

---

## «Pasado y presente de las reformas de las relaciones financieras y monetarias internacionales»

Desde la Segunda Guerra Mundial se han producido sin interrupción perturbaciones más o menos graves en las relaciones financieras y monetarias internacionales. Con la generalización y la institucionalización de un régimen de cambios flexible, lejos de cesar, las crisis financieras y cambiarias han sido muy frecuentes, especialmente en algunos períodos concretos como en la pasada década de los noventa. Las crisis que han tenido lugar durante este período presentan rasgos específicos que las diferencian de las anteriores, constituyendo en esencia un síntoma de la gran vulnerabilidad de las relaciones financieras. Para acabar con esta situación se han propuesto reformas de muy distinto calado que, en su mayor parte, reeditan argumentos y debates que ya se plantearon en el pasado, aunque revestidos bajo nuevas formas. La presentación de estas propuestas se lleva a cabo partiendo de sus antecedentes históricos e intentando valorar su viabilidad y su potencial efecto sobre la realidad económica mundial.

*Bigarren Mundu Gerratik hona, nazioarteko finantza eta moneta harremanetan etengabeak izan dira nahasmendu egoerak, larriagoak edo arinagoak izanda ere. Truke malguko erregimen bat orokortu eta instituzionalizatu zenetik, amaitu beharrean, finantza eta truke krisiak maiz gertatu dira, bereziki aldi jakin batzuetan, hala nola berriki amaitu den laurogeita hamarretako hamarkadan. Urtealdi horretan gertatu diren krisiek berariazko ezaugarriak zituzten, aurrekoetatik bereizten zituztenak, eta finantza harremanen ahultasun handiaren seinalea da, funtsean. Egoera horri amaiera emateko, sakonera ezberdineko erreformak aurkeztu dira, neurri handian iraganean proposatu ziren argudioak eta eztabaidak baitira, baina molde berrietan adierazita. Proposamen horiek aurkezteko moduan, historiako aurrekarietatik abiatzen da eta munduko ekonomiaren egoeran izan ditzakeen bideragarritasuna eta ahalmena balioztatzen saiatzen da.*

Since World War II there has been a continual series of more or less serious upsets in international financial and monetary relations. Financial and exchange crises have not ceased with the generalisation and institutionalisation of a flexible exchange framework: indeed they continue to occur all too frequently, especially at certain times, as occurred in the 1990's. Certain features of the crises in recent times distinguish them from previous crises and show them to be symptoms of a great vulnerability in financial relations. A wide variety of reforms have been proposed to put an end to this situation, most of them merely a reformulation of arguments and debates already put forward in the past, albeit dressed up in different ways. These proposals are presented on the basis of their historical background, in an attempt to assess their viability and potential effects on the actual world economy.

## ÍNDICE.

1. Introducción.
  2. La crisis y las iniciativas de reforma anteriores a la década de los noventa.
  3. Las características de las crisis más recientes: ¿ante una nueva generación de problemas?
  4. Las propuestas de reforma más audaces. El avance hacia una nueva arquitectura financiera internacional.
  5. Las alternativas más modestas. Fontanería frente a arquitectura.
  6. Conclusión.
- Referencias bibliográficas.

Palabras clave: Finanzas internacionales, globalización, crisis, vulnerabilidad.  
Clasificación JEL: F3, E4, G1

### 1. INTRODUCCIÓN

Las convulsiones financieras y las crisis cambiarias que estallaron en los años noventa provocaron un curioso cambio de discurso en relación con la evolución de los mercados financieros y monetarios internacionales. Este cambio ha supuesto fundamentalmente la sustitución de los mensajes elogiosos sobre el espectacular crecimiento y la capacidad de innovación de esos mercados por reflexiones en torno a su inestabilidad y a las posibilidades de hacerle frente.

Frecuentemente esas reflexiones sólo tienen en cuenta la influencia que ese tipo de acontecimientos tiene sobre los mercados citados, ignorando que se trata de fenómenos que tienen una gran trascendencia sobre la situación real de las economías a las que afectan, especial-

mente cuando se trata de países subdesarrollados. También es habitual que esas mismas reflexiones se centren en lo sucedido en dichos mercados en el transcurso de los últimos años, prescindiendo de las lecciones extraídas de las experiencias vividas en el pasado.

Este trabajo aspira a superar las limitaciones del planteamiento anterior, valorando para ello algunas de las implicaciones que tiene la inestabilidad de los mercados financieros sobre otros ámbitos de la realidad económica y buscando en el pasado los antecedentes a cuanto ocurre y se debate en la actualidad. Para llevar a cabo este propósito, en la primera parte del texto se hace un repaso de los rasgos más sobresalientes de las crisis a las que se han visto sometidas las relaciones financieras y monetarias internacionales desde

Cuadro nº1: **Principales proyectos de reforma del sistema monetario internacional**

FUNDAMENTO DE LA INICIATIVA DE REFORMA	ANTECEDENTES MÁS RELEVANTES	PRINCIPALES VARIANTES ACTUALES
Creación o reconocimiento de una referencia monetaria internacional central	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Existencia de un patrón oro-mercancía (1875-1914).</li> <li>- Plan Keynes (1944).</li> <li>- Propuesta de Robert Triffin para reformar el sistema basado en Bretton Woods (1961).</li> <li>- Propuesta de creación de una moneda basada en reservas de materias primas en el marco de la UNCTAD (1964).</li> <li>- Creación de los Derechos Especiales de Giro (1969).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Creación de un banco emisor de moneda internacional o transformación del FMI en un banco de esas características.</li> <li>- Avance hacia una integración monetaria internacional a partir de integraciones monetarias regionales.</li> <li>- Mayor protagonismo de los Derechos Especiales de Giro hasta su transformación en la moneda internacional de referencia.</li> </ul>
Aumento de la coordinación monetaria a escala internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Primera propuesta de Ronald McKinnon para armonizar el manejo de las políticas monetarias nacionales (1982).</li> <li>- Primer proyecto de creación de unas zonas objetivo en torno a un <i>tipo de cambio de equilibrio fundamental</i> (1983).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Política monetaria coordinada que garantice el mantenimiento de la paridad del poder adquisitivo de las monedas más importantes.</li> <li>- Utilización de las zonas objetivo para evitar la inestabilidad generada con la entrada definitiva en funcionamiento del euro.</li> <li>- Respeto de márgenes de fluctuación por parte de las monedas sometidas a presiones temporales.</li> </ul>
Limitación de los movimientos internacionales de capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Controles sobre la salida de capitales para hacer frente a la inestabilidad monetaria internacional (años treinta).</li> <li>- Controles sobre las operaciones de capital reconocidos por los Acuerdos de Bretton Woods (1944).</li> <li>- Proyecto presentado por James Tobin sobre la posibilidad de establecer un impuesto sobre los movimientos internacionales de capital (1972).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Utilización de diversas formas de control para las entradas de capital.</li> <li>- Empleo selectivo de controles sobre las salidas de capital en momentos de crisis.</li> <li>- Establecimiento de impuestos similares al propuesto por Tobin con decisiones concretas sobre su gestión y el empleo de los recursos obtenidos.</li> </ul>
Adaptación del marco que regula las relaciones financieras y monetarias a las nuevas circunstancias	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reformas del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (1969 y 1976).</li> <li>- Creación de redes y mecanismos de seguridad para evitar la existencia de crisis financieras y monetarias de ámbito nacional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fortalecimiento y armonización de las normativas financieras nacionales (propuestas del Comité de Basilea y mayor implicación del sector privado en los costes de las crisis).</li> <li>- Reformas parciales del FMI.</li> </ul>

el final de la Segunda Guerra Mundial, comenzando por las que tuvieron lugar con anterioridad a la década de los años noventa y cerrando el análisis con un examen de lo sucedido en las más recientes. Una vez realizado dicho repaso, el estudio aborda y valora las diferentes propuestas que se han manejado para evitar los efectos más perniciosos de las últimas crisis. Esta parte del texto analiza en primer lugar las opciones más ambiciosas y que pueden tener una mayor repercusión sobre la evolución económica en su conjunto, pasando posteriormente al análisis de aquellas otras que comportarían cambios de menor trascendencia. Cualquiera de esas iniciativas se presenta teniendo en cuenta las últimas versiones que se conocen de ellas, aunque sin perder de vista el origen de éstas ni los antecedentes que pueden encontrarse en iniciativas que se plantearon en el pasado (ver Cuadro nº1).

## **2. LA CRISIS Y LAS INICIATIVAS DE REFORMA ANTERIORES A LA DÉCADA DE LOS NOVENTA**

La primera época de funcionamiento reglado del sistema monetario y financiero internacional corresponde a las décadas posteriores a la segunda guerra mundial. Aunque la estabilidad fue la nota dominante se produjeron una serie de crisis que condujeron, finalmente, a su ruptura.

### **2.1. El problema de la liquidez internacional y la primera reforma de Bretton Woods**

El sistema monetario internacional, instaurado a mediados de los años cuaren-

ta, garantizaba la convertibilidad de todas las monedas de los países que participaban en el mismo y su estabilidad mediante el mantenimiento de una paridad fija en relación con el oro y con el dólar (que se constituían en numerarios internacionales) y que no podría alterarse más que en un margen del 1%. El Tesoro estadounidense garantizaba la convertibilidad de los dólares en oro en el exterior de su país al precio establecido. Para vigilar el funcionamiento del sistema se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), con capacidad para realizar funciones crediticias (a partir de las aportaciones de los países miembros) y para autorizar variaciones excepcionales del tipo de cambio ante “desequilibrios fundamentales” de un país.

Este sistema posibilitó un funcionamiento ordenado de las relaciones económicas internacionales en sus primeros años de vigencia. Bien es cierto que durante los últimos años cuarenta y los primeros cincuenta las labores de reconstrucción económica de los países europeos y su relación particular con los Estados Unidos constituyeron el eje más importante de la situación internacional. Sin embargo, algunos economistas, como es el caso significativo de Robert Triffin, advirtieron con presteza de los problemas que podría tener el sistema monetario internacional, derivados de sus propias características (Triffin, 1968). Su diagnóstico era sencillo: el sistema fijado no proporcionaba ningún método racional para ajustar la oferta de reservas a las necesidades. Era muy difícil que la combinación

de los intereses de los bancos centrales sobre la composición de sus reservas, los déficit de balanza de pagos de los Estados Unidos y los azares propios de la producción y utilización del oro, permitiese alcanzar el volumen mundial de reservas compatible con ritmos no inflacionarios de expansión económica. Además, el estatuto particular del dólar en el sistema de Bretton-Woods descargaba a los Estados Unidos de la obligación de vigilar el acomodo entre su situación interna y su posición internacional, excepto en el importante compromiso de incrementar sus reservas de oro para garantizar la convertibilidad de los dólares en el exterior como consecuencia de los movimientos de su balanza de pagos.

Por todas estas razones, los temores, más o menos fundados, del resto de los países –sobre todo de los europeos occidentales– colocaron los asuntos de la liquidez internacional y de la composición de las reservas internacionales como los más conflictivos de los años sesenta.

Tal y como reflejan los datos del Cuadro nº2, el oro y las posiciones de reserva de los países en el Fondo (asociadas a sus cuotas) apenas pudieron cubrir las nuevas necesidades de liquidez en esos años. Fueron los dólares en el exterior de los Estados Unidos, fruto de los déficit persistentes de la balanza corriente de ese país, los que desempeñaron ese papel. Esta situación produjo un creciente malestar en muchos países europeos, porque tenían que afrontar situaciones incómodas. Por un lado, presiones para revaluar sus monedas y, en consecuencia,

problemas para sus exportaciones, asunto políticamente complicado. Por otro lado, se veían obligados a intervenir, en defensa del dólar en los mercados de cambios, provocando un aumento de su masa monetaria interior y, por ende, riesgos de inflación. Además, la posición estadounidense era muy cómoda porque sus déficit corrientes no tenían incidencia para sus reservas como ocurría en el resto de los países. En este contexto, la crisis del sistema de Bretton Woods estaba servida.

