

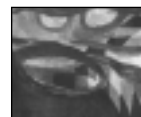
# El impuesto de Tobin como una solución a las crisis de los mercados financieros internacionales

MIGUEL A. ALONSO NEIRA\*

*El incremento del volumen de los movimientos internacionales de capital, la liberalización de los mercados financieros y las crisis financieras que todo ello ha originado en los últimos años, ha renovado el interés por la propuesta de gravar los movimientos de capital transfronterizos. En este artículo se hace referencia al «impuesto de Tobin» como una modalidad de control de los movimientos de capital. En primer lugar, se describen las características y funciones de este impuesto, para posteriormente analizar los argumentos a favor de gravar los movimientos de capital especulativo a corto plazo. El artículo finaliza con una descripción de las críticas a este impuesto y de otras propuestas de investigación.*

*Palabras clave: mercados financieros, movimiento de capitales, libre circulación de capitales, imposición indirecta, impuestos.*

*Clasificación JEL: F20, G15.*



COLABORACIONES

## 1. Introducción

El volumen de movimientos internacionales de capital se ha incrementado de forma impresionante en los últimos años. Las fuerzas que han impulsado a inversores y prestatarios hacia los mercados internacionales de capital, incluyen la modernización de las telecomunicaciones y la informática (que han reducido los costes de intermediación financiera internacional), así como una relajación de los controles de capital.

La eliminación de las restricciones sobre las transacciones financieras internacionales se ha

visto motivada por el deseo de mejorar la eficiencia económica y financiera. Conforme a la literatura neoclásica, la libre movilidad de capitales facilita una asignación eficiente del capital hacia sus usos más productivos y permite que los agentes nivelen su nivel de consumo intertemporal alcanzando un mayor grado de bienestar.

No obstante, la liberalización de los mercados financieros también ha supuesto importantes desafíos para los gobiernos nacionales. Algunos episodios relativamente recientes como el *crash* de las bolsas internacionales de octubre de 1987, la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992 y 1993, la crisis del peso mexicano de finales de 1994 (que se propagó a gran parte de Iberoamérica), la tormenta bursátil de 1997, o la crisis de los mercados asiáticos de 1998, han quebrado el aparente consenso que existía en torno al proceso de liberalización financiera, relanzando el debate sobre la conveniencia de limitar los movimientos de capital especulativo a corto plazo.

\* Profesor titular interino de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. MSc in Economics, Universidad de Essex (Gran Bretaña). Quiero expresar mi gratitud a los profesores Ramón Febrero (U. Complutense), George Chouliarakis (U. de Essex), Apostolis Philippopoulos (U. de Atenas y U. de Essex) y Craig Brett (London School of Economics) por los útiles comentarios y sugerencias recibidos sobre la versión en inglés de este trabajo. Por otro lado, agradezco a la Fundación «la Caixa» y al British Council la financiación recibida para cursar estudios en Gran Bretaña, período durante el cual se ha redactado este artículo. Todos los posibles errores cometidos son responsabilidad del autor.

La dureza de estas crisis junto a la idea de que, en algunos casos, los ataques especulativos no están motivados por la evolución de los «fundamentos económicos», sino por rumores, burbujas, efectos de contagio o «expectativas autorrealizadas» (1), han provocado la aparición de actitudes más intervencionistas hacia los mercados de divisas.

Gran parte del debate respecto a la deseabilidad de los flujos de capital privado, parte de diferentes supuestos acerca de la eficiencia de las decisiones intertemporales privadas. Así, aunque la mayoría de los economistas coinciden en la idea de que los mercados logran una correcta asignación estática de los recursos, existe una fuerte tradición que desconfía de los llamados «comportamientos especulativos» (por ser contrarios a los intereses de la colectividad) recomendando la adopción de restricciones sobre los movimientos de capital a corto plazo (2).

