

## DISTORSIONES DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL. UN IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS EN DIVISAS COMO ALTERNATIVA

José Manuel AGÜERA SIRGO

Jorge GARCÍA-ARIAS

Universidad de León

En este trabajo, tras analizar las principales distorsiones que afectan al sistema financiero internacional, revisamos las características fundamentales de una de las propuestas más ambiciosas de regulación del mismo: la introducción de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Divisas (ITFD). Tomando como base el ciclo auge/depresión y su papel en el desencadenamiento de crisis cambiarias y financieras, defendemos la idea de un ITFD como instrumento de carácter preventivo más que curativo de las mismas. Así mismo, consideramos que la afectación de los ingresos que genere a la financiación de un Prestamista Internacional de Última Instancia, independizaría la conveniencia de un ITFD de la elasticidad de los flujos de capitales ante un incremento de los costes de transacción. Por último, creemos que las trabas a su implementación son, principalmente, de carácter político, trabas que tienen una fuerte relación con otros importantes problemas políticos que caracterizan el desenvolvimiento actual de la economía mundial.

### 1. INTRODUCCIÓN.

La economía mundial se enfrenta a un conjunto de problemas que constituyen serios factores de inestabilidad y que continuamente se traducen en crisis regionales y globales, que implican evoluciones negativas de las economías afectadas y empeoramiento del nivel de vida, con aumento del paro y la precariedad en el empleo, así como una permanente vulnerabilidad de las mismas.

Estos problemas son en parte económicos y financieros, en parte políticos, pero ambos no son separables, sino que forman un todo único que se entremezcla y obliga a un análisis complejo y global, para poder establecer una normativa que defienda los intereses generales.

Para examinar los problemas que se derivan del proceso de liberalización financiera vamos a partir de los modelos que tratan de explicar el comportamiento de los mercados financieros desde una perspectiva neoclásica. De esa manera pondremos de manifiesto las inconsistencias que dichos modelos exhiben y la necesidad que tienen de incorporar nuevas variables y algunos elementos de intuiciones psicológicas de raíz diferente a las subyacentes en las hipótesis de eficiencia de los mercados. Todo ello para tratar de encontrar explicaciones a comportamientos inaprensibles por los modelos en presencia.

Sin embargo, el recorrido por la evolución de los modelos neoclásicos nos conduce a la comprobación de que todos ellos mantienen una hipótesis inalterable, cual es la de la existencia de agentes perfectamente competitivos en esos mercados. Hacemos esta advertencia porque, aunque no pueda ser abordada en el presente trabajo, constituye uno de los nudos gordianos del problema que vamos a tratar, sabiendo como sabemos que gigantescos fondos de pensiones, de inversión y de cobertura así como entidades de tamaño mundial intervienen a diario en los mercados manejando sumas impresionantes. Eso nos conduce a pensar en mercados de carácter oligopólico que exigen una formalización distinta y respecto de la cual no hay modelos aplicables. Introducirse en su análisis y modelizar estos procesos es, sin duda, una de las líneas de investigación abiertas más prometedoras en economía mundial, en la que actualmente estamos trabajando.

De todas formas, la propia inconsistencia de los modelos neoclásicos para explicar los fenómenos financieros a que asistimos, conduce, como veremos, a la necesidad de abordar una decisión internacional sobre la regulación de los movimientos especulativos. Dicha regulación exige medidas estrictamente técnicas y medidas políticas. Las propuestas técnicas sobre regulación del mercado mundial de divisas son las más conocidas y pueden ser un punto de partida que requiere pasos adicionales. De entre ellas, la introducción de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Divisas (ITFD) es la que ha alcanzado mayor difusión y la que ha sido desarrollada en más direcciones.

El trabajo que presentamos se estructura del siguiente modo: en la parte II, analizamos con cierto detalle algunas de las distorsiones más relevantes que afectan al funcionamiento del Sistema Financiero Internacional; en la parte III revisamos las características más destacadas de la propuesta de introducción de un ITFD, aportando un elemento novedoso al debate: el establecimiento de un ITFD con recursos afectados a la financiación de un Prestamista Internacional de Última Instancia e introducimos alguno de los problemas de carácter político a los que se enfrenta la economía mundial; por último, en la parte IV, extraemos las conclusiones más significativas del trabajo.

## 2. ALGUNAS DISTRORSIONES DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

La justificación fundamental para modificar el status quo del Sistema Financiero Internacional (SFI) en general y del mercado global de divisas y de los sistemas que rigen el comportamiento de sus precios (los sistemas de tipos de cambio) en particular, es la presencia de distorsiones importantes en dichos mercados y sistemas. Entre todas ellas, cuatro son, a nuestro juicio, las más relevantes desde la perspectiva del tema que abordamos en este trabajo: la presencia de volatilidad excesiva de los tipos de cambio, el fenómeno recurrente de crisis cambiarias y financieras, los procesos inadecuados de liberalización financiera y la presencia de agentes con información asimétrica y racionalidad limitada. Aunque los cuatro elementos se refuerzan y retroalimentan mutuamente, conviene, en aras de una mejor sistematización, analizarlos de forma independiente.

### 2.1. La volatilidad y los desalineamientos de los tipos de cambio

El mercado global de divisas (como el resto de los mercados financieros) es inherentemente volátil, en la medida en que el precio de las monedas - el tipo de cambio - está guiado, básicamente, por las expectativas acerca del futuro<sup>1</sup>. Cualquier información que, desde la perspectiva de los agentes, pueda afectar al tipo de cambio futuro es descontada e incorporada al tipo de cambio actual. Que la información sea correcta o no, que tenga, desde un punto de vista económico, relevancia para la evolución de los tipos de cambio o que carezca de ella, no es importante. Esa es información de mañana y, por tanto, volatilidad de pasado mañana. Por consiguiente, la volatilidad entendida como una variación *normal* de los tipos de cambio es un fenómeno conatural al mercado. De hecho, la volatilidad no debe confundirse con la inestabilidad. Esta última se produce cuando la variación de los tipos de cambio va más allá de lo que puede justificarse por la situación y la evolución futura esperada de los fundamentos macroeconómicos. De modo que puede hablarse de una *volatilidad excesiva* que supera a la *volatilidad fundamental*. Junto a esta volatilidad excesiva, relacionada con las variaciones de los tipos en el corto plazo, los mercados de cambios exhiben también una volatilidad más a largo plazo, a la que solemos referirnos con el término *desalineamientos*: desviaciones sistemáticas y permanentes de los tipos de cambio respecto a su valor de equilibrio fundamental; esto es, los tipos de cambio se pueden encontrar sustancialmente sobrevaluados o infravaluados en períodos relativamente largos en relación con su tipo de cambio de equilibrio.

1. La evolución del tipo de cambio podría expresarse como  $s_t = \sum_{j=0}^{\infty} b^j E_t(x_{t+j}) + \alpha^{t+1} E_t(s_{t+1})$ , con  $0 < b^j < 1$  y  $\alpha > 1$ , donde  $s$  representaría el tipo de cambio *spot* (en logaritmos),  $x$  las variables macroeconómicas fundamentales (en logaritmos) y  $E$  el operador expectativas.

Si bien existe un acuerdo bastante generalizado acerca de la presencia de volatilidad y desalineamientos en los tipos de cambio, fundamentalmente tras la ruptura del acuerdo de Bretton Woods (MacDonald y Taylor, 1992; Rose, 1994; Taylor, 1995), el consenso no alcanza a la explicación de las causas de dichos desajustes, ni a la función que en ellos desempeñan las estrategias especulativas de los agentes. Por un lado, la visión más ortodoxa, asentada sobre las premisas de la hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros y de las expectativas racionales de los agentes, modeliza las variaciones en los tipos de cambio en función de los fundamentos (modelo monetario con precios flexibles y modelo de equilibrio de cartera) y de la presencia de rigideces en los sistemas de precios (modelo monetario con precios rígidos o modelo de sobre-reacción, según el cuál, los tipos de cambio sobre-reaccionan a las variaciones de los fundamentos como consecuencia de la presencia de rigideces en los precios en el corto plazo). La incapacidad de estos modelos para explicar el comportamiento real de los tipos de cambio, provocó el desarrollo de modelos con componentes sorpresa (según los cuáles, en un mercado de cambios eficiente, poblado por agentes con expectativas racionales, tan sólo las sorpresas o noticias no esperadas podían explicar los movimientos de los tipos de cambio más allá de su valor fundamental) y la introducción de burbujas racionales en los modelos neoclásicos (según este enfoque, una vez que el precio de una divisa se había alejado de su nivel de equilibrio fundamental, éste podía continuar alejándose en cada período posterior, en tanto en cuanto los agentes perfectamente racionales estimasen que la probabilidad de reversión al valor fundamental era menor que la posibilidad de que continuase la burbuja)<sup>2</sup>. De nuevo, el fracaso explicativo de estas teorías provoca el nacimiento de las, hasta el momento, innovaciones más recientes en la aproximación neoclásica a la determinación de los tipos de cambio: el uso de técnicas de cointegración y tests de raíces unitarias y el empleo de modelos no lineales y con estructuras caóticas, los cuáles no han exhibido una capacidad explicativa ni predictiva mejor que la de los enfoques anteriores (Pentecost, 1993). Frente a esta visión, básicamente neoclásica y macroeconómica, otra ha intentado explicar los desajustes detectados en el comportamiento de los tipos de cambio analizando la microestructura de los mercados de cambio, e incorporando a sus modelos la posibilidad de existencia de agentes con racionalidad limitada e imperfecta, comportamientos grupales y estrategias de comportamiento desestabilizadoras de los tipos de cambio, sustentadas, al menos parcialmente, en teorías psicológicas de adopción de decisiones (Frankel y Froot, 1990; De Long et al., 1990a, 1990b; Frankel, Calli y Giovannini, 1996; Harvey y Quinn, 1997). Bajo esta óptica, muchos de los movimientos a corto plazo de los tipos de cambio serían erráticos, irracionales y no tendrían relación con la evolución de los macrofundamentos, sino con la detección de com-

2. Como señala Frankel (1996), el principal problema con esta teoría era que no explicaba qué hacía surgir la burbuja (o que ésta estallase); el tipo de cambio se encontraba, sencillamente, indeterminado.

portamientos de rebaño en los agentes, con la presencia excesiva de analistas técnicos y con la existencia de *portadores de ruido* con expectativas extrapolativas explosivas.

