

MOVIMIENTOS ESPECULATIVOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES Y EL IMPUESTO “TOBIN”

*Jose Ramon Garcia Menendez*¹

1. Introducción

1.1. La especulación

Etimológicamente, el concepto de especulación, proviene del vocablo latino *especulo* que significa espejo, por extensión ese término se aplica al concepto de imagen, es decir al “no objeto”, a su reflejo, a lo no real, a lo falso. A aquellos que se parece pero que en definitiva “no es”.

En el ámbito económico, la especulación es el ejercicio de cualquier tipo de actividad económica cuyo objetivo es solo la obtención de ganancias, sin mediar el aporte de algún producto o servicio que incremente la riqueza de la sociedad. La especulación no es otra cosa que un caso particular de parasitismo. Es un “hacer como que se produce”, es la técnica del disimular y apropiarse de los frutos ajenos.

1.2. La especulación financiera

Dos son los ámbitos en los que se mueve la especulación financiera. Los mercados de divisas y los mercados bursátiles. Nos centraremos en las divisas ofreciendo solo una breve panorámica de las bolsas.

1.2.1. Mercados de cambio de divisas

En el ámbito de la economía mundial, nos encontramos con que todas las empresas exportadoras necesitan convertir sus ingresos (dolares, euros, rublos, rupias, etc.) en la moneda de su país de origen. En sus respectivos países las empresas deben pagar salarios, materias primas, impuestos y prestaciones diversas, lo cual solo puede ser satisfecho con

¹ Universidad de Santiago de Compostela, España

dinero local. El caso inverso es el de los importadores, los que obtienen dinero local y necesitan convertirlo en divisas para comenzar un nuevo ciclo. Como producto de la necesidad de comprar y vender moneda que tienen los agentes económicos ocupados de las importaciones, exportaciones y las inversiones en los distintos países, se origina un mercado de divisas o de cambios.

Mientras que las compras y las ventas de divisas se efectúen conforme a las necesidades y al ritmo que lo requieren las actividades de estas empresas, estas operaciones constituyen en elemento indispensable para el desarrollo de la economía real. En estas condiciones no se puede hablar de especulación. Existe especulación cuando la compraventa de divisas tiene por objeto la obtención de utilidades al margen de la economía real. En estas condiciones no se puede hablar de especulación. Existe especulación cuando la compraventa de divisas tiene por objeto la obtención de beneficios al margen de la economía real. Existen diversas y cada día más variadas modalidades de especulación, (operaciones de ida e vuelta, arbitraje, anticipación del tipo cambiario, etc.) típicamente la especulación tiene por objetivo el aprovechamiento de una coyuntura particular durante la cual una misma divisa puede tener diferentes precios en dos mercados distintos. Por ejemplo, esto es posible cuando en la ciudad de Londres la Libra esterlina cuesta 70 centavos de dólar, mientras que en París la misma Libra cueste solo 60 centavos de dólar. El especulador compra libras en París para venderlas en Londres.

Entre dos monedas su valor de cambio está determinado por procedimientos de mercado: algunos venden las monedas que poseen para obtener aquella que quieren poseer, otros las compran, por lo que pueden resultar precios variables de un momento a otro. En este tipo de sistemas de cambio libre, la variabilidad del cambio genera incertidumbre e inestabilidad. Para enfrentar este problema los operadores tienen tendencia a "cubrirse" es decir a transferir a operadores particulares (y a instrumentos particulares) el riesgo del cambio. Estos operadores no son otra cosa que los especuladores que tratan de sacar ventaja de las fluctuaciones de la cotización entre dos monedas. Pero al hacer esto, sucede a menudo que influyen a su vez los niveles de evolución del cambio, aunque las operaciones de "cobertura" alcancen a reducir los riesgos para el operador particular (que está cubierto) los

aumentan para los demás (debido al incremento de las fluctuaciones engendradas por el mercado de operaciones especulativas). Si los operadores venden masivamente una moneda esta se deprecia hasta que su valor vuelve a ser atractivo. Un país puede intervenir para medir la depreciación de su moneda: el Banco Central puede comprar moneda nacional para hacer aumentar su cotización o aumentar las tasas de interés con el objeto de atraer capitales extranjeros que al ser cambiados a la moneda nacional (por compra) producen el aumento de la cotización. Pero si las proporciones de la especulación superan un volumen razonable de reservas esto puede llevar a la quiebra del sistema.

1.2.2. Los mercados bursátiles

Las bolsas son mercados de valores donde se financian las empresas, esto es posible a partir de la emisión de obligaciones y acciones. Las obligaciones constituyen prestamos que deben ser reembolsados a una fecha fija pagando un determinado interés por el uso del dinero, por eso se denominan títulos de renta fija. Una acción constituye un título de propiedad de una empresa, que se divide proporcionalmente en función del número de acciones, los beneficios en este caso no son garantizados, razón por la cual se denominan títulos de renta variable.

Dicho de un modo muy simple, la bolsa constituye un lugar donde las empresas, pueden acudir para conseguir un préstamo (obligación) o para conseguir asociados (acción). Hasta este punto se le denomina Mercado primario o de emisión, y sirve para canalizar el ahorro hacia la inversión. Aquí no hay especulación.

El problema se plantea a partir del Mercado Secundario, o de renegociación, al interior del cual se cobijan las operaciones especulativas. Por el hecho de que cuando más buscada es una acción mas aumenta su cotización, se originan compras en masa para hacer subir las cotizaciones de determinadas acciones para luego venderlas una vez se hayan ganado mas valor. Aquí también se produce una ganancia sin aporte a la sociedad.

1.3. Mecanismo de un ataque especulativo y su propagación a la bolsa

Analicemos el itinerario de un ataque especulativo: Cuando los inversionistas internacionales estiman que ya han obtenido suficiente provecho de la región en la que ha especulado, preparan su ataque. Este se inicia, a menudo, a partir de un estímulo vinculado a los indicadores fundamentales (tasa de inflación, déficit, etc.), pero también, y sobre todo, a partir de una intervención alarmada del FMI, que origina miedo en los inversionistas, y su fuga masiva. Pero el origen de un ataque se encuentra en los mercados derivados.

Algunos exploradores (esencialmente los fondos especulativos) empiezan a especular a la baja con plazos fijos. Apuestan a una caída de las cotizaciones de la región. Llega a continuación la fase psicológica, que arrastra al grueso del batallón a seguir el paso. Los fondos de pensiones y compañías de seguros tienen la particularidad de ser evaluados por sus pares. Esto significa el surgimiento del denominado efecto rebaño, el decir, el mimetismo que empuja a los mercados súbitamente a la baja.

Cuando el ataque especulativo se inicia de una forma efectiva (cuando las operaciones a plazo se liquidan), los operadores venden todos sus activos en la región y compran otros, en alguna otra parte del mundo en que se consideran los beneficios más seguros (fuga de capitales hacia la calidad). Es en este momento en que la conversión de activos implica un paso por el mercado de cambios: las monedas de la región son cambiadas en grandes cantidades contra monedas de "calidad", y es así como las monedas de la región atacada se derrumban al mismo tiempo que los mercados financieros.

Además, la especulación a plazo fijo implica que ya no existe ninguna barrera entre los mercados. Al especulador no le importa que el subyacente de un producto derivado sea una acción, una divisa o una materia prima. Solo busca correlaciones interesantes que le permitan operaciones especulativas en cadena. Trabajando sobre correlaciones entre por ejemplo, una divisa y una acción, el especulador a plazo establece un vínculo entre el mercado de cambios y la Bolsa en que se negocia la acción determinada.

2. La necesidad de control

El valor de las transacciones internacionales de cambio se estima entre 1 y 1.5 billones de dolares cada día, y de esta suma solo un minúsculo 5 % es relacionado directamente con el comercio de bienes y servicios. De ese 95 %, el 40 % corresponden a operaciones de compra y venta realizadas en menos de tres días y un 80% corresponden a operaciones llevadas a cabo en un plazo inferior a una semana.

Según los datos del BM del año 2000, 2800 millones de hombres y mujeres deben vivir con menos de 2 dolares al día y 1200 de ellos lo hacen con menos de un dólar

La reestructuración mundial de las instituciones y de los diversos mercados financieros ha acelerado la acumulación de enormes riquezas privadas, frecuentemente fruto de transacciones especulativas. Las 450 personas más ricas del planeta poseen en su total una fortuna muy superior al Producto Nacional Bruto acumulado de los países pobres, donde vive el 56 % de la humanidad. A su vez los ingresos de la masa de los productores de bienes y servicios (es decir, el nivel de vida de la mayor parte de los asalariados) continúan descendiendo, los programas colectivos de salud y educación son revisados a la baja, la desigualdad crece. Según la OIT, el paro afecta a cerca de 1000 millones de personas en el mundo, alrededor de un tercio de la población activa.