En los últimos treinta años, las propuestas de control efectuadas en la literatura académica abarcan desde el «*throwing sand in the wheels*» de James Tobin (o los requerimientos de depósito sin intereses sugeridos por Eichengreen, Tobin y Wyplosz, 1995), hasta una completa prohibición de los movimientos de capital a corto plazo, pasando por el impuesto de igualación de intereses (*IET*) aplicado por los Estados Unidos durante la crisis del sistema de *Bretton Woods* (y propuesto en la década de los ochenta por Liviatan, 1980) o el sistema de tipos de cambios duales sugerido R. Dornbusch en 1986.

No obstante, la idea de contener la especulación en los mercados financieros había surgido muchos años antes. En 1936, en *The General Theory of Employment, Interest and Money*, J.M. Keynes comparaba las actividades especulativas a

las operaciones de un casino alegando que, en interés público, debían ser «inaccesibles y caras»:

«Generalmente se admite que, en interés público, los casinos deben ser inaccesibles y costosos, y tal vez esto mismo sea cierto en el caso de las bolsas de valores. El hecho de que los pecados de la bolsa de valores de Londres sean menores que los de Wall Street, quizá no se deba tanto a las diferencias de carácter nacional, como a la circunstancia de que para el inglés de tipo medio, Throgmorton Street es inaccesible y muy costosa comparada con Wall Street... La comisión del corredor de Bolsa, los fuertes cargos de los comisionistas y el pesado impuesto sobre operaciones..., gastos todos estos que acompañan a las operaciones en la bolsa de valores de Londres, reducen la liquidez del mercado... lo bastante para eliminar gran parte de las operaciones de Wall Street. *La implantación de un fuerte impuesto sobre todas las operaciones de compraventa podría ser la mejor reforma disponible con el objeto de mitigar en Estados Unidos el predominio de la especulación sobre la empresa...*».

En los años setenta, varios autores trasladaron esta reflexión no sólo a los mercados de valores (J. Stiglitz, 1989; L. Summers & V. Summers, 1989), sino también a los mercados de divisas. En 1972, en una conferencia pronunciada en Princeton en honor de J. A. Schumpeter (3) (y, posteriormente, en 1978), James Tobin, discípulo de Keynes y premio Nobel de Economía en 1981, propuso «arrojar arena en las ruedas» bien engrasadas de los mercados monetarios internacionales, adoptando un impuesto que gravara todas las conversiones de moneda *spot*. Conforme a esta teoría, un impuesto proporcional, uniforme y reducido (de un 0,5 por 100) desincentivaría los movimientos de capital especulativo, reduciendo la volatilidad de los mercados financieros e incrementando la efectividad de las políticas macroeconómicas.

Durante años, la literatura académica no prestó especial atención a la propuesta del profesor Tobin. No obstante, en los primeros años de la década de los noventa, la retirada de los controles de capital en Europa, la ruptura del SME y la cri-

(1) Los cambios que se espera prevalezcan tras un ataque especulativo exitoso, pueden anticipar este ataque aun cuando el gobierno siga políticas consistentes con la sostenibilidad del régimen de tipo de cambio. Un ataque autorrealizado es aquel en el que la variación del régimen de tipo de cambio genera un cambio fundamental en la senda óptima de la política económica. Por ejemplo, si se espera que se suavice la política monetaria tras un ataque especulativo exitoso, es posible que las expectativas del mercado puedan generar el desplome de un sistema que, en otras circunstancias, hubiera sido viable. Véase al respecto Dooley (1996), EICHENGREEN y WYPLOSZ (1993) y GROS (1992).

(2) Véase al respecto DOOLEY (1995).

(3) Publicada dos años después como *The New Economics One Decade Older*.



**COLABORACIONES**

sis del peso mexicano (4), han renovado el interés por la propuesta de gravar los movimientos de capital transfronterizos.

## 2. El impuesto de Tobin: características y funciones

Siguiendo a Felix (1995) las características del impuesto de Tobin (*TT* desde este momento: Tobin Tax) podrían resumirse en cuatro puntos:

1. *El impuesto debería aplicarse al menos por todos los países de moneda clave 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, el profesor Tobin sugirió que el impuesto se situara entre el 0,5 por 100 y el 1 por 100 del valor de las operaciones efectuadas. No obstante, 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 por 100 (o incluso el 0,1 por 100).