Los países europeos reclamaban poner orden en la balanza estadounidense y el cumplimiento del compromiso relativo a la inmediata transformación de los dólares en el exterior de Estados Unidos por oro de sus reservas. Las presiones de este último para conseguir apoyos al dólar y nuevas fuentes de liquidez suplementaria se concretaron, a comienzos de los sesenta, en la puesta en marcha de mecanismos como la elevación de las cuotas de los países del Fondo, los Acuerdos Generales de Préstamo y los acuerdos bilaterales de conversión de divisas entre Bancos Centrales, que sólo lograron aliviar el problema. Finalmente, salvando las discrepancias entre los países más importantes, se produjo la aprobación formal, en 1968, de una nueva figura, los Derechos Especiales de Giro (DEG). Se creó así un activo de reserva sin ningún tipo de cobertura, lo que constituye una innovación importante. Por esta razón hubo que precisar su estatuto jurídico y negociar la “obligación de aceptación” que, en cualquier caso, debía ser compatible con la necesidad de asegurar su libre utilización

Cuadro nº2: **Reservas internacionales, 1960-1967. Miles de millones de dólares**

	Divisas pasivo en dólares	Total divisas	Oro	Posiciones de reserva en el FMI	Volumen total de las reservas internacionales
1960	11,1	18,7	38,0	3,6	60,3
1961	11,8	19,3	38,7	4,2	62,4
1962	13,0	20,0	39,3	3,8	63,0
1963	14,6	22,2	40,2	3,9	66,4
1964	15,7	23,7	40,8	4,2	68,7
1965	15,8	23,3	41,9	5,4	70,5
1966	15,0	24,7	40,9	6,3	72,0
1967	18,3	28,3	39,5	5,7	73,6

Fuente: FMI. International Financial Statistics. Enero, 1970. Las posiciones de reserva en el Fondo "representan las cantidades que un país miembro, cuando su balanza de pagos es deficitaria, puede sacar de forma totalmente automática en el marco de la política del tramo-oro del FMI".

(Dam, 1982). La solución jurídica adoptada consistió en señalar que un país sólo utilizaría sus DEG por necesidades de su balanza de pagos, evitando hacer de esta necesidad una obligación jurídica, pero sin que la utilización pudiera servir para variar la composición de sus reservas<sup>1</sup>. La propia práctica y los poderes de cada país o grupo de países iban a indicar el uso posterior de los DEG que estará relacionado, obviamente, con los niveles y ritmos de su creación. Su valoración se vinculó al oro (por interés de Estados Unidos) y por ello sufrió, en relación con el dólar y otras monedas, los avatares que en años poste-

rios iban a darse en el sistema monetario internacional. Se decidió, asimismo, que las tenencias suplementarias de este activo fuesen remuneradas con un interés relativamente modesto. En definitiva, se produjo la creación de un nuevo activo de reserva, que, con el tiempo, se ha manifestado de gran utilidad, aunque no afectaba al resto de problemas que ya tenía el sistema monetario internacional.

## 2.2. La crisis de los primeros años setenta y el abandono de los tipos de cambio fijos

Durante 1970 se alejan las coyunturas de Estados Unidos y de algunos países europeos, principalmente Alemania Federal (Byé y De Bernis, 1987). Las presiones

<sup>1</sup> Tal y como recoge la sección 3.a) del art. XIX del estatuto jurídico del Fondo (Muns, 1977; p. 77).

sobre el dólar se agudizan, y en mayo de 1971 el Bundesbank, tras descartar la posibilidad de establecer controles cambiarios, deja flotar el tipo de cambio del marco. El florín holandés sigue rápidamente la misma suerte y se disparan las salidas de capitales de los Estados Unidos. La situación del sistema monetario internacional, tal y como se había diseñado en Bretton-Woods, se vuelve insostenible. En agosto, el presidente Nixon intenta dar un nuevo rumbo a la economía del país, para lo que adopta medidas de orden interno y, sobre todo, de carácter internacional: tasa adicional de un 10% para las importaciones y suspensión –temporal– de la convertibilidad del dólar en oro y otros activos de reserva.

Estas decisiones dotan de carácter oficial a lo que ya era una práctica generalizada y suponen el comienzo del fin del sistema monetario internacional instaurado en Bretton Woods. Las monedas de los países más importantes entran en flotación a la espera de negociaciones y acuerdos institucionales. Tras una primera reunión entre los presidentes de Francia y Estados Unidos se institucionaliza el llamado “Acuerdo Smithsoniano”, que supone la devaluación del dólar con respecto al oro, el mantenimiento de las paridades del franco y la libra con el oro –lo que implica una revaluación con el dólar–, una revaluación muy importante del marco y el yen respecto del dólar, y, finalmente, un incremento de las posibilidades de flotación de las monedas, alrededor de las posiciones centrales, desde el 1 hasta el 2,25%.

Los años siguientes conocen una progresiva desvinculación monetaria del oro y un mantenimiento de los problemas básicos que afectaban a la economía mundial y a las relaciones monetarias internacionales. La persistencia de los problemas conduce al denominado “Acuerdo de Jamaica” de comienzos de 1976 que pone fin al sistema de Bretton-Woods al suprimir el papel asignado al oro, que hasta entonces había sido, aun con todas sus particularidades, el último elemento de medida y referencia del sistema. Estos cambios se acompañan de propuestas para hacer más activo el papel de los DEG condicionadas, en cualquier caso, por los toques en su creación y asignación. De forma paralela se generaliza la flotación de las monedas, con lo que se pensaba superar los inconvenientes de los cambios fijos.

Las previsiones de estabilidad del nuevo sistema no se cumplieron. Más bien podría hablarse de inestabilidad intrínseca y escasa capacidad de previsión sobre la evolución futura de las cotizaciones de las monedas. Ahora bien, alrededor de los cambios flexibles comenzaron a desarrollarse una serie de prácticas y nuevas operaciones que permiten, a la vez, cubrir los riesgos de cambio y especular con operaciones de corto plazo en los mercados de divisas. Este crecimiento de las operaciones de cambio y la instauración de los tipos flexibles coincidió temporalmente con la pujanza de un mercado de fondos prestables con vocación mundial.

### **2.3. Nuevas corrientes financieras internacionales y crisis de la deuda**

Los orígenes de ese mercado se remontan a los fondos en dólares que la Unión Soviética retiró en la década de los cincuenta de la banca neoyorquina con ocasión de la guerra de Corea y los colocó en Londres. Durante los años sesenta estos fondos se complementaron con los que llegaron de Estados Unidos, debido a diversas restricciones legales y a los resultados de la expansión de sus empresas, hasta constituir un auténtico mercado al que rápidamente se unieron los dólares obtenidos por los países exportadores de petróleo tras las importantes alzas del precio del crudo que se produjeron a principios de los setenta.

La importancia de estos acontecimientos radica en que abren paso a cambios trascendentales en las corrientes financieras internacionales, protagonizadas hasta entonces por instituciones públicas, y en las prácticas asociadas a las mismas, en un contexto jerarquizado en el que el dólar sigue siendo moneda de referencia en la mayor parte de las operaciones internacionales.

Una buena parte de las economías subdesarrolladas apenas tenían cubiertas las necesidades de financiación de sus déficit por cuenta corriente por los organismos internacionales y, al mismo tiempo, requerían préstamos a largo plazo para financiar su desarrollo.<sup>2</sup> Este interés

coincidió, durante los años setenta, con el de diferentes agentes económicos que, con el visto bueno de los políticos, canalizaron flujos financieros hacia países del Tercer Mundo, mostrando, una vez más, el carácter procíclico que tienen las transferencias internacionales de fondos.

Estos cambios de los flujos financieros estuvieron acompañados por nuevas condiciones en la fijación de los créditos, como los vencimientos a muy corto plazo y tipos de interés variables cada tres o seis meses. El aumento posterior de los tipos de interés de referencia de los créditos contraídos y la apreciación que experimentó el dólar a finales de los setenta y comienzos de los ochenta (coincidiendo con la segunda gran subida de los precios del petróleo en el año 1979) provocó un incremento sustancial de las cantidades a reembolsar. Estos factores, unidos al estancamiento de los ingresos por exportación en las economías subdesarrolladas, acabaron desencadenando la denominada "crisis de la deuda" que caracterizó el panorama financiero internacional durante los años ochenta. A la postre, esta crisis sería aprovechada por el Fondo Monetario Internacional para recuperar el protagonismo perdido en los años previos, a costa de imponer severos programas de ajuste a los países endeudados, concebidos primordialmente para obtener dólares con los que hacer frente a sus obligaciones de pago.

<sup>2</sup> Existen experiencias muy documentadas, como es el caso de la de América Latina (Griffith-Jones y Sunkel, 1987; cap. 6).

### **3. LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS CRISIS MÁS RECIENTES. ¿ANTE UNA NUEVA GENERACIÓN DE PROBLEMAS?**

El derrumbe definitivo del sistema basado en los principios de Bretton-Woods no dio paso a una situación caracterizada por la estabilidad. Las crisis financieras y cambiarias se han sucedido con gran frecuencia, especialmente en el periodo que va desde comienzos de los noventa hasta la actualidad.<sup>3</sup> La gran frecuencia con que las crisis cambiarias se han repetido en los últimos años, así como los nuevos rasgos que se aprecian en las más recientes, han llevado a algunos observadores a considerar que nos encontramos, de hecho, ante manifestaciones de un clima de inestabilidad permanente, al que se habría llegado a raíz de la progresiva liberalización de las relaciones financieras internacionales y de la actitud de los agentes que mejor se han adaptado a él.

#### **3.1. Crisis cambiarias, liberalización y globalización financiera**

En la reconstrucción del orden económico internacional que se llevó a cabo en los primeros años de la posguerra, la organización de las relaciones financieras y monetarias internacionales se puso en manos de un marco institucional en el

---

<sup>3</sup> En un trabajo reciente se detectan, entre 1975 y 1997, hasta 158 episodios que podrían identificarse como crisis cambiarias (Aziz, Caramaza y Salgado, 2000). Otro, aún más reciente, destaca la gran frecuencia de este tipo de acontecimientos respecto de otras épocas, si bien ofrece indicios que invitan a pensar en crisis más breves y de una menor intensidad (Bordo, Eichengreen, Klingebiel y Martínez-Peira, 2001).

que cooperaban estrechamente las autoridades económicas nacionales y una entidad de carácter internacional (el Fondo Monetario Internacional). Los acontecimientos descritos previamente han hecho que se redujera progresivamente la importancia de ese marco institucional, al tiempo que aumentaba el protagonismo de las pautas establecidas por el mercado.

Una de las facetas más llamativas del proceso que se acaba de describir es la aproximación a esas pautas de muchos países subdesarrollados. Buena parte de ellos limitaban estrictamente sus relaciones con los canales privados de financiación internacional hasta hace sólo unos años, recurriendo para ello a controles sobre sus transacciones con el exterior que ni siquiera eran compatibles con lo establecido en 1944 por los Acuerdos de Bretton Woods. Después de décadas de aislamiento, un acelerado proceso de apertura les ha conducido a una situación que supera con holgura lo que especificaban esos Acuerdos y que se asemeja mucho a la que presentan las economías que cuentan con una mayor experiencia liberalizadora, es decir, las más desarrolladas (Mussa et al., 2000, p. 14).

Las iniciativas que han puesto en práctica los países subdesarrollados en este plano se basan en los beneficios que los análisis teóricos más ortodoxos asignan a la apertura económica en general y a la inserción en los mercados financieros y monetarios internacionales en particular. De acuerdo con estos análisis más extremos, la liberalización de las transaccio-

nes financieras con el exterior conduce inevitablemente a una mejora de la competitividad y de la eficiencia del sistema financiero, obliga a las autoridades económicas nacionales a asumir una mayor disciplina y, a largo plazo, provoca un aumento de la inversión, un crecimiento más vigoroso y un mayor desarrollo económico.

Una visión tan optimista contrasta con la que surge, a su vez, de los análisis “críticos” que admiten que la liberalización ha servido para incrementar los flujos financieros pero, en términos netos, éstos se han desplazado hacia los países más desarrollados. Los que han llegado a las economías subdesarrolladas tienen, de acuerdo con estos trabajos, un sentido muy cambiante y no permiten hablar de un acceso más fácil ni menos costoso al capital internacional por parte de las economías más débiles (Eatwell, 1996 y Félix, 1998).

Existen análisis aún más críticos con los procesos liberalizadores puestos en marcha por estos países. Estos últimos señalan que la situación financiera internacional se caracteriza por un exceso de liquidez derivado de los déficit exteriores de Estados Unidos y de la actuación de los bancos que, junto a otras instituciones de inversión, se limitan a “crear valor” bursátil para un gran volumen de fondos por la vía del endeudamiento y de la rotación continua de los mismos. Según este enfoque, esa situación tiene implicaciones muy importantes sobre la economía real, como la pérdida de margen de maniobra de los Estados frente al mercado y

el aumento de la inestabilidad de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas (De Bernis, 2000).