El despegue de los valores de las divisas y de los indicadores bursátiles no tiene relación con los movimientos de la economía real, pero cuando las cotizaciones caen por culpa de los grandes especuladores, lo que se hunde o desaparece sin previo aviso son los ahorros destinados a financiar una jubilación, una educación o cualquier riesgo imprevisto.

Se supone que los mecanismos de mercado permiten alcanzar la mejor situación posible para todos los agentes económicos a condición de que ningún obstáculo dificulte el funcionamiento de estos mercados. Asegura que los mercados son eficaces y que la especulación si surgió es por que era necesaria, esta ideología es puesta en duda por muchas razones, alguna de las cuales se exponen a continuación.

La inestabilidad de los mercados financieros es transmitida a la economía real a través de la inestabilidad en los cambios y de las

cotizaciones bursátiles, esta inestabilidad constituye una de las más importantes causas del alza de los intereses reales que frenen el consumo doméstico y las inversiones de las empresas, también profundizan los déficits públicos e incitan a los fondos de pensiones, que manejan miles de millones de dólares, a reclamar dividendos más elevados a sus empresas.

La movilidad de capitales, los conglomerados financieros, y la estrecha relación entre el sector productivo y financiero pueden promover el contagio de las crisis financieras. El problema radica en que determinados mecanismos de prevención y control de las crisis financieras solo son eficaces si actúan de forma coordinada entre los países implicados. Así ocurre con las reestructuraciones de deuda, la creación de facilidades de crédito de respaldo, o la supervisión de entidades que operan en diferentes países.

La liberación económica ha favorecido una relocalización del capital 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. 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 una caída de los costes para los segundos.

Por todo esto surgen continuamente ideas para modificar el Sistema Financiero Internacional, ideas tales como:

Mejorar la transparencia en el funcionamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales, la cantidad y la calidad de información de los mismos; establecer un Prestamista Internacional de Última Instancia, modificar 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 penalizaciones; 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, establecer algún tipo de control sobre las entradas de capitales, establecer mecanismos de regulación y supervisión de los

procesos de liberación financiera. Y la más famosa, la posibilidad de establecer un impuesto que grave las transacciones financieras en divisas.

2.1. Órganos de regulación:

2.1.1. Internacionales

No existe una institución internaciones con competencias generales para la regulación financiera internacional. Sin embargo, si por un momento hacemos abstracción de las instituciones comunitarias, si podríamos decir que el FMI y el G-7 se han ido consolidando como las dos instituciones de referencia en materia de regulación financiera. Así, el G-7 actúa como una primera instancias para las propuestas de normas, mientras que el FMI se encarga de ponerlas en práctica mediante su enorme poder de persuasión. El BIS, por su parte, presta apoyo logístico al G-7 pero no asume competencias como regulador, aunque suministre informes y datos muy valiosos para el análisis del sistema financiero internacional.

Lo mas curioso es que ninguna de estas tres instituciones nacieron para realizar estas funciones. El FMI fue concebido como un garante del equilibrio de balanza de pagos entre Europa y EE UU, tras la Segunda Guerra Mundial. El BIS nació en 1930 para facilitar la canalización de los flujos de reparaciones de guerra de Alemania en el marco de los planes Dawes y Young. El G-7, por su parte, surgió como forma de aumentar la liquidez internacional.

2.1.2. Europeos

El informe Lamfalussy del 2001 propuso una reforma en la elaboración de las normas referidas al mercado de valores. Consideraba necesario encontrar un procedimiento dinámico para que el trámite legislativo en el Consejo y el Parlamento no retrasara en exceso la adopción de las normas. La solución adoptada es que la Comisión formula propuestas marco. Estas propuestas marco siguen su tramitación habitual en el consejo y el Parlamento, sin pérdida de competencias para estas dos instituciones.

Una vez adoptadas estas normas marco, la Comisión goza de plenas competencias para su desarrollo, aunque deba mantener puntualmente informados al resto de instituciones. Para esta labor de desarrollo, la Comisión cuenta con varios grupos consultivos.

El Comité Europeo de Valores (CEV). Su labor fundamental es la de servir como órgano consultivo a la Comisión en la fase de elaboración de las normas.

El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CERV) Fue creado, al igual que el CEV, en junio de 2001 a raíz de las sugerencias del Informe Lamfalussy. El CERV actúa como grupo de apoyo de la Comisión en temas de mercados valores y supervisa la aplicación de la normativa comunitaria en los Estados miembros. Esta integrado por los reguladores nacionales de los mercados de valores, junto con el presidente del CEV. El CERV ha asumido todos los acuerdos firmados por el ya desaparecido FESCO.

El Grupo Giovannini. Fue creado en 1996 como grupo consultivo de la Comisión. A diferencia del CEV y del CERV esta formado por agentes privados, además de miembros de la Comisión. Ha preparado varios informes entre ellos el de los sistemas de liquidación transfronterizo.

2.2. Regulación financiera como respuesta a las crisis financieras

Casi todos los grandes avances de la regulación financiera internacional han ido precedidos de episodios de crisis, que aceleran la adopción de los acuerdos:

- Sistema de Bretton Woods. Durante los años 50 y 60, hasta la ruptura del sistema de Bretón Woods, la coordinación financiera internacional estuvo centrada en la estabilidad de los tipos de cambio. Las crisis fueron escasas y rara vez inducidas por riesgos individuales.
- Ruptura de Bretton Woods. La fluctuación de los tipos de cambio tras la ruptura del sistema de Breton Woods favoreció una mayor exposición al riesgo que, acompañado de una creciente movilidad de capitales, permitía una mayor transmisión de crisis

entre fronteras. Así, por ejemplo, en 1974 las autoridades alemanas tuvieron que cerrar el banco Herstatt que había sufrido fuertes pérdidas en los mercados de divisas. Su quiebra produjo graves dificultades sobre el sistema de pagos de EE UU. Como respuesta a estas crisis el G-10 decidió crear diferentes comités sectoriales, en especial el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

- Crisis de la deuda (años 80). La crisis de la deuda de Latinoamérica afectó de lleno a la banca norteamericana, que había concentrado demasiados créditos en la región. Así, por ejemplo, los nueve mayores bancos de EE UU habían concedido créditos a México, Argentina y Brasil, que superaban el 140 % de sus recursos propios. En esta coyuntura, el FMI aprobó nueva financiación para que los países endeudados pudieran atender los pagos pendientes. Los acreedores privados, a cambio, se comprometieron con el FMI a no cerrar del todo la financiación a la región y a reestructurar los pagos pendientes. Para poder financiar la operación, el FMI se vio obligado a incrementar sus recursos en caso un 50 %, elevando las cuotas de los países miembros del FMI. El Congreso de EE UU aceptó esta nueva contribución al FMI pero vio necesario reforzar la solvencia de la banca mediante una elevación de sus requerimientos de recursos propios. La banca norteamericana se quejó entonces de que no podría hacer frente a la competencia de otros países, especialmente de los bancos japoneses, con menores requisitos de solvencia. Así pues, la elevación del requisito de solvencia en los EE UU, quedó finalmente condicionado a que se alcanzara un acuerdo internacional de armonización del coeficiente de solvencia que se firmó finalmente en 1988 como el Acuerdo de Capital de Basilea.
- Crisis cambiaria de los noventa. Los últimos diez años han estado salpicados de crisis cambiarias como la del Sistema Monetario europeo (en 1993 y 1995), la de México a finales de 1994, la de los países asiáticos (Malasia, Tailandia, Corea, Indonesia, etc.) en 1997, la de Rusia en 1998, la de Brasil en 1998 y la de Argentina desde finales del 2001. Tras la crisis de México, el G-7 reunido en Halifax en 1995, acordó que la

regulación de los mercados financieros internacionales no debería dejarse en manos de los comités del G-10, sino que debería ser objeto de debate intergubernamental. La crisis rusa de 1998, y el derrumbe del fondo Long Term Capital Management precipitaron la creación del Foro de Estabilidad Financiera así como la elaboración del Programa de Evaluación del Sistema Financiero del FMI y del BM.