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

Aunque en 1978, el profesor Tobin propuso gravar todas las operaciones de contado, tras un trabajo de P.B. Kenen (1996), sugirió que el impuesto también debería extenderse a los contenidos *spot* de los *swaps* de divisas y de las operaciones *forward*.

3. *La recaudación del impuesto se ingresaría en un fondo central controlado por una institución internacional: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, las Naciones Unidas o el Banco de Pagos Internacionales.*

La mayoría de los ingresos recaudados se destinaría a la financiación de programas interna-

cionales (medioambiente, desarrollo, fuerzas de pacificación...). No obstante, sería deseable permitir que algunos países mantuviesen parte de la recaudación obtenida (por ejemplo, los países más pobres podrían retener el 100 por 100 del ingreso).

4. *Diferentes países, previo consentimiento del FMI, podrían formar áreas monetarias dentro de las cuales no se aplicaría el impuesto.*

## 3. Argumentos a favor de gravar los movimientos de capital especulativo a corto plazo

En 1996, James Tobin señalaba que el objetivo de su impuesto no era maximizar el ingreso, sino mejorar la eficiencia de los mercados financieros en la asignación de recursos, desincentivando los flujos de capital a corto plazo, reduciendo la volatilidad de los tipos de cambio y restaurando parte de la autonomía monetaria perdida en el proceso de integración financiera internacional.

Se han utilizado varios razonamientos para justificar la adopción de un impuesto sobre las transacciones de divisas:

- *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 dos de 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 adversos sobre el comercio y la inversión (5): la volatilidad genera incertidumbre sobre la evolución de los precios dificultando la toma de decisiones efectivas.

Eichengreen, Tobin y Wyplosz (1995) sostienen que la volatilidad de los tipos de cambio (y de los tipos de interés), inducida por la especulación y los flujos de capital a corto plazo, puede tener consecuencias devastadoras para una economía en su conjunto. En este sentido, un *TT* penalizaría las

(4) En abril de 1995, el presidente de la Reserva Federal Alan GREENSPAN afirmaba ante el Congreso de los Estados Unidos: «México ha sido la primera víctima... del nuevo sistema financiero internacional», en el que las modernas comunicaciones electrónicas permiten que los flujos de «dinero caliente» se muevan alrededor del mundo de forma mucho más rápida. (Véase DAVIDSON, 1997)

(5) TORNELL (1985) desarrolla un modelo en que la creciente volatilidad, provocada por las transacciones de capital privadas, suscita un nivel de inversión real inferior al óptimo, ya que los inversores valoran la opción de esperar más tiempo antes de hacer inversiones reales irreversibles en un país.



COLABORACIONES

operaciones a corto plazo, reduciendo la volatilidad de los flujos de capital y de los tipos de cambio.

No obstante, ¿podría el impuesto desincentivar la especulación desestabilizadora sin, al mismo tiempo, limitar la inversión estabilizadora a largo plazo?

Frankel (1996) demuestra que un impuesto reducido sobre las transacciones de divisas penalizaría las operaciones a corto plazo mucho más que las transacciones a largo plazo. Suponiendo que la tasa de rentabilidad de un país fuera del  $i$  por ciento 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 los que se mantendría una posición exterior.

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

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

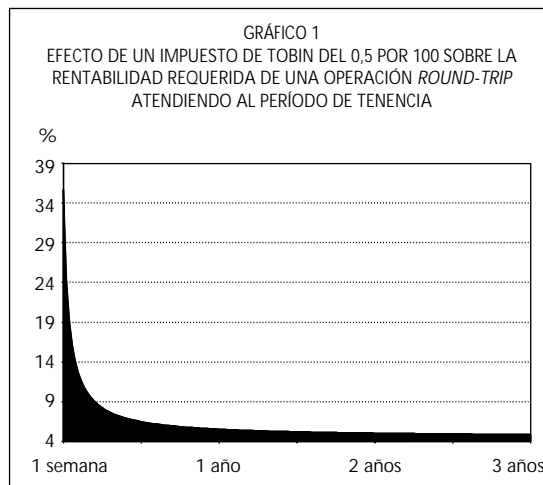
despejando la tasa de rentabilidad requerida en el exterior ( $i^*$ ):