Al margen de lo que señalen unos estudios u otros, puede comprobarse, en la práctica, que las iniciativas liberalizadoras protagonizadas por las economías subdesarrolladas en los últimos años las han hecho mucho más permeables a las contingencias que afectan a los mercados financieros y monetarios internacionales, lo que ha aumentado significativamente su vulnerabilidad (Ibarra, 1998; pp. 115 y ss. y Mussa et al., 2000; pp. 16 y ss.). Muchos observadores consideran que la mayor exposición a esas contingencias no sólo constituye un problema para ese tipo de economías, sino que puede constituir una amenaza para las relaciones monetarias internacionales en su conjunto.

La posibilidad de que la inestabilidad se transmita a esas relaciones mundiales queda reflejada en los estudios que ofrecen una explicación más consistente de la dinámica de las últimas crisis cambiarias (basados en los denominados *modelos de segunda generación*), en los que se ponen de manifiesto los inconvenientes que puede generar el acceso de un número cada vez mayor de países a los mercados financieros internacionales. Según esos modelos, la incorporación de un número importante de economías subdesarrolladas a dichos mercados en el transcurso de los últimos años podría haber elevado más allá de cierto nivel crítico el coste asociado a la obtención de información sobre todos los países de

origen de los agentes prestamistas e inversores que tienen acceso a esos mercados. En ese contexto de información imperfecta, una simple duda sobre la solvencia de uno de esos países puede ser suficiente para desencadenar una salida masiva de recursos de éste, con el consiguiente peligro para la estabilidad del tipo de cambio de su moneda.<sup>4</sup>

Este planteamiento subraya que las últimas crisis cambiarias tendrían su explicación fundamental en la existencia de un contexto de información imperfecta. A diferencia de lo que señalaban las explicaciones tradicionales de este tipo de fenómenos (basadas en los denominados *modelos de primera generación*) no sería necesario que el país afectado por la crisis hubiese aplicado en el pasado políticas económicas incompatibles con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. Las dudas sobre su solvencia podrían deberse, sin más, a rumores infundados, que se habrían desechado si se hubiese dispuesto de información suficiente.<sup>5</sup>

Además de contribuir a la comprensión del estallido de las crisis cambiarias, la

mundialización de los mercados financieros podría explicar la gran capacidad de contagio que han mostrado las más recientes. Una observación atenta de la dinámica que han seguido algunas de ellas permite descubrir que se trata de fenómenos que pueden transmitirse con gran facilidad a través de los activos emitidos por agentes económicos de los países cuya moneda es objeto de presión por parte de los mercados. La fluidez con la que funcionan dichos mercados hace que sea frecuente que un volumen relativamente importante de esos activos se encuentre en manos de inversores de otros países, a los que se extenderán inmediatamente los efectos de las dudas sobre la fiabilidad del emisor y sobre la liquidez y riesgo de cambio de los activos en cuestión.<sup>6</sup> Además existen mecanismos indirectos que comienzan a funcionar en el momento en que los inversores internacionales, alertados por el estallido de la crisis en un país, creen detectar una correlación positiva entre los instrumentos financieros emitidos por éste y los emitidos en otros países. El descubrimiento de esa correlación suele conducir a una retirada masiva de recursos de estos últimos.

Incluso en el caso de que no mantengan vínculos directos significativos con el primero a través de relaciones comerciales o financieras (Goldfajn y Valdés, 1997).

---

<sup>4</sup> Las posibilidades de que se produzca una situación de ese tipo aumentan precisamente en un contexto como el actual, en el que el propio avance de la globalización financiera abre alternativas de inversión en otros muchos mercados, lo que desincentiva la recopilación de información adicional sobre el país en el que se generaron las dudas iniciales.

<sup>5</sup> La distinción entre *modelos de primera generación* y *modelos de segunda generación* tiene su origen en un conocido trabajo publicado en 1996 (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1996). Puede encontrarse una sencilla reflexión en español sobre los fundamentos y la capacidad explicativa de los dos tipos de modelos en el capítulo introductorio del texto coordinado por Manuel Guitián y Félix Varela que figura en la relación bibliográfica (Guitián y Varela, 2000).

---

<sup>6</sup> Existen ejemplos muy interesantes y bien documentados sobre la transmisión directa de las crisis (Fondo Monetario Internacional, 1998:71). La literatura sobre éstas ha identificado, además, mecanismos de extensión indirecta de este tipo de fenómenos.

### **3.2. El papel de los inversores institucionales en las nuevas crisis cambiarias**

A la vez que se ajustan a la intensa liberalización sufrida por los mercados internacionales, las últimas convulsiones registradas en los mercados de cambios encajan también con la nueva relación de fuerzas que se ha establecido entre los agentes más importantes que operan en ellos.

Desde el momento en que se normalizó el entorno financiero internacional, a finales de los años cincuenta, comenzaron a desarrollarse operaciones cada vez más sofisticadas, en las que casi siempre intervenían los bancos más relevantes a escala mundial, las principales empresas multinacionales y los Estados de los países más desarrollados. Con el paso de los años estos agentes han cedido gran

parte de su protagonismo, en beneficio de otras categorías de intermediarios financieros, entre las que sobresalen los denominados inversores institucionales (fondos de pensiones, fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de cobertura, entre otros).

La actividad de los inversores institucionales ha experimentado un crecimiento espectacular a lo largo de las últimas décadas, sobre todo a partir de los primeros años noventa. Merced a ese crecimiento, en mercados financieros como los de Estados Unidos o el Reino Unido estos agentes se han convertido en los intermediarios más importantes, en detrimento de los bancos, y cuentan con una capacidad de gestión de activos que sobrepasa con holgura el valor que alcanza el PIB de esos países (ver Cuadro nº3).

Cuadro nº3: **Inversores institucionales en los principales países desarrollados**

	Volumen de activos. Miles de Millones de dólares						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Var.
ESTADOS UNIDOS	6.281	7.592	8.292	9.262	9.819	11.490	14%
JAPÓN	2.490	2.773	2.992	3.577	4.091	4.068	13%
ALEMANIA	642	703	715	776	963	1.180	17%
FRANCIA	632	723	771	871	965	1.159	17%
ITALIA	215	262	228	245	292	326	10%
REINO UNIDO	1.249	1.396	1.294	1.637	1.628	1.909	11%
CANADA	348	392	394	437	458	510	9%

	Volumen de activos. Porcentaje del PIB de cada país <sup>8</sup>						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Var.
ESTADOS UNIDOS	118,7	128,3	132,8	141,4	141,7	158,6	6,0%
JAPÓN	77,9	75,6	79,1	84,1	85,2	87,0	2,2%
ALEMANIA	39,5	37,4	37,5	45,5	44,9	48,9	4,4%
FRANCIA	49,8	55,2	60,7	72,5	69,8	74,0	8,2%
ITALIA	18,5	21,1	22,3	26,9	29,0	29,1	9,5%
REINO UNIDO	117,5	129,7	143,3	175,2	156,1	176,0	8,4%
CANADA	60,3	66,9	72,6	81,2	85,6	89,2	8,1%

La última columna recoge la tasa media de crecimiento anual durante el período 1990-1995.

Fuente: ADAMS, C. et AL. (1998): "International Capital Markets. Developments Prospects and Key Policy", FMI, *World Economic and Financial Surveys*, Septiembre.

<sup>8</sup> De acuerdo con datos más recientes, aunque incompletos, basados en la información facilitada por la O.C.D.E. y la Reserva Federal de Estados Unidos, el crecimiento de la actividad de los inversores institucionales habría proseguido con posterioridad a las fechas a las que se refiere este cuadro. Con arreglo a esa información, es posible que los activos

gestionados por los inversores institucionales en algunos países como Estados Unidos dupliquen en la actualidad el valor que alcanza su PIB y tripliquen el de los activos manejados por los agentes que más han cedido a su empuje, es decir, los bancos comerciales. THE ECONOMIST (1999): "Moneyed Men in Institutions", *The Economist*, Noviembre.

La gran dimensión que han adquirido algunos de esos inversores a raíz de dicha expansión puede resultar de gran ayuda a la hora de comprender la dinámica que han seguido las últimas crisis cambiarias. Conviene reparar en que, dada la gran envergadura de estas enormes corporaciones, es posible que un grupo muy reducido de éstas sea capaz de forzar a las autoridades de un país a abandonar determinado tipo de cambio, independientemente de que éste refleje su situación macroeconómica.

Las posibilidades de que se llegue a la situación descrita son mayores cuando esos grandes agentes son concretamente fondos de pensiones o fondos de inversión. Los gestores de estas entidades, que se caracterizan por su gran tamaño, suelen mostrar una gran preocupación por no desviarse de la rentabilidad que ofrecen otros fondos, lo que suele conducirles a adoptar decisiones que previamente han adoptado otros. Esa actitud seguidista, unida a su capacidad para decidir el destino de un montante espectacular de recursos, acaba provocando grandes reacciones en cadena, que podrían explicar la huida masiva de dichos recursos de las economías sobre cuya viabilidad económica surgen, en determinado momento, algunas dudas.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Es importante destacar que, al sumarse a las tendencias marcadas por otros agentes, los referidos fondos de inversión y fondos de pensiones tienden a comprar activos cuando el precio de éstos aumenta y a venderlos en el momento en que éste comienza a bajar. Contribuyen, por tanto a que la demanda de títulos sea creciente (al contrario de lo que se supone habitualmente), lo que puede conducir a equilibrios inestables o a la existencia de diferentes equilibrios. Esta última posibilidad encaja con

La explicación de estos comportamientos de rebaño (*herding*) requiere de la existencia de un primer grupo de intermediarios que en algún momento haya tomado la iniciativa, deshaciendo sus posiciones en el país en el que acaba estallando la crisis. La forma de actuación de este tipo de intermediarios, que resulta clave en las nuevas explicaciones de dichas crisis, encaja casi a la perfección con la forma de actuar de otro tipo de inversores institucionales: los fondos de cobertura<sup>10</sup> (Eichengreen et al., 1998).

En comparación con los ya citados fondos de pensiones y fondos de inversión, los fondos de cobertura cuentan con una dimensión mucho menor, a pesar del gran desarrollo que han experimentado recientemente. El resto de intermediarios financieros, y en especial los otros inversores institucionales, suele valorar positivamente la agilidad que poseen los fondos de cobertura gracias a ese menor tamaño, así como su condición de

una de las explicaciones que los *modelos de segunda generación* ofrecen de las crisis cambiarias. De acuerdo con dicha explicación, la situación económica de un país no conduce a un único equilibrio, sino que es coherente con varios. La crisis cambiaría sería precisamente el acontecimiento que lleva al país en cuestión de un equilibrio a otro.

<sup>10</sup> Los denominados *hedge funds* –fondos de cobertura, son fondos altamente especulativos que suelen financiar inversiones a muy corto plazo con enormes sumas de dinero prestado. El Foro de Estabilidad Financiera (FSF) estudió este tema y ha concluido que es pertinente la regulación indirecta de estos fondos, especialmente los domiciliados en centros financieros *offshore* que no cumplen los estándares financieros internacionales mediante la exigencia de cumplimiento de los requerimientos bancarios internacionales (Código de Basilea) y del endurecimiento de las directrices de gestión del riesgo bancario en los préstamos dirigidos a estos fondos. El FSF no excluye que pueda ser necesaria la regulación directa.

buenos conocedores de la información más relevante y más reciente.

Desde un punto de vista teórico resulta muy difícil admitir que los fondos de cobertura disponen realmente de más información que otros agentes sobre los países en los que estallan las crisis cambiarias, ya que esa posibilidad obligaría a revisar el concepto de eficiencia y de racionalidad económica (Aglietta, 1995). En cualquier caso, llama la atención que esos fondos hayan ofrecido en la práctica rendimientos anormalmente altos durante períodos muy largos, lo que invita a sospechar que, efectivamente, operan con información privilegiada. Por otra parte, así parecen entenderlo otros intermediarios financieros, que en situaciones previas al estallido de importantes crisis han interpretado algunas iniciativas de los fondos de cobertura como un anuncio de la convulsión que se avecinaba.<sup>11</sup>

#### **4. LAS PROPUESTAS DE REFORMA MÁS AUDACES. EL AVANCE HACIA UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL**

La trascendencia y las peculiaridades de las últimas crisis justifican el retorno de los debates en torno a la pertinencia de cambios muy profundos en las relaciones financieras y monetarias internacionales. Las propuestas más ambiciosas se basan en dos líneas de trabajo: la que se centra en la posibilidad de ordenar esas relaciones en torno a una referencia

monetaria central y la que, sin llegar a apostar por un cambio tan radical, se inclina por buscar fórmulas de coordinación más avanzadas que las existentes entre las autoridades monetarias de los países más importantes.