- Las crisis financieras del siglo XXI. Ya en nuestros días, los recientes descubrimientos de grandes fraudes contables en EE UU (Nerón WorldCom, etc) han dado lugar a un creciente interés por las normas contables internacionales y por los códigos de buen gobierno de las empresas.

3. Principales instrumentos de regulación financiera internacional

(Esquema obtenido del ICE nº 801)

ESQUEMA 1			
PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE REGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL			
Fin	Campo de regulación	Instrumentos más importantes	Ámbito de aplicación
Eficiencia	Libertad de circulación de capitales	Libertad movimientos financieros derivados de operaciones por cuenta corriente. (FMI, Artículo VII. Sección 2ª) Código de Liberalización de los Movimientos de Capital (OCDE) Libertad de circulación de capitales del Tratado de la UE	Entre miembros del FMI Obligatorio entre miembros de la OCDE Frente a todo el mundo
	Libertad de prestación de servicios financieros	Código de Liberalización de las Operaciones Invisibles Corrientes. (OCDE) Acuerdo GATS de la OMC Mercado interior de servicios financieros	Obligatorio entre partes Cláusula de Nación más favorecida «rebajada» Espacio Económico Europeo
	Aumentar la liquidez de los mercados	Derechos Especiales de Giro emitidos por el FMI Acuerdo General de Préstamos (AGB)	Países miembros del FMI Inicialmente, entre países del G-10 En negociación
	Mejorar la gestión del riesgo	Pilar I del nuevo Acuerdo de Basilea Principios básicos para los sistemas de pagos de importancia sistémica (CPSS)	G-10 y adhesión voluntaria del resto
Ajuste en caso de crisis	Costes de transacción	Armonización de prácticas de mercado por agentes privados (ISDA, ISMA, CUSIP, ISIN, etcétera)	Aplicación voluntaria
	Préstamista en última instancia	Préstamos del FMI Líneas de crédito contingentes privadas o públicas	Países del FMI que lo solicitan. Condicionalidad Concesión voluntaria. Préstamo previo del FMI
Defensa de la competencia	Tratamiento de la deuda externa	Club de París, previo programa de saneamiento del FMI Club de Londres Código internacional de quiebra Cláusulas de acción colectiva	Voluntario. Acreedores soberanos Voluntario. Acreedores privados En proceso de debate Voluntarias, entre partes contratantes
	Igualdad de trato	Prohibición de tipos de cambio múltiples Mismos requisitos de solvencia para bancos (Acuerdo de Capital de Basilea 1988)	Países del FMI Obligatorio negociantes. Voluntario para resto
	Mayor transparencia	Estándares internacionales de difusión de datos (SDSS y GDSS) Mayor transparencia para bancos (Pilar III del Nuevo Acuerdo de Basilea) Normas contables internacionales (IASB) Normas de auditoría internacionales (IFAC) Estadísticas de instituciones internacionales (FMI, OCDE, BIS)	Voluntario para países del FMI En negociación Voluntaria. Será obligatoria en la UE Voluntaria Elaboración por cada institución
	Lucha contra el fraude	Lucha contra el blanqueo de capitales (GAFI) Lucha contra la financiación del terrorismo (GAFI)	Obligatorio para Estados firmantes Obligatorio para Estados firmantes
	Protección del usuario de servicios financieros	Códigos de buen gobierno Sistemas de seguro de depositantes Sistemas de seguro para inversores	Voluntario Ausencia de estándares generalmente aceptados Ausencia de estándares generalmente aceptados
Aplicación efectiva de las normas	Supervisión de entidades	Bancos: Estándares mínimos del BCBS Mercados de valores: principios de la IOSCO Principios básicos de supervisión: IAIS Pilar II del nuevo Acuerdo de Basilea	G-10 y adhesión voluntaria del resto IOSCO y adhesión voluntaria IAIS y adhesión voluntaria del resto En negociación
	Colaboración entre reguladores	Foro conjunto IOSCO, BCBS, IAIS Foro de Estabilidad Financiera	Entre partes negociantes Integración de otros foros
	Aplicación efectiva de los códigos de comportamiento	Identificación de estándares clave (Foro de Estabilidad Financiera) Informes de Seguimiento de los Códigos de Conducta (ROSC del FMI) Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FMI / BM)	Voluntario para todos Voluntario para países del FMI Voluntario para países del FMI
Propuestas de reforma	Competencia entre instituciones para atraer hacia sí la capacidad normativa		

3.1. Clearing Houses

Ciertas sociedades especializadas aseguran la conexión mundial para los títulos negociados internacionalmente. De este modo, un belga que compre una acción americana o una euro-obligación observara que su orden es ejecutada por medio de Clearstream (anteriormente Cedel-Luxemburgo) o bien Euroclear (Bruselas). Pero, ¿qué sucede realmente?

Una empresa compra, por ejemplo 10.000 USD de una euro-obligación del BM. Coloca su orden en su intermediario, por ejemplo el BBL. Este informa en el mercado, según los diversos tenedores, del mejor precio, y concluye la operación. Imaginemos que el tenedor sea Paribas. Ambos bancos comunican su operación a Clearstream o bien a Euroclear. Imaginemos que BBL trabaja con Clearstream, y Paribas con Euroclear. La comunicación mencionada comprenderá: el número de título, el valor contenido, el tipo de operación (compra, venta, préstamo), el monto total (intereses incluidos), el nombre de la contraparte y la fecha de liquidación.

Clearstream recibirá, pues, esta información del BBL. Mientras que Euroclear la recibirá de Paribas. Cedel y Euroclear entrarán en contacto (el proceso se efectúa automáticamente) y, si los datos comunicados por las dos partes corresponden al centavo, la operación se liquidará automáticamente en la fecha convenida. En esta fecha, la cuenta en títulos de BBL en Clearstream aumentará en 10.000 USD, y su cuenta corriente USD bajará el contravalor. Simultáneamente, en Euroclear, la cuenta en títulos de Paribas bajará en 10.000 USD Banco Mundial, y su cuenta corriente en USD se incrementará en el contravalor. Acto seguido, en las cuentas de BBL, a partir de haber recibido la confirmación de la liquidación de la operación de Clearstream, acreditará en la cuenta en títulos de la empresa los 10.000 USD Banco Mundial, y le cargará en su cuenta el valor en USD que había convenido con la empresa.

Evidentemente, una inversión internacional necesita una operación de cambio (si un belga compra una acción americana, deberá cambiar euro contra dólar). Así pues, la inversión internacional para por una operación de cambio (y, consecuentemente, por la sociedad de interconexión del mercado de cambios, SWIFT). En el ejemplo, corresponde al BBL vigilar que su cuenta corriente USD disponga del

contravalor en el momento necesario. Corresponde pues al BBL comprar los USD necesarios, vía el mecanismo de la SWIFT, y luego de informar a su banco corresponsal (digamos el Citi), transferir estos a la cuenta del corresponsal USD de Clearstream, sea el Chase, de tal modo que Clearstream sepa que los dólares recibidos provienen del BBL y están destinados a liquidar la compra de 10.000 USD del Banco Mundial.

Todo esto representa mucho vaivén administrativo, pero este sistema es muy eficaz y evita posibles problemas de solvencia de las partes tratantes. Un despacho o un agente de cambios sin afiliación a uno de estos mecanismos estará imposibilitado de efectuar cualquier operación, ya que nadie confiara en él. Al contrario, un despacho o un agente de cambios sin afiliación a uno de estos mecanismos de liquidación nunca tendrá problemas para contratar una operación con una institución perfectamente desconocida en la otra parte del mundo: su afiliación garantiza que la ejecución de la operación se desarrollara según las normas convencionales del mercado.

Actualmente, estos organismos (SWIFT, Clearstream, Euroclear, etc) se dirigen únicamente a los profesionales del mercado. Solamente se pueden afiliar las instituciones financieras que operan en el mercado internacional de títulos. Un particular no puede; para poder operar en un mercado, el que sea, un operador tiene que ser admitido en el mercado. Para ser admitido en el mercado internacional de títulos. Un operador debe estar imperativamente afiliado a Clearstream o a Euroclear, de lo contrario se verá obligado a pasar sus órdenes por un intermediario afiliado (con el correspondiente coste suplementario). Según el conjunto de actividades de un operador, será más fácilmente admitido en un mercado que en otro. Hoy día, casi todos los bancos están afiliados a todos los organismos internacionales, y tienen, por tanto, acceso a todos los mercados financieros.