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

Por tanto,

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

Utilizando la ecuación [3], el Gráfico 1 muestra el efecto de un  $TT$  del 0,5 por 100 sobre la rentabilidad de una operación *round-trip* en activos extranjeros atendiendo al período de tenencia (6). Es evidente que el impuesto penaliza las inversiones a corto plazo cuanto menor es



el período de tenencia. (Por ejemplo, la tasa de rentabilidad requerida sobre los activos extranjeros cuando el horizonte temporal es de una semana es de un 35,65 por 100 para un impuesto del 0,5 por 100, y un tipo de interés doméstico del 4 por 100)

Pero... ¿por qué una reducción de la especulación debería reducir la volatilidad en los mercados financieros?

Summers y Summers (1989) señalan que es posible distinguir dos tipos de estrategias especulativas cuando analizamos el comportamiento de los operadores en los mercados financieros:

a) 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 (7). Este sería el tipo de especuladores («estabilizadores») al que se refieren los autores monetaristas (basados en Friedman, 1953) cuando defienden la importancia de su presencia en los mercados financieros.

b) El segundo tipo de estrategia implica un *feedback* positivo. Los operadores compran cuando los precios suben (8) y venden cuando caen. Esta estrategia tenderá a desestabilizar los mercados, incrementando su volatilidad. Los economis-

(7) Esta sería la estrategia desarrollada por los *market makers* en los mercados de valores.

(8) Ya que esperan que los precios continúen subiendo.



COLABORACIONES

(6) Es decir, atendiendo al horizonte temporal que transcurre entre el momento de adquisición y el de venta.

tas keynesianos se refieren a este tipo de especuladores («desestabilizadores») cuando defienden la adopción de un impuesto que *limite* su presencia en los mercados financieros. Estos autores sostienen que un *TT* 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 divergencias 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 (1978) para la adopción 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 cierto margen de maniobra para la utilización de la política monetaria con fines de estabilización interna.

Actualmente, los defensores del *Tobin Tax* acuden a la «trinidad inconsistente» (9) para justificar su adopción. Limitando 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.

No obstante, Eichengreen, Tobin y Wyplosz consideran que este argumento no debería exagerarse: el *TT* no permitiría que las autoridades económicas nacionales ignorasen las repercusiones internacionales de sus políticas, por lo que seguiría siendo nece-

(9) Durante años la literatura académica ha advertido sobre la incompatibilidad teórica de los tipos de cambio fijos (o fijos entre bandas), la libre movilidad de capitales y la descoordinación de las políticas económicas (especialmente las políticas monetarias). Esta situación denominada «trinidad inconsistente», ha sido un elemento clave de la ruptura de los sistemas de paridades fijas en los últimos treinta años: Bretton Woods, serpiente monetaria europea, y la crisis del SME de 1992. Bajo libre movilidad de capitales, un país no puede mantener políticas monetarias independientes y gozar al mismo tiempo de estabilidad monetaria.

saria la coordinación de la política macroeconómica entre los principales gobiernos. Estos autores, sostienen que las restricciones sobre la libre movilidad de capitales nunca deberían observarse como una medida alternativa a la corrección de las políticas económicas inconsistentes, no obstante, podrían actuar como una herramienta temporal que proporcionara a los políticos cierto margen de maniobra para adoptar las medidas oportunas (argumento del «cinturón de seguridad»).

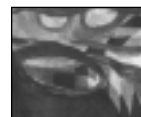
- *Un impuesto sobre las transacciones de divisas tendría un gran potencial recaudador.*

Cada vez más problemas adquieren una dimensión mundial —medio ambiente, hambre y financiación del desarrollo, operaciones de pacificación internacionales, ayuda económica a países afectados por desastres naturales. Actualmente, la comunidad internacional tiene pocos recursos para afrontarlos (10). En este sentido, podría ser necesario adoptar un pequeño impuesto que gravara la actividad económica internacional con el objeto de obtener fondos para la cooperación internacional y la provisión de bienes públicos mundiales.

