

LAS CONSECUENCIAS DE LA LIBERTAD DE MOVIMIENTOS DE CAPITAL

Fernando Eguidazu

INTRODUCCION

No deja de resultar paradójico —y escasamente estimulante— que la eliminación del control de cambios en España en febrero de 1992, después de más de sesenta años en vigencia, fuese seguida apenas seis meses después por una de las peores crisis monetarias desde el final de la segunda guerra mundial, un movimiento especulativo sin precedentes en la historia, y una cadena de nada menos que tres devaluaciones consecutivas de la peseta.

La crisis del SME, entre septiembre de 1992 y agosto de 1993 ha dado origen, no ya en España, sino en toda Europa, a un creciente debate sobre los efectos desestabilizadores de los movimientos de capital a corto plazo, y sobre la conveniencia o inconveniencia de establecer algún tipo de restricción u obstáculo a las operaciones de carácter especulativo.

Este debate, consecuencia quizá inevitable de la crisis, y de la impotencia de los gobiernos ante la misma, ha venido a imprimir un giro dramático a la corriente de opinión que hasta hace poco predominaba tanto a nivel académico como oficial sobre las ventajas de la liberalización y sobre la necesidad de evitar cualquier tipo de obstáculo a la libre movilidad de capitales en Europa.

El presente trabajo pretende exponer y comentar las consecuencias aparentes de la liberalización: en qué medida la supresión de las restricciones y controles efectuada por el Gobierno español en febrero de 1992 pudo afectar a los flujos de entradas y salidas de capitales, y en qué medida pudo desempeñar un papel relevante en los acontecimientos que determinaron las devaluaciones de la peseta de septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993. Y en relación con esto último, cuáles son los argumentos que actualmente se esgrimen en favor y en contra de un hipotético establecimiento de restricciones a determinados movimientos de capital de carácter especulativo.

LAS MEDIDAS LIBERALIZADORAS DE FEBRERO DE 1992

La supresión de los controles de cambios, y la consecuente plena liberalización de los movimientos de capital entró en vigor en febrero de 1992, en aplicación del paquete de normas aprobado por las autoridades españolas a lo largo de diciembre de 1991 y enero de 1992. Las normas básicas de esta materia fueron el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre; la Orden de 27 de diciembre de 1991, y la Resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores de 7 de enero de 1992 (1). Sin ánimo de entrar en el detalle de esta normativa (2) expongamos, siquiera brevemente, el alcance de tales medidas:

- Ante todo, se eliminaron las restricciones aún existentes a determinadas operaciones de capital. Lo cierto es que, a lo largo de los años ochenta ya se habían liberalizado todas las transacciones corrientes y la mayor parte de las transacciones de capital, pero aún subsistían restricciones significativas a determinadas operaciones, tales como los movimientos de capital a corto plazo, la apertura por parte de residentes de cuentas bancarias en el extranjero y los préstamos del exterior cuya cuantía superase cierto límite.

Como se puede ver, la importancia de las operaciones liberalizadas en febrero de 1992 era cuantitativamente reducida, dada la amplitud de las transacciones ya anteriormente libres; aunque es forzoso señalar que, en la medida en que tales operaciones podían eventualmente servir de soporte a movimientos de tipo especulativo, el alcance cualitativo de la liberalización era grande, dada su potencial influencia sobre los flujos de entradas y salidas de capitales y sobre el tipo de cambio de la peseta (como efectivamente se podría comprobar en la segunda mitad de 1992).

- Adicionalmente a lo anterior (y aun cuando ello no estuviera explícitamente exigido por la normativa comunitaria) se suprimió también cualquier trá-

mite administrativo previo sobre los pagos y transferencias al extranjero. Exigencias como la verificación administrativa previa para determinadas transacciones, o la obligación de justificar documentalmente todos los pagos y transferencias al exterior, que la anterior legislación imponía, quedaron eliminadas. Como quedó igualmente eliminado todo requisito de comprobación previa del cumplimiento de los compromisos fiscales que las transacciones con el extranjero pudieran implicar.

- Por último, esta liberalización se extendía no sólo a los pagos y transferencias hacia los restantes países de la CE, sino que se declaraba *erga omnes*, en la convicción de que la libre movilidad internacional de capitales y el desarrollo y sofisticación del sistema financiero internacional habrían hecho ilusorio cualquier sistema de discriminar geográficamente las transferencias exteriores.