Por su lado, una Clearing house, para poder ejecutar las operaciones que le conciernen, está obligada a atribuirles un código de identificación único (ISIN) y a comunicarlo a todos los afiliados, a fin de que puedan indicarlo en sus mensajes de confirmación.

3.2. Diferentes tipos de medidas de regulación

Pasamos a continuación a examinar algunos de los más importantes sistemas de regulación del capital financiero.

3.2.1. Impuesto sobre las inversiones directas en el extranjero:

Inversiones en bienes inmobiliarios, sus equipamientos y las tecnologías asociadas. Si la riqueza es absorbida por las transacciones financieras y las inversiones directas son despreciadas, entonces las naciones se exponen al riesgo que definía Keynes en los años 30, cuando escribía que “no puede esperarse nada bueno de una situación (...) en la que el desarrollo de un país se convierte en subproducto de las actividades de un casino”. Tradicionalmente, el impuesto sobre sociedades se aplica sobre los beneficios, lo que ha sido eficaz durante varias décadas desde el final de la Segunda Guerra Mundial, y ha permitido que los gobiernos obtengan ingresos fiscales sustanciales. Pero hoy la mundialización y la volatilidad de los capitales han hecho extremadamente difícil su recaudación.

- Un impuesto sobre las Inversiones directas en el extranjero (IDE) debería contrarrestar tanto la evasión fiscal derivada de la movilidad de capitales como la erosión de los derechos fundamentales de los trabajadores en los países que los acogen, sin privar a los países pobres del flujo de inversiones ni imponer a las empresas en que países deben invertir.

Esta tasa sería aplicable a todas las inversiones directas, tanto en los países ricos como en los países pobres. La tasa sería indexada según un baremo realizado por la OIT, que tendría en cuenta el respeto de los derechos fundamentales de los trabajadores (derechos sindicales, trabajo infantil, etc.), pero no el nivel salarial. Los criterios para medir el respeto de estos derechos podrían variar según el nivel de desarrollo. El mensaje a las transnacionales sería claro: pueden invertir donde quieran, pero tendrán que pagar mayores impuestos si eligen hacerlo en países donde menos se respeten los derechos sociales.

- Otro aspecto de una reestructuración de los impuestos sobre el capital. Poner fin a la manipulación de los precios de transferencia (facturación interna de un grupo que le permite minimizar los beneficios donde deben pagar mas impuestos), calculando los benéficos de una manera nueva e identificando los lugares donde son gravables. Esto podría lograrse con un método que se inspira en la tasa unitaria existente en Estados Unidos. Se apoyaría sobre categorías contables conocidas y difíciles de esquivar: beneficios mundiales consolidados, facturación nacional de una empresa y su facturación en un país dado. Para evaluar la base tributaria, se obtendría la proporción entre la facturación nacional de una empresa y su facturación mundial, aplicando el porcentaje así obtenido a los beneficios mundiales consolidados, lo que nos daría los beneficios imponibles en un país dado.

Por ejemplo supongamos que la multinacional Nike obtiene 1000 millones de dolares de beneficio mundial consolidado. El 40% de su facturación proviene de los Estados Unidos. Por tanto, a efectos fiscales, se consideraría que ha obtenido en Estados Unidos un benéfico de 400 millones de dólares. La ventaja de esta tasa unitaria es que resuelve el problema del precio de transferencia y que es fácil de calcular y de cobrar, siendo limitadas las posibilidades de evasión fiscal.- esta tasa implica tanto al Norte como al Sur, y reduce las presiones que sufren los países del tercer Mundo para convertirse en paraísos fiscales.

3.2.2. La obstaculización de las fuentes del capital especulativo

Son fuentes de capital-dinero, todas aquellas instituciones o circunstancias permitidas por nuestro ordenamiento económico, jurídico y político, que permiten el surgimiento y la acumulación de fondos monetarios en grupos sociales u organizaciones desprovistas de capacidad para otorgarle un destino productivo a los fondos propios o ajenos sobre los cuales tienen tuición.

Para el logro de esta tarea se requiere la aplicación de medidas como las explicadas a continuación:

- La redistribución de ingresos a favor de los grupos más bajos.

Esta medida permite limitar el surgimiento de un exceso de capital-dinero en los grupos de mayores ingresos cuyo destino será la formación de capital especulativo por falta de oportunidades productivas. La posesión de parte de este capital dinero por parte de las personas de más bajos ingresos tendría como destino principal el consumo personal, lo que ensancharía la demanda de capital en el sistema productivo a la vez que limitaría los excedentes en aquellos grupos de mayores ingresos los que tienden a convertirlo en capital especulativo

- La reformulación de los fondos públicos que están en manos privadas.

Entran dentro de esta clasificación todos aquellos sistemas de fondos que recogen, acumulan y mantienen una gran liquidez de capital dinero que pertenece a terceros, tales como son las compañías de seguros, seguros de vida y básicamente los fondos de pensiones. La capitalización de estos fondos se transforma en un estímulo irresistible para el capital especulativo. Consciente del peligro que representa esta tasa de capital dinero para el sistema económico, durante su primer periodo el propio Presidente Clinton intentó reformar el fondo de pensiones en Estados Unidos para constituir un sistema público, su objetivo era limitar u restringir el alcance de la esfera especulativa. Esta medida fracasó, pues los fondos de pensiones resultaron en ese periodo ser aun más fuertes que el propio presidente de los Estados Unidos.

Lo curioso de los sistemas públicos es que no permiten la acumulación de capital especulativo pues se basan en el principio del pago directo, en cualquier periodo las cotizaciones pagadas por los asegurados cubren exactamente los pagos vencidos, por esta razón las cotizaciones no pueden formar fondos de capital, sino que se pagan directamente.

3.3. Un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas

La propuesta de establecer este impuesto no es nueva y aunque son varias las clases de impuestos de este tipo

que han sido planteadas (una versión del impuesto de igualación de interés (Dornbush, 1986), un impuesto sobre los beneficios de la

especulación (Chen, 1995), un impuesto de tipo doble con recargo (Spahn, 1996), etc...) la más popular y comentada es la aportación realizada, originalmente en la década de los setenta, por el premio Nóbel de Economía James Tobin.

En 1972, James Tobin propuso “arrojar un poco de arena en los engranajes de las finanzas” y restablecer así una forma de control de los cambios, que había sido suprimido con ocasión del dismantelamiento del sistema monetario internacional de Bretón Woods por Nixon en 1971.

4. Tasa Tobin

El impuesto fue diseñado como un freno a la especulación que provoca agudas fluctuaciones en los tipos de cambio y serios daños a las economías. La idea no fue acogida con entusiasmo, pues era un periodo de optimismo y confianza en los tipos de cambio flexibles. Al interrumpir en los años siguientes diversas crisis cambiarias, renació la propuesta del impuesto para reducir la volatilidad en el mercado de divisas.

Tradicionalmente un banco central compra y vende su propia moneda en los mercados internacionales para mantener su valor relativamente estable. El banco compra su moneda cuando un exceso causado por un inversor vendedor amenaza con reducir el valor de la divisa. En el pasado, las reservas de los bancos centrales eran suficientes para compensar cualquier venta o ataque.

Actualmente los especuladores tienen mayores fondos líquidos que todos los bancos centrales juntos. Esto significa que muchos bancos centrales no son capaces de proteger sus monedas, y cuando un país no puede defender el valor de su moneda, pierde el control de su política monetaria.

4.1. Características y funciones

El impuesto debería aplicarse al menos por todos los países claves del mundo o con centros financieros importantes. Los gobiernos de estos países gravarían los movimientos de capital transfronterizos con un impuesto *ad valorem*.

Aunque el tipo impositivo sería lo suficientemente reducido como para no tener efectos significativos sobre la actividad comercial y las inversiones a largo plazo, limitaría de forma importante los rendimientos de las operaciones especulativas. En 1978, sugirió que el impuesto se situara entre el 0.5 % y el 1% del valor de las operaciones efectuadas. En 1996, dada la reducción de las comisiones y de los costes de transacción en los mercados de divisas, propuso que no excediese el 0.25 %.