En 1994, el Informe sobre Desarrollo Humano de las Naciones Unidas afirmaba: «una fuente de fondos lógica para adoptar una respuesta global a las amenazas mundiales, consistiría en establecer un conjunto de tasas sobre las transacciones globalmente importantes o las emisiones contaminantes... Una opción sería adoptar un impuesto sobre los movimientos internacionales de capital especulativo...».

Frankel (1996) y Felix y Sau (1996), intentan proyectar el volumen de ingresos que este impuesto podría generar, utilizando diferentes estimaciones de los costes de transacción antes del impuesto y de la elasticidad precio de demanda de divisas. Frankel predice que un impuesto del 0,1 por 100 recaudaría 116 mil millones de dólares, mientras que Felix y Sau alcanzan una cifra comparable de 148 mil millones de dólares. Igualmente, Felix y Sau ofrecen una gama de estimaciones para un tipo impositivo del 0,25 por ciento, situando la recaudación entre 205 y 267 mil millones de

(10) Según UI HAQ, KAUL y GRUNBERG (1996) el gasto público internacional en bienes públicos mundiales asciende a un mero 0,3 por 100 de los presupuestos de un pequeño número de países donantes.



COLABORACIONES

dólares. Finalmente, Kaul *et al* (1996) sitúan los ingresos del impuesto entre 90 y 270 mil millones de dólares dependiendo del tipo impositivo.

En cuanto a la división del ingreso procedente del impuesto, Tobin (1996) sugiere que los países más pobres retengan el 100 por 100 de la recaudación y que, en cualquier caso, cada nación conserve el 50 por 100 de los ingresos y elija entre los proyectos acordados a nivel internacional, aquel al que debería destinarse el 50 por 100 restante.

#### 4. Críticas al impuesto de Tobin

Tradicionalmente la literatura neoclásica utiliza los siguientes argumentos en contra de la adopción de un impuesto sobre las transacciones de divisas:

- *En ausencia de otras distorsiones, el TT alteraría las decisiones intertemporales (consumo y ahorro) de los agentes reduciendo su nivel de bienestar.*

Una conclusión básica de la economía del bienestar es que tanto los ahorradores como los prestatarios obtienen beneficios privados de su acceso a los mercados internacionales de capital. La libre movilidad de capitales permite que los agentes nivelen su consumo intertemporal alcanzando un mayor nivel de bienestar (11).

- *El impuesto de Tobin no sería efectivo dado que los inversores podrían evitarlo fácilmente (12).*

(11) El beneficio en términos de bienestar del «comercio intertemporal» sería idéntico al beneficio derivado del «comercio intratemporal» de bienes y servicios.

(12) No obstante, los trabajos sobre la efectividad de los controles de capital han sufrido de falta de definición acerca de lo que debería ser un programa de controles efectivo. A corto plazo, los controles generan diferenciales de tipos de interés *onshore-offshore*, sin embargo, la evidencia acumulada apunta hacia una ineficacia generalizada de los controles a la hora de mantener un tipo de cambio insostenible (o un régimen político inconsistente) más allá del corto plazo. Existe una evidencia considerable de que ningún tipo de control ha logrado evitar los ataques especulativos sobre los sistemas de paridades fijas. No obstante, se reconoce que los controles prolongan la vida de un régimen político inconsistente (con la sostenibilidad de su tipo de cambio), aunque no pueden sostenerlo a perpetuidad. Los controles permiten «comprar tiempo», alterando y ralentizando el mecanismo a través del cual un régimen político inconsistente es forzado a desplomarse, aunque no alteran el resultado final. (Véase al respecto DOOLEY, 1996.)

Por esa razón, aquellos autores que contemplan los controles como un recurso a corto plazo que permite a los gobiernos «comprar tiempo» para reaccionar y ajustar sus políticas económicas, señalan que los controles son efectivos. Por el contrario, aquellos que estudian el desplome de los regímenes de tipo de cambio, y

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

El TT podría evadirse: 1) mediante el desplazamiento de las operaciones hacia paraísos fiscales o 2) 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 desplazarían hacia paraísos fiscales como las Islas Caimán. No obstante, Kenen (1996) señala que esto podría evitarse aplicando el impuesto a una tasa penalizadora 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.