Como señalábamos, el debate en torno a las causas de la volatilidad se inscribe en otro más amplio en torno a la función estabilizadora o desestabilizadora de la especulación y, en última instancia, acerca de qué tipo de racionalidad guía las acciones de los agentes en los mercados financieros en general y en los de divisas en particular. Para los defensores de las expectativas racionales y de la *Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME)* las fluctuaciones en los precios de los activos financieros (y, entre ellos en los tipos de cambio) son provocadas por shocks externos a los mercados, siendo la función de estos últimos generar, de forma continua, nuevos equilibrios en los precios, compatibles con estas perturbaciones exógenas. Esto es, los mercados producirían equilibrios de precios que gravitarían en torno a la distribución normal de probabilidades del valor presente de la corriente esperada de rendimientos de los activos. Las expectativas representarían la previsión más razonable dada la información incompleta acerca de los fundamentos, mientras que la volatilidad reflejaría errores de predicción debidos a problemas de información. A medio y largo plazo, la variación en el precio de los activos regresaría a su media, el tipo de cambio de equilibrio. En el lado opuesto, para los defensores de lo que podríamos llamar *racionalidad keynesiana*<sup>3</sup>, los mercados financieros generan volatilidad de forma endógena, puesto que los agentes no actúan en función de los fundamentos, sino en función de sus expectativas acerca de cómo reaccionará el mercado ante rumores y noticias acerca de los posibles cambios en los fundamentos. Recogiendo esta última tradición, Nurske (1944) estudia la evolución de los tipos de cambio en el período de entreguerras y establece que la especulación es un proceso autocumplidor que se retroalimenta, y que produce un entorno altamente inestable en el que priman los factores psicológicos, lo que provoca que los movimientos en los tipos de cambio sean impredecibles. En consecuencia, para Nurske la especulación es eminentemente desestabilizadora. En respuesta a este enfoque, Meade (1952) y Friedman (1953) establecen que la especulación debía ser estabilizadora en la medida en que en un mercado de divisas competitivo, poblado por agentes racionales, cuando una divisa se encuentra sobrevaluada (infravaluada) los especuladores tendrán la expectativa de que su precio caerá (se elevará) en un futuro y, por tanto, adoptarán, ahora, una posición corta (larga) al objeto de obtener beneficios en el momento actual; su acción provocará una devaluación (revaluación) y que el tipo de cambio se desplace hacia el de equilibrio. Por su parte, Baumol (1957) establece que en presencia

3. En su *Teoría General*, Keynes establece la importancia de las expectativas y de la percepción de los puntos de vista de los otros en el funcionamiento de los mercados financieros: «(...) we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be (...) to guess better than the crowd how the crowd will behave» Keynes, 1980, pp. 156-7.

de incertidumbre acerca del momento en que se producirá la reversión al tipo de cambio de equilibrio, los agentes pueden encontrar racional adoptar posiciones largas cuando el mercado está en auge (y la divisa sobrevaluada) y cortas cuando el mercado está en depresión (y la divisa infravaluada), oponiéndose, por tanto, a la estrategia de Friedman-Meade (consistente en comprar cuando el precio está bajo y vender cuando está alto) y generando, por consiguiente, un alejamiento sistemático de los tipos de cambio respecto de sus valores fundamentales. Estas dos visiones (Keynes-Nurske-Baumol (K-N-B) vs. Friedman-Meade (F-M)) son reconciliadas por Kaldor (1980, 1987) que establece que ambos tipos de estrategias (la desestabilizadora y la estabilizadora) pueden coexistir en mercados altamente especulativos. Para Kaldor, en las fases iniciales de un ciclo alcista, los especuladores realizan la estrategia de K-N-B, provocando una volatilidad y un desalineamiento cada vez mayor en los tipos de cambio. Una vez que el tipo se encuentra claramente sobrevaluado (esto es, toda vez que haya atravesado cierto nivel umbral) los especuladores invierten su estrategia y, como consecuencia, se producirá un retorno, a medio y largo plazo, hacia el tipo de cambio de equilibrio fundamental<sup>4</sup>. Kaldor introduce también una importante dicotomía en los agentes que participan en el mercado global de divisas. Así, éstos se dividirían en *especuladores*, que recurrirían al empleo de técnicas chartistas (modelos de alisado y procesos estocásticos, básicamente), seguirían la estrategia definida por K-N-B y, por tanto, desestabilizarían los tipos de cambio, y *fundamentalistas*, que observarían la situación y la evolución de las variables fundamentales, adoptarían la estrategia de F-M y, consecuentemente, estabilizarían los tipos de cambio.

Evidentemente, en función de qué tipo de agentes y, por tanto, de estrategias, predominen en el mercado así será la volatilidad<sup>5</sup>. En efecto, cuanto menor sea la proporción de especuladores, menor será la volatilidad del tipo de cambio. Por otro lado, para un nivel dado de especuladores, el tipo de cambio será más volátil a corto plazo y tenderá a revertir a su nivel de equilibrio a más largo plazo. Sin embargo, la especulación y la volatilidad pueden retroalimentarse, en la medida en que los fundamentalistas no puedan imponerse en el mercado.

Determinar qué estrategia domina en el mercado y, por tanto, de qué tipo son la volatilidad (excesiva o fundamental) y los desalineamientos que se detectan en el mercado global de divisas, es, evidentemente, una cuestión empírica. Pues bien, la inmensa mayoría de los estudios empíricos realizados hasta

4. Pese a la tendencia a alcanzar el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo, las consecuencias de esta estrategia híbrida son una gran volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo y un desalineamiento sostenido a medio plazo. Como señala Krause (1991) «(...) in this hybrid model, speculation becomes stabilizing only as a result of a bout of destabilizing speculation. For destabilizing speculation to check itself and produce the conditions necessary for stabilizing speculation, the exchange rate must become excessively overvalued or undervalued. In the process, however, exchange rates move up and down in a yo-yo like fashion with each bull market planting the seeds for the next successive bear market» pp. 32-33.



el momento para diferentes localizaciones y diferentes períodos de tiempo, apuntan hacia un predominio de las técnicas chartistas, al menos en el corto plazo, y establecen que únicamente a largo y muy largo plazo, los movimientos de los tipos de cambio pueden estar basados en la evolución de los fundamentos (Allen y Taylor, 1990; Frankel y Froot, 1990; Taylor y Allen, 1992; Kirman, 1995; Vigfusson, 1996; Nealy, 1997; Wei y Kim, 1997; Yin-Wong y Wong, 1997; Menkhoff, 1998; Lui y Mole, 1998).

La presencia de volatilidad excesiva y desalineamientos en los tipos de cambio trae aparejada una serie de consecuencias negativas para el conjunto de las economías: (i) incrementan la incertidumbre de los agentes, dificultando el proceso de adopción de decisiones y haciendo a los mismos más reacios a implicarse en procesos de inversión y comercio internacional (Arestis y Sawyer, 1997); (ii) exigen una cobertura frente a los riesgos de tipo de cambio, la cuál, por un lado, incrementa de modo innecesario el volumen de transacciones en los mercados de divisas y, por otro, supone un coste adicional para los agentes<sup>6</sup>, que desvían recursos otrora destinados a actividad real; (iii) afectan negativamente tanto al volumen (Huizinga, 1994; Corbo y Cox, 1995) como a la composición de la inversión (Tornell, 1990; Sau, 1996)<sup>7</sup>; (iv) podrían afectar negativamente al comercio internacional<sup>8</sup>; y (v) generan un marco económico incierto y volátil en el diseño de la política económica (Arestis y Sawyer, 1999).

5. Frankel y Froot (1990) y Frankel (1996) modelizan este comportamiento. El tipo de cambio puede representarse por  $s = m - d + \varepsilon$ , dónde  $s$  es el tipo de cambio *spot*,  $m$  la relación entre la oferta de activos nacionales y los exteriores y  $d$  la demanda relativa de activos nacionales (todas las variables en logaritmos) y  $\varepsilon$  un término de error. Supóngase que una parte  $f$  de los agentes en el mercado de divisas son fundamentalistas ( $f$ ) y el resto  $(1-f)$  son especuladores ( $e$ ). Entonces, la demanda podría expresarse como:  $d = fd_f + (1-f)d_e$ . Si suponemos que los fundamentalistas siguen la estrategia de F-M y los especuladores la de K-N-B, entonces los primeros esperarán, en un momento determinado, que el tipo de cambio regrese a su valor de equilibrio ( $\bar{s}$ ) a una tasa  $\delta$  y los segundos que continúe divergiendo a una tasa  $\theta$ . Esto es:  $\exp \text{depr}_f = -\theta(s - \bar{s})$  y  $\exp \text{depr}_e = +\delta(s - \bar{s})$ . Si suponemos que  $e_f$  y  $e_e$  representan, respectivamente, la elasticidad de la demanda de activos nacionales con respecto a sus expectativas de fundamentalistas y especuladores, la demanda total de activos nacionales puede escribirse como:  $d = fe_f\theta(s - \bar{s}) - (1-f)e_e\delta(s - \bar{s})$ . Resolviendo, el tipo de cambio vendría dado

$$\text{por } s = \frac{m + [(1-f)e_e\delta + fe_f\theta]\bar{s} + \varepsilon}{1 - (1-f)e_e\delta + fe_f\theta} \text{ y la volatilidad del tipo de cambio por } \text{Var}(s) = \frac{\text{Var}(m + \varepsilon)}{[1 + fe_f\theta - (1-f)e_e\delta]^2}$$

6. De forma añadida, hay que notar que estudios recientes ponen de manifiesto la imposibilidad de lograr una cobertura absoluta y perfecta frente al riesgo de variación del tipo de cambio, pese a la proliferación de instrumentos financieros diseñados a tal efecto (Adler, 1996).

7. La volatilidad de los tipos de cambio incrementa la variabilidad de los rendimientos esperados de la inversión real, generando la llamada distorsión irreversible: las decisiones de inversión real son postpuestas (ejerciendo la «option-to-wait») redirigiendo los recursos hacia inversión financiera.

8. Aunque la evidencia empírica no es concluyente en este sentido (vid. Côté (1994) para una revisión de la literatura) los trabajos más recientes apoyan más que refutan la hipótesis de un efecto perjudicial de la volatilidad y los desalineamientos sobre el comercio internacional (McKenzie, 1999).

## 2.2. La presencia recurrente de crisis cambiarias y financieras

El segundo gran problema al que nos hemos referido, de los que se detectan en el funcionamiento del sistema financiero internacional, es la presencia recurrente de crisis financieras, bancarias y cambiarias. Aunque los primeros trabajos sobre el tema datan de finales de la década de los setenta, las recientes crisis acaecidas en el Este y el Sudeste Asiático han incrementado la preocupación académica por estas cuestiones y el número de trabajos, teóricos y empíricos, que tratan de explicar estos fenómenos.

En el plano teórico, tres grandes grupos de modelos abordan la cuestión. Los Modelos de Primera Generación (MPG) (Krugman, 1979; Flood y Garber, 1984) muestran cómo la presencia de agentes perfectamente racionales y con información perfecta puede adelantar el colapso de un compromiso cambiario que era insostenible *per se*; insostenibilidad provocada por un deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales y por el intento de las autoridades económicas de monetizar un déficit público persistente. Los Modelos de Segunda Generación (MSG) (Obstfeld, 1994) incorporan en su forma más convencional, por un lado, la existencia de no linealidades en el comportamiento de los agentes (que generan equilibrios múltiples en los sistemas de cambio) y, por otro, la presencia de comportamientos estratégicos tanto en las autoridades monetarias (que tratan de maximizar una función objetivo dónde incorporan los costes y beneficios esperados tanto de mantenerse en el acuerdo como de su salida del mismo), cuanto en los agentes privados. Estos comportamientos estratégicos determinarán cuál de los diferentes equilibrios posibles (básicamente el de ataque especulativo - con la doble posibilidad de que éste logre su objetivo o no - y el de no ataque especulativo) se impone. Si bien los MSG han sido desarrollados en múltiples direcciones, dos elementos son coincidentes en todos ellos: la exigencia de un cierto nivel de deterioro fundamental, necesario para que la economía se sitúe en una zona de riesgo dónde el ataque es posible, y el carácter autocumplidor del mismo. La presencia de incertidumbre en los agentes (Morris y Shin, 1997), el desarrollo de estrategias cooperativas entre ellos (Krugman, 1996) y el comportamiento de rebaño y el contagio (Gerlach y Smerts, 1995; Masson, 1998) son, también, elementos determinantes en el desencadenamiento de las crisis cambiarias en los nuevos MSG.

