor estabilidad a los mercados financieros internacionales ha resultado hasta ahora poco concluyente. Los que insisten en la necesidad de una política económica que consiga el nivel "adecuado" de los indicadores fundamentales parecen ignorar la conexión muchas veces tenue entre esos indicadores y las decisiones de quienes participan en el mercado de divisas. Aquellos que defienden medidas que apuntan a los procesos asociados a las transacciones han de afrontar la dificultad de delimitar el mercado de divisas y tratar los efectos muy amplios de las innovaciones financieras que se incorporan con rapidez.

47/ Como en el caso del recargo del capital exigido a los bancos (sección F.7) y del impuesto Tobin (sección F.9), los países que quisieran atraer las transacciones monetarias tendrían un motivo para mantenerse al margen del acuerdo.

48/ Ernst & Young, International Bank Taxation, 2ª edición (Londres: Euromoney Publications, 1993).

49/ Véase, por ejemplo, el debate sobre la fiscalidad de los beneficios de los bancos en los capítulos sobre Bélgica (de J. Buelens y W. Vandenberghe) y Francia (de N. Dejean) en Ernst & Young, op. cit.

En algunos mercados financieros su estructura institucional permite establecer normas destinadas a mantener la especulación dentro de unos límites y a prevenir unos movimientos demasiado grandes de los precios a corto plazo. Entre esas normas figuran unos límites diarios de los precios, cortacircuitos con los que las transacciones se detienen si los precios caen en una determinada cuantía y límites de posición que restringen el número de contratos que puede suscribir un especulador. No obstante, la índole universal del mercado de divisas y los múltiples canales que lo vinculan con los mercados de otros activos financieros parecen excluir la aplicación de esas medidas 50/. En consecuencia, ha habido peticiones de que se establezca una cámara central de compensación de las transacciones en moneda exterior, pero impedimentos técnicos, financieros, de organización y políticos confieren a la idea un carácter utópico.

La innovación financiera ha producido en los últimos años un entorno en el que no sólo ha habido grandes cambios en aquellos elementos de los mercados financieros que están sujetos a medidas fiscales y a una reglamentación, sino también el marco teórico tradicional para clasificar esos elementos ha perdido parte de su idoneidad. Especial importancia reviste en este último sentido el modo en el que los instrumentos derivados han eliminado toda distinción clara entre las inversiones a largo y a corto plazo, con el resultado de que la tradicional asociación del vencimiento de una inversión con su mayor o menor permanencia ya no tiene la importancia que tuvo antaño. Los derivados ahora permiten construir equivalentes sintéticos de inversiones a largo plazo mediante la combinación de esos instrumentos con posiciones en activos a corto. En consecuencia, existe el riesgo de que las ventajas de toda reducción de la especulación conseguida gracias a gravar más las transacciones (por ejemplo, mediante la introducción de un impuesto Tobin) podría verse compensada por los costos que entraña perturbar los procedimientos de arbitraje y que se usan ahora habitualmente para gestionar riesgos financieros exteriores. Asimismo, un acuerdo internacional sobre la imposición de unos mayores gravámenes a las transacciones tendría que conseguirse en circunstancias en las que se está luchando por adaptar el marco nacional de los impuestos y las normas a lo que un famoso analista de los mercados financieros ha denominado "el nuevo mundo financiero" 51/.

No obstante, las dificultades de una acción internacional para combatir la inestabilidad financiera no debería distraer la atención de las posibles consecuencias económicas adversas de esa inestabilidad. La preocupación por esta última tiende a alcanzar un máximo inmediatamente después de las épocas de desorden en los mercados monetarios, disminuyendo de manera progresiva cuando retorna la calma. Es posible imaginar un futuro en el que los períodos de

50/ La caracterización siguiente del mercado de divisas en una obra de un operador en monedas señala bien los rasgos principales en este contexto: "... el mercado de divisas nunca se constituyó o se estructuró para ejercer ninguna función específica. Hasta el día de hoy no cuenta con una sede central ni una burocracia oficial. Los centros de ese mercado siguen diversificados y en buena medida sus operaciones se improvisan. Básicamente hay tantas operaciones en divisas como pantallas en los terminales informáticos y líneas telefónicas". A.J. Krieger, The Money Bazaar: Inside the Trillion-Dollar World of Currency Trading (Nueva York: Times Books, 1992), págs. 210 y 211.

51/ H. Kaufman, Interest Rates, the Markets, and the New Financial World (Nueva York: Times Books, 1986).

desorden se vuelvan menos frecuentes y sus efectos menos intensos. Por ejemplo, la unión monetaria quizás se introduzca con éxito en la UE, extendiéndose su ámbito paulatinamente a más Estados Miembros, mientras que una mejor gestión de riesgos y un control más estricto de las posiciones abiertas en divisas dentro de las entidades financieras podrían fácilmente reducir su participación en movimientos especulativos. Pero incluso este optimista panorama dejaría partes importantes de los mercados de divisas sujetos a la influencia de fuerzas especulativas, y también cabe hacer hipótesis más pesimistas. Si los desajustes y la volatilidad que acompañan a la inestabilidad monetaria persisten, podrían amenazar las relaciones comerciales de los países y más generalmente suponer un riesgo para la mayor coherencia en la consecución de una política económica mundial, meta ésta que ahora apoyan públicamente los gobiernos 52/.

52/ Por ejemplo, en la Declaración Ministerial adoptada al término de la Ronda Uruguay, en diciembre de 1993, sobre la contribución de la Organización Mundial del Comercio al logro de una mayor coherencia en la formulación de la política económica a escala mundial.