Respecto a la segunda forma de evasión, Kenen considera que podría evitarse no sólo gravando las operaciones *spot*, sino también las operaciones *forward*, los *swaps* de divisas y los futuros financieros. No obstante, la ingeniería financiera siempre encontraría nuevas formas de elusión del impuesto, por lo que éste debería extenderse continuamente para intentar taponar todas las vías de escape.

- *La administración del impuesto conduciría a corrupción y a actividades indeseables de «búsqueda de rentas».*

Dooley (1996) se pregunta si los gobiernos permanecerían virtuosos después de la adopción del impuesto. ¿Cómo utilizarían los gobiernos los ingresos procedentes de esta nueva forma de gravamen?:

«Los defensores de estos impuestos asumen que los ingresos se destinarían a buenas labores internacionales (por ejemplo, la financiación de las fuerzas pacificadoras en conflictos bélicos). Esto plantea la cuestión de por qué no se emplean ahora más recursos, obtenidos de los impuestos tradicionales, en estas labores. Parece extraordinariamente inverosímil que los gobiernos encuentren óptimo

observan que estos vienen frecuentemente precedidos por la imposición de restricciones sobre la libre movilidad de capitales, señalan que son inefectivos.



COLABORACIONES

dedicar todos los ingresos del nuevo impuesto a un único objetivo político, especialmente uno elegido por una organización internacional».

Igualmente, Frankel (1996) considera que no existen razones para pensar que el sector público gaste necesariamente los recursos de forma más eficiente que el sector privado.

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

En 1953, Milton Friedman escribía sobre las ventajas de los tipos de cambio flexibles y la libre movilidad de capitales frente a la rigidez del sistema de paridades fijas de *Bretton Woods* (13). Concretamente, afirmaba que la especulación sería *estabilizadora* en un mercado de divisas competitivo: los flujos de capital a corto plazo provocarían una convergencia de los tipos de interés, optimizando la asignación global del capital físico y mejorando la eficiencia del sistema económico. Por tanto, concluía que cuanto mayor fuera el volumen de especulación, más rápido sería el movimiento hacia el equilibrio de los mercados de divisas.

A finales de los setenta, tras la defunción del sistema de *Bretton Woods*, la posición de Friedman llegó a ser el credo dominante entre los principales economistas americanos, que estimularon el desplazamiento de los países industrializados y de los países en vías de desarrollo hacia los tipos de cambio flexibles y la retirada de los controles de capital.

Actualmente, los herederos de la tradición monetarista sostienen que la penalización de las operaciones especulativas «estabilizadoras» afectaría a la asignación óptima del capital y ralentizaría la velocidad de ajuste de los mercados financieros.

## 5. Comentarios finales y propuestas de investigación

En los umbrales del siglo XXI, 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 responder tres tipos de economistas diferentes:

- El primero responde al perfil de aquellas personas que alcanzaron los Acuerdos de *Bretton Woods* en 1944. Estos autores (J. Tobin, B. Eichengreen, Ch. Wyplosz, A. Rose...), 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 (Krugman, Obstfeld, Sachs y Park...) 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 de Tobin podría limitar los ataques especulativos y conceder cierto grado de autonomía monetaria a los gobiernos nacionales.

- El segundo tipo (M. Dooley, D. Gros, P. Garber, N. Thygesen...), 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 de Tobin no sólo 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 del *Tobin Tax*, 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. Así, autores como J. Frankel (1996) o O. Jeanne (1996), afirman que es importante estudiar el tema de forma más precisa de lo que se ha hecho hasta ahora.

(13) Años después, en 1994, JAMES TOBIN escribiría: «*los tipos de cambio flexibles o ajustables y la libre movilidad de capitales son un compuesto peligroso para la salud económica de las naciones*».



COLABORACIONES

A pesar de la existencia de tres bloques claramente definidos, la mayoría de estos autores 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 (14).

