

# Liberalización de los mercados financieros: ¿todos disfrutan del juego?

MARINA PONTI  
DAVIDE ZANONI

La globalización de la economía mundial avanza con rapidez, sobre todo en el ámbito de las finanzas internacionales. Sin embargo, las presuntas virtudes de la globalización distan mucho de concretarse y de distribuirse con equidad entre los países. La apertura de los mercados nacionales de capital a la inversión extranjera sigue siendo un componente importante del "consenso de Washington", aunque numerosos expertos argumentan que la libre movilidad de los capitales privados a principios de la década de 1990 fue una de las principales causas de las crisis financieras en los mercados emergentes.

La liberalización de las cuentas de capital trae beneficios iguales tanto a los países desarrollados como en desarrollo sólo en teoría. En la práctica genera crecientes beneficios de los inversores y bancos del Norte industrializado que pueden sacar provecho de las oportunidades para la diversificación de sus carteras de inversiones y la distribución eficiente de los ahorros y las inversiones mundiales. También ofrece mayores oportunidades de inversión y diversificación del riesgo a los países acreedores en un momento en que sus poblaciones en proceso de envejecimiento y con crecientes fondos de pensión buscan un mayor rendimiento de sus inversiones.

Un país puede sacar provecho de la mayor movilidad de capital sólo cuando su mercado financiero nacional está suficientemente estructurado. Por tanto, aunque una cuenta de capital abierta es un instrumento positivo para los países desarrollados financieramente, los países con mercados emergentes y economías en transición son constantemente socavados por fugas de capitales sin controles y por políticas de desregulación y liberalización repentinas y poco sólidas. En consecuencia, la mayor movilidad del capital provoca altos costos y beneficios limitados a los países con mercados emergentes sin instituciones financieras nacionales modernas ni sólidas y que son vulnerables a la volatilidad de los movimientos financieros.

Las crisis financieras de los años 90 mostraron que el proceso de liberalización es catastrófico cuando no se maneja en forma adecuada. La liberalización puede ser sumamente costosa y peligrosa para los países sin las debidas estructuras regulatorias bancarias o estructuras de supervisión, sin sistemas jurídicos y judiciales que funcionen y sin las salvaguardias contra la conducta de alto riesgo e inmoral. Lamentablemente, estas medidas no se aplican en los países emergentes. A pesar de su importancia, no es probable que tales medidas se implementen en el próximo plazo debido a la complejidad de los procesos en cuestión.

No obstante, existen medidas temporales que se pueden adoptar para proteger de la inestabilidad financiera a las economías nacionales vulnerables antes de que se instalen estructuras financieras fuertes. Entre otras se incluyen los límites al porcentaje entre el principal de un préstamo y el valor del activo que lo respalda, y al crédito al consumo, períodos máximos de amortización y porcentajes mínimos de entrega inicial. Otras medidas que reducen la vulnerabilidad de los sistemas financieros nacionales son la restricción de la deuda externa y controles prudenciales para limitar la afluencia de capitales.

La experiencia chilena con los controles de capitales en los años 90 es un ejemplo concreto de este tipo de medidas temporales. Chile restringió la afluencia de capitales en junio de 1991. Al principio, todos los ingresos de capitales eran sometidos a un depósito de reserva del 20% sin intereses. En los casos de plazos inferiores a un año, los depósitos se aplicaban durante todo el período de la afluencia, mientras en los casos de plazos más largos, el requisito de la reserva era de un año. En julio de 1992, la tasa de la reserva se elevó al 30%, y su período de retención se fijó en un año, independientemente del plazo del movimiento de capital. Los resultados alcanzados por las autoridades con esta política han sido:

- El descenso del volumen de la afluencia de capitales de corto plazo y el aumento de los de plazos más largos. Como se muestra en el Cuadro 1, la reducción en los movimientos de corto plazo fue plenamente compensada por incrementos equivalentes de entradas de capital de largo plazo. De esta manera, el control de capitales no redujo la afluencia global de capitales a Chile;
- La disminución de la vulnerabilidad del país a la inestabilidad financiera internacional;
- La capacidad del Banco Central de aplicar una política monetaria independiente (a pesar de la presencia de tipos de cambio fijos) y de mantener un elevado diferencial entre las tasas de interés nacionales e internacionales.