Un tercer grupo de modelos (Calvo, 1998)<sup>9</sup> introducen una nueva, y perturbadora, posibilidad: la situación de los fundamentos macroeconómicos puede ser irrelevante a la hora de desencadenar un ataque especulativo contra un acuerdo cambiario. En estos modelos, los agentes diversifican su cartera de

9. A los que nosotros hemos denominado Modelos de Segunda Generación...y media (MSG1/2), porque sin constituir un grupo absolutamente independiente del configurado por los nuevos MSG, con los que comparte el carácter autocumplidor de los ataques y la importancia del contagio y el comportamiento de rebaño, la posibilidad, que introducen, de que puedan producirse ataques absolutamente desligados de los fundamentos, exige una diferenciación con respecto a los MSG (García-Arias, 1999).

inversiones internacionalmente, de manera que las decisiones de inversión son muy sensibles a la presencia de rumores; de forma añadida, estos agentes con diversificación internacional tienen pocos incentivos para obtener información adicional (y costosa) de una economía concreta. De este modo, un rumor puede provocar la salida masiva de capitales de una economía y generar una crisis cambiaria y financiera en la misma.

Las crisis que han tenido lugar en el Este y el Sudeste Asiático en el período 1997-99 han sido un buen banco de pruebas en el que contrastar la validez empírica de estos modelos y, si bien las conclusiones en cuanto a su adecuación no pueden ser excesivamente halagüeñas (Bustelo, 1998), no es menos cierto que unos modelos han exhibido un mejor comportamiento que otros (García-Arias, 1999). Por un lado, no se detectan desequilibrios relevantes en las variables macroeconómicas [aunque sí graves problemas en los fundamentos financieros (procesos de sobrepréstamo y sobreinversión, baja rentabilidad de la inversión, importante endeudamiento externo, a corto plazo y en divisas, elevado ratio M2/Reservas,...)] y, en modo alguno, desequilibrios fiscales que, monetizados, pudiesen constituir el germen de un ataque de primera generación; por otro lado, y dentro de los MSG, la causalidad circular que ponen de manifiesto los modelos más convencionales o fundamentales - dónde las expectativas de los agentes afectan a los costes de la función objetivo de las autoridades monetarias, cuyas decisiones (reales o esperadas), adoptadas en virtud de dichos costes influyen, a su vez, en las expectativas de los agentes - se detectan en la crisis asiática y, aunque ni el endeudamiento público ni el desempleo - las variables que incrementan los costes, para la autoridad monetaria, del mantenimiento del acuerdo en los modelos estándar de segunda generación - se presentan en las economías asiáticas, sí se detecta la presencia de autoridades monetarias enfrentadas a un *trade-off* entre los costes y los beneficios de mantener los compromisos cambiarios<sup>10</sup>; por último, y por lo que se refiere a los MSG menos convencionales, existe evidencia empírica para sostener que los comportamientos de rebaño (Kaminsky y Schmukler, 1999) y el contagio (Alba *et al.*, 1998) son elementos básicos para entender las crisis asiáticas.

### 2.3. El proceso de liberalización financiera internacional

El proceso de liberalización internacional en los mercados financieros es, pensamos, una de las transformaciones más importantes que ha sufrido la economía mundial a lo largo del siglo XX. Este proceso, asentado desde un punto de vista teórico en la primera parte del Teorema Fundamental de la Economía

10. Por ejemplo en la elección de un tipo de interés que, por un lado, encarezca los ataques especulativos y permita, consiguientemente, una mejor defensa del acuerdo cambiario pero que, por otro lado, no infrinja un golpe definitivo a las instituciones financieras y empresas nacionales altamente endeudadas a corto plazo y en divisas.

del Bienestar (en economías perfectamente competitivas y estáticas, dónde no se producen interferencias entre las funciones de consumo y producción de los agentes - no hay externalidades -, ni existen bienes con características de bienes públicos, y en las que la economía siempre se encuentra en equilibrio, el libre juego de las fuerzas del mercado garantiza una asignación Pareto-eficiente) y en la HME (aplicada a los mercados financieros, en este caso), generaría una serie de beneficios para el conjunto de las economías; entre ellos: (i) incrementaría la competitividad y la eficiencia del sistema financiero y, con ello, generaría mayores oportunidades de inversión para los prestamistas y menores costes para los prestatarios; (ii) aseguraría que el ahorro se dirigiera a financiar las oportunidades de inversión más rentables, con independencia de las fronteras nacionales; (iii) como consecuencia de lo anterior, los capitales fluirían desde los países más desarrollados hacia los menos desarrollados, en busca de mejores oportunidades de inversión y mayores rentabilidades; (iv) se produciría una enorme diversificación internacional de las carteras de inversión, lo que permitiría incrementar las rentabilidades esperadas y reducir el riesgo; (v) el desarrollo de la «ingeniería» financiera, permitiría que los procesos anteriores se produjesen en un entorno ausente de riesgos o, cuando menos, dónde el riesgo pudiese ser gestionado de forma racional y eficiente; (vi) este proceso de liberalización disciplinaría a las autoridades económicas nacionales, que ya no podrían diseñar descabelladas e ineficaces políticas económicas de corte nekeynesiano o postkeynesiano; (vii) como consecuencia de todo lo anterior, el resultado final del proceso sería, en el largo plazo, mayor inversión, mayor crecimiento y mayor desarrollo para el conjunto de las economías. Esta visión *mitológica* del comportamiento de los mercados financieros internacionales liberalizados no se ha visto, lamentablemente, refrendada por la realidad: (i) la liberalización ha propiciado una relocalización del capital a nivel mundial, pero desplazando recursos netos hacia los países más desarrollados, con la peculiaridad añadida de que los dirigidos hacia los países menos desarrollados exhiben mayores volatilidades (Eatwell, 1996); (ii) el proceso de diversificación internacional de las carteras de inversión no se ha producido sino que, por el contrario, se detecta un sesgo importante de las mismas hacia los respectivos activos nacionales (el llamado «*Home Bias Puzzle*») (Lewis, 1995); (iii) se detecta una elevada correlación entre el ahorro nacional y las tasas de inversión nacionales (la llamada *Paradoja de Feldstein-Horioka*), inconsistente con la idea de una integración financiera que sobrepase los límites de las fronteras nacionales (Feldstein y Horioka, 1980); (iv) el incremento de oportunidades para prestamistas y prestatarios se ha desarrollado de forma asimétrica, incrementándose las oportunidades de colocación del ahorro y, por tanto, favoreciendo a los primeros, pero sin que exista evidencia empírica de una caída en los costes para los segundos (Eatwell, 1996); (v) el desarrollo de nuevos productos financieros ha sido espectacular, fundamentalmente en el caso de los productos derivados, pero su empleo no sólo ha permitido desarrollar una cobertura más adecuada del riesgo, sino también

incrementar el riesgo sistémico del sistema financiero internacional, desarrollar estrategias especulativas contra los sistemas de cambio y, en definitiva, convertirse en factor explicativo fundamental de las crisis cambiarias (Kregel, 1998); (vi) la liberalización financiera ha incrementado la fragilidad del sistema financiero internacional, coadyuvando al desencadenamiento y profundización de los episodios de crisis bancarias, cambiarias y financieras (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998; Kaminsky, Lizondo y Reinhart, 1998); (vii) el proceso de liberalización no ha traído aparejado los resultados previstos en el comportamiento de la inversión, ni en el del crecimiento y el desarrollo económico (con la excepción de algunos países del Este y Sudeste Asiático) (Eatwell, 1996; Rodrik, 1998; Felix, 1998); (viii) el efecto «disciplinario» de la liberalización sobre el comportamiento de los gobiernos ha sido claro; menos evidente es determinar si este impacto ha sido positivo (por su dirección) e incluso si es legítimo<sup>11</sup>, en la medida en que ha santificado el diseño de una política económica neoclásica que ha generado, desde una perspectiva planetaria de la economía, elevados niveles de desempleo y subempleo, ha ralentizado el crecimiento, ha incrementado la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza y ha minado las bases del, llamado, Estado del Bienestar (en los países más desarrollados) e impedido siquiera su surgimiento (en los menos desarrollados); (ix) el proceso de liberalización ha dado lugar, en algunas de aquellas economías menos desarrolladas que se han visto beneficiadas por una afluencia neta de capitales (v.g. Este y Sudeste Asiático), a un proceso de sobrepréstamo y sobreinversión (McKinnon y Pill, 1996) que ha sido uno de los elementos explicativos determinantes de las debilidades financieras de estas economías y, por tanto, uno de los desencadenantes de la crisis que han padecido, por medio de la generación de un ciclo auge/depresión (García-Arias, 1999)<sup>12</sup>; (x) de forma complementaria a lo expuesto en el punto anterior, el proceso de sobreendeudamiento externo introduce una externalidad negativa

11. Necesariamente es preciso introducir una distinción entre sancionar el desarrollo de una política económica contradictoria y sancionar el alineamiento de la política económica con alguna visión concreta de la teoría económica. Si se produce lo segundo, como nosotros pensamos que ha ocurrido, ello supone, por un lado, que los mercados son capaces de identificar el tipo de política económica «óptimo» y, por otro, atribuir a los mercados financieros la competencia indirecta para la consecución de dicho ideal; tareas, ambas, que sorprenden por su candidez (la primera) y por su ausencia de legitimidad (la segunda).

12. La liberalización de los mercados de capitales tanto a nivel internacional como nacional, así como determinadas políticas económicas nacionales - fijación del tipo de cambio y elevados tipos de interés internos - provoca un flujo inicial de capitales hacia aquellas economías que han llevado a cabo este proceso. Esto tiene lugar en un ambiente general de euforia acerca del futuro de dichas economías, en el que los agentes internacionales tratan de obtener beneficios rápidos - por la diferencial de intereses - y seguros - al haber asumido los gobiernos locales el riesgo cambiario -. Los bancos e instituciones financieras nacionales pueden acceder con relativa facilidad a recursos en los mercados internacionales de capitales y prestarlos a agentes nacionales, con lo que también obtienen beneficios derivados de la diferencial de intereses. Pero, en un contexto de escasa supervisión y control sobre los sistemas financieros locales, el exceso de liquidez provoca que una parte de los recursos sean canalizados hacia actividades de consumo - tanto de bienes transables cuanto de no transables - o hacia acti-

(la *Externalidad de Harberger*) provocada porque la prima de riesgo-país es una función creciente del endeudamiento externo agregado; el sobreendeudamiento incrementa la prima de riesgo-país para el conjunto de la economía y, por tanto, abre una brecha entre el coste marginal privado y el coste marginal social de recurrir a endeudamiento exterior (Harberger, 1980); (xi) la liberalización ha provocado la puesta en escena de la llamada *Trilogía Imposible*, un fenómeno, por otra parte, bien conocido en macroeconomía abierta (Padoa-Schioppa, 1985): un tipo de cambio fijo (o sometido a algún tipo de acuerdo cambiario), una política monetaria independiente y la plena movilidad del capital, son tres objetivos inalcanzables a la vez. Cualquier par de ellos es posible, pero cualquier intento de conseguir los tres provoca, inevitablemente, una crisis cambiaria<sup>13</sup>. Al liberalizar los movimientos de capitales, las economías (asiáticas, pero también europeas en 1992-93 y mejicanas en 1994) violaron este teorema de la imposibilidad.