Actualmente, muchos economistas reconocen la necesidad de profundizar en el estudio de los controles de capital. Analizar la conveniencia de su adopción en un marco de modelos de economía intertemporal, o responder a preguntas como ¿hasta qué punto son efectivos a corto plazo? ¿pueden evitar una crisis especulativa? ¿son factibles en el marco de integración financiera actual?... es de trascendental importancia para saldar una vieja polémica surgida tras la crisis de *Bretton Woods*, y reavivada por las crisis monetarias de la década de los noventa. Durante muchos años, economistas de reconocido prestigio agrupados en torno a posiciones doctrinales difícilmente reconciliables, han pugnado sobre la conveniencia de elevar barreras sobre los movimientos de capital «desestabilizadores»; uno de los últimos debates, surgido en torno a la figura del impuesto de Tobin, sigue suscitando la aparición de un creciente número de publicaciones en las revistas especializadas. Profundizar en el estudio de las tesis mantenidas por estos autores, es esencial para reconocer la existencia de más de un punto de unión entre dos posturas que, durante décadas, no han logrado alcanzar un acuerdo sobre la conveniencia de la libre movilidad de capitales.



COLABORACIONES

## Bibliografía

1. DOOLEY, M. P. (1995): «A survey on academic literature on controls over international capital transactions», *FMI Working Paper*, 127.
2. DOOLEY, M. P. (1996): «The Tobin tax: good theory, weak evidence, questionable policy», en (ed.) M. Ul Haq, I. Kaul y I. Grunberg, *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, (New York: Oxford University Press), páginas 83-106.
3. DORNBUSCH, R. (1986): «Flexible exchange rates and excess capital mobility», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 páginas 209-235.
4. EICHENGREEN, B. (1996): «The Tobin tax: what have we learned?», en (ed.) M. Ul Haq, I. Kaul y I. Grunberg, *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, (New York: Oxford University Press), páginas 273-87.
5. EICHENGREEN, B., TOBIN, J. y WYPLOSZ, Ch. (1995): «Two cases for sand in the wheels of International Finance», *Economic Journal*, 105, (January), páginas 162-72.
6. EICHENGREEN, B. y WYPLOSZ, Ch. (1993): Mending Europe's Currency System. *The Economist*, 327, (June 5-11), páginas 89.
7. FRANKEL, J. A. (1996): «How well do foreign exchange markets function: might a Tobin Tax help?», *NBER Working Paper*, 5422.
8. FELIX, D. (1995): «The Tobin Tax proposal. Background, issues and prospects», *Futures*, volumen 27, (2), páginas 195-208.
9. GARBER, P. M. (1996): Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchange Transactions, en Ul Haq, M., KAUL, I. y GRUNBERG, I. (Eds.) *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, (New York: Oxford University Press), páginas 129-42.
10. GROS, D. (1992): «Capital controls and foreign exchange market crises in the EMS», *European Economic Review*, 36, páginas 1533-44.
11. JEANNE, O. (1996): «Would a Tobin tax have saved the EMS?», *Scandinavian Journal of Economics*, 98, (4): 503-20.
12. KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
13. KENEN, P. B. (1996): «The feasibility of taxing foreign exchange transactions» En (Ed.) M. Ul Haq, I. Kaul y I. Grunberg, *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, (New York: Oxford University Press), páginas 109-28.
14. SUMMERS, L. & SUMMERS, V. (1989): «When financial markets work too well: a cautious case for a securities transaction tax», *Journal of Financial Services Research*, volumen 3, páginas 261-86.
15. TOBIN, J. (1978): «A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journal*, 4, páginas 153-59.
16. TORNELL, A. (1990): «Real vs. financial investment. Can Tobin tax eliminate the irreversibility distortion?», *Journal of Development Economics*, 32, páginas 419-44.
17. HAQ UL, M.; KAUL, I. y GRUNBERG, I. (1996). *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, (New York: Oxford University Press).

(14) Parece existir un amplio consenso sobre la efectividad a corto plazo de los controles de capital. Incluso la inmensa mayoría de los economistas contrarios a la adopción de estas restricciones, reconocen que los controles de capital gozan de ciertas propiedades aisladoras a corto plazo (efecto «*safety belt*»). No obstante, consideran que su adopción provocaría la acumulación de mayores desequilibrios a aquellos que habrían aconsejado su utilización, por tanto su uso no sería aconsejable.