**CUADRO 1**

Afluencia de capitales (bruta) a Chile (USD millones)						
AÑO	MOVIMIENTOS DE CORTO PLAZO	PORCENTAJE DEL TOTAL	MOVIMIENTOS LARGO PLAZO	PORCENTAJE DEL TOTAL	TOTAL	DEPÓSITOS*
1988	916.564	96,3	34.838	3,7	951.402	/
1989	1.452.595	95,0	77.122	5,0	1.529.717	/
1990	1.683.149	90,3	181.419	9,7	1.864.568	/
1991	521.198	72,7	196.115	27,3	717.313	587
1992	225.197	28,9	554.072	71,1	779.269	11.424
1993	159.462	23,6	515.147	76,4	674.609	41.280
1994	161.575	16,5	819.699	83,5	981.274	87.039
1995	69.675	6,2	1.051.829	93,8	1.121.504	38.752
1996	67.254	3,2	2.042.456	96,8	2.109.710	172.320
1997	81.131	2,8	2.805.882	97,2	2.887.013	331.572

\* Depósitos en el Banco Chile debido a requisitos de reserva.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este ejemplo muestra que medidas temporales como la restricción de la afluencia de capitales son instrumentos útiles que salvaguardan la estabilidad financiera, impiden las crisis financieras y estimulan la afluencia de capitales de largo plazo. De esta manera, sin un sistema financiero internacional estable y sólido, los controles de capital pueden considerarse opciones de política válidas, seguras y valiosas para fomentar el desarrollo.

El informe del Secretario General de las Naciones Unidas redactado para el proceso preparatorio de la conferencia Financiación para el desarrollo (FpD), que se realizará en México en marzo del 2002, los controles de capital son mencionados en el artículo 21 como una medida temporal para proteger la estabilidad nacional. Sin embargo, el texto subraya que los controles de capital no deben sustituir la aplicación de reformas adecuadas del sistema financiero. Nosotros respaldamos este argumento, aunque reiteramos que tales reformas no se aplican en lo absoluto en la mayoría de los mercados emergentes. Mientras tanto, la comunidad internacional debería recomendar y apoyar medidas inmediatas para proteger la estabilidad financiera nacional.

Además, el llamado dilema político de la “imposibilidad de la sagrada trinidad” —o sea, lograr una movilidad libre de capitales, una tasa de cambio fija y una política monetaria independiente en forma simultánea— es falso. No existe un argumento ni evidencia válidos que apoyen la necesidad de la plena liberalización de los mercados y movimientos de capital a cualquier costo. Por el contrario, los gobiernos nacionales deben aplicar medidas *ad hoc* para controlar los movimientos de capital, específicamente diseñadas y aplicadas individualmente para cada país, con el fuerte apoyo de las instituciones internacionales. Un argumento adicional en respaldo de las medidas de control de capital es el reconocimiento de la naturaleza especulativa de una proporción sustancial de la afluencia de capitales financieros.

Para conseguir el objetivo del control de capitales se debe analizar la composición de los movimientos financieros y su capacidad para apoyar el desarrollo. En las últimas dos décadas, la combinación de liberalización, especulación e innovación tecnológica dio pie a un sistema de enormes dimensiones que se rige más por los rumores que por los principios económicos. Los protagonistas de este sistema, entre otros, son los bancos comerciales y de inversión, que intercambian USD 1.862 millones diariamente en transacciones monetarias y transacciones en mostrador. Así mismo, el mercado monetario ha crecido. El Cuadro 2 muestra que las transacciones de divisas crecieron de USD 18.300 millones por día en 1977 a USD 1,5 billones en 1998. Si se agregan las transacciones derivadas, esta cifra equivale a casi USD 1,6 billones. Además, de 1977 a 1998 la relación entre el valor monetario anual en divisas y las exportaciones extranjeras aumentó de 3,51 a 55,97, mientras la relación entre las reservas de los bancos centrales y las actividades diarias en divisas se redujo de 14,5 a 1.

## CUADRO 2

Volumen diario promedio de los mercados de cambio monetario en 1998, según plazo del contrato (USD millones)						
VENCIMIENTO	2 DÍAS	3-7 DÍAS	1 AÑO	>1 AÑO	TOTAL	%
1. Al contado (Spot)	577.737				577.737	40,1
2. Simple		65.892	58.680	5.099	129.671	9,0
3. A término						
4. Swap de divisas		530.683	192.592	10.847	734.122	50,9
<b>Total</b>	<b>577.737</b>	<b>596.575</b>	<b>251.272</b>	<b>15.946</b>	<b>1.441.530</b>	<b>100,0</b>
<b>%</b>	<b>40,1</b>	<b>41,4</b>	<b>17,4</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>	

Fuente: B.I.S. (1998)

El Cuadro 3 muestra que el 40,1% de los contratos son transacciones al contado con vencimiento a dos días, que 41,7% son transacciones de tres a siete días y que sólo 1,1% duran más de un año. Se debe señalar que los contratos monetarios son exclusivamente especulativos. Este mercado está más allá de todo control público y está totalmente desconectado de las actividades productivas.