En consecuencia, el proceso de liberalización internacional, básicamente cuando éste ha sido llevado a cabo de forma indiscriminada, sin establecer un *tempo* y una secuencia adecuados en el proceso y sin introducir instrumentos de regulación, supervisión y control, ha generado importantes deficiencias en el comportamiento de la economía y ha tenido una participación nuclear en el fenómeno de la inestabilidad financiera y, por supuesto, en el desencadenamiento de los más recientes episodios de crisis cambiarias y financieras.

#### 2.4. La información asimétrica y la racionalidad limitada

Por último, una deficiencia que nos parece relevante resaltar desde la perspectiva de este trabajo, es la presencia de agentes con información asimétrica

vidades de inversión relativamente improductivas o de elevado riesgo. Por otro lado, puesto que las divisas están sujetas a algún tipo de acuerdo cambiario, hay una sobrevaluación de las mismas - esto es, una apreciación de los tipos de cambio reales efectivos - en la medida en que, tanto los costes como los precios de los bienes no transables se incrementan. Como consecuencia, la tasa de crecimiento de las exportaciones se ralentiza e, incluso, se vuelve negativa, con una relocalización de los recursos hacia el sector de los bienes no transables - habitualmente, el mercado inmobiliario - en el que la productividad marginal del capital suele ser, en términos relativos, más baja. Como resultado, se produce un deterioro en la balanza por cuenta corriente. En algún momento, se produce un cambio brusco en las expectativas de los agentes, que pasan de la euforia al pánico en períodos de tiempo sorprendentemente cortos, y que provoca una rápida reversión en los flujos de capitales netos y una venta masiva de divisa nacional: se produce una crisis cambiaria, bancaria y financiera con consecuencias nefastas para la economía real. De la euforia al pánico. De la expansión a la crisis. Es el ciclo auge-depresión (o *boom-bust cycle*, en terminología anglosajona).

13. La plena movilidad del capital implica que los tipos de interés son determinados por condiciones financieras fuera del alcance de las autoridades económicas nacionales - los tipos de interés exteriores, las expectativas del mercado acerca de la evolución futura de los tipos de cambio y la prima de riesgo, básicamente -. Un acuerdo cambiario implica que el banco central debe estar dispuesto a realizar intervenciones por cuantía (teóricamente) ilimitada. En consecuencia, la oferta monetaria viene determinada exclusivamente por la demanda y la independencia monetaria se pierde. Para recuperarla, un país debe, bien abandonar el compromiso cambiario, bien recuperar el control de sus tipos de interés y de su demanda de dinero regulando los movimientos de capitales.

y racionalidad imperfecta o limitada. Analicemos estos aspectos de forma desagregada. Por un lado, una de las características definitorias de los mercados financieros es la presencia de asimetrías en la información - por simplificar, los prestamistas saben menos de los prestatarios que los propios prestatarios -. Las consecuencias más relevantes de este fenómeno son el riesgo moral, la selección adversa y los equilibrios múltiples (Wyplosz, 1998).

El *riesgo moral* pone de manifiesto un fallo del mercado: genéricamente, cuando los agentes saben que no van a verse obligados a asumir todos los costes de un comportamiento de riesgo, adoptan decisiones excesiva e ineficientemente arriesgadas desde la perspectiva del conjunto de la economía. En las relaciones financieras internacionales, el riesgo moral se presenta, por ejemplo, cuando las instituciones financieras y/o las empresas nacionales acumulan un excesivo endeudamiento externo, aventurando que los prestamistas internacionales accederán, en caso de necesidad, a renegociar los términos de los contratos; pero también cuando los prestamistas aceptan canalizar sus recursos hacia empresas e instituciones financieras altamente endeudadas, confiando en que, de ser necesario, los gobiernos nacionales y las instituciones internacionales actuarán como prestamistas de última instancia, impidiendo un incumplimiento generalizado de las obligaciones contraídas, a fin de evitar una crisis bancaria, financiera y/o cambiaria (con sus correspondientes efectos sistémicos).

El problema de la *selección adversa*, aunque diferente, puede relacionarse con el del riesgo moral: si los prestamistas internacionales son conscientes, por un lado, de la existencia de incentivos, por parte de los prestatarios, para camuflar su situación financiera real y, por otro, de la imposibilidad de conocer de forma absolutamente fidedigna dicha situación, exigirán una prima de riesgo mayor (que, en todo caso, excederá a la que aplicarían en un entorno de información perfecta y simétrica). Los prestatarios más fiables y solventes, rehusarán acceder al endeudamiento en tanto en cuanto los costes, dada su equilibrada situación económica, les parecerán excesivos. Al abandonar el mercado parte de los prestatarios más fiables, los prestamistas elevarán su prima de riesgo, por lo que se entra en un círculo vicioso en el que la permanencia de prestatarios cada vez menos solventes (los únicos que aceptarían las elevadas primas de riesgo) provocará elevaciones sucesivas de la prima de riesgo que vaciará el mercado, en oleadas sucesivas, de prestatarios solventes.

Este doble proceso de riesgo moral y selección adversa presentan ciertas ramificaciones que merecen ser destacadas por su conexión con los episodios de crisis más recientes. Debido a la inexistencia de un adecuado mecanismo de quiebra o suspensión de pagos de corte supranacional, toda vez que se produce una crisis, los prestamistas internacionales están incentivados a constituirse en *lobbies* que presionen a los gobiernos nacionales y a las organizaciones económicas internacionales para que intervengan, en vez de asumir sus pérdidas o embarcarse en costosos procesos de negociación bilateral con sus prestatarios. Incluso, estarán incentivados a desarrollar estrategias especulati-

vas que profundicen los procesos de crisis y aceleren la intervención pública nacional e internacional. Este hecho pone en escena a un tercer agente (constituido por los gobiernos nacionales y las organizaciones económicas internacionales) que convierte la gestión de las crisis cambiarias y financieras en un juego estratégico, afectado, a su vez, por el problema del riesgo moral y la selección adversa, en la medida en que si, como cabe suponer, los organismos internacionales y los gobiernos nacionales disponen de menos información que los prestamistas internacionales y los prestatarios nacionales, pueden diseñar una intervención inadecuada y/o excesiva (riesgo moral) o establecer condiciones draconianas añadidas en los Programas de Ayuda que sólo puedan ser aceptadas por economías que se encuentren sin otra alternativa (selección adversa).

Por último, la existencia de *equilibrios múltiples*, confirmada por los MSG para el caso del mercado de divisas, pero cuya presencia no únicamente se circunscribe a este tipo de mercado financiero, abre la puerta a la presencia de crisis autocumplidoras, esto es, que se autovalidan *ex post*. Si bien el precio corriente de los activos financieros (entre ellos el tipo de cambio) es guiado por las expectativas acerca del futuro, el precio futuro puede verse afectado por la situación actual y por las acciones que adopten los agentes en el momento actual. Como hemos señalado, el caso de las crisis cambiarias es excepcionalmente revelador a la hora de entender este proceso: los ataques autocumplidores sobre un acuerdo cambiario tienen lugar cuando los agentes esperan que una hipotética crisis, de materializarse, modifique el curso de la política económica que seguirán las autoridades monetarias en el futuro; un ataque autocumplidor es un caso específico de equilibrios múltiples porque, dados dos equilibrios posibles (ataque y no ataque al acuerdo cambiario), si los agentes deciden, *ex ante*, atacar, llevan a la economía a una situación que confirma, *ex post*, que la decisión de atacar era la mejor; pero lo mismo sucede si la decisión adoptada *ex ante* es la de no atacar: la evolución del sistema valida, *ex post*, la decisión adoptada por los agentes como la más correcta. En consecuencia, un ataque de segunda generación puede o no puede ocurrir, pero un sistema cambiario colocado en esta situación podría pervivir, si los agentes no desarrollasen estrategias especulativas coordinadas de ataque, en teoría *ad infinitum*. Los ataques autocumplidores y, por extensión, la presencia de equilibrios múltiples, ponen de manifiesto, por un lado, que los mercados no pueden valorar (poner precio a, en suma) un riesgo que es difuso y, por otro lado, constituyen un canal adicional para el contagio (Wyplosz, 1998). De forma añadida, y dado el carácter reciente de la modelización de estos fenómenos en economía<sup>14</sup>, la dificultad para contrastar empíricamente su presencia y su, todavía, escaso calado en los cuer-

14. Vid. Flood y Marion (1998) para una revisión de la literatura.

pos directivos de los organismos económicos internacionales, éstos suelen verse tentados a culpabilizar de las crisis a los fallos de política económica (déficit, inflación, desequilibrios corrientes,..., fallos de primera generación, en definitiva) en vez de a los fallos de mercado (ataques autocomplidores, equilibrios múltiples, comportamiento grupal, contagio,...)<sup>15</sup>.

El último aspecto que consideramos necesario destacar en este somero recorrido por algunas de las anomalías que se detectan en los mercados financieros y en el sistema financiero internacional es la presencia de agentes con racionalidad limitada. Con el término *racionalidad limitada*, no nos referimos, necesariamente, a un comportamiento irracional o ilógico por parte de los agentes, sino a la presencia de un comportamiento que no se sustenta en la HME - que considera que los individuos se comportan racionalmente, tratando de maximizar su utilidad esperada y que conocen y son capaces de procesar toda la información relevante - sino en otro tipo de teorías acerca del comportamiento humano (Rabin, 1998) que aceptan la posibilidad de comportamientos más complejos en los individuos, la posibilidad de que los agentes no dispongan de toda la información relevante o de que, incluso, decidan no utilizar, bajo ciertas circunstancias, toda la información de la que disponen. El resultado puede ser un comportamiento alejado de la pura racionalidad económica - entendida dentro del sistema de la HME -. Dentro de estas posibilidades, el fenómeno que más interesa desde la perspectiva de este trabajo es la presencia de comportamiento de rebaño (*«herd behavior»*) en los mercados financieros. El *comportamiento de rebaño*, entendido como un comportamiento convergente, idiosincrático, mimético y frágil por parte de un agente o grupo de agentes, ha sido detectado con profusión en los mercados financieros (Devenow y Welch, 1996) y, aunque ha venido siendo considerado tradicionalmente como una actuación irracional de los agentes, sólo en algunas ocasiones lo es, detectándose también la presencia de rebaños cuasi-racionales e, incluso, rebaños racionales (causados por la dificultad de obtener información perfecta, por la existencia de problemas reputacionales o por la presencia de externalidades de información). Independientemente del origen del comportamiento grupal en un mercado financiero concreto o en un período de tiempo particular, la consecuencia inevitable es que las acciones realizadas por un número relativamente pequeño de agentes son imitadas por el grueso de los mismos, provocando una conformidad de actuación que puede estar detrás de la volatilidad excesiva y de los desalineamientos detectados en los tipos de cambio, ser la causante de que el único equilibrio viable en una situación de equilibrios múltiples sea el de ataque especulativo o provocar entradas o salidas masivas y rápidas de capitales en o desde una economía.

15. Nótese que, *strictu sensu*, no debemos considerar un equilibrio múltiple un fallo del mercado. Esto sólo es cierto si uno participa de la visión neoclásica que considera que el equilibrio ha de ser único.

Y todo ello, al menos en teoría, independientemente de la situación real de los fundamentos macroeconómicos<sup>16</sup>.