Por supuesto, razones de tipo estadístico y fiscal aconsejaron en aquel momento que la liberalización fuera acompañada de unas estrictas normas de declaración, de tal forma que los residentes que, por cualquier concepto, efectuaran cobros, pagos o transferencias con el exterior estuvieran obligados a declarar a las autoridades económicas los datos relevantes de tales operaciones (entre ellos, y con carácter destacado, el nombre y el NIF del interesado, y el concepto por el que se efectuaba el cobro, pago o transferencia). La utilización obligatoria de la vía bancaria (bien que con excepciones) para efectuar cualquier cobro, pago o transferencia con el exterior, era la pieza que aseguraba el cumplimiento de esta obligación de declaración.

Para evaluar la oportunidad y alcance de estas medidas debe tenerse ante todo en cuenta que la plena aplicación para España de la Directiva 88/361 de la CE a partir del 1 de enero de 1993 (3), obligaba en todo caso a nuestras autoridades a suprimir totalmente las restricciones a los movimientos de capitales antes de dicha fecha, de forma que la capacidad de decisión a este respecto quedaba circunscrita, exclusivamente, a determinar el momento de tal liberalización, y aun ello dentro de un ámbito temporal bastante limitado.

No debe, sin embargo, pensarse que la liberalización fuera una medida adoptada por meras exigencias de homologación legislativa con la CE. Por el contrario, se inscribía en una estrategia general de las autoridades españolas cuyo primer paso lo había constituido la incorporación de la peseta, en junio de 1989, al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo. Ambas medidas tenían como propósito confesado la introducción de elementos externos de disciplina que ayudaran en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios. Se

trataría, en suma, de forzar tanto a los agentes económicos como muy señaladamente al sector público a seguir pautas de moderación (contención de las presiones inflacionistas y, por tanto, moderación salarial y disciplina presupuestaria) que permitieran frenar el deterioro de la competitividad y facilitar la convergencia nominal con los restantes países de la CE. Precisamente gracias a la supresión de restricciones a los movimientos de capital, el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de la parrilla de paridades forzaría una política económica encaminada a reducir el diferencial de inflación con nuestros socios comunitarios. De ahí precisamente que la liberalización fuese más allá de lo estrictamente exigido por la Directiva 88/361 (en el sentido de establecerse respecto a todos los países, y no sólo respecto a la CE, y de eliminarse todo tipo de trámite administrativo previo, aún los de mera comprobación). De hecho, se pretendió que la liberalización fuese lo más amplia y efectiva posible, sin ningún tipo de restricción ni obstáculo encubierto, y sin más obligación ni requisito que una exigencia de declaración de datos que, por obvias razones de prudencia fiscal, era en aquel momento incuestionable.

LOS EFECTOS DE LA LIBERALIZACION

Los efectos de la liberalización durante los meses posteriores a febrero de 1992, no arrojaron ninguna sombra perceptible sobre la oportunidad de tal medida. Un análisis crítico de las estadísticas de cobros, pagos y transferencias con el extranjero durante este período no evidencia ninguna desviación significativa (4). Y en cuanto al flujo de inversiones extranjeras en España (véase cuadro número 1) la explicación de su comportamiento no debe buscarse exclusivamente, y ni siquiera fundamentalmente, en la supresión de las restricciones.

En efecto, en la discreta caída de las inversiones directas y en inmuebles en 1992 parece claro que desempeñó un papel esencial tanto la fase cíclica descendente de la economía mundial, a partir de 1991, como las crecientes dificultades de la economía española, patentes ya desde dicho año. Recuérdese al respecto que la caída de las inversiones se había iniciado ya en 1991, y que tales inversiones estaban ya plenamente liberalizadas desde 1986, de forma que mal pudieron las medidas de febrero de 1992 desempeñar papel alguno en el proceso.

En cuanto a la inversión extranjera en valores negociables, alcanzó un notable volumen a lo largo de este período. De hecho, el importe bruto de entradas de capital bajo el epígrafe de inversiones de cartera ascendió en 1992 a 26,5 billones de pese-

CUADRO NUM. 1
INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA. CAPITAL PUBLICO Y PRIVADO A LARGO PLAZO
(En millones de pesetas)

Año	Inversión directa			Inversión de cartera			Inversión en inmuebles			Otras formas de inversión			Totales		
	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo
1986	322.176	37.066	285.110	512.317	275.333	236.984	195.106	4.399	190.707	112.224	104.369	7.855	1.141.823	421.167	720.656
1987	443.561	122.071	321.490	1.657.319	1.179.967	477.352	228.114	6.468	221.646	69.680	50.727	18.953	2.398.674	1.359.233	1.039.441
1988	691.316	170.162	521.154	1.329.631	1.046.476	283.155	274.886	7.398	267.488	71.507	42.576	28.931	2.367.340	1.266.612	1.100.728
1989	807.300	138.013	669.287	2.673.657	1.680.275	993.382	312.849	8.126	304.723	102.076	75.209	26.867	3.895.882	1.901.623	1.994.259
1990	1.258.772	185.545	1.073.227	3.438.348	2.835.272	603.076	260.047	14.386	245.661	160.827	83.579	77.248	5.117.994	3.118.782	1.999.212
1991	1.216.659	314.175	902.484	12.605.003	10.714.425	1.890.578	168.920	8.625	160.295	74.990	50.312	24.678	14.065.572	11.087.537	2.978.035
1992	1.052.895	313.953	738.942	26.501.951	26.315.465	186.486	129.637	24.993	104.644	36.569	48.822	-12.253	27.721.052	26.703.233	1.017.819
Total	5.792.679	1.280.985	4.511.694	48.718.226	44.047.213	4.671.013	1.569.559	74.395	1.495.164	627.873	455.594	172.279	56.708.337	45.858.187	10.850.150