Supongamos que una tasa de un 0.1 % se aplique sobre toda operación de cambio y que el especulador tenga un horizonte mensual. Como cada transacción destinada a obtener una ganancia de cambio implica una ida y vuelta entre dos monedas (dos operaciones de cambio), para que la operación sea ventajosa el especulador debe esperar un rendimiento superior a un 0.2 % durante ese mes (en caso contrario, la ganancia obtenida con la especulación quedara absorbida por la tasa). El razonamiento sigue siendo el mismo si el horizonte especulativo es un día (lo que es frecuente). Dicho de otra forma, con una tasa del 0.1 % la mayor parte de esos arbitrajes especulativos a corto plazo serían desincentivados, por deber tributar en cada movimiento, mientras que las operaciones a más largo plazo (un año o más) no sería tan perjudicadas, ya que solo tributarían al principio y al final de la operación.

El impuesto sería recaudado por cada gobierno sobre todas las conversiones monetarias spot efectuadas dentro de su jurisdicción.

Aunque en un principio se propuso gravar todas las operaciones de contado, en los últimos años sugirió que el impuesto también debería extenderse a los contenidos spot de los swaps de divisas y de las operaciones forward.

La recaudación del impuesto se ingresaría en un fondo central controlado por una institución internacional: el FMI, el BM, las Naciones Unidas o el Banco de Pagos Internacionales.

La mayoría de los ingresos recaudados se destinarían a la financiación de programas internacionales (medioambiente, desarrollo, fuerzas de pacificación...). Se podría permitir que algunos países mantuviesen parte de la recaudación obtenida (por ejemplo, los países más pobres podrían retener el 100% del ingreso).

Diferentes países previo consentimiento del Fondo Monetario Internacional, podrían formar áreas monetarias dentro de las cuales no se aplicaría el impuesto.

4.2. Un ejemplo de aplicación de Tasa Tobin

Tengo 1 \$ que cambio por 6 francos con el propósito de cambiarlos después por algo más de 1 \$ apostando a la depreciación del franco, o bien con el de comprar con ellos mercancías o títulos financieros extendidos en francos. En el primer caso, el impuesto intervendría dos veces: al cambiar el dólar por francos, y en el cambio en sentido contrario. Si 500 especuladores han hecho estos dos tipos de operaciones una tasa de un 0.1 % sobre cada una de ellas permitiría recoger un dólar de impuestos (en realidad un poco más ya que suponemos que la tasa de cambio ha subido). En el segundo caso, yo compro 6 francos de mercancías francesas. Mi vendedor puede necesitar un dólar para comprar Coca-Cola americana, y cambia moneda. El vendedor de Coca-Cola puede querer francos, etc. Si, con ese mismo dólar, se realizan mil transacciones entre el dólar y los francos, finalmente se recaudará 1 \$, del que cada operador pagará la milésima parte.

No hay que considerar que haya tenido lugar una completa expropiación por hebreo de que circula un dólar y es recaudado también un dólar, ya que ha habido 1000 dólares de mercancías reales producidas e intercambiadas. Por otra parte, si el dólar ha servido para comprar un equipamiento productivo, el repetido cambio de propietario de la acción representativa de la inversión no pone ni quita nada a la materialidad y a la productividad del equipamiento en sí mismo.

4.3. Argumentos a favor

Un impuesto sobre las transacciones de divisas limitaría la especulación y la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

La especulación y la volatilidad de los tipos de cambio siguen siendo los principales problemas económicos que afronta la economía financiera mundial. La preocupación de los gobiernos nacionales por la volatilidad de los tipos de cambio, siempre se ha centrado en sus posibles

efectos negativos sobre el comercio y la inversión: la volatilidad genera incertidumbre sobre la evolución de los precios dificultando la toma de decisiones efectivas.

La volatilidad de los tipos de cambio inducida por la especulación y los flujos de capital a corto plazo, puede tener consecuencias devastadoras para una economía en su conjunto. En ese sentido, un impuesto como el planteado por Tobin penalizaría las operaciones a corto plazo, reduciendo la volatilidad de los flujos de capital y de los tipos de cambio.

Suponiendo que la tasa de rentabilidad de un país fuera del i % anual. La tasa de rentabilidad requerida en el exterior; i^* , dependería del impuesto de Tobin y de la duración de la inversión (y), medida como el número de años, o fracción de años, por lo que se mantendría una posición exterior.

Considerando una transacción round-trip (operación de ida y vuelta), aquellos que intentara invertir en el exterior debería pagar el impuesto dos veces, una cuando se comprara el activo extranjero y otra cuando se vendiese (además los beneficios generados por el activo extranjero también serían objeto de imposición). Asumiendo la adquisición de un activo extranjero por importe de un dólar (sin tener en cuenta la inflación), el inversor sería indiferente entre los activos domésticos y los extranjeros, si se verificase la siguiente condición de arbitraje:

$$(1+i^*y)(1-t) - t = 1 + iy \quad [1]$$

despejando la tasa de rentabilidad requerida en el exterior (i^*):

$$i^* = \frac{iy + 2t}{y(1-t)} \quad [2]$$

Por tanto:

$$i^* = \frac{i + 2t/y}{(1-t)} \quad [3]$$

Utilizando la ecuación 3, el gráfico 1 muestra el efecto de un impuesto de 0.5 % sobre la rentabilidad de una operación round trip en activos extranjeros atendiendo al periodo de duración de la operación. Es

evidente que el impuesto penaliza las inversiones a corto plazo cuanto menor sea el tiempo de duración.

Grafico 1

Efecto de un impuesto de Tobin del 0.5 % sobre la rentabilidad requerida de un operación round-trip atendiendo al periodo de tenencia.

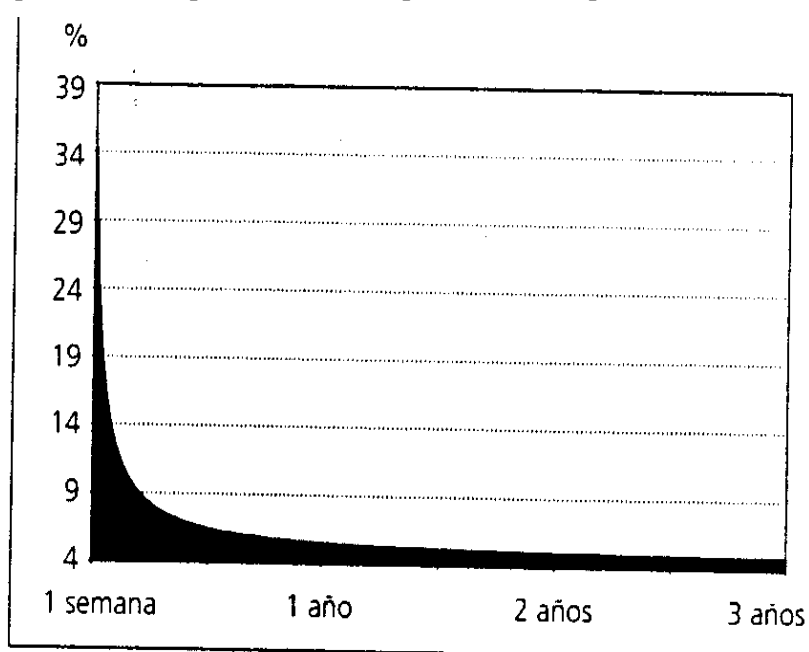


Grafico extraído el Boletín económico de ICE n° 2684

Ante la pregunta de por que una reducción de la especulación debería reducir la volatilidad de los mercados, hay que distinguir dos tipos de estrategias especulativas cuando analizamos el comportamiento de los agentes en los mercados financieros.

El primer tipo implica un feedback negativo. Los operadores compran activos basándose en una comparación de su precio con alguna estimación relativamente estable de sus valores fundamentales, vendiendo cuando los precios suben y comprando cuando bajan. Esta estrategia tiende a estabilizar los mercados, reduciendo su volatilidad y

desplazando los precios de los activos hacia su valor de equilibrio. Este sería el tipo de especuladores a los que se refieren los economistas cuando defienden la importancia de la especulación.

El segundo tipo de estrategia implica un feedback positivo. Los agentes compran cuando los precios suben y venden cuando caen. Esta estrategia tendera a desestabilizar los mercados, incrementando su volatilidad. Los economistas se refieren a este tipo de especuladores cuando defienden un impuesto como el que estamos tratando. Defienden que limitaría las operaciones especulativas desestabilizadoras a corto plazo, reduciendo la volatilidad de los mercados financieros.

- Un impuesto sobre las transacciones de divisas elevaría el grado de autonomía de las políticas monetarias nacionales, reactivando la capacidad de los bancos centrales para intervenir de forma efectiva en los mercados de divisas.

La integración de los mercados financieros ha reducido las diferencias entre los tipos de interés domésticos y extranjeros, reduciendo el margen de maniobra de los bancos centrales y de los gobiernos para adoptar políticas económicas (monetarias y fiscales) independientes.