Parte de estos problemas que se detectan en el comportamiento del SFI y en los mercados de divisas y de capitales, ponen de manifiesto, en realidad, la incapacidad explicativa y predictiva de la corriente principal de pensamiento en este ámbito de la economía. Este enfoque, como ya hemos señalado, se asienta sobre los pilares de la eficiencia de los mercados financieros y las expectativas racionales. Para la visión neoclásica y ortodoxa, la existencia de mercados perfectamente competitivos genera que sean los fundamentos los elementos básicos en la determinación de los tipos de cambio, lo que provoca, a su vez, que el Mercado Global de Divisas (MGD) sea eficiente, lo que trae aparejado una asignación óptima de los recursos: los mercados perfectamente competitivos permiten la existencia de agentes optimizadores absolutamente racionales que se concentran en aquellos factores más importantes para la maximización de sus respectivas funciones de utilidad; la eficiencia de los mercados y la asignación óptimo-Paretiana emergen una vez que se han producido todas las transacciones voluntarias que los agentes han deseado. Como señala Harvey (1996), en la medida en que los fundamentos son aquellos factores que permiten a los agentes maximizar sus funciones de utilidad, si los fundamentos son las variables que garantizan la optimalidad y la eficiencia y si la optimalidad y la eficiencia prevalecen cuando los agentes determinan libremente sus intercambios, entonces los fundamentos *han de ser* aquellas variables que guían su proceso de adopción de decisiones.

Sin embargo, los modelos fundamentales han fracasado como instrumentos explicativos y predictivos tanto en la determinación de los tipos de cambio (Taylor, 1995), cuanto en el análisis de las crisis cambiarias (Radelet y Sachs, 1998a, 1998b). En respuesta a este fallo, la investigación económica ha tomado dos rumbos diferentes: (i) suponer que los problemas están en los detalles y no en el fondo, esto es, que lo que falla es la especificación de unos modelos que, por el momento, no son capaces de representar de forma adecuada los fundamentos, y, consiguientemente, modificar las especificaciones de los modelos, sustraer o añadir variables explicativas a los mismos, emplear nuevos tests para contrastar las hipótesis, incrementar la complejidad económica y matemática de los mismos, .... El resultado, de nuevo, ha sido poco prometedor; y (ii) considerar que los tipos de cambio o los movimientos de capitales pueden no estar gobernados por factores fundamentales o, cuando menos, no únicamente y no en todos los momentos. La elección de esta segunda opción ha generado a su vez dos tipos de comportamientos: por un lado, los economistas más ortodoxos pero que han aceptado (ii), han abando-

16. Con esto no pretendemos defender que en economía, en general, y en los mercados financieros, en particular, *todo* pueda suceder *siempre*. Lo que defendemos es que el comportamiento de los individuos como agentes económicos puede llegar a ser infinitamente versátil y complejo, y que puede verse inspirado por elementos que escapan de los estrechos límites de la racional económica pura.

nado el estudio de los movimientos de los tipos de cambio en el corto y medio plazo puesto que, al no estar guiado por los fundamentos, *no es* un fenómeno económico, y se han concentrado en el largo plazo<sup>17</sup>; por otro lado, un grupo cada vez más importante de economistas empieza a aceptar que la presencia de actividades especulativas, de comportamientos grupales y de contagio, la incorporación de sesgos sistemáticos en la información, la presencia de poder de mercado, los agentes con racionalidad limitada,... son los elementos clave para intentar comprender este comportamiento.

Así mismo, los estudios empíricos realizados para contrastar la existencia de expectativas racionales en el MGD han mostrado resultados desalentadores (Takagi, 1991; Pentecost, 1993). Para la corriente principal, las expectativas de los agentes no pueden ser persistentemente erróneas, puesto que si lo fuesen, estos errores supondrían información potencialmente explotable y de la que obtener beneficios, por lo que sería rápidamente procesada e incorporada por agentes racionales. Sin embargo, *la Hipótesis de las Expectativas Racionales* (HER) ha sido criticada desde múltiples perspectivas. De entre ellas hay una que nos parece especialmente relevante y que no ha sido, pensamos, suficientemente destacada por la literatura: las expectativas racionales pueden ser una buena teoría del comportamiento cuando la variable endógena es independiente de las expectativas de los agentes; sin embargo, en el MGD y, al menos, en el corto plazo, los precios de las divisas son determinados por las expectativas de los agentes (*dealers y brokers*, primordialmente) que, además, exhiben características oligopólicas y, por tanto, la HER carece de virtualidad: que las expectativas sean (devengan, de hecho) correctas o incorrectas no es una medida de su racionalidad, sino de su capacidad para determinar, por influencia, el valor futuro de la variable dependiente (el tipo de cambio). Otras teorías del comportamiento que basan los procesos de adopción de decisiones en presupuestos psicológicos (Devenow y Welch, 1996; Rabin, 1998), en acciones colectivas o en análisis heurísticos (Harvey, 1998) parecen adaptarse mejor a la forma real en que las decisiones se adoptan en los mercados financieros.

### 3. UN IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS EN DIVISAS (ITFD)

Al calor de las recientes turbulencias en los mercados financieros (básicamente las crisis asiáticas y sus repercusiones en Rusia y la América Latina), un importante y cualificado número de economistas y académicos han realizado propuestas innovadoras- o retomado algunas realizadas con anterioridad -

17. Pentecost (1993) lo expresa nítidamente: «(...) if expectations are driven by charts [y no por fundamentos], then economists clearly have little if anything to contribute in the short run and should concentrate on developing structural models which can adequately represent the long-run equilibrium exchange rate.» p. 179 (la frase entre corchetes es nuestra).

para modificar el funcionamiento del Sistema Financiero Internacional (SFI), al objeto tanto de mejorar la gestión de las crisis, cuando éstas se presentan, cuanto para intentar prevenir y evitar el desencadenamiento de nuevos episodios. Este conjunto de medidas, que pretenden diseñar una *Nueva Arquitectura Financiera Internacional* (NAFI), es extraordinariamente heterogéneo y abarcaría cuestiones tales como: mejorar la transparencia en el funcionamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales y la cantidad y la calidad de la información en los mismos; incrementar la implicación del sector privado en la gestión y prevención de las crisis; establecer un Prestamista Internacional de Última Instancia; modificar, de una forma más o menos radical según las propuestas, las funciones y el propio funcionamiento de las organizaciones económicas internacionales como el FMI y el BM; establecer mecanismos automáticos de refinanciación de la deuda con penalización; promover la creación de mecanismos ordenados de quiebra y concurso de acreedores a nivel internacional; flexibilizar los sistemas de tipos de cambio; avanzar hacia el establecimiento de juntas monetarias («*currency boards*»); establecer algún tipo de controles sobre las entradas de capitales; establecer mecanismos de regulación y supervisión de los procesos de liberalización financiera; etc...<sup>18</sup>. Parte de estas propuestas implican una modificación superficial del funcionamiento del SFI, mientras que otras defienden introducir reformas más fundamentales, que modifiquen no sólo la forma sino el fondo de los procesos que determinan el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Aunque participamos entusiastamente de algunas de estas reformas, una revisión completa y detallada de las mismas escapa a los objetivos de este trabajo, por lo que nos detendremos a analizar, siquiera someramente, una de las que han recibido una menor atención y una acogida más fría por parte de la comunidad económica pero que, a nuestro juicio, merece una atención y una reflexión más sosegada: la posibilidad de establecer un impuesto que grave las transacciones financieras en divisas.

### 3.1. Las características más destacadas del ITFD

La propuesta de establecer un *Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Divisas* (ITFD) no es nueva<sup>19</sup> y aunque son varias las clases de impuestos de este tipo que han sido planteadas - una versión del impuesto de igualación de intereses (Dornbusch, 1986), un impuesto sobre los beneficios de la

18. Una revisión extensa, aunque no completa, de las propuestas puede encontrarse en Eichengreen (1999) y en Griffith-Jones (1999).

19. En realidad se trata de una concreción, para un mercado financiero específico - el de divisas - de la idea keynesiana de gravar todas las transacciones financieras. «*It is usually agreed that casinos should, in the public interest, be inaccessible and expensive. And perhaps the same is true of stock exchanges. (...) The introduction of a substantial government transfer tax on all transactions might prove the most serviceable reform available, with a view to mitigating the predominance of speculation over enterprise (...)*». Keynes, 1980, pp. 159-60.

especulación (Chen, 1995), un impuesto de tipo doble con recargo (Spahn, 1996), etc...- la más popularizada es la aportación realizada, originalmente en la década de los setenta, por el premio Nobel de Economía James Tobin (Tobin, 1978), de manera que cualquier clase de ITFD es calificado, erróneamente, como un *Impuesto de Tobin*<sup>20</sup>. Pese a la enorme variedad de modelos de ITFD, podemos establecer ciertos denominadores comunes en todos ellos, tanto en sus objetivos cuanto en su diseño técnico, que nos permitan, cuando menos, analizar la esencia de las propuestas de esta índole.

Lo que podríamos llamar un ITFD estándar sería, básicamente, un impuesto permanente, uniforme y *ad valorem*, implementado internacionalmente, con un tipo impositivo de entre 10 y 25 puntos básicos sobre el volumen de la transacción (0,1%-0,25%), que gravase todas las transacciones que tienen lugar en el MGD.

Los objetivos a perseguir que la literatura ha ido atribuyendo a un instrumento de estas características son diversos pero, de entre ellos, destacaríamos los siguientes:

- ejercer un efecto estabilizador sobre los sistemas de cambio. El volumen de transacciones diarias en el MGD ha alcanzado en 1998, exclusivamente en los segmentos tradicionales (mercado a contado, mercado directo a plazo y mercado de permutas financieras sobre tipos de cambio), un valor de 1500 millardos de USD (BIS, 1999a)<sup>21</sup>. En la medida en que la proporción fundamental (un 63%) es comercio *inter-dealer* y la mayor parte de las transacciones (un 82%) en el mercado *spot* tienen un período de maduración menor a siete días, se considera que un volumen importante del total de transacciones es puramente especulativo y consiguientemente, tal y como hemos analizado en la primera parte de este trabajo, potencialmente desestabilizador. En este sistema, el propio diseño del impuesto provocaría que la carga fiscal soportada se incrementase de forma inversamente proporcional al período de maduración, siendo, en condiciones normales del mercado, muy gravosa para las transacciones a muy corto plazo (entre dos y siete días) e insignificante para aquéllas a largo y muy largo plazo (más de un año). En definitiva, el objetivo es penalizar la activi-

20. De hecho, no es posible hablar de un Impuesto de Tobin, puesto que el propio autor ha ido estableciendo modificaciones sustanciales en su propuesta original, por lo que, cuando menos, existen dos Impuestos de Tobin: una propuesta original (Tobin, 1978), con una leve modificación posterior (Eichengreen, Tobin y Wyplosz, 1995), y una segunda propuesta (Tobin, 1996) en la que incluye modificaciones sustanciales que afectan, básicamente, a los objetivos a perseguir por el impuesto, al tipo de transacciones que deberían incorporarse a la base imponible, al ámbito de aplicación, al tipo impositivo y al destino de los recursos obtenidos. Si a esto añadimos que una serie de autores han establecido no propuestas de nuevos impuestos, sino modificaciones sobre la primera o la segunda propuesta de Tobin, de manera que éstas se han visto enriquecidas, matizadas y, en ocasiones, redefinidas, insistimos en la simplificación que supone hablar del Impuesto de Tobin como algo unitario.