##### **4.1. La nueva imagen del viejo debate en torno a una moneda internacional**

Los problemas que han afectado a las relaciones financieras y monetarias entre distintos países durante la segunda mitad del siglo XX han llevado a algunos autores a proponer la introducción de reformas radicales en su modo de funcionamiento. Las propuestas más ambiciosas han apostado por la superación de los vínculos tradicionales entre monedas nacionales, colocando en el centro del sistema monetario internacional una referencia central, ajena a éstas. En algunos casos se ha intentado crear esa referencia reproduciendo el papel desempeñado por el oro en los primeros sistemas monetarios internacionales. Otros proyectos han prescindido de lo que supuso esa experiencia y han planteado la necesidad de emitir una verdadera moneda internacional.

###### *4.1.1. El “eterno” retorno al oro*

Resulta curioso observar que algunos proyectos que se han realizado con el propósito de garantizar un futuro mejor y más estable para las relaciones financieras y monetarias internacionales hayan intentado recuperar algunos rasgos que esas relaciones presentaban en el pasado, y en particular, su vinculación con el oro.

---

<sup>11</sup> El caso más citado es el estallido de la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992 (Fondo Monetario Internacional, 1993).

Las diversas propuestas para volver a situar este metal en el centro de las relaciones financieras y monetarias internacionales han contemplado alternativas muy distintas entre sí. No obstante, al margen de cuál haya sido su planteamiento concreto, puede afirmarse que todas ellas han surgido del atractivo que ejerce la estabilidad y la disciplina que tradicionalmente se han asociado con la utilización del oro como referencia monetaria internacional. Ese atractivo apenas si se ha hecho patente en las etapas de normalidad, pero se ha dejado sentir con gran fuerza en los períodos de mayor incertidumbre (Cooper, 1982).

Un clima monetario tan incierto como el ocasionado por las crisis financieras y por las crisis cambiarias *de nueva generación* analizadas en el apartado anterior podría haber dado lugar a nuevas iniciativas de ese tipo. No se tiene constancia, sin embargo, de que se haya manejado esa posibilidad en ningún proyecto de cierto relieve a lo largo de la década de los noventa ni en el inicio del nuevo siglo.<sup>12</sup> La inexistencia de planes de estas características probablemente guarda relación con la gran difusión que ha alcanzado la idea de que estamos en la época en la que, tras muchos años de indefinición, se han adoptado iniciativas

que parecen anunciar el cierre definitivo de la época en la que el oro se ha utilizado como moneda internacional. La iniciativa que más ha llamado la atención es probablemente la decisión adoptada, durante los primeros noventa, por algunos bancos centrales de desprenderse de una importante proporción del oro que habían mantenido en sus reservas.

Buena parte de los observadores han interpretado que esas ventas masivas de oro (especialmente las que tuvieron lugar a mediados de la década) constituyen el preludio de una nueva situación en la que este metal por fin dejaría de ser, como reclamaba Keynes en la década de los cuarenta, una *reliquia bárbara* incrustada en el sistema monetario internacional. De acuerdo con esta interpretación se trataría de una decisión plenamente justificada, teniendo en cuenta algunas de las características que presentaba el contexto económico internacional a mediados de los años noventa: ausencia de tensiones monetarias importantes, con tasas de inflación en niveles muy bajos; utilización frecuente de instrumentos financieros muy sofisticados, cada vez más alejados de cualquier referencia real; descenso prolongado de las cotizaciones del oro, con el consiguiente riesgo de disminución de los ingresos si se demoraban las operaciones de venta de las reservas (Cooper, 1998).

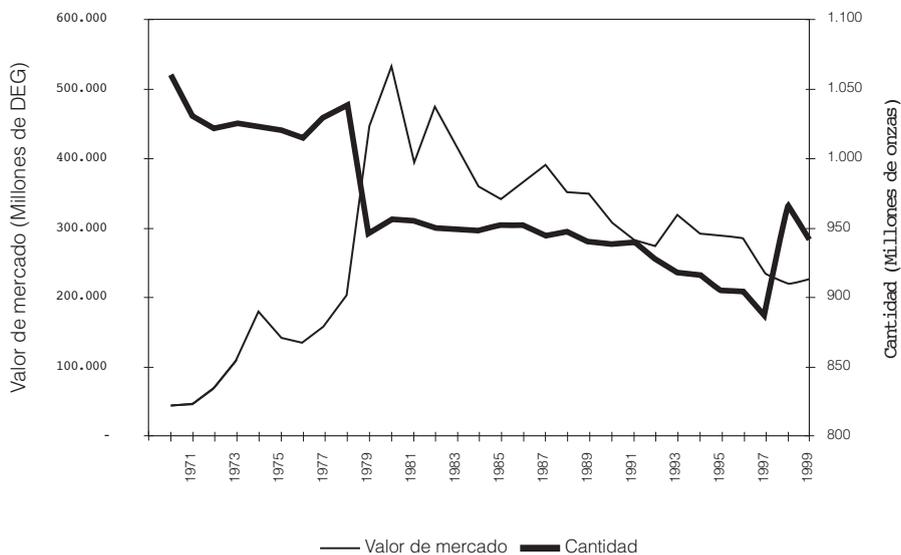
Cualquiera de los argumentos que se han citado parece perder peso a la vista de lo acontecido en el umbral del nuevo milenio. En los últimos años noventa, coincidiendo con el estallido de importantes

<sup>12</sup> Se han seguido publicando, en cualquier caso, trabajos en los que se valora con cierta nostalgia la utilización del oro como patrón monetario en el pasado y en los que es fácil apreciar cierta complacencia respecto de la posibilidad de que este metal se emplee como guía de las relaciones financieras y monetarias internacionales en el futuro. Dentro de los estudios más recientes, el que más difusión ha alcanzado es el libro publicado recientemente por P.L. Bernstein (Bernstein, 2000).

crisis cambiarias en algunos países del Sudeste de Asia, el valor de las reservas de los bancos centrales (a precios de mercado) se ha mantenido, rompiendo con la tendencia a la baja que se observaba desde los últimos años ochenta. Puede comprobarse, además, que la cantidad de onzas que componen dichas reservas ha aumentado significativamente desde entonces, alcanzando valores que no se registraban desde hace más de veinte años (ver Gráfico nº1).

Resulta realmente difícil ofrecer una interpretación clara de esta importante alteración. Sería muy audaz asumir que se trata de un anuncio de la necesidad de mantener cierta vinculación con este metal para encontrar una vía de salida a la inestabilidad monetaria que se ha registrado en el transcurso de los últimos años.<sup>13</sup> No parece tan osado, sin embargo, considerar que ese fortalecimiento del papel del oro puede constituir una llamada de atención respecto de la conve-

Gráfico nº1: **Reservas de oro de los bancos centrales**



Fuente: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *World financial statistics 1999-2000*, Nueva York.

<sup>13</sup> Existen, con todo, opiniones muy autorizadas que consideran válida esta interpretación. Michael Bordo y Barry Eichengreen, por ejemplo, asumen que la persistencia del oro en las reservas de los bancos centrales pueden tomarse como un indicio

nencia de que las relaciones financieras y monetarias internacionales mantengan cierta conexión con la economía real, sino es a través del oro, sí mediante algún tipo de relación con los mercados de mercancías en general.

Esta última propuesta no carece, ni mucho menos, de precedentes, ya que desde el siglo XIX autores de la talla de Marshall o Edgeworth plantearon la posibilidad de tomar la trayectoria de los precios de un grupo representativo de materias primas como referencia similar a la que, en su momento, supuso el oro. Esta tradición tuvo continuidad a lo largo del siglo XX, y alcanzó su expresión más acabada en 1964 con la presentación de una propuesta concreta por parte de Albert Hart, Nicholas Kaldor y Jan Tinbergen, auspiciada por la UNCTAD.

Aunque desde que se dio a conocer esta propuesta prácticamente se han abandonado este tipo de iniciativas no debería despreciarse su interés, ya que, además de contribuir a la estabilidad de las relaciones financieras internacionales, esta clase de reformas podría mejorar la inserción de los países subdesarrollados en ellas, dado su elevado potencial de producción y de exportación de las materias primas que podrían utilizarse como referencia. Una reforma de esas características probablemente redundaría incluso en una reducción del elevado grado de especulación que existe en la actualidad

---

de la de la "demanda latente" de una reforma monetaria que establezca la evolución de los tipos de cambio recurriendo para ello a este metal como respaldo de las emisiones de monedas (Bordo y Eichengreen, 1998).

en los propios mercados de ese tipo de mercancías.

#### ***4.1.2. El debate en torno a la creación de una moneda internacional***

Dentro de los proyectos de reforma que han reclamado la utilización de una referencia monetaria central, independiente de las monedas nacionales, los que han propugnado la creación de una moneda internacional constituyen la gran alternativa a los que han planteado el retorno al oro.

Al igual que hiciera Keynes en la conferencia de Bretton-Woods, todos los que han apostado posteriormente por la creación de una referencia central de esas características han intentado reproducir las ventajas que había ofrecido el oro como patrón ajeno a las monedas nacionales, pero evitando los problemas a los que dio lugar ese sistema, especialmente a los provocados por la irracionalidad que supone condicionar la liquidez internacional a la disponibilidad de más o menos cantidad de ese metal en cada momento. La atracción que ejerce esa posibilidad sigue viva, a juzgar por la constante aparición de proyectos que defienden la creación de una moneda internacional. Si se presta atención únicamente a los más recientes puede afirmarse que se agrupan en torno a tres tipos de propuestas distintas:

1. Aquellos que reclaman el fortalecimiento de los DEG hasta convertirlos en una verdadera moneda internacional. La emisión de este tipo de activos podría aprovecharse,

además, para generar los recursos que se precisan para hacer frente a las consecuencias más graves de la inestabilidad monetaria, especialmente en los países subdesarrollados.<sup>14</sup>

2. Los que abogan por la transformación del FMI en un banco central mundial. Más allá de las sugerencias que han planteado la necesidad de introducir cambios puntuales respecto de su línea de actuación más reciente, existen proyectos que propugnan someterlo a una reforma radical, de la que surja una institución con competencias análogas a las que tiene el banco central de cualquier país (Fitzgerald, 1999; p. 115).
3. Los que proponen la creación *ex novo* de una moneda internacional y de una institución monetaria central encargada de su gestión. Los defensores de dichos proyectos (los más ambiciosos y los más cercanos a la propuesta original de Keynes) consideran que una moneda de esas características podría constituir una alternativa particularmente interesante en una situación como la actual, en la que la economía mundial destaca por su grado de integración y de interdependencia.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Esta posibilidad se plantea, por ejemplo, en un interesante artículo publicado por Valpy Fitzgerald (Fitzgerald, 1999; p. 108 y ss.).

<sup>15</sup> Entre los defensores de esta propuesta destacan Jeffrey Garten, el economista de la Universidad de Harvard Richard Cooper y algunos autores keynesianos ingleses como John Eatwell y Lance Taylor (Garten, 1998, Cooper, 2000 y Eatwell y Taylor, 2000).

Los detractores de cualquiera de estas iniciativas resaltan su extraordinaria ambición, lo que les lleva incluso a denunciar que se trata de proyectos irrealizables, propios de visionarios.<sup>16</sup> Sus defensores aseguran, por el contrario, que se trata de iniciativas viables, si bien es necesario que exista una voluntad firme para ponerlas en práctica, como se habría demostrado, por ejemplo, en Europa con la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Los autores que han defendido recientemente la integración monetaria a escala universal consideran que la experiencia de la UEM constituye, de hecho, un excelente banco de pruebas para valorar los resultados que puede ofrecer la integración monetaria mundial. Desde su perspectiva, el éxito de la moneda única en Europa podría conducir a ese tipo de integración en el futuro, aunque fuera preciso plantear antes situaciones intermedias, con la puesta en marcha de fórmulas similares a la europea en Asia y en América.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Quienes se oponen a la creación de una moneda internacional consideran, además, que ésta se enfrenta a importantes objeciones teóricas (Rogoff, 1999; pp. 33 y ss.).