## CUADRO 3

Reservas oficiales, comercio de divisas y exportaciones, 1977-98					
AÑO	RESERVAS OFICIALES (USD MIL MILLONES)	RESERVAS+ ORO (USD MIL MILLONES)	FACTURACIÓN MUNDIAL DIARIA* (USD MIL MILLONES)	RESERVAS FACTURACIÓN DIARIA	
	(1)	(2)	(3)	(1)/(3)	(2)/(3)
1998	1.636,1	1.972,0	1.500,0	1,0	1,3
1995	1.347,3	1.450,0	1.190,0	1,1	1,2
1992	910,8	1.022,5	820,0	1,1	1,2
1989	722,3	826,8	590,0	1,2	1,4
1986	456,0	23,0	270,0	1,7	2,0
1983	339,7	494,6	119,0	2,8	4,2
1980	386,6	468,9	82,5	4,7	5,7
1977	265,8	296,6	18,3	14,5	16,2

\* Contratos derivados excluidos

Fuente: B.I.S. (1998)

Este sector de la economía creció a un ritmo increíble en comparación con el comercio internacional de bienes y servicios. La cantidad total de bienes comercializados en 1998 ascendió a USD 6.700 millones, registrándose un crecimiento del 14% a partir de 1995. Las actividades financieras representan 76 veces más recursos financieros que el comercio mundial de productos y servicios: por cada dólar gastado en el comercio, se invierten USD 75 en activos financieros. En los mercados financieros, los rendimientos —y los riesgos— monetarios son mucho más elevados que en la economía real, por lo cual cada vez más recursos se desplazan de las inversiones productivas y de largo plazo a la especulación. Los controles de capital pueden, como mostró el caso de Chile, permitir que los gobiernos fomenten las inversiones de largo plazo y desestimen las de corto plazo encareciéndolas.

Como indica el cuadro, las dimensiones monstruosas de la afluencia de capitales privados en los mercados financieros afecta gravemente la capacidad de los bancos centrales para reaccionar ante un ataque especulativo. Las reservas mundiales de los bancos centrales equivalen a lo que se comercia en un día de transacciones monetarias en los mercados financieros, y las cifras de marzo de 1999 indican que esta situación se está agravando. Dos asuntos controvertidos exigen una inmediata reacción:

- El volumen de movimientos de capitales de corto plazo, en especial las tremendas entradas y salidas de capitales especulativos (transacciones al contado), conducen a una importante inestabilidad de las tasas de cambio;
- La excesiva liquidez de los mercados financieros significa que las instituciones nacionales como los bancos centrales no son capaces de proteger las monedas nacionales de los ataques especulativos. Tradicionalmente, los bancos centrales compran y venden sus monedas nacionales en los mercados internacionales para mantener el valor de la moneda relativamente estable. El banco compra moneda cuando un exceso causado por la liquidación de un inversor amenaza con reducir el valor de la moneda. En el pasado, los bancos centrales tenían reservas suficientes para compensar toda liquidación o ataque. En la actualidad, los especuladores tienen mayores fondos de dinero que todos los bancos centrales juntos del mundo. 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.

La comunidad internacional debe encarar esta nueva situación y diseñar nuevas reglas e instituciones capaces de garantizar la estabilidad y un crecimiento más equitativo del sistema. La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Finanzas para el Desarrollo representa un hecho histórico para fomentar un diálogo constructivo acerca de estos temas entre los distintos actores: gobiernos, organismos de la ONU, instituciones financieras internacionales (incluso la OMC), la sociedad civil y el sector privado. La agenda de la reunión incluye la mayoría de los principales desafíos actuales. Entre otros: recursos nacionales para el desarrollo, movimientos financieros privados, comercio, asistencia oficial al desarrollo, deuda y la arquitectura financiera internacional.