El razonamiento original de J. Tobin para la creación de un impuesto sobre las transacciones de divisas, fue acrecentar la autonomía de las políticas económicas nacionales en un mundo caracterizado por una elevada movilidad de capitales. Este impuesto crearía un diferencial entre los tipos de interés domésticos y extranjeros, restableciendo el margen de maniobra para la utilización de la política monetaria con fines de estabilización interna.

Es importante tener en cuenta la aparente incompatibilidad de los tipos de cambio fijos (o fijos entre bandas), la libre movilidad de capitales y la descoordinación de las políticas monetarias. Se presupone que bajo libre movilidad de capitales, un país no puede mantener políticas monetarias independientes y tener al mismo tiempo estabilidad monetaria.

Teniendo esta teoría en cuenta, si se limita la libre movilidad de capitales, un país lograría restablecer cierto grado de compatibilidad entre el ejercicio de una política monetaria autónoma y la estabilidad de su tipo

de cambio. Con la aplicación del impuesto propuesto por Tobin se obtendría una herramienta que proporcionaría a los políticos cierto margen de maniobra para adoptar las medidas oportunas (Este argumento se conoce con el nombre de cinturón de seguridad).

- Un impuesto sobre las transacciones de divisas tendría un gran poder recaudador.

Cada vez mas problemas adquieren una dimensión mundial (medio ambiente, hambre, financiación del desarrollo, operaciones de pacificación internacionales, ayuda económica a países afectados por desastres naturales). Actualmente, la comunidad internacional tiene pocos recursos para afrontarlos. En este sentido, podría ser útil los beneficios obtenidos con este impuesto de cara a la obtención de fondos para la cooperación internacional y la provisión de bienes públicos mundiales.

La ONU y el BM estimaron en 1997 que el coste de erradicar las peores formas de pobreza y de proveer una básica protección medioambiental rondaría los 225 mi millones de dolares anuales. Se calcula que con este impuesto se podrían recaudar entre 150 y 300 mil millones de dolares anuales.

Legalmente, todo banco debe abrir una cuenta en el banco central en los países donde interviene. Como el banco central tiene también un papel de primer plano en el funcionamiento de los sistemas de pago electrónicos, una solución sencilla y practica seria que cada banco privado deposite la recaudación en una cuenta especial en el banco central que corresponda.

En cuanto a la división del ingreso procedente del impuesto, Tobin sugiere que los países más pobres retengan el 100 % de la recaudación y que en cualquier caso, cada nación conserve el 50 % de los ingresos, y elija entre los proyectos acordados a nivel internacional, aquel al que debería destinarse el 50 % restante.

- Los mercados estan concentrados

Actualmente, mas de dos terceras partes del mercado esta concentrado en Londres (32 %), Nova York ocupa el 18 %, Tokio el 8 %, Frankfurt el 5 % y Paris el 4 %, Singapur el 7 %, Hong-Kong y Zürich el 4 %. Nos encontramos con que el 82 % del mercado se realiza en tan solo

8 plazas y que un pequeño número de sociedades especializadas aseguran técnicamente la interconexión mundial. Esta concentración haría técnicamente posible el cobro del impuesto

4.4. Argumentos en contra

- En ausencia de otras distorsiones el impuesto alteraría las decisiones de consumo y ahorro de los agentes reduciendo su nivel de bienestar.

Una conclusión básica de la economía de bienestar es que tanto ahorradores como los prestarios obtienen beneficios privados de su participación en los mercados internacionales de capital. La libre movilidad de capitales permite que los agentes nivelen su consumo y su ahorro alcanzando un mayor nivel de bienestar.

- El impuesto no sería efectivo dado que los inversores podrían evitarlo fácilmente..

Dado que las distorsiones sobre el comercio y el consumo resultan costosas para el sector privado, resultaría rentable invertir en técnicas que permitiesen eludir el pago del impuesto.

El impuesto podría evadirse mediante el desplazamiento de las operaciones hacia paraísos fiscales o mediante la sustitución de las transacciones objeto de gravamen por otras exentas del impuesto (o bien a través de la creación de instrumentos financieros más complejos).

La primera forma de evasión supondría que, a menos que todos los países adoptaran el impuesto, las transacciones se desplazaran hacia paraísos fiscales como las Islas Caimán. Esto podría evitarse aplicando el impuesto a una tasa penalizada sobre todas las operaciones que se efectuaran con bancos situados en zonas exentas del impuesto. Otra opción sería gravar las transacciones en el sitio donde se negocian y no en el sitio en el que se producen.

Otra posibilidad de fraude importante proviene de la innovación financiera. Cada año, decenas de nuevos productos financieros son inventados (entre ellos los productos derivados), permitiendo algunos de ellos evitar la realización de las transacciones de cambio clásicas. Incluso

hay algunos actualmente que pueden dificultar mucho el seguimiento del capital, como pueden ser los contratos sobre diferencias:

Hoy día, en el mercado de cambios, los bancos presionan para el establecimiento de contratos sobre diferencia, los cuales implican que, en lugar de pagar los montos brutos, se paguen solo los montantes netos, los saldos. Este proceso, que permite a sus protagonistas desplazar solamente el saldo, esta cada vez mas de moda, e implica que los montos en circulación en el mercado de cambios son en realidad menores que aquellos negociados realmente. Así, si un banco tiene que comprar para un cliente A un millón de dólares, y vender 800.000 para un cliente B, efectuara un contrato sobre diferencia, (sobre 200.000), con su correspondiente contrato en el mercado de cambios.

Desde el punto de vista de las transacciones, solo 200.000\$ serán susceptibles de imposición. Se comprende así que este tipo de contratos permite, a los interesados, reducir sensiblemente el valor de las transacciones sin reducir de hecho el volumen efectivo de los cambios, es decir, sin reducir la especulación. Si se preconiza gravar el valor bruto, un banco que deba comprar 100 millones y vender 99.8 millones, de tal modo que la diferencia sea solamente 200.000, intentara informar que solo tiene que comprar un millón y vender 800.000, y operar de tal modo que los 99 millones subsiguientes se equilibren sin transacción, y consecuentemente sin impuesto.

¿Cuál es la utilidad económica avanzada a causa de la utilización de estos contratos? La mas reducida de las operaciones concierne actualmente a centenares de millones de dólares. Y como la gran mayoría de las operaciones se desarrollan a plazo fijo, en lugar de liquidar al vencimiento la totalidad de la operación, mas vale saldar solamente el resultado de esta, es decir, el resto debido. Este es el denominado riesgo “Herstatt”, debido al nombre del banco alemán que a mediados de los 70, quebró porque liquido su parte de una operación de cambio, mientras que la contraparte no lo hizo y no pensaba hacerlo, (perdía varios centenares de millones de dólares, que en esa época era mucho dinero). Con la liquidación del saldo, solamente una de las partes tiene que desembolsar lo que debe, y esto representa solamente una parte ínfima de los capitales realmente movilizados. Aplicado al caso Herstatt, el banco alemán no habría desembolsado sus millones de DEM, esperando recibir el contra

valor en USD, sino que habría esperado a ingresar la diferencia en USD que le correspondía, y todavía estaría activo en la actualidad.

Podría surgir otro problema, a partir de una reorganización completa de los tipos de transacciones. El concepto de contrato sobre diferencia se podría desarrollar a gran escala, hasta tal punto que se podría llegar al momento en que el problema sería que la noción de contrato no necesitaría transacción, movimiento. Hemos visto que los contratos sobre diferencias desembocan todavía en un movimiento de saldo, unidireccional. Pero ya se puede entrever que pronto incluso este movimiento podrá ser abolido y reemplazado, por ejemplo, por haberes en cuenta o formas de usufructo elaboradas. El espectro de una tasa Tobin corre el riesgo, evidentemente, de acelerar la puesta en marcha de estos nuevos sistemas de especulación. Se comprende fácilmente que un impuesto, que no pudiese aplicarse mas que a movimientos de capitales, vería en este caso, disminuido su alcance sensiblemente. Un ejemplo ilustrara esta posibilidad.

El ejemplo es real y concierne a dos fondos de pensiones. El primero es canadiense y se llama Ontario Yeacher's Pension Board, el segundo es holandés y se llama Stichting Pensioenfonds ABP. El primero dispone de un capital de 55.000 millones de CA\$, el segundo de 272.000 millones de NLG (en US\$, respectivamente, 39.000 y 133.000 millones). Inicialmente, los dos fondos no se conocen. Ambos desean diversificar sus inversiones. El primero en Europa, el segundo en Norteamérica. Y ambos son conscientes de que no tienen experiencia en el mercado al que piensan dirigirse.