<sup>17</sup> La existencia de integraciones monetarias a escala regional a medio plazo sería tanto más factible cuanto mejores fueran los resultados de la integración monetaria en Europa y más se extendiera la dolarización en América. Existen muchas más dudas acerca de los acontecimientos que podrían impulsar la integración monetaria en Asia (Eichengreen y Sussman, 2000). Cualquiera de esas posibles iniciativas de integración monetaria regional se reforzaría si, como propuso Japón en 1997, se avanzara hacia la regionalización del Fondo Monetario Internacional.

## 4.2. El aumento de la cooperación entre las autoridades monetarias nacionales

Ante la escasa viabilidad de los proyectos de reforma más ambiciosos, como los que se han presentado en el apartado anterior, algunos autores comenzaron a formular en los primeros años de la década de los ochenta propuestas más realistas, cuyo denominador común es su apuesta por un aumento del grado de coordinación entre las autoridades económicas de diferentes países. A pesar de ese mayor realismo puede afirmarse que se trata de proyectos que conllevan, con todo, un nivel de exigencia muy elevado, ya que los esfuerzos que han de realizarse para estimular la cooperación a escala internacional suponen un reto muy importante y, además, no garantizan la obtención de los resultados esperados.

### 4.2.1. *Los proyectos basados en la coordinación de las políticas monetarias*

Los cambios que tuvieron lugar a partir de 1971 hicieron que el dólar dejara de ser, junto con el oro, el centro del sistema monetario internacional. Desde entonces, esta moneda carece formalmente de un estatuto privilegiado respecto de las demás, aunque se sigue empleando con mucha más frecuencia que el resto de divisas en las relaciones económicas internacionales. Su utilización concreta depende básicamente de la confianza que depositen en cada momento los inversores internacionales en los activos emitidos en dólares. Cuando esa confianza es mayor tiende a aumentar el uso de los dóla-

res y, de la misma forma, cuando esa confianza se reduce los inversores suelen optar por activos denominados en otras monedas, especialmente en euros (anteriormente en marcos alemanes) y en yenes. El desplazamiento de la liquidez internacional hacia esas “monedas refugio” se ve facilitado por el elevado grado de liberalización de los movimientos de capital.

De acuerdo con un trabajo publicado por Ronald McKinnon en 1982 la difusión alcanzada por este tipo de prácticas debería convencer a las autoridades monetarias de las economías más importantes de la necesidad de tomar como referencia la masa monetaria mundial (compuesta de activos denominados en diferentes monedas) en lugar de seguir prestando atención a la oferta monetaria de cada país. En opinión de McKinnon, fue un error, por ejemplo, que en la década de los setenta esas autoridades actuaran de forma independiente, comprando dólares para mantener el valor de sus respectivas monedas. La gran cantidad de recursos destinados a estas compras incrementó significativamente la liquidez mundial en monedas fuertes, lo que explicaría el intenso aumento de la inflación y, en última instancia, el clima de inestabilidad monetaria internacional que se vivió en esa época.

La solución a esta clase de problemas estaría, de acuerdo con McKinnon, en una gestión coordinada de las políticas monetarias, que permitiría garantizar un crecimiento regular de la masa monetaria a escala global. Podría incluso llegarse a compromisos concretos entre los Bancos

Centrales más importantes (la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón), que asegurarían una evolución prácticamente constante de la liquidez mundial. Estos compromisos tratarían de ajustar el aumento de la oferta de cada una de las monedas a la evolución de su tipo de cambio, en un intento de garantizar el respeto de la paridad del poder adquisitivo.

La iniciativa de McKinnon, a pesar de su sencillez, o tal vez gracias a ella, no ha perdido interés con el paso de los años. Podría considerarse incluso que su vigencia es cada vez mayor, toda vez que las posibilidades de trasladar las posiciones de una moneda no han dejado de aumentar, lo que exige prestar cada vez más atención a la liquidez mundial total, como ya sugería este autor en 1982.

En contra de una eventual puesta en práctica de una iniciativa de estas características habría que aducir, no obstante, que presenta muchas deficiencias, entre las que destaca su inspiración exclusivamente monetaria. No conviene olvidar que se trata de una propuesta que sólo valora la influencia de la oferta de dinero sobre las variaciones de precios y de tipos de cambio, prescindiendo de la incidencia que ejercen sobre estas variables factores de carácter real. Otra importante limitación estriba en lo complicado que resultaría, en la práctica, adoptar un esquema de coordinación tan estricto como el que propone McKinnon. No hay que perder de vista que la adopción de una política monetaria supeditada al interés mundial anularía la posibilidad de dedicar esa política

a la consecución de objetivos internos (Varela y Varela, 1996; p. 158). Habría que reparar, por último, en que, a diferencia de los proyectos de reforma que se han presentado en el apartado anterior, éste no colocaría en pie de igualdad a todos los países. La iniciativa de McKinnon parte de la preeminencia con la que ya cuentan algunas economías desarrolladas en el entorno monetario internacional, y únicamente les reconoce a éstas la posibilidad de participar en la gestión de la liquidez internacional en el futuro.

#### 4.2.2. *El establecimiento de unas zonas objetivo*

Las bruscas variaciones sufridas por los tipos de cambio de las principales monedas en los primeros años de la década de los ochenta, así como la gran dificultad para conciliar esas variaciones con la trayectoria real de las economías responsables de su emisión, suscitaron una gran preocupación entre los analistas de la economía internacional. En ese contexto, John Williamson realizó una interesante propuesta, encaminada a estabilizar la trayectoria de esos tipos de cambio y, sobre todo, a reconducirlos hacia niveles más consistentes con las variables que tradicionalmente se han considerado responsables de la mayor o menor fortaleza de las monedas.<sup>18</sup>

El proyecto de Williamson proponía concretamente tomar como referencia un

---

<sup>18</sup> La primera versión de la propuesta realizada por Williamson para superar los problemas que se analizan en este trabajo data de 1983 (Williamson, 1983).

tipo de cambio teórico, basado en la situación real de cada país (el *tipo de cambio de equilibrio fundamental*), y adoptar las medidas necesarias para mantener los valores de las monedas más importantes en un entorno próximo a él. Al basarse en la situación real de las economías responsables de la emisión de esas monedas, este proyecto elude la crítica que puede hacerse a la propuesta presentada por McKinnon como consecuencia de su rígida orientación monetaria. En relación con esta misma propuesta, la sugerencia de Williamson es, además, mucho más abierta en cuanto a los instrumentos a utilizar. Conviene recordar que, a raíz de esa rígida orientación monetaria, la iniciativa de McKinnon únicamente admite la utilización de la política monetaria, mientras que la estabilización de los tipos de cambio en torno a unos niveles considerados “de equilibrio” (las *zonas objetivo*) puede alcanzarse recurriendo a otras formas de intervención pública.

La flexibilidad del proyecto de Williamson va mucho más allá, dado que la posibilidad de utilizar *zonas objetivo* conduce a una gran variedad de propuestas. Cada una de ellas es el resultado de combinar las decisiones concretas que pueden adoptarse respecto de las tres alternativas siguientes:

- a) Utilización de unas bandas de fluctuación muy próximas a la paridad central o de unas bandas anchas.
- b) Respeto estricto de las bandas en cuestión o utilización de las *zonas*

*objetivo* como simples elementos de referencia.

- c) Estabilización de los tipos de cambio en torno a unos márgenes conocidos por todos los agentes económicos o solamente por las autoridades monetarias.

Todas las ventajas a las que se ha hecho referencia han contribuido a la difusión de la propuesta de Williamson y ayudan a entender la gran proliferación de debates sobre su eventual aplicación. En algunos ámbitos académicos existe incluso la sospecha de que esas ventajas habrían llevado a las autoridades monetarias de los países más importantes a utilizarlas, aunque de forma implícita, a partir de los Acuerdos del Plaza (1985) y los Acuerdos del Louvre (1987).<sup>19</sup>

Independientemente de la influencia real que haya podido tener este planteamiento en el pasado, puede afirmarse que constituye una fórmula sumamente interesante para hacer frente a las dificultades que existen en la actualidad y a las que pueden surgir en el futuro. Los trabajos más recientes que han reivindicado la utilización de unas *zonas objetivo* destacan sobre todo su utilidad para evitar las distorsiones que puede provocar la desaparición de varias monedas europeas al consolidarse el euro como moneda única. Algunos de ellos han puesto de relieve, además, su capacidad para evitar el

<sup>19</sup> La existencia de unas *zonas objetivo* no anunciadas a partir de la firma de estos dos acuerdos ha sido analizada, entre otros trabajos, en el famoso estudio de P. Catte, G. Galli y S. Rebecchini (Catte, Galli y Rebecchini, 1992).

estallido de algunas crisis cambiarías como las que han tenido lugar en el transcurso de los últimos años, ya que muchas de ellas han afectado a monedas vinculadas con un dólar excesivamente fuerte en relación con otras monedas importantes (Coeuré y Pisany-Ferry, 1999). Los propios países afectados por las crisis podrían recurrir también a las *zonas objetivo*, ya que las crisis en cuestión han surgido en muchos casos ante la imposibilidad de mantener los compromisos asociados al respeto de un tipo de cambio estrictamente fijo. La existencia de unos márgenes de variación en torno a un valor de referencia dotaría a estos países de una mayor capacidad de maniobra, algo crucial cuando se aspira a mantener cierta autonomía en el manejo de la política económica y se decide, además, sumarse a la tendencia que invita a suprimir los controles sobre los movimientos internacionales de capital (Grilli, 1999; pp. 223 y ss.).

Las enormes posibilidades del planteamiento propuesto por Williamson deben valorarse reconociendo, en cualquier caso, que se trata de una propuesta que presenta también importantes limitaciones. Desde un punto de vista teórico habría que tener presente que las *zonas objetivo* no generan estabilidad por sí mismas, sino en función de la credibilidad que les otorguen los agentes económicos.<sup>20</sup> En la práctica, la posibilidad de mantener los tipos de cambio en el interior de unos márgenes se ve limitada, en-

tre otras razones, por lo escasos que son los recursos con los que cuentan las autoridades monetarias, comparados con el espectacular volumen de fondos que cada día pueden movilizar algunos agentes financieros privados.<sup>21</sup>

## 5. LAS ALTERNATIVAS MÁS MODERNAS. FONTANERÍA FRENTE A ARQUITECTURA

Tal y como se ha señalado previamente, los años ochenta y noventa han conocido la primacía de los elementos de mercado en la organización de las relaciones financieras internacionales y la incorporación de diversas economías subdesarrolladas al proceso liberalizador. El elevado número y el carácter de las crisis de los noventa, así como su trascendencia negativa sobre la realidad económica de algunos países,<sup>22</sup> han provocado la vuelta de un debate sobre los límites que pueden establecerse respecto del funcionamiento de ese mercado. De este debate surgen propuestas de reforma y actuaciones que podríamos calificar como de “fontanería”, destinadas a atemperar los efectos perjudiciales de la liberalización o a promover pequeñas alternativas que

---

miten comprobar que, a medida que se debilita la credibilidad de dichas *zonas objetivo* se reduce también su potencial efecto estabilizador (*hooney-moon effect*). Este efecto, así como el planteamiento teórico de las *zonas objetivo*, fueron sistematizados en un conocido artículo de Paul Krugman (Krugman, 1991).

<sup>21</sup> Véase *supra*, apartado 3, sección 2.

<sup>22</sup> Merece la pena destacar las consecuencias especialmente negativas que estas crisis tienen sobre las situaciones de pobreza en los países que las sufren. Puede encontrarse un análisis reciente de éstas en el Informe Sobre el Desarrollo correspondiente a la edición 2000-2001 (Banco Mundial, 2001; cap. 10).

---

<sup>20</sup> Los desarrollos más recientes basados en el concepto de *zonas objetivo* contemplan la posibilidad de que los agentes no confíen totalmente en que éstas se vayan a respetar. Esos desarrollos per

hagan más efectivos para todos los países los movimientos internacionales de capitales. Estas propuestas son más factibles que las presentadas anteriormente, pero plantean también importantes problemas de viabilidad y de falta de consenso en la situación actual.