Durante el proceso preparatorio y la conferencia FpD en sí, la sociedad civil habrá de monitorear las decisiones adoptadas. Si estas no son las adecuadas, entonces se perderá otra valiosa oportunidad. La sociedad civil espera que se desarrolle una discusión fructífera sobre la aplicación de un impuesto a las transacciones monetarias (ITM) en el contexto de esta conferencia. Un estudio del ITM fue recomendado por la Sesión Especial sobre Desarrollo Social de la Asamblea General de las Naciones Unidas, celebrada en Ginebra en junio del 2000. El Secretario General de la ONU, Kofi Annan, designó una comisión de alto nivel presidida por el ex presidente mexicano Ernesto Zedillo. Se espera que el informe de la comisión, cuya publicación está prevista para mayo del 2001, contenga propuestas concretas y eficaces.

La sociedad civil y académicos de muchos países realizaron estudios sobre la factibilidad económica de los impuestos a las transacciones monetarias. Los impuestos a las transacciones monetarias son impuestos internacionales uniformes pagaderos sobre todas las transacciones al contado que implican la conversión de una moneda a otra, tanto en los mercados nacionales de valores como en los mercados de divisas. Desalentarían la especulación encareciendo el comercio de monedas. El volumen de los movimientos de capitales de largo plazo disminuiría, causando una mayor estabilidad de la tasa de cambio.

Alcanzar dicha estabilidad mediante impuestos exigiría tasas altas, sin embargo, lo cual obstruiría seriamente el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Un pequeño cobro de las transacciones financieras internacionales no causaría distorsiones, pero tampoco inhibiría la conducta especulativa en los mercados de divisas. Una posible solución intermedia, sugerida por Paul Bernd Spahn, profesor de la Universidad de Francfort, tendría una estructura de dos niveles: el impuesto de tasa mínima a las transacciones y un sobrecargo cambiario que, como medida contra la especulación, sólo se aplicaría en períodos de turbulencia de la tasa de cambio.

El impuesto de tasa mínima a las transacciones funcionaría en forma constante y recaudaría ingresos cuantiosos y estables, sin perjudicar la función normal de los mercados financieros mundiales. También serviría como elemento de control para el sobrecargo cambiario, que se administraría conjuntamente con el impuesto a las transacciones. El sobrecargo cambiario, que estaría latente siempre que los mercados de cambio operen normalmente, no se utilizaría para recaudar ingresos, pero funcionaría como un freno automático del circuito en el caso de ataques especulativos contra las monedas. Un cargo mínimo nominal de, por ejemplo, dos puntos de base de las transacciones de cambio extranjero, elevaría el costo del capital en forma insignificante y probablemente no tendría

efectos sobre el volumen de las transacciones relativas a las conversiones monetarias. El sobrecargo cambiario evitaría los efectos negativos de otras medidas de política monetaria que sacrifican valiosas reservas internacionales u ofrecen tasas de interés excesivamente generosas para combatir los ataques especulativos. También eliminaría la dependencia de los salvatajes recurrentes de los bancos centrales y reduciría la conducta inmoral y los impactos de las crisis financieras.

En resumidas cuentas, la aplicación de los impuestos a las transacciones monetarias:

- Reduciría los movimientos especulativos monetarios y de capitales de corto plazo;
- Reforzaría la autonomía de la política nacional;
- Restauraría la capacidad impositiva de los países socavados por la globalización de los mercados;
- Distribuiría las presiones impositivas en forma más equitativa entre los distintos sectores de la economía; y
- Rastrearía los movimientos de capitales para combatir la evasión impositiva y el lavado de dinero.

Además, los impuestos a las transacciones monetarias podrían recaudar recursos con fines de desarrollo. Sin embargo, los ingresos generados no deberían sustituir el cumplimiento de compromisos fundamentales, como el nivel acordado internacionalmente de la Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD), iniciativas adecuadas de reducción y cancelación de la deuda externa y acuerdos comerciales más equitativos. Todos estos compromisos cruciales serán discutidos en la conferencia FpD.

La sociedad civil trabajará mucho para que la conferencia sea un éxito. Nuestro objetivo general es la definición —en un proceso participativo y transparente— de nuevas reglas de un sistema financiero internacional basado en una redistribución más equitativa de costos y beneficios. La redistribución debe ser el centro de la agenda política de la conferencia, como lo debe ser en el nuevo milenio, para que podamos conquistar el desarrollo social y económico para todos. ■

Mani Tese  
<rel.esterne@manitese.it>

Universidad de Castellanza-LIUC