Claramente el fondo holandés conoce las acciones holandesas, el canadiense las americanas, y no a la inversa. Cada cual querría invertir en el mercado conocido por el otro. Así pues, pueden aprovechar la experiencia mutua. El canadiense dejara carta blanca al holandés para construir el portafolio de activos holandeses, y lo mismo para los holandeses e activos canadienses. Los dos tienen acceso al mercado, a los dos mercados, pero no se aventuran porque no conocen sus profundidades ni sus reacciones (la psicología propia de cada mercado). Llegan pues a la idea de "swapear" (intercambiar) sus conocimientos.

En síntesis, el fondo canadiense encarga al fondo holandés comprarle acciones europeas (fundamentalmente holandesas), y al revés. Después, intercambian (swap) este activo, que es equivalente, eliminados todo riesgo de cambio sobre estos activos. Finalmente, convienen saldar a intervalos regulares el resultado de los dos *portafolio* (los dividendos de las acciones y las plusvalías obtenidas a partir del arbitraje entre títulos). Pero también aquí únicamente el valor neto, reduciendo en extremo las operaciones de cambio (los movimientos), y así los gastos y los riesgos. Por el hecho de haber intercambiado activos, desde un punto de vista contable, las acciones europeas son propiedad del fondo holandés, y las canadiense, del fondo canadiense. Únicamente sus resultados son propiedad del otro.

La diferencia respecto a un swap convencional es que aquí, la duración del contrato casi no importa. En un swap convencional, cada una de las dos partes implicadas conviene en restituir el subyacente (valor o título sobre el cual se efectúa la operación secundaria o derivada, ya sea una moneda, una acción, una deuda, etc.) al cabo de un tiempo definido. Como hemos visto, este tipo de variante se acepta amigablemente; basta con que las dos partes se pongan de acuerdo para proceder según este acuerdo.

En nuestro ejemplo el plazo no está definido. Las dos partes cerrarán simultáneamente su posición respectiva, pero decidirán de común acuerdo cuando hacerlo. Esto proporciona una posibilidad suplementaria, y, por consiguiente, mayor flexibilidad. Dado que el resultado se rehace regularmente, y se cambian los saldos, el valor del contrato permanece constante desde un punto de vista contable, y teórico. Es un artificio muy ingenioso, que sólo funciona con instituciones que tengan una actividad idéntica y cultura similar. Pero nada impide imaginar una aplicación de este sistema a los distintos mercados especializados, y en articular al de cambios, si se establece un impuesto que penalice los cambios.

En una estructura como la que hemos visto, se reduce ya al máximo la presencia del mercado de cambios, o la obligaciones de pasar por el, ya que los dos fondos no transferirán más que el saldo neto a intervalos regulares. Se el holandés obtiene el 10% y el canadiense el 12%, como el valor de las posiciones gestionadas por cada uno es

idéntico, solo se transferirá el 2%. El holandés sacará el 10% de su posición en acciones holandesas y recibirá el 2% del canadiense, el canadiense inscribirá 12% de realización sobre las acciones americanas, y concederá el 2% al holandés para terminar en el 10% que ha obtenido, realmente, en los Países Bajos. Pero, en sus libros, el holandés inscribirá 12% de realización sobre su posición americana, y el canadiense, 10% sobre su posición holandesa. Como se ve, solamente el 2% ha transitado por el mercado de cambios, por consiguiente solamente este 2% puede sufrir riesgo de cambio, y si se da el caso, el inconveniente de un impuesto como el analizado.

Incluso se puede imaginar que una cláusula del contrato reporte la transferencia de saldos a un vencimiento futuro, de tal modo que, por ejemplo, únicamente se transfiera, anualmente, el saldo anual. También se pueden imaginar vencimientos mucho más lejanos. Todo es posible, pero, desde luego hace falta que el juego valga la pena.

Ahora bien, si el principio general es que el impuesto se recauda en el lugar de pago, no es decisivo determinar si lo que es intercambiado es un instrumento de cambio clásico o cualquier otro producto financiero porque, desde el punto de vista del sistema de pago, todo es muy parecido, a partir del momento en que la transacción supone un intercambio de divisas. Si una transacción sobre un producto cualquiera da lugar a un intercambio de divisas, entonces ese intercambio será fiscalizado a través del sistema de pago. Si un producto derivado permite esquivar el mercado de cambios, el impuesto no será recaudado, pero las tasas de cambio no se verán afectadas, lo que es exactamente el objetivo perseguido por el impuesto Tobin. De modo general, productos derivados cada vez más complejos y discretos pueden ser imaginados, pero corren el riesgo de ser cada vez más costosos y menos fáciles de utilizar, debido a sus características cada vez más específicas. Muy pronto ese juego correrá el riesgo de no valer lo que supone su coste. Es poco probable que un impuesto ínfimo provoque una revolución en los comportamientos especulativos

En cuanto a la posibilidad de utilizar Internet para crear sistemas de pago privados con el fin de pagar el impuesto Tobin, si este fuera recaudado a través de los sistemas de pago oficiales. Esa posibilidad

existe, pero no es tan simple llevarla a cabo porque existen problemas de seguridad y de costes que tienen que resolver.

Ahora bien, el derecho internacional y las nuevas tecnologías permiten confiar en una lucha eficaz contra este tipo de fraude. Desde 1990, se firmaron unos acuerdos internacionales entre los bancos centrales de los países principales llamados “estándares mínimos Lamfalussy”, acuerdos que fueron confirmados en 1998. Permiten a los bancos centrales de cada país negar el acceso al sistema domestico de pago sobre el que ejercen vigilancia a todos aquellos agentes financieros privados, nacionales y extranjeros, que se negaran a aplicar la reglamentación nacional, por ejemplo el impuesto Tobin. Autorizan incluso a un banco central para que sancione a los agentes privados situados en su territorio. Supongamos que el impuesto Tobin fuera aplicado en estados unidos. Eso autorizaría a la Reserva Federal (el Banco Central estadounidense) a prohibir el acceso al sistema oficial de pago de Estados Unidos a una firma multinacional o a un banco que utilizara un sistema privado de transacciones internacionales para no pagar el impuesto. Es difícil imaginar tales sistemas privados pudiendo proceder al pago de una transacción de cambio si no tienen acceso al sistema de pago domestico.

- La administración del impuesto conduciría a corrupción y a actividades indeseables.

Si incluso ahora se ponen rabas y dudas a la cooperación internacional que hace pensar si los gobiernos estarán dispuestos a dedicar los ingresos del nuevo impuesto a un único objetivo político, especialmente uno elegido por una organización internacional.

- El impuesto propuesto por Tobin reduciría la eficiencia del mercado de divisas e incluso podría elevar la volatilidad de los tipos de cambio ahuyentando la especulación estabilizadora.

Los agentes harían menos operaciones, con lo que la especulación estabilizadora disminuiría, el problema es que la desestabilizadora persistiría siempre que los beneficios compensaran el impuesto.

4.5. La variante de Spahn

Paul Vernd Spahn, 1996, afirma que un tipo impositivo superior no es la solución, pues frenaría las transacciones “normales”. Spahn propone una “estructura de dos bandas: un tipo impositivo mínimo y una sobre carga que como dispositivo antiespeculación, se pondría en marcha únicamente durante periodos de turbulencia en el tipo de cambio y basándose en criterios cuantitativos bien establecidos. El impuesto sobre transacciones con el mínimo tipo impositivo funcionaria de forma continua, generando ingresos sustanciales y estables sin necesidad de afectar la función de liquidez de los mercados financieros mundiales. También serviría como dispositivo de aviso y control para la sobre carga, que podría ser administrada conjuntamente con el impuesto sobre transacciones. La sobrecarga, latente mientras los mercados de divisas operaran con normalidad, no seria utilizada para incrementar la recaudación, esta funcionaria como un freno automático ante los ataques especulativos contra las monedas (siempre y cuando ocurran bajo este régimen). De este modo, ambos impuestos estarían plenamente integrados.