### 5.1. Impuestos y controles sobre los movimientos internacionales de capital

En lo relativo a la movilidad de capitales existe una fuerte presión de los organismos internacionales para que se produzca una rápida liberalización. La OCDE apuesta claramente en esa dirección y ha llegado a presentar trabajos en los que atribuye grandes capacidades de crecimiento de la economía mundial asociadas a una liberalización acelerada que incluya, entre otras, la de los flujos de capital (OCDE, 1997). En la misma línea, el FMI vincula la concesión de créditos a una mayor relajación de los controles de capital, a pesar de que estas propuestas desbordan ampliamente el estatuto jurídico del propio Fondo, donde se mantiene la posibilidad, bajo ciertas circunstancias, de establecerlos.<sup>23</sup> La contundencia de estas recomendaciones apenas encuentra justificación en los trabajos que han estudiado la relación entre la integración financiera internacional y la liberalización de los movimientos de capital. Desde el

<sup>23</sup> Así lo señala la Sección 3 del Artículo VI relativa al "control de las transferencias de capital": "Los países miembros podrán imponer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos internacionales de capital, pero ningún país miembro podrá ejercer dichos controles en forma que restrinja los pagos por transacciones corrientes o que indebidamente demore las transferencias de

pionero de Feldstein y Horioka que explotaba una simple intuición (relación entre la integración financiera internacional y la inversión y el ahorro nacionales) hasta otros más recientes de los mismos y de otros autores, el escepticismo es la nota dominante, tanto en lo relativo a los avances en la integración financiera internacional como en la persistencia de los controles de capital (Feldstein y Horioka, 1980 y Flandreau y Rivière, 1999). Sólo los últimos trabajos parecen mostrar mayor autonomía de la inversión respecto al ahorro nacional y mayores grados de integración financiera.

Una visión más matizada del proceso es la que ofrecen algunos autores, defensores de la liberalización, pero partidarios de un proceso ordenado para la misma, en el que cabe la posibilidad de realizar controles de capital (Gutián y Varela, 2000). Piensan que la ausencia de un régimen de normas comunes deja los movimientos de capital a la libre voluntad de gobiernos y agentes económicos sin ningún tipo de restricción. Como alternativa proponen utilizar los controles para que, en combinación con las políticas económicas de cada país, hagan más beneficiosos los movimientos de capital. En la defensa de estos razonamientos también participan otros autores que comparan el proceso de liberalización de las corrientes de capital con las comerciales (Eichengreen, Mussa et al., 1998). No conviene

fondos para la liquidación de obligaciones, excepto los casos previstos...". Este artículo contó con la aquiescencia tanto de Keynes como de White, aunque Estados Unidos era más temeroso con las prácticas restrictivas.

perder de vista, en cualquier caso, las diferencias que existen entre los dos tipos de flujos y liberalizaciones. L. Schuknetcht destaca, por ejemplo, las siguientes: los movimientos de capital son operaciones reversibles en un plazo inmediato, generan obligaciones que se aplazan en el tiempo, tienen precios y rendimientos más inciertos y acusan en sus mercados “comportamientos de rebaño” y de “burbujas en los precios de los activos”. Estas diferencias justifican la instauración de controles de capital para disminuir la inestabilidad (Schuknetcht, 1999). Los defensores de este enfoque de liberalización matizada se oponen a las restricciones cuantitativas porque aíslan los mercados internos de capital de la competencia externa y de la innovación, pero se muestran favorables, con prudencia, al establecimiento de medidas equiparables a las arancelarias, que podrían mitigar la inestabilidad sin elevar significativamente los costes del financiamiento en épocas de crisis.

#### 5.1.1. *Controles preventivos y curativos sobre los movimientos de capital*

La diversidad de controles de capital que pueden establecerse y la propia práctica de los países que los han puesto en marcha ha polarizado el debate en torno a dos grandes posibilidades: los preventivos, para evitar excesivas entradas de capital a corto plazo, y los curativos, para impedir salidas generalizadas en medio de la crisis<sup>24</sup>. Estos dos tipos de

controles han sido los más utilizados en los últimos tiempos. Los primeros se han aplicado en Chile, Colombia, Brasil, Malasia y Tailandia; los segundos en Malasia, Venezuela, Tailandia, España, Rumania y Federación Rusa<sup>25</sup>. Cada grupo tiene sus propias justificaciones. Los preventivos buscan limitar la excesiva volatilidad de los movimientos de capital y están asociados con las dificultades de información intrínsecas a los procesos de diversificación del riesgo de los inversores internacionales, con los comportamientos compulsivos de dichos agentes ante la ausencia de procedimientos de coordinación, y con el intento por contener determinados flujos de capital que llegan a los mercados emergentes en busca de altas rentabilidades ante el agotamiento de éstas en los países desarrollados. Los cura-

---

limitar la entrada de capitales a corto plazo, los controles selectivos sobre la salida del capital para reducir las presiones cambiarias en el contexto de una crisis financiera y los controles generalizados durante una crisis financiera (Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Ökter-Robe, Canales-Krijlenko, y Kirilenko, 2000)

<sup>25</sup> Entre los primeros, el caso chileno es el más estudiado. Los controles comenzaron en 1991 y duraron, con diferentes intensidades, hasta 1998. Consistieron en establecer requerimientos mínimos de estancia para las inversiones extranjeras directas y en la exigencia de reservas no remuneradas, depositadas en el Banco Central durante un año en porcentajes que oscilaron entre el 10 y el 30%, sobre otras formas de entrada de flujos de capital. Entre los segundos, el caso malasio es el más analizado y complicado. En septiembre de 1998 las autoridades establecieron, junto con otras medidas relacionadas con el tipo de cambio y su regulación bancaria, controles selectivos de capital para evitar la fuga de capitales y la reducción de sus divisas con el fin de impedir el acceso de los especuladores internacionales a su moneda y estabilizar las entradas de capital a corto plazo. En febrero de 1999 modificaron su estrategia hacia controles mejor articulados con el mercado y basados en el establecimiento de un sistema de compensaciones sobre la salida de capitales.

<sup>24</sup> En un trabajo editado en el año 2000 por el FMI se ofrece una clasificación más amplia, en la que se distinguen los controles directos o administrativos de los indirectos y, entre éstos se señalan los que afectan a los tipos de cambio, los que sirven para

tivos pretenden evitar las desmesuradas variaciones de los tipos de cambio; mitigar las dificultades, ya anticipadas por Mundell, para alcanzar simultáneamente la estabilidad del tipo de cambio, la integración financiera internacional y la autonomía de la política económica; y poner coto a las tensiones internas, sobre todo inflacionistas, que se derivan de las llegadas masivas de capitales exteriores a las economías subdesarrolladas.

El balance sobre la eficacia de los controles está todavía inacabado. En la mayor parte de los estudios realizados se insiste en la dificultad de sacar conclusiones generales y en la necesidad de considerar la realidad económica de cada país. Las características de éstos a las que se atribuye mayor influencia son el grado de flexibilidad de su política cambiaria, el nivel de desarrollo de sus mercados financieros, la calidad de sus normas cautelares, y su capacidad institucional para hacer efectivas las medidas de control que puedan implantarse. A partir de ahí la unanimidad se pierde. El Fondo Monetario Internacional (Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Ökter-Robe, Canales-Kriljenko y Kirilenko, 2000; pp. 41 y ss) ofrece conclusiones bastante parcas: siempre es preferible la adopción de medidas macroeconómicas sólidas antes de establecer controles de capital; a la vista de los casos analizados no se puede precisar si los controles de capital permiten o no obtener un margen mejor para sanear la economía del país; hay que prestar gran atención al marco institucional y a las posibilidades de los flujos de capital

para sortear los controles impuestos; los controles son poco efectivos en países con graves desequilibrios macroeconómicos, por la poca credibilidad de la situación general y porque permiten a las autoridades soslayar la adopción de las medidas necesarias para sanear sus economías.

Una forma específica de analizar la eficacia de los controles de cambios consiste en evaluar su incidencia en los objetivos más importantes asociados a los mismos. El primero de ellos es la capacidad para alterar el volumen y la composición de los flujos de capital. Este asunto es muy importante para las economías subdesarrolladas que reciben, primordialmente, capitales a corto plazo y disponen de poco tiempo, ante cualquier perturbación seria, para pagar sus deudas que están nominadas en monedas extranjeras. Estos movimientos se agravan por el carácter procíclico del capital a corto plazo. En un estudio realizado para 33 países en desarrollo se ha llegado a la conclusión de que “el índice de disminución de la deuda a corto plazo –al producirse una conmoción adversa– es igual al doble de la tasa de aumento al producirse una conmoción positiva” (Dadush, Dasgupta y Ratha, 2000; p. 55).

Reinhart y Smith indican que, en cinco casos estudiados –Chile, Colombia, Malasia, Brasil y República Checa–, la entrada de capitales se ha reducido siempre, aunque también se aprecia una desviación hacia otras formas de entrada que permiten eludir los controles (Reinhart y

Smith, 1998) .<sup>26</sup> Los trabajos del Banco Internacional de Pagos muestran que, en casi todos los casos analizados, han sido eficaces para alterar la composición de los flujos de capital a favor de instrumen-

tos de mediano y largo plazo, incluyendo entre éstos la inversión directa. El caso de Chile, uno de los más estudiados, parece no dejar lugar a dudas a este respecto (ver Cuadro nº4).<sup>27</sup>

Cuadro nº4: **Flujos de entrada de capital a Chile (brutos)**

Año	Millones de dólares y porcentaje				Total	Depósitos*
	Préstamos a corto plazo	% del total	Préstamos a largo plazo	% del total		
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

\*Depósitos en el Banco de Chile debido a exigencias de reservas.

Fuente: EDWARDS, S. "El sector financiero y las crisis monetarias: lecciones de Méjico y del Este de Asia", en GUITIÁN, M. Y VARELA, F. (2000): *Sistemas financieros ante la globalización*. Pirámide. Madrid.

<sup>26</sup> Esta elusión se manifiesta en un incremento de la partida "errores y omisiones" en la balanza por cuenta de capital.

<sup>27</sup> Puede ampliarse la información sobre el caso chileno consultando el estudio de Edwards que aparece en la bibliografía (Edwards, 2000).

Otro objetivo de los controles, que permite luchar contra la inflación en periodos de crisis, es el de mantener más elevados los tipos de interés nacionales que los extranjeros. Por regla general, los controles permiten preservar el diferencial de los tipos de interés y ofrecer mayor margen de autonomía a la política económica del país, pero el caso chileno, que es uno de los pocos que cuenta con margen de tiempo suficiente para su valoración, muestra que esta medida pierde efectividad con el paso del tiempo (Edwards, 2000).

El impacto sobre el comportamiento del tipo de cambio real ofrece una casuística muy variada aunque, en general, los resultados de la medida apenas permanecen en el tiempo. La efectividad a corto plazo es superior en los controles curativos que en los preventivos (Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Ökter-Robe, Canales-Kriljenko y Kirilenko, 2000; p. 42).

### 5.1.2. *Los impuestos sobre las transacciones financieras internacionales*

En la perspectiva de combatir la inestabilidad del actual mercado financiero internacional, que muchos autores consideran intrínseca, se han desarrollado toda una serie de propuestas que pretenden gravar las transacciones financieras en divisas. La pionera es la que presentó James Tobin <sup>28</sup> en una conferencia pronunciada en Princeton durante 1972 y que tenía como objetivo “arrojar arena en las

ruedas bien engrasadas de los mercados monetarios internacionales”.<sup>29</sup>

La propuesta de Tobin tiene un claro sentido instrumental: frenar la conversión de monedas y disminuir los movimientos de los capitales más volátiles y de naturaleza más desestabilizadora. Para ello se propone un impuesto permanente, uniforme y *ad valorem* con un tipo impositivo reducido (entre un 1 y un 25 por mil, según propuestas) que se extendería a todas las transacciones financieras internacionales. El efecto que se persigue es obstaculizar determinadas formas de especulación sin afectar a las inversiones o a los intercambios reales.<sup>30</sup> Para entender el alcance potencial del impuesto hay que remitirse al tipo de operaciones dominantes en los mercados internacionales. Según datos del Banco de Pagos Internacionales, más del 80% de las operaciones de intercambio de

<sup>29</sup> Puede considerarse que una versión primitiva de las propuestas de Tobin existió, en los primeros años del siglo, bajo el patrón oro y afectaba a los cambios de monedas asociados a las operaciones bursátiles de los tres principales mercados exportadores de capital (Londres, París y Berlín). Se trataba de un impuesto proporcional, del orden del 1 por 1000, pagado a los estados y que buscaba mitigar los efectos de la salida de divisas de cada uno de los países hacia las otras plazas financieras importantes (Flandreau y Rivière, 1999; pp. 19 y ss.).