21. En los mismos segmentos tradicionales, el volumen de transacciones diarias alcanzó valores de 1190 millardos de USD en 1995, 820 millardos en 1992 y 590 millardos en 1989 (BIS, 1999a).

dad especulativa, minimizando su peso en el mercado al expulsar del mismo a los especuladores o, cuando menos, reducir su presencia y, por tanto, rebajar la volatilidad de los tipos de cambio y encarecer y dificultar el desencadenamiento de crisis cambiarias. Con respecto a este último punto, ciertamente resulta difícil imaginar cómo un impuesto de entre el 0,1 y el 0,25% puede ser capaz de evitar una crisis cambiaria en la que las expectativas de devaluación se sitúan (como en los episodios más recientes) por encima del 30%. Nuestra opinión es que un ITFD debe ser considerado, necesariamente, un instrumento preventivo y no curativo; su objetivo sería frenar las entradas excesivas de capitales a una economía y no tanto evitar las salidas; enfriar, en suma, la fase de auge del ciclo auge/depresión y, a lo sumo, introducir algún coste adicional en la fase depresiva (si ésta se produce) y, elemento clave en nuestra concepción del ITFD, permitir recaudar ingresos públicos. Evidentemente, si las expectativas de depreciación son menores, esto es, si nos encontrásemos ante una crisis de menor intensidad, el ITFD sí podría cumplir su función desincentivadora de los ataques especulativos.

- incrementar la autonomía de los gobiernos en el diseño de la política económica. Un ITFD introduciría una cuña en la Paridad de Interés No Cubierta (PINC)<sup>22</sup>, lo que incrementaría la capacidad de las autoridades económicas para diseñar una política monetaria más independiente y acorde con sus objetivos, rompiendo, asimismo, la Trilogía Imposible. En este punto coincidimos con otros autores (Arestis y Sawyer, 1997, 1999) en que la brecha que abriría un tipo impositivo de entre el 0,1 y el 0,25% en la PINC es muy pequeña, por lo que no deben magnificarse las ganancias de autonomía monetaria esperadas. Sí es cierto que, al reducir el volumen de transacciones, se incrementaría, en términos relativos, el volumen de reservas de las autoridades monetarias y, por tanto, su capacidad de acción. Por otro lado, y fundamentalmente, la introducción de un ITFD supone, en cuanto a este objetivo que se discute, realizar una apuesta, podrá argüirse que más simbólica que real - aunque en economía las expectativas son, en ocasiones, más importantes que la realidad -, por la preponderancia de las autoridades económicas sobre los mercados financieros y, en todo caso, permitiría incrementar los grados de libertad de los gobiernos nacionales para establecer una secuencia adecuada en los procesos de liberalización financiera. Actualmente existe un consenso prácticamente generalizado a la hora de afirmar que la apertura de la balanza de capital, si es que éste es un objetivo a perseguir, debe ser el último

22. La PINC vendría dada por la expresión  $i_t = i_t^* + \frac{E_t(S_{t+1}) - S_t}{S_t}$ , donde  $S$  es el tipo de cambio spot,  $i_t$  el tipo de interés nacional  $e_t^*$  el tipo de interés exterior.

paso - y, en ningún caso, el primero - de un proceso que, necesariamente, ha de secuenciarse en el tiempo, que debe ir precedido del fortalecimiento y la consolidación de los mercados financieros nacionales, de la adopción de medidas reguladoras y supervisoras del proceso y de la introducción de estándares de adecuación del riesgo, como los establecidos por el BIS.

- el tercer objetivo perseguido es la obtención de ingresos. Evidentemente, y como sucede con cualquier tipo de impuesto de ordenamiento, eliminar o reducir la conducta que se persigue regular y maximizar la obtención de ingresos son objetivos que se relacionan de forma inversa, de ahí la recomendación de un tipo impositivo mínimo que, como el que se plantea para el ITFD, permita combinar, al menos parcialmente, ambos objetivos. En teoría, dado el ingente volumen de transacciones realizadas en el MGD, la capacidad recaudatoria del impuesto sería muy elevada, aunque, en nuestra opinión, resulta aventurado ofrecer una cifra concreta, en la medida en que no es posible determinar *a priori* y de forma fiable la elasticidad de los flujos respecto de los costes de transacción que, evidentemente, se incrementarían con un ITFD<sup>23</sup>. Así mismo, habría que tener en cuenta los procesos de evasión y elusión que minarían, necesariamente, la base imponible. Más allá de su cuantía, el destino de los recursos ha suscitado también un creciente interés. Las propuestas han sido diversas: establecer un reparto de los ingresos entre los gobiernos nacionales y los organismos internacionales encargados de implementar el impuesto; destinar los recursos a financiar la actividad y el funcionamiento de organizaciones económicas internacionales tales como el FMI, el BM o la ONU; dirigir los ingresos a fortalecer la ayuda oficial al desarrollo; financiar proyectos medioambientales o de desarrollo económico;... Evidentemente, todos estos destinos son extraordinariamente plausibles y, de hecho, el volumen de ingresos generados permitiría, teóricamente, satisfacer, al menos parcialmente, varios de ellos. No obstante, existe la posibilidad de que una parte sustancial de los mismos se afecte, destinándose a financiar la presencia y el funcionamiento de un *Prestamista Internacional de Última Instancia* (PIUI) que fuese capaz de garantizar la liquidez necesaria para gestionar de forma más adecuada los próximos episodios de crisis cambiarias y financieras e, incluso, ejercer la función de creador de mercado («*market maker*») en el MGD. Pensamos que la presencia de un PIUI es básica en la gestión y resolución de las crisis pero, de ser creado en estos momentos, se enfrentaría con uno de los problemas con los que ha tenido que operar, por ejemplo, el *Exchange Stabilization Fund* norteamericano y el FMI en la ges-

23. En cualquier caso, las estimaciones más fiables apuntan a un rango de entre 140 y 300 millones de USD anuales. Consúltense Haq, Kaul y Grunberg (1996) y las referencias allí contenidas.

ción de la crisis de peso mejicano de 1993-94 o el FMI y el BM en la de las recientes crisis asiáticas: la falta de recursos<sup>24</sup>. Con un ITFD, los propios agentes que operan en el MGD, que se favorecen de los procesos de liberalización y que, a su vez, tienen una participación destacada en el desencadenamiento de las crisis, por medio de la especulación desestabilizadora, del comportamiento de rebaño y del contagio, financiarían al agente interventor (el PIUI), reduciendo, además, los inconvenientes del riesgo moral y la selección adversa, garantizando la capacidad operativa del mismo. Una propuesta de este tipo (un ITFD con ingresos afectados a la financiación de un PIUI) permitiría soslayar el problema de la incompatibilidad de objetivos característico de este tipo de instrumentos fiscales: si la elasticidad de los flujos de capitales respecto de los costes de transacción es elevada, se reduciría el componente especulativo desestabilizador de los mismos (con los efectos positivos discutidos más arriba) y, si bien la generación de recursos sería relativamente baja, estos ingresos serían, también, relativamente menos necesarios; si, por el contrario, la elasticidad es pequeña, se obtendría un volumen importante de recursos, susceptibles de garantizar una gestión más adecuada de las crisis y de minimizar, cuando menos potencialmente, los otros efectos negativos generados por los procesos de liberalización financiera inadecuada. En suma, la bondad del ITFD sería independiente de la elasticidad de los flujos, elemento este que, en todo caso, sólo puede determinarse, de forma fiable, *ex post*.

### 3.2. *Los inconvenientes políticos de la aplicación del ITFD y otros problemas de carácter político de la economía mundial*

Como cabe esperar de un instrumento de esta naturaleza, muchas son las críticas que han recibido las diferentes propuestas de ITFD (Garber y Taylor, 1995; Stotsky, 1996; Eichengreen, 1999): los problemas administrativos y técnicos de su implementación<sup>25</sup>; su baja eficacia a medio y largo plazo, provocada por procesos de evasión/elusión por sustitución de activos y/o por migración<sup>26</sup>; las ineficiencias generadas al perturbar el normal funcionamiento del MGD; etc... Si bien es cierto que estos problemas técnicos, administrativos

24. Evidentemente, no es este el único problema detectado en la gestión de las crisis por parte de los organismos económicos internacionales. Para una visión complementaria, consúltese, entre otros muchos, Bustelo (1998) y García-Arias (1999).

25. Desde la determinación de la base imponible, hasta la(s) institución(es) encargada(s) de implementarlo, y desde la elección del tipo impositivo a aplicar, al establecimiento de las transacciones exentas, por citar sólo algunos elementos.

26. La elusión por sustitución se produciría si los agentes utilizasen para canalizar sus transacciones activos financieros no incorporados a la base imponible o si desarrollasen nuevos instrumentos financieros ad hoc; la elusión por migración tendría lugar si los agentes canalizasen sus transacciones desde centros financieros que no se incorporasen al acuerdo internacional de establecimiento de un, hipotético, ITFD.

y de aplicación práctica del impuesto existen<sup>27</sup>, no es menos cierto que pueden ser resueltos de forma aceptable (Haq et al., 1996; Arestis y Sawyer, 1997, 1999), aunque la investigación en este aspecto ha sido, por el momento, poco desarrollada. Debe destacarse en este punto que la verdadera dificultad para implantar un ITFD es una cuestión de voluntad política y no de técnica impositiva<sup>28</sup>. Sin embargo, la ausencia de voluntad política ha sido, por el momento, la nota dominante. Las razones son varias. Por un lado, un instrumento de estas características exigiría una implantación universal o, cuando menos, en los ocho o diez centros financieros más importantes a nivel planetario (desde dónde se realizan más del 90% de las transacciones totales del MGD), lo que supondría iniciar un proceso de coordinación internacional y el desarrollo de estrategias cooperativas entre los diferentes Estados. Las dificultades para llevar a cabo dichos procesos de cooperación en el marco actual son evidentes, máxime cuando un ITFD se entronca en una clara tradición keynesiana e institucionalista, alejada de la visión dominante (liberalización financiera, disminución del papel del Sector Público, primacía del capital, competencia frente a cooperación...). Por otro lado, la introducción de un ITFD supondría, cuando menos, aceptar que los procesos de liberalización financiera internacional se han llevado a cabo de forma inadecuada, asecuencial, sin las debidas medidas de supervisión y control y sin que se hubiesen sentado las bases, dentro de los respectivos sistemas financieros nacionales y en el conjunto

27. Como se deduce de lo expuesto hasta este momento, con lo que no podemos coincidir es con las críticas que apuntan en la dirección de considerar el ITFD una ineficiente y distorsionadora intervención pública en el eficiente MGD. Como hemos analizado en la sección anterior, la presencia de especulación desestabilizadora, el incumplimiento de la HME y la HER, la presencia de equilibrios múltiples y ataques autocumplidores, los comportamientos de rebaño, el contagio y la distancia que separa mito y realidad en las consecuencias de los procesos de liberalización financiera, introducen algo más que una duda razonable en torno a la eficiencia de los mercados financieros en general y del MGD en particular. Por otro lado, no puede olvidarse que un impuesto de estas características introduciría, probablemente, ineficiencias relacionadas con el exceso de gravamen, pero tampoco debe olvidarse que, por una parte, la Teoría del Exceso de Gravamen se construye bajo el supuesto, extraordinariamente simplificador e inaplicable en el caso del MGD, de *ausencia de distorsiones pre-existentes* en el mercado, y, por otra, que un análisis de eficiencia debe considerar no sólo los efectos (presumiblemente negativos) ocasionados en la misma por la introducción de un impuesto, sino también los efectos (presumiblemente positivos) originados por el mismo en el funcionamiento general del mercado y los originados por el destino de los recursos. En relación con este último aspecto, en ocasiones arrinconado por la literatura sobre imposición óptima, cabe preguntarse: ¿qué sucedería, desde una perspectiva pura de eficiencia, si, por ejemplo, los recursos asignados a los gobiernos nacionales (del total de los generados por un ITFD) fueran destinados a reducir la presión fiscal ejercida por otras figuras impositivas o a reducir las distorsiones provocadas por otros elementos de las estructuras fiscales nacionales?. Y, uniendo a la perspectiva de la eficiencia la de la equidad (necesaria para calibrar adecuadamente la introducción de cualquier figura impositiva) ¿qué resultante se obtendría si los recursos se destinasen a reducir la presión fiscal sobre las rentas del trabajo?