5. Iniciativas internacionales que promueven el impuesto Tobin

- Iniciativa Halifax es una coalición de grupos ecologistas, de promoción del desarrollo, de la justicia social y de la iglesia, sin animo de lucro.
- Centro para el Desarrollo Económico Medioambiental (Center for Environmental economic development), lanzó una declaración para ser firmada por ciudadanos y organizadores y una red relacionada con ellos en San Francisco, con académicos, abogados, grupos ecologistas y de promoción de desarrollo. Existen muchos grupos trabajando en asuntos relacionados con las finanzas.
- War on Want lanzó una campaña de apoyo al impuesto en abril de 1999, antes de las reuniones del banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. Se ha publicado un resumen y folleto sobre el Impuesto Tobin y el sistema financiero.

- ATTAC (Asociación para la Tasación de las Transferencias financieras y la Ayuda a los Ciudadanos). Se lanzó a partir del artículo “desarmar a los mercados” publicado en *Le Mode Diplomatique* por Ignacio Ramonet en diciembre de 1997. ATTAC se constituyó oficialmente en junio de 1998 por un grupo de empresas editoriales, sindicatos y asociaciones con el propósito de defender el impuesto Tobin y otras medidas políticas relacionadas con dicho impuesto. Seis meses más tarde, ATTAC contaba con alrededor de 5000 miembros y una docena de comités locales. Hoy en día tiene oficinas en varios países.
- CISDE, la coalición de agencias católicas por el desarrollo, ha estado defendiendo la idea de la tasación de la especulación sobre divisas en el CSD. Junto con Caritas Internacional y Justicia y Paz Europea, en 2000 lanzaron un documento sobre la transacción de divisas.

6. Comentarios Finales

Los economistas no parecen alcanzar un acuerdo sobre los efectos de los controles de capital. A la pregunta ¿son los controles una herramienta útil de política económica? Pueden aparecer tres tipos de respuestas diferentes.

El primer tipo responde a los seguidores de la más pura tradición keynesiana, dudan de la capacidad autoequilibradora de la economía real, confían en los acuerdos de tipo de cambio fijo, temen el potencial desequilibrador de los flujos de capital y confían en la capacidad de los funcionarios para optimizar la ejecución económica. Basando sus razonamientos en la literatura sobre ataques especulativos justifican que, bajo libre movilidad de capitales y tipos de cambio fijos, los especuladores pueden actuar contra las monedas nacionales, agotar las reservas de divisas de los bancos centrales y forzar a sucesivas devaluaciones. Por tanto sostienen que el impuesto tipo Tobin podría limitar los ataques especulativos y conceder cierto grado de autonomía monetaria a los gobiernos nacionales.

El segundo tipo, simbolizado por los monetaristas de la década de los setenta, confía en la capacidad autoequilibradora de la economía real, defienden los tipos de cambio flexibles, creen en el potencial equilibrador

de los flujos de capital y dudan de la capacidad de los funcionarios para optimizar la ejecución económica. Para estos autores, el impuesto no solo sería ineficaz sino potencialmente dañino, ya que interferiría en el proceso de asignación de recursos, impidiendo una distribución óptima del capital a nivel mundial y a lo largo del tiempo.

Finalmente, entre partidarios y detractores de un impuesto como el propuesto por Tobin, se sitúa un tercer grupo de economistas que no mantiene una posición definida. Estos autores son partidarios de sopesar los pros y los contras de gravar los movimientos internacionales de capital, efectuando un estudio más detallado de la propuesta. Afirman que es importante estudiar el tema de forma más precisa de lo que se ha hecho hasta ahora.

A pesar de la existencia de estos tres bloques claramente diferenciables, la mayoría de los economistas coinciden en un aspecto importante: los controles de capital tienen una efectividad limitada que permite a los gobiernos comprar tiempo, es decir, gozar de cierta autonomía temporal en la ejecución de sus políticas económicas.

A mi modo de ver las cosas, incluso si una propuesta de tipo Tobin no prospera en un futuro próximo, la campaña puede ser beneficiosa en el sentido de que puede poner en guardia a los políticos y a la opinión pública acerca de las cuestiones financieras internacionales y acentúa la necesidad de respuestas políticas internacionalmente coordinadas. La idea del impuesto y de una regulación global realmente tiene futuro. La generación de fondos para el desarrollo y protección del medio ambiente es una propuesta atractiva. Incluso si fracasa por la realidad del poder político, significaría un gran paso adelante, por su orientación hacia la cooperación intergubernamental y el fortalecimiento del concepto de ciudadanía universal.

De buenas intenciones está el mundo lleno dice el refrán, y el impuesto Tobin es un buen ejemplo de ello, concebido como un freno a la especulación es usado hoy como insignia del movimiento antiglobalización, sin importar lo mucho que protestara el padre de la idea.

7. Bibliografía

7.1. Bibliografía obtenida de revistas especializadas

ALONSO Neira, Miguel A.. (2001). *El impuesto de Tobin como una solución a las crisis de los mercados financieros internacionales*. Boletín económico de ICE, nº 2684, Del 5 al 18 de Marzo. Pp. 17-24

AGÜERA Sirgo, José Manuel. Garcia-Arias, Jorge. (2000). *Distorsiones del sistema financiero internacional. Un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas como alternativa*” Revista de Economía Mundial, nº 2, pp.9-39

INFORME SOBRE DESARROLLO MUNDIAL 2002, Capítulo 4, *Sistemas financieros*, pp. 75-96

M. LINDE, Luis. (2001). *El “impuesto” Tobin*, Cuadernos de información económica, nº 164. pp. 117-120

OREIRO, Jose Luis, Dias Rangel, Flavia. (2000). *Crises cambiais, profecias auto-realizáveis e o imposto Tobin*, Revista de Economía; Curitiba, Año 26, nº 24, pp. 7-25

SANTILLÁN, Javier. (2002). Aspectos estructurales de los mercados financieros mundiales: algunas claves, Papeles de economía española, nº 94, pp. 37-51

SANZ Serrano, Alberto. (2002). *¿Quién regula el sistema financiero internacional? Foros y normas*, ICE, nº 801, Agosto-septiembre, pp. 145-163

7.2. Bibliografía obtenida de internet.

ATTAC MADRID. (2000). *Síntesis sobre la tasa Tobin* en www.attacmadrid.org/d/1/020218queestastobin.html

AYLLÓN, Miguel Martín. (2002). *ATTAC en el teatro financiero*, en www.lahaine.org/internacional/financiero.htm

BORON, Atilio. (2001). *El nuevo orden imperial y cómo desmontarlo* en www.rebelion.org/izquierda/boron270801.htm

C. GAMBINA. Julio. *Resistencia internacional a la globalización neoliberal* en www.ecoportal.net/articulos/resistencia.htm

COMITÉ ATTAC- Mosela (Fr), *E01 (El impuesto Tobin)* en enattac.org/argentina/documentos/e01.htm.

EGUIAGARAY Ucelay, Juan Manuel. Intervención en el pleno del congreso a propósito de la PNL sobre la introducción de una tasa tipo Tobin en www.attacmadrid.org/d/1/011015intervencion.htm

E. MERINO Susana. (2001). *Tasa Tobin: 3 años de historia* en www.local.attac.org/granada/tobintax.htm

GROUPE DE RÉFLEXION D'ATTAC-LIÈGE.(2000). *Tasa Tobin, especulación y pobreza* en inicia.es/de/attac/ep.htm

HALIFX Initiative. (2001). El impuesto planteado por Tobin-Desenmascarando lo mitos en www.web.net/halifax

HARRIBEY, Jean-Marie. (2000). *¿La tasa Tobin contra el capitalismo financiero?* en www.inisoc.org/harribey.htm

JETIN, Bruno. "Unión Europea: ¡El impuesto Tobin aquí y ahora!" En www.attacmadrid.org/d/1/011220prensa.htm

LAVANDERO, Jorge. (2000). *Chile: Ponencia sobre un Impuesto Tobin a las transacciones financieras* en www.analitica.com/va/hispanica/documentos/2093106.asp

MUÑOZ A., Leopoldo. *¿Porque la Tasa Tobin?* en www.attac.cl/archivos/porquelatasatobin.htm

SÁNCHEZ Leytón, Rómulo. (2002) , *Tobin, mercados financieros y ayuda al desarrollo*, en www-ni.laprensa.com.ni/archivo/2002/abril/03/economia/economia-20020403-09.html

VARLIETTE, Jacqueline/Parodi. Sandrine Caquineau, Guillermo F.,. *Diez preguntas sobre la oportunidad y la viabilidad de un impuesto Tobin, Aquí y ahora.* En www.attacmadrid.org/d/1/010905diez.htm