<sup>30</sup> Existen diversas variantes de la “tasa Tobin”. La mayor parte de ellas se desenvuelven bajo parámetros similares, pero algunas presentan rasgos particulares. Tal es el caso de la propuesta realizada por P.B. Spahn, en la que se combina el impuesto básico con un recargo que se activaría en los periodos de especulación, cuando se superasen las fluctuaciones del tipo de cambio fijadas previamente. Por tratarse de un instrumento fundamentalmente disuasivo, lo ideal sería que el tipo básico del impuesto fuese cero y que nunca se aplicase el recargo, ya que eso sería señal de que el mecanismo funciona con carácter preventivo. El principal inconveniente de esta propuesta es la dificultad de conocer el tipo de cambio de equilibrio, lo que puede retardar la adopción de medidas necesarias (Spahn, 1996).

<sup>28</sup> Publicada, en el año 1974, como “The New Economics. One Decade Older”

divisas son operaciones de ida y vuelta con carácter especulativo y una duración inferior a una semana y, en ocasiones, a veinticuatro horas.

La mayor parte de las críticas a este tipo de propuestas se centran en la operatividad de las mismas. Si el impuesto es muy reducido podría no tener ningún efecto y si es elevado podría disminuir fuertemente la liquidez del mercado. Esta crítica no parece muy consistente en relación con el objetivo que se pretende conseguir, ya que su eficacia varía sustancialmente según el número de operaciones que se realicen con un mismo capital. Una transacción comercial sólo pagará una vez el gravamen, pero si un mismo capital rota todos los días del año, y consideramos 240 días laborables y un tipo nominal del 1 por mil, nos encontraremos con un tipo efectivo del 48%.

Un segundo tipo de críticas se basa en las posibilidades de eludir el impuesto recurriendo a cambios hacia otros instrumentos financieros o a operaciones en centros financieros extraterritoriales. Resulta difícil asumir que estas críticas, más adecuadas para el establecimiento de controles cuantitativos, puedan extenderse a impuestos tipo Tobin, de baja cuantía. En el caso de posibles escapes hacia paraísos fiscales puede objetarse, además, que la inmensa mayoría de las operaciones en divisas se realizan en los países desarrollados y no parecen posibles desviaciones significativas.

Finalmente, están quienes señalan que el impuesto puede alterar la asignación de

recursos realizada por el mercado. Las respuestas son, en este caso, similares a las que pueden plantearse respecto de los controles de capital y prácticas similares.

Frente a todas estas críticas habría que tener en cuenta que este tipo de impuestos ofrece ventajas similares a las del establecimiento de controles de cambio y, además, presentan un potencial recaudador importante. La posibilidad de contar con estos recursos abre un debate complementario sobre el organismo y los fines más adecuados para su gestión.

## **5.2. La armonización de la normativa financiera y la reforma del actual marco institucional**

Las crisis financieras de los años noventa han puesto de manifiesto la debilidad de las defensas actuales frente al riesgo y la dificultad de evitar que los problemas que atravesase una institución particular se desborden por la vía de los sistemas de pagos, afecten a las relaciones entre entidades financieras, conduzcan a las retiradas masivas de fondos y puedan poner en peligro al conjunto del sistema financiero. Ante estos graves problemas las instituciones financieras privadas y públicas necesitan encontrar los medios para evitar riesgos y poner coto a la acumulación de excesos financieros. Para ello se manejan una serie de medidas que afectan al fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales y a posibles cambios en el estatuto jurídico y el funcionamiento de las instituciones monetarias y financieras internacionales, principalmente al FMI.

### 5.2.1. *Las medidas destinadas al fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales*

Una primera alternativa tiene que ver con los trabajos para reformar el Acuerdo de Basilea, que data de 1988 y que ha servido para frenar la disminución del capital de los bancos y ofrecer reglas similares para los que operan en el plano internacional. Las causas que se encuentran detrás de la necesidad de revisión son: el desarrollo de técnicas de gestión de riesgo por algunas entidades financieras que dejan obsoleto el Acuerdo vigente porque apenas diferencia los riesgos según categorías de activos, la reducción de su eficacia como consecuencia de la gran cantidad de innovaciones financieras de los últimos años, y, sobre todo, la necesidad de evitar riesgos derivados del exceso de crédito a corto plazo.

Las alternativas de reforma manejadas se conocen a través de los documentos que el propio Comité de Basilea ha elaborado y se basan en tres pilares fundamentales:

- a) Un mejor cálculo de la suficiencia de capital.
- b) La adopción de sistemas de regulación que permitan una mejor supervisión.
- c) El fortalecimiento de la disciplina de mercado.

Las discusiones alrededor del primer pilar se han centrado en diversas posibilidades (Karacadag y Taylor, 2000). La primera, utilizar las clasificaciones elabo-

radas por las entidades que se dedican internacionalmente a ponderar riesgos, ha sido descartada por su escasa fiabilidad, por las dificultades para elegir dichas entidades y porque acentuaría la volatilidad de las corrientes de capital. La segunda opción consiste en permitir a los bancos que utilicen sus sistemas internos de clasificación de los créditos para determinar el volumen de capital requerido que deben mantener. Los problemas de esta opción se deben a la escasa uniformidad de esos sistemas y la constatación de que la mayoría de los bancos carecen de mecanismos avanzados de gestión del riesgo interno.<sup>31</sup> La opción que va a salir adelante supone la combinación de procedimientos normalizados para todas las entidades bancarias, que deberán tener en cuenta la asignación de capital a las diferentes actividades del banco y no sólo su montante agregado, junto con los procedimientos internos que cada entidad considere más apropiados para el tratamiento de los diversos segmentos de riesgo.

El segundo pilar es la mejora del análisis a cargo de la autoridad supervisora en cuanto a la adecuación, en cada banco, del nivel de recursos propios, la firmeza de los controles internos, la viabilidad de su estrategia operativa y su capacidad de generación de ingresos. Este asunto será más problemático en países emergentes y subdesarrollados y

<sup>31</sup> Según señala Dani Rodrik “sólo cuatro de los 64 mayores bancos de América del Norte cuentan con los medios más avanzados de gestión de los riesgos de cartera” (Departamento de Asuntos Económicos y Sociales Internacionales de la Organización de las Naciones Unidas, 1999; p. 265).

requerirá de asistencia técnica por parte de las instituciones internacionales.

El tercer pilar es el que se encuentra menos desarrollado. Se trata de combinar la supervisión externa con la entrada en juego de la disciplina asociada al mercado. Se podría obligar a los bancos a emitir instrumentos de deuda subordinada para que el mercado vigile e imponga disciplina a los bancos. El problema principal de este tipo de mecanismos es la práctica imposibilidad de aplicarlos fuera de los países más avanzados, donde no existen instituciones que puedan valorar adecuadamente esos nuevos activos.

Una segunda línea de trabajo apunta a la mejora de la transparencia y de la información sobre los sistemas financieros nacionales y sobre la composición y el montante de las reservas internacionales de los países. El Fondo Monetario Internacional (FMI) se ha puesto a la cabeza de este proceso rompiendo con su tradicional opacidad. Se dan a conocer “notas públicas de información” sobre la situación de los países examinados por el Fondo, se recomienda la difusión voluntaria de los informes relacionados con el artículo IV, se han dado a conocer las “declaraciones de intenciones” asociadas a los programas de reforma y ajuste y se ha fomentado la publicación de las deliberaciones internas del Fondo sobre el uso de sus recursos.

Una línea particular de transparencia es la que han desarrollado conjuntamente el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacional para lograr una información fidedigna sobre las reservas in-

ternacionales de los países, elemento clave para evaluar su vulnerabilidad externa –sobre todo de los que mantienen tipos de cambio vinculados–. La nueva planilla insiste en la idea de que las reservas internacionales deben computar activos que estén a disposición inmediata (con coste y tiempo mínimos) y bajo el control de las autoridades monetarias.

La tercera línea de trabajo pretende obligar a los inversionistas privados a asumir parte de la carga financiera en situaciones de crisis. La experiencia muestra que los acreedores no han participado en las últimas operaciones de rescate y que el problema del “riesgo moral” se hace cada vez más explícito si se coloca a los acreedores privilegiados a cubierto de posibles pérdidas. El estudio de los casos de Corea (1997), Pakistán (1998) y Brasil (1999) lleva a Barry Eichengreen a señalar que no son posibles fórmulas generales y que es muy difícil que los prestamistas privados asuman parte del problema, pero se suma a quienes reclaman alternativas viables, al mismo tiempo que se vigila la puesta en funcionamiento de nuevos instrumentos financieros cuyas características pueden resultar perjudiciales (Eichengreen, 1999).<sup>32</sup> La sofisticación de los instrumentos financieros y

---

<sup>32</sup> Algunos instrumentos financieros dificultan la participación del sector privado en los costes de las crisis. Tal es el caso de algunos tipos de bonos que no obligan a los diferentes acreedores a compartir con otros propietarios todas las sumas que obtengan del prestatario. Para que un país pueda proceder, de forma rápida, a la suspensión y reestructuración de la deuda sería necesario añadir en los contratos de bonos cláusulas sobre reparto, representación colectiva y adopción por mayoría de determinadas resoluciones.

la diversidad de acreedores son los elementos objetivos que hacen más difícil la participación del sector privado. También hay que tener cuidado con las llamadas a su colaboración ya que, en caso de que se trate de una crisis de solvencia y no de liquidez, se puede incentivar la salida precipitada de capitales y agravar el problema.

En un plano distinto, y para responder a la disociación entre mercados financieros cada vez más integrados internacionalmente y estructuras fragmentadas de reglamentación nacional se creó, a través del Banco de Pagos Internacionales y por impulso de los ministros de Hacienda del G-7, el Foro para la Estabilidad Financiera. Sus objetivos son:

1. Valorar las debilidades del sistema financiero internacional;
2. Identificar y poner en marcha remedios a las mismas;
3. Mejorar la coordinación y el intercambio de información entre todas las instituciones que tienen que ver con las relaciones financieras.

Sus tres grupos de trabajo se ocupan de las instituciones con alto grado de apalancamiento financiero (como es el caso de los fondos de cobertura), de la inestabilidad derivada de los créditos a corto plazo, y de los centros financieros *extraterritoriales* como elementos perturbadores de las corrientes financieras internacionales.

Algunos autores, como es el caso de M. Aglietta, dudan de la posibilidad de lo-

grar la mayor parte de los objetivos hasta ahora enumerados (Aglietta, 1998). Aunque consideran una apuesta interesante la definición de directrices coherentes, tanto a escala nacional como internacional, dudan de su eficacia ya que pueden darse problemas de retraso, de choque entre las medidas liberalizadoras y las viejas prácticas públicas de control, de dificultad para crear instituciones eficaces de supervisión con visión de conjunto y para que los grandes bancos internacionales puedan considerar simultáneamente el riesgo de crédito y el de mercado. Además, dicho autor cree que existe una debilidad estructural en los mercados financieros internacionales, porque la liberalización financiera ha destruido la coherencia anterior sin sustituirla por otra. Para superar esa debilidad aboga por la existencia de un “prestamista de última instancia” claramente definido.

#### 5.2.2. *Reformas parciales del Fondo Monetario Internacional*

Estas propuestas parten de la idea de que el FMI tiene problemas de funcionamiento desde sus orígenes y además perdió buena parte de su razón de ser con la adopción del sistema de cambios flexibles (Browne, 1994 y Gester, 1994). Dichas propuestas se ven reforzadas, en la actualidad, por la existencia de nuevos problemas como la globalización de las finanzas internacionales, la aparición de nuevos actores y nuevos productos en los mercados mundiales y la gran cantidad de países que sigue sin participar efectivamente en dichos mercados.

Además de las iniciativas de mayor calado, a las que ya se ha hecho referencia en la sección primera del apartado cuarto, existen alternativas más pragmáticas encaminadas a dotar de mayor efectividad al Fondo para mejorar la administración monetaria internacional, especialmente en lo relativo a las dificultades de balanza de pagos de los países subdesarrollados. Estas alternativas inciden en aspectos organizativos y operativos del FMI.

La mayor parte de los países subdesarrollados y algunos autores cuestionan la ordenación del poder y de la democracia en la estructura del Fondo. El voto de cada país es proporcional a su cuota lo que, en principio, obedece a cierta lógica ya que se trata de una institución de préstamo y los que aportan fondos demandan control sobre el uso que se da a los mismos. El asunto se complica, sin embargo, cuando algunos países tienen, por sí mismos o en coaliciones reducidas, un porcentaje de voto que les permite vetar aquellas cuestiones que, por requerir de mayorías muy cualificadas, suelen ser las más importantes. La alternativa, sin llegar a la fórmula de “un país, un voto”, podría ser la de elevar los votos básicos –aquéllos que le corresponden a cada país por su simple pertenencia al FMI– hasta alcanzar porcentajes que impidan a los países más importantes practicar el veto.