28. Grieve-Smith (1997) lo expresa de forma paladina: «*While the implementation of the tax may appear complex, it is not any more complicated, probably much less so, than the detailed provisions of many existing taxes. (...) Indeed, if the standards of what is feasible employed here had been used before imposing income tax or VAT they would never been introduced!. The dominant feature (...) has always been the political will rather than administrative feasibility*» p. 747.

del sistema financiero internacional, que garantizaran una transición sin sobresaltos a un nuevo modelo (incluso dejando a un lado de la discusión la deseabilidad del mismo) y, por tanto, aceptar que, lo que algunos autores (Bhagwati, 1998) han llamado el *Complejo Wall Street-Fondo Monetario Internacional-Departamento del Tesoro* (WS-FMI-DT), alma mater del proceso, ha errado en sus planteamientos. Este hecho colocaría al Complejo WS-FMI-DT, como impulsor del proceso, a los Estados nacionales, que, de manera forzada -algunos- o entusiasta -otros- han participado en el mismo e, incluso, a una parte de la Academia, que lo ha avalado *científicamente* en una delicada situación. De forma añadida, las diferentes versiones del ITFD han sido presentadas, habitualmente, como instrumentos *en contra* del mercado, lo que ha suscitado, de forma automática, tanto adhesiones cuanto oposiciones a la propuesta, en ocasiones, sorprendentes, llegándose, incluso, por lo que se refiere a estas últimas, a la censura política<sup>29</sup>. En nuestra opinión, ésta es una visión simplista y errónea. De hecho, consideramos al ITFD como una medida con una instrumentalización basada en el mercado, respetuosa con el mercado (*«market-friendly»*, en la terminología al uso) e, incluso, *pro-mercado*, en tanto en cuanto, por un lado, su objetivo es minimizar las distorsiones que se detectan en el funcionamiento del MGD y reducir, en la medida de lo posible, la presencia de los agentes que las introducen y, por otro, la intervención no se produce por medio de restricciones cuantitativas o administrativas (eliminando, de este modo, los posibles costes e ineficiencias derivadas de la búsqueda de rentas) sino vía precios. Tal vez la confusión pudiera derivarse de la identificación de una parte del mercado con todo el mercado e, incluso, con el conjunto de la economía.

En nuestra opinión estas reticencias de carácter político e ideológico debieran preterirse, imponiéndose un debate serio y sosegado en torno al nivel y a la capacidad de influencia que han alcanzado los mercados financieros (los agentes e instituciones que detentan el poder en los mercados financieros, evidentemente) en la economía global y a la deseabilidad de este fenómeno y en torno al funcionamiento real de estos mercados.

Nótese que este debate no es independiente de otro que se refiere a la existencia, como señalábamos en la introducción, de problemas políticos que afectan a la economía mundial y que la hacen vulnerable, sobre todo para los

29. La expresión que hemos escogido (*censura*) es deliberadamente extrema. En 1996, los senadores Bob Dole y Jesse Helms introdujeron, en el marco de la Segunda Sesión del 104 Congreso de los EE.UU., una enmienda que prohibía a los funcionarios de las Naciones Unidas y de todas sus agencias, desarrollar y promover la propuesta de un Impuesto de Tobin o de cualquier otro tipo de impuesto internacional. La ley, que llevaba por título *Prohibition on United Nations Taxation Act of 1996*, prohibía no la implantación de un Impuesto de Tobin por parte de las Naciones Unidas o sus agencias, sino la mera participación de sus funcionarios y demás personal adscrito en los debates sobre la cuestión e incluso la simple esponsorización o colaboración institucional o material en los mismos, una práctica, como señala Raffer (1998), cuando menos inusual en democracia.

países pobres y para los pobres de los países ricos. Entre ellos, algunos de los más importantes son, a nuestro juicio, los siguientes:

- 1.- Existencia una jerarquía de Estados, actualmente encabezada por EE.UU. que actúa como potencia hegemónica, que transmite a la economía mundial asimetrías clave:
  - EE.UU. es el primer deudor del mundo como consecuencia de su déficit comercial creciente en los últimos 40 años y como consecuencia de su bajo nivel de ahorro. En 1998 los estadounidenses gastaron más que lo que ganaron, por lo que se produjo desahorro.
  - Una parte de esas carencias las cubren emitiendo deuda, suscrita en una gran medida por el Tesoro japonés y por inversores privados japoneses. Cualquier disfunción significativa en Japón produciría una hecatombe en los mercados financieros internacionales. Japón ha entrado de nuevo en recesión.
  - La parte restante es cubierta con la emisión de dólares-billetes, lo que convierte, de facto, al dólar en una moneda mundial imperfecta.
  - El 60% de las transacciones de bienes y servicios a nivel planetario se denominan en dólares. Por ejemplo el petróleo, que para los estadounidenses sube o baja según sus precios en los mercados, para el resto del mundo puede subir además suplementariamente porque el dólar se aprecie.
- 2.- La arquitectura financiera mundial resulta anacrónica, porque las relaciones económicas y financieras se mundializan, porque está establecida con criterios inadecuados en origen y porque permite una asimetría que resulta cada vez más intolerable y que se traduce, por ejemplo, en el derecho de veto que Estados Unidos tiene sobre el Fondo Monetario Internacional y sobre el Banco Mundial, que está en consonancia, a su vez, con el carácter de moneda mundial de que disfruta el dólar. En efecto, los EE.UU. pagan con papel sus importaciones, mientras que el resto del mundo tiene que hacerlo con sus exportaciones y, en caso de que éstas no alcancen, someterse a duros planes de ajuste estructural.

Sin la resolución negociada y cooperativa de estos problemas, la economía mundial y el sistema financiero internacional estarán abocados a convivir con la presencia de crisis recurrentes que afectarán, además, de forma más virulenta a las economías y los agentes más débiles. No obstante, somos conscientes de que la reversión de esta situación no puede producirse de forma inmediata, máxime cuando los mercados financieros han ido copando paulatinamente cotas adicionales de poder económico y político; por eso, consideramos al ITFD un punto de partida en el restablecimiento imprescindible del control de la política sobre la economía, que debe ser profundizado con propuestas de acción a escala mundial que reequilibren las relaciones económicas y financieras mundiales. Entre ellas

queremos destacar las que señala el Banco Internacional de Pagos de Basilea en su último informe (BIS, 1999b): (i) la creación de un Prestamista Internacional de Última Instancia; (ii) el establecimiento de un tribunal mundial de quiebras; (iii) la creación de un tribunal penal internacional; (iv) una aproximación de las normas procesales mundiales; y (v) una penalización de la especulación, como inicio del proceso.

#### 4. CONCLUSIONES

La economía mundial en su conjunto y el Sistema Financiero Internacional en particular, se enfrentan a una serie de problemas económicos y políticos motivados, entre otras causas, por dos asimetrías: (i) la mundialización de las relaciones financieras internacionales en un contexto de ausencia de mundialización de las intervenciones públicas que las encaucen, supervisen y regulen; y (ii) el papel hegemónico de algunas economías y el carácter oligopólico de los mercados financieros, que invalidan, en ambos casos, la hipótesis de agentes idénticos que interaccionan libremente en mercados perfectamente competitivos. Como consecuencia, la cara más severa de la mundialización no se distribuye de forma uniforme entre todos los agentes y todos los mercados.

De forma añadida, el funcionamiento de los mercados financieros, alejado de los supuestos ideales planteados por la HME y la HER, provoca importantes disfunciones en la asignación eficiente de los recursos y perturba la provisión de bienes públicos globales (entre ellos, la estabilidad financiera internacional).

En este sentido, la introducción de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Divisas (ITFD) con ingresos afectados al sostenimiento de un Prestamista Internacional de Última Instancia podría jugar un papel relevante a la hora de neutralizar la generación de los ciclos de auge/depresión que se encuentran en la raíz de las crisis cambiarias, bancarias y financieras.

Por otra parte, un ITFD no puede considerarse, en modo alguno, un moderno *Bálsamo de Fierabrás* que solucione todas las dificultades por las que atraviesa, periódicamente, la estabilidad financiera internacional y, estructuralmente, el Sistema Financiero Internacional, pero sí una pieza más -a la que habría que añadir otras como el reforzamiento y la redefinición de funciones de las organizaciones económicas internacionales y la creación de otras nuevas, el establecimiento de impuestos supranacionales, el establecimiento de una moneda mundial...- en el engranaje de una NAFI y de una *Nueva Política Económica* -de la que formarían parte elementos tales como la gestión adecuada y sostenible de los bienes comunes («*global commons*»), la provisión, coordinada a nivel supranacional, de los bienes públicos globales, la supervisión y el control de las estructuras oligopolísticas, la redefinición del papel del mercado y del Estado...-. Esto es, un ITFD se presenta como una medida a implementar en el corto y medio plazo, que permitiría sentar las

bases y contrastar las posibilidades prácticas de una sólida cooperación entre los Estados. El reto actual consiste en encontrar los cauces adecuados que permitan romper las trabas políticas que imposibilitan, en estos momentos, su implementación. El reto a más largo plazo es diseñar una Nueva Política Económica, dentro de la que se inscribiría una NAFI, que, rompa las asimetrías en las que se desenvuelve el proceso de globalización y que, como señala el profesor Tobin, ponga a la economía al servicio del ser humano, y no a la inversa.

## REFERENCIAS

- ADLER, M. (1996): «Exchange rate planning for international trading firm», en AMIHUD, Y. y LEVICH, R. (eds.), *Exchange rates and corporate finance*, Irwin Professional Publ., New York.
- ALBA, P.; A. BHATTACHARYA; S. CLAESSENS; S. GHOSH y L. HERNÁNDEZ (1998): «Volatility and contagion in financially-integrated world: lessons from East Asia's recent experience», *World Bank Policy Research Working Paper*, nº 2008.
- ALLEN, H. y M. TAYLOR (1990): «Charts, noise and fundamentals: a study of the London foreign exchange market», *The Economic Journal*, 100, 49-59.
- ARESTIS, P. y M. SAWYER (1997): «How many cheers for the Tobin transactions tax?», *Cambridge Journal of Economics*, 21, 753-68.
- ARESTIS, P. y M. SAWYER (1999): «What role for the Tobin tax in world economic governance?», en MICHIE, J. y J. GRIEVE-SMITH (eds.), *Global instability. The political economy of world economic governance*, Routledge, Nueva York y Londres.
- BAUMOL, W. J. (1957): «Speculation, profitability and stability», *Review of Economics and Statistics*, 39, 263-271.
- BHAGWATI, J. (1998): «The capital myth. The difference between trade in widgets and dollars», *Foreign Affairs*, 77, 3, 7-12.
- BIS (Bank for International Settlements) (1999a): *Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity, 1998*, BIS, Basle.
- BIS (Bank for International Settlements) (1999b): *69th Annual Report*, BIS, Basle.
- BUSTELO, P. (1998): «The East Asian financial crises: an analytical survey», Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid, *ICEI Working Paper*, nº 10/98.
- CALVO, G. (1998): «Varieties of capital market crises», en CALVO, G. y M. KING (eds.), *The debt burden and its consequences for monetary policy*, MacMillan, Londres: 181-202.
- CHEN, Z. (1995): «Speculative market structure and the collapse of an exchange rate mechanism», *CEPR Discussion Paper*, nº 1164.