Relacionado también con el poder está el conocido tema de la asimetría en las actuaciones del Fondo. A los países prestatarios se les exige el cumplimiento de determinadas prescripciones de políti-

ca económica para poder acceder a nuevos créditos, mientras que a los países que no solicitan préstamos sólo se les sugiere la adopción de medidas sin ningún carácter vinculante, aunque sus actuaciones sean contrarias a los postulados del Fondo o estén causando un daño objetivo a las relaciones monetarias y financieras internacionales. Tal ha sido el caso en muchos periodos de Estados Unidos. La asimetría socava la credibilidad del Fondo y requiere de medidas estructurales de reforma.

Con la crisis de la deuda y el establecimiento de programas de ajuste, el FMI se ha deslizado desde el corto al mediano y largo plazo, provocando un solapamiento de sus funciones con las del Banco Mundial. Es necesario un deslinde de las misiones de cada uno y mayor atención a los problemas reales de las economías.

Finalmente, queda el controvertido tema del papel que deben desempeñar los DEG, al que ya hemos hecho mención en el apartado 4º. Junto a las propuestas ya señaladas, orientadas a convertirlos en la moneda internacional, existen iniciativas menores, relacionadas con necesidades perentorias de muchas economías subdesarrolladas. Todas ellas intentan superar la tradicional cicatería en su creación y asignación. Para ello habría que cambiar el sistema de asignación actual relacionado con la cuota de cada país y caminar hacia sistemas que tengan en cuenta las necesidades de los países miembros. Propuestas prácticas de este tipo han llegado incluso al Congreso de los Estados Unidos, pero antes de su

aprobación quedaron suficientemente mutiladas como para quedarse en meras declaraciones de intenciones.<sup>33</sup> Llama la atención la escasa sensibilidad de Estados Unidos en relación con los DEG cuando, en su momento y por su interés, fueron los mayores impulsores para su creación.

## 6. CONCLUSIÓN

Desde la Segunda Guerra Mundial no han dejado de producirse acontecimientos perjudiciales para la estabilidad de las relaciones financieras y monetarias internacionales. En contra de lo que se suponía, estos acontecimientos no han cesado a partir de la generalización y de la institucionalización de un régimen de cambios flexible. De hecho, desde entonces las crisis financieras y cambiarias han sido muy frecuentes, especialmente en algunos períodos concretos como el comprendido entre los primeros años noventa y la actualidad.

Numerosos observadores consideran que las crisis que han tenido lugar durante este último período constituyen un sín-

toma de la gran vulnerabilidad de las relaciones financieras y monetarias internacionales y tienen graves repercusiones en la realidad económica de muchos países. Para acabar con esta situación se han realizado propuestas muy variadas, que en su mayor parte reeditan argumentos y debates que ya se plantearon en el pasado, aunque bajo nuevas formas. Sólo las propuestas más ambiciosas llevarían a una situación muy diferente de la actual, lo que garantizaría la desaparición de los problemas más importantes a los que ésta se enfrenta.

Se trata, en cualquier caso, de proyectos de difícil implantación, dado el carácter radical de las alteraciones que exigen y el escaso consenso que existe en torno a éstas. Evidentemente, son más factibles las iniciativas que respetan el entramado básico de la actual arquitectura financiera internacional, pero tampoco éstas suscitan el acuerdo mayoritario de la comunidad internacional. En cualquier caso, estas últimas iniciativas no ofrecen sino soluciones parciales e incompletas a los problemas a los que se ha hecho referencia en el presente estudio.

---

<sup>33</sup> R.S.Browne, narra en el trabajo que aparece en la bibliografía los infortunios de una propuesta de emisión única de Derechos Especiales de Giro que serían asignados a los países pobres con mayores problemas de deuda realizada en el año 1987 (Browne, 1994).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1998): "La maîtrise du risque systémique international". *Économie Internationale*, nº 76, 4º trimestre, págs. 41-67.
- AGLIETTA, M. (1995): *Macroéconomie Financière*. La Découverte. París.
- ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., LAURENS, B., ÖTKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J.I., y KIRILENKO, A. (2000): "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization". *IMF Occasional Paper*, nº 190.
- AZIZ, J., CARAMAZZA, F. y SALGADO, R. (2000): "Currency crises: in search of common elements". *IMF World Economic and Financial Surveys*. Washington.
- BANCO MUNDIAL (2001): *Informe sobre el desarrollo mundial 2000/2001*. Banco Mundial. Washington.
- BERNSTEIN, P.L. (2000): *The power of the gold, the history of an obsession*. Wiley and Sons. Nueva York.
- BORDO, M., EICHENGREEN, B., KLINGEBEIL D. y MARTÍNEZ-PEIRA, M.S. (2001): "Is the crisis problem growing more severe?". *Economic Policy. A European Forum*, nº 32, abril, pp. 53-82
- BROWNE, R.S. "Alternativas al Fondo Monetario Internacional", en CAVANAGH, J., WYSHAM, D. Y ARRUDA, M. (1994): *Alternativas al orden económico global*. Icaria. Barcelona, pp. 27-47.
- BYÉ, M. y DE BERNIS, G.D. (1987): *Relations économiques internationales*. Dalloz. París.
- CATTE, P., GALLI, G. y REBECCHINI, S. (1992): "Exchange rates can be managed?". *International Economic Insights*, septiembre-octubre, pp. 17-21.
- COEURÉ, B. y PISANY-FERRY, J. (2000): "Por qué debe prestarse atención a la estabilidad de los tipos de cambio", *Finanzas y Desarrollo*, septiembre, 1999, pp. 5-7.
- COOPER, R.N. (1982): "The gold standard: historical facts and future prospects". *Brooking Papers on Economic Activity*, nº 1, pp. 1-56.
- COOPER, R.N. (1998): "The rise and the fall of a barbarous relic: the role of gold in the international monetary system". *NEBR Working Paper*, nº. 6436.
- COOPER, R.N., (2000): "Toward a common currency". *International Finance*, vol.3, nº 2, julio, pp. 287-308.
- DADUSH, U.; DASGUPTA, D.; Y RATHA, D. (2000): "El papel de la deuda a corto plazo en la crisis". *Finanzas y Desarrollo*, pp. 54-57.
- DAM, K.W. (1982): *The Rules of the game. Reform and Evolution in the International Monetary System*. University of Chicago Press, Chicago.
- DE BERNIS, G.D. (2000) "De l'urgence d'abandonner la dette des périphéries". *Économies et Sociétés*, nº 37, pp. 138-217.
- DEPARTAMENTO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES INTERNACIONALES DE LA ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS (1999): *Estudio Económico y Social. 1999*. Organización de las Naciones Unidas. Nueva York.
- EATWELL, J. (1996) "International capital liberalization: the record", *Center for Economic Policy Analysis (CEPA), Working Paper Series*, nº 1.
- EATWELL, J. y TAYLOR, L., (2000): *Global finance at risk: the case for international regulation*. Polity Press. Cambridge.
- EDWARDS, S. "El sector financiero y las crisis monetarias: lecciones de Méjico y del Este de Asia", en GUITIÁN, M. Y VARELA, F. (2000): *Sistemas financieros ante la globalización*. Pirámide. Madrid, pp.123-182.
- EICHENGREEN, B. (1999): "¿No podría absorber el sector privado una mayor parte de la carga?". *Finanzas y Desarrollo*. Septiembre, pp. 16-19.
- EICHENGREEN, B. et AL., (1998): "Hedge funds and financial market dynamics". *IMF Occasional Papers*, nº 166, mayo. Washington.
- EICHENGREEN, B. ROSE, A. y WYPLOSZ, C. (1996): "Speculatifs attacks on pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the European Monetary System", en CANZONERI, M., ETHIER, W. y GRILLI, V., (Eds.) *The new trasatlantic economy*. Cambridge University Press. Cambridge.
- EICHENGREEN, B. y SUSSMAN, N. (2000) "The international monetary system in the long run". *IMF World Economic and Financial Surveys*. Washington.
- EICHENGREEN, B., MUSSA, M, Y OTROS (1998): "Capital Account Liberalization, Theoretical and Practical Aspects". *IMF Occasional Paper*, nº 172.
- FELDSTEIN, M. y HORIOKA, C. (1980): "Domestic Saving and International Capital

- Flows". *The Economic Journal*, núm. 90, junio, pp. 314-329.
- FÉLIX, D. (1998): "La globalización del capital financiero", *Revista de la CEPAL*, número extraordinario, pp. 139-154.
- FITZGERALD, V. (1999): "La volatilidad del mercado internacional de capitales y el debate sobre el diseño de una «arquitectura financiera global»". *Mientras Tanto*, nº 74, pp. 95-119.
- FLANDREAU, M. Y RIVIERE, CH. (1999): "La grande retransformation? Controles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1996. *Économie Internationale*, nº 78, 2º trimestre, pp. 11-58.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993): "International capital markets: Part I. Exchange rate management and international capital flows". *World Economic and Financial Surveys*. Washington.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998): *World economic outlook and international capital markets. Interim assessment*, diciembre. Washington.
- GARTEN, J. (1998): "In this economic chaos a central bank can help". *International Herald Tribune*, 25 de septiembre.
- GESTER, R. "Un nuevo marco de responsabilidades para el Fondo Monetario Internacional", en CAVANAGH, J., WYSHAM, D. Y ARRUDA, M. (1994): *Alternativas al orden económico global*. Icaria. Barcelona, pp. 49-64
- GOLDFAJN, I. y VALDÉS, R. (1997) "Capital flows and the twin crisis: the role of liquidity". *IMF Working Paper Series*, nº 87. Washington.
- GRIFFITH, S. y SUNKEL, O. (1987): *Las crisis de la deuda y del desarrollo en América Latina: el fin de una ilusión*. Grupo Editor Latinoamericano. Buenos Aires.
- GRILLI, E. (1999): "Some considerations on the reform of the international monetary and financial system". *Banca Nazionale di Lavoro Quarterly Review*, nº 209, junio, pp. 195-238.
- GUITIÁN, M. Y VARELA PARACHE, F. "Introducción: Los sistemas financieros ante la globalización", en la obra de los mismos autores GUITIÁN, M. Y VARELA PARACHE, F. (2000): *Sistemas financieros ante la globalización*. Pirámide. Madrid, pp. 15-33.
- GUITIÁN, M. y VARELA, F., (Coords.) (2000): *Los sistemas financieros ante la globalización*. Pirámide. Madrid.
- IBARRA, D. (1998): "Globalización, moneda y finanzas". *Revista de la CEPAL*, número extraordinario, pp. 111-123.
- KARACADAG, C. Y TAYLOR, M.W. (2000): "Hacia una norma bancaria universal. Las propuestas del Comité de Basilea". *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre, pp. 50-53.
- KRUGMAN, P.R. (1991): "Target zones and exchange rates dynamics". *Quarterly Journal of Economics*, vol.106, nº 3, pp. 669-682.
- McKINNON R. (1982): "Currency substitution and instability in the world dollar standard". *American Economic Review*, nº 72, vol. 3, junio, pp. 320-333.
- MUNS, J. (1977): *Organismos económicos internacionales. Documentos constitutivos*. Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid.
- MUSSA P. et AL. (2000): "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy". *IMF Occasional Paper*, nº 193. Washington.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (1997): *The world in 2020: towards a new global age*. OCDE. París.
- REINHART, C. M. Y SMITH. R.T. "Too Much of a Good Thing: the Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows", en GLICK, CH. *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*. Cambridge University Press. 1998, pp. 436-464.
- ROGOFF, K. (1999): "International institutions for reducing global financial stability". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, nº 4, pp. 21-42.
- SCHUKNETCHT, L. (1999): "Los controles de capital desde la perspectiva de la política comercial". *Finanzas y Desarrollo*, marzo, pp. 38-41
- SPAHN, P.B. (1996): "El impuesto de Tobin y la estabilidad cambiaria". *Finanzas y Desarrollo*, Junio, pp. 24-27.
- TRIFFIN, R. (1968): *El sistema monetario internacional*. Editorial Amorrortu. Buenos Aires.
- VARELA, F. y VARELA, M., (1996): *Sistema monetario y financiación internacional*. Pirámide. Madrid.
- WILLIAMSON, J., (1983): "The exchange rate system". *Policy analysis in international economics*, núm. 5, Institute for International Economics. Washington.