- CORBO, V. y V. COX (1995): «Exchange rate volatility, investment and growth: some new evidence», en GRUBEN, W.; D. GOULD y C. ZARAZAGA (eds.), *Exchange rates, capital flows, and monetary policy in a changing world economy*, Kluwer Academic Press, Boston.
- CÔTÉ, A. (1994): «Exchange rate volatility and trade», *Bank of Canada Working Paper*, nº 94/5.
- DE LONG, B.; A. SHLEIFER; L. SUMMERS y R. WALDMAN (1990a): «Noise trader risk in financial markets», *Journal of Political Economy*, 98, 4, 703-738.
- DE LONG, B.; A. SHLEIFER; L. SUMMERS y R. WALDMAN (1990b): «Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation», *The Journal of Finance*, xlv, 2, 379-395.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y E. DETRAGIACHE (1998): «Financial liberalization and financial fragility», *World Bank Policy Research Working Paper*, nº 1917.
- DEVENOW, A. y I. WELCH (1996): «Rational herding in financial economics», *European Economic Review*, 40, 603-615.
- DORNBUSCH, R. (1986): «Flexible exchange rates and excess capital mobility», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 209-35.
- EATWELL, J. (1996): «International capital liberalization: the record», *Center for Economic Policy Analysis (CEPA) Working Paper Series I*, Working Paper, nº 1.
- EICHENGREEN, B. (1999): *Towards a New International Financial Architecture. A practical post-Asia agenda*, Institute of International Finance, Washington, DC.
- EICHENGREEN, B.; J. TOBIN y CH. WYPLOSZ (1995): «Two cases for sand in the wheels of international finance», *The Economic Journal*, 105, 162-72.
- FELDSTEIN, M. y CH. HORIOKA (1980): «Domestic saving and international capital flows», *The Economic Journal*, 90, 314-329.
- FELIX, D. (1998): «La globalización del capital financiero», *Revista de la CEPAL*, nº extr., 139-154.
- FLOOD, R.P y P. GARBER (1984): «Gold monetization and gold discipline», *Journal of Political Economy*, 92, 90-107.
- FLOOD, R.P y N.P. MARION (1998): «Perspectives on the recent currency crisis literature», *IMF Working Paper*, nº 130/98.
- FRANKEL, J. y K. FROOT (1990): «Chartists, fundamentalists and trading in the foreign exchange market», *American Economic Review*, 80, 2, 181-185.
- FRANKEL, J. (1996): «How well do markets work: might a Tobin tax help?», en HAQ, M. UL; I. KAUL y I. GRUNBERG (eds.), *The Tobin Tax. Coping with financial volatility*, Oxford University Press, Oxford.
- FRANKEL, J.; G. GALLI y A. GIOVANNINI (1996): *The microstructure of foreign exchange market*, NBER y University of Chicago Press, Londres y Chicago.

- FRIEDMAN, M. (1953): «The case for flexible exchange rates», en FRIEDMAN, M., *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- GARBER, P. y M.P. TAYLOR (1995): «Sand in the wheels of foreign exchange markets: a sceptical note», *The Economic Journal*, 105, 173-80.
- GARCÍA-ARIAS, J. (1999): «Los modelos teóricos de crisis cambiarias y su aplicación a las crisis asiáticas de 1997-99», Departamento de Economía, Universidad de León, mimeografiado.
- GERLACH, S. y F. SMERTS (1995): «Contagious speculative attacks», *European Journal of Political Economy*, 11, 45-63.
- GRIEVE-SMITH, J. (1997): «Exchange rate instability and the Tobin tax», *Cambridge Journal of Economics*, 21, 745-752.
- GRIFFITH-JONES, S. (1999): «Towards a better financial architecture», Institute of Development Studies, University of Sussex, mimeografiado.
- HAQ, M. UL; I. KAUL y I. GRUNBERG (1996): *The Tobin Tax. Coping with financial volatility*. Oxford University Press, Oxford.
- HARBERGER, A. (1980): «Vignettes and the world capital market», *American Economic Review*, 70, 331-339.
- HARVEY, J. T. (1996): «Long-term exchange rate movements: the role of the fundamentals in neoclassical models of exchange rates», *Journal of Economic Issues*, xxx, 2, 509-516.
- HARVEY, J. T. (1998): «Heuristic Judgement Theory», *Journal of Economic Issues*, xxxii, 1, 47-66.
- HARVEY, J. T. y S. F. QUINN (1997): «Expectations and rational expectations in the foreign exchange market», *Journal of Economic Issues*, xxxi, 2, 615-622.
- HUIZINGA, J. (1994): «Exchange rate volatility uncertainty, and investment: an empirical investigation», en LEIDERMAN, C. y A. RAZIN (eds.), *Capital mobility: the impact on consumption, investment and growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KALDOR, N. (1980): «Speculation and economic activity», en KALDOR, N., *Essays in economic stability and growth*, Gerald Duckword and Co. Ltd., London.
- KALDOR, N. (1987): «Limits on growth», *Oxford Economic Papers*, 38, 187-198.
- KAMINSKY, G. y S. SCHUKLER (1999): «What tiggers market jitters: a chronicle of the Asian crisis», Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, nº 634.
- KAMINSKY, G.; S. LIZONDO y C. REINHART (1998): «Leading indicators of currency crises», *IMF Staff Papers*, 5, 1, 1-48.
- KEYNES, J. M. (1980): *The collected writings of Jonh Maynard Keynes, vol. VII. The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London.
- KIRMAN, A. (1995): «The behavior of the foreign exchange market», *Bank of England Quartely Bulletin*, august, 15, 286-293.

- KRAUSE, L. A. (1991): *Speculation and the dollar. The political economy of exchange rates*, Westview Press, San Francisco y Oxford.
- KREGEL, J. A. (1998): «Derivatives and global capital flows: applications to Asia», *Cambridge Journal of Economics*, 22, 6, 677-692.
- KRUGMAN, P. (1979): «A model of balance of payments crises», *Journal of Money, Credit & Banking*, 11, 311-325.
- KRUGMAN, P. (1996): «Are currency crises self-fulfilling», *NBER Macroeconomics Annual*, 1996. 345-378.
- LEWIS, K. (1995): «Puzzles in international financial markets», en GROSSMAN, G. y K. ROGOFF (eds.), *Handbok of International Economics*, vol. III, Elsevier, Amsterdam.
- LUI, Y-H y D. MOLE (1998): «The use of fundamental and technical analysis by foreign exchange dealers: Hong Kong evidence», *Journal of International Money and Finance*, 17, 535-545.
- MACDONALD, R. y M. P. TAYLOR (1992): «Exchange rate economics. A survey», *IMF Staff Papers*, 39, 1, 1-57.
- MASSON, P. (1998): «Contagion effect: monsoonal effects, spillover and jumps between multiple equilibria», *IMF Working Paper*, nº 142.
- MCKENZIE, M. (1999): «The impact of exchange rate volatility on international trade flows», *Journal of Economic Surveys*, 13, 71-103.
- MCKINNON, R. y H. PILL (1996): «Credible liberalization and international capital flows», en ITO, T. y A. KRUEGER (eds), *Financial deregulation and integration in East Asia*, University of Chicago Press, Chicago.
- MEADE, J. E. (1952): *The balance of payments*, Oxford University Press, London.
- MENKHOFF, L. (1998): «The noise trading approach - questionnaire evidence from foreign exchange», *Journal of International Money and Finance*, 17, 547-564.
- MORRIS, S. y H. SHIN (1997): «Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks», Nuffield College, Oxford University, *Economics Discussion Paper*, nº 126.
- NEALY, C. (1997): «Technical analysis in the foreign exchange market: a Layman's guide», *Federal Reserve Bank of San Louis Economic Review*, sept-oct., 23-38.
- NURSKE, R. (1944): *International currency experience: lessons in the inter-war period*, League of Nations, Princeton.
- OBSTFELD, M. (1994): «The logic of currency crises», *NBER Working Paper*, nº 4640.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1985): «Squaring the circle, or the Conundrum of international monetary reform», *Catalyst*, 1, 1, 63-72.
- PENTECOST, E. J. (1993): *Exchange rate dynamics: a modern analysis of exchange rate theory and evidence*, Edward Elgar, Aldershot.
- RABIN, M. (1998): «Psychology and Economics», *Journal of Economic Literature*, 36, marzo, 11-46.

- RADELET, S. y J. SACHS (1998a): «The onset of the East Asian financial crisis», CAER II, Harvard Institute for International Development, *Discussion Paper*, nº 27.
- RADELET, S. y J. SACHS (1998b): «The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-74.
- RODRIG, D. (1998): «Who needs capital account convertibility?», John F. Kennedy School of Government, Harvard University, mimeografiado.
- ROSE, A. (1994): «Are exchange rates macroeconomic phenomena?», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 1, 19-30.
- SAU, R. (1996): «Financial and real investment: some notes on Tobin Tax», *Economia Internazionale*, 49, 1, 77-105.
- SPAHN, P. B. (1996): «The Tobin tax and exchange rate stability», *Finance and Development*, 33, 2, 24-27.
- STOTSKY, J. G. (1996): «Why a two-tier Tobin tax won't work», *Finance and Development*, 33, 2, 28-29.
- TAKAGI, S. (1991): «Exchange rate expectations: a survey of survey studies», *IMF Staff Papers*, 38, 1, 156-183.
- TAYLOR, M. P. y H. ALLEN (1992): «The use of technical analysis in the foreign exchange market», *Journal of International Money and Finance*, 11, 304-314.
- TAYLOR, M. P. (1995): «The economics of exchange rates», *Journal of Economic Literature*, 37, march, 13-47.
- TOBIN, J. (1978): «A proposal for international monetary reform», *Eastern Economic Journal*, 4, 153-59.
- TOBIN, J. (1996): «Prologue», en HAQ, M. UL; I. KAUL y I. GRUNBERG (eds.), *The Tobin Tax. Coping with financial volatility*, Oxford University Press, Oxford.
- TORNELL, A. (1990): «Real vs. financial investment. Can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?», *Journal of Development Economics*, 32, 419-44.
- VIGFUSSON, R. (1996): «Switching between chartists and fundamentalists. A Markov regime-switching approach», *Bank of Canada Working Paper*, nº 96-1.
- WEI, S. y J. KIM (1997): «The big players in the foreign exchange market: do they trade on information or noise?», *NBER Working Paper*, nº 6256.
- WYPLOSZ, CH. (1998): «International capital market failures: sources, costs and solutions», Graduate Institute of International Studies, Geneva, mimeografiado.
- YIN-WONG, C. y C. WONG (1997): «Foreign exchange market in Hong Kong, Tokyo and Singapore», *City University of Hong Kong Working Paper Series*, nº 105.