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

CUADRO NUM. 2
INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA. CAPITAL PUBLICO Y PRIVADO A LARGO PLAZO
(En millones de pesetas)

Mes	Títulos no cotizados			Títulos cotizados			Inmuebles			Otras formas de inversión			Totales		
	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo	Inversión	Desinvers.	Saldo
Año 1991															
Enero	136.157	8.633	127.524	337.520	283.236	54.285	15.200	638	14.562	8.158	7.279	879	497.035	299.786	197.249
Febrero	116.636	7.543	109.093	802.510	367.100	435.410	12.981	535	12.446	8.238	5.418	2.820	940.365	380.596	559.769
Marzo	54.556	12.462	42.093	977.448	595.036	382.412	11.400	417	10.983	4.280	11.362	-7.082	1.047.683	619.277	428.406
Abril	65.134	9.541	55.593	961.908	754.667	207.241	16.434	654	15.780	5.787	2.426	3.361	1.049.263	767.288	281.974
Mayo	55.634	7.279	48.355	1.000.453	882.679	117.774	13.083	627	12.456	2.143	3.336	-1.193	1.071.313	893.921	177.392
Junio	59.880	6.292	53.588	1.012.746	974.929	37.816	12.824	1.589	11.235	13.467	1.293	12.174	1.098.917	984.103	114.814
Julio	125.757	7.920	117.837	924.721	828.162	96.559	14.382	444	13.939	6.058	2.032	4.026	1.070.918	838.558	232.360
Agosto	81.673	4.481	77.192	803.860	736.824	67.035	11.519	778	10.741	4.737	700	4.037	901.789	742.784	159.005
Septiembre	44.350	3.290	41.059	1.334.183	1.295.891	38.291	10.334	388	9.946	3.660	1.763	1.897	1.392.526	1.301.333	91.194
Octubre	230.292	137.628	92.664	1.931.615	1.684.679	246.936	13.911	489	13.422	4.922	6.387	-1.465	2.180.740	1.829.183	351.557
Noviembre	74.470	58.717	15.753	1.548.145	1.365.618	182.526	11.573	1.017	10.555	11.913	6.078	5.836	1.646.100	1.431.430	214.670
Diciembre	172.121	50.389	121.732	969.895	945.604	24.291	25.280	1.049	24.231	1.627	2.238	-611	1.168.922	999.280	169.643
Subtotal	1.216.659	314.175	902.484	12.605.003	10.714.425	1.890.578	168.919	8.625	160.295	74.990	50.312	24.678	14.065.571	11.087.538	2.978.034
Año 1992															
Enero	118.564	40.405	78.159	1.671.725	1.527.819	143.905	12.700	1.056	11.644	3.305	20.062	-16.757	1.806.293	1.589.342	216.951
Febrero	92.752	21.998	70.754	1.911.354	1.879.272	32.081	10.547	1.985	8.562	2.550	11.704	-9.154	2.017.202	1.914.959	102.243
Marzo	88.290	11.468	76.822	2.227.819	2.060.202	167.617	11.554	2.910	8.644	3.524	4.225	-701	2.331.187	2.078.805	252.382
Abril	59.979	16.100	43.879	2.223.154	2.246.255	-23.101	12.171	2.245	9.925	5.616	1.372	4.244	2.300.920	2.265.972	34.948
Mayo	124.589	41.745	82.844	1.814.802	1.708.628	106.174	9.076	1.863	7.213	3.300	631	2.668	1.951.767	1.752.868	198.899
Junio	75.369	42.874	32.495	2.452.306	2.398.456	53.850	8.563	23.455	-14.891	847	2.942	-2.095	2.537.085	2.467.727	69.358
Julio	151.628	49.222	102.406	2.070.538	2.121.177	-50.639	12.318	-18.488	30.806	1.975	502	1.472	2.236.459	2.152.414	84.045
Agosto	114.799	3.497	111.302	1.852.647	1.938.892	-86.245	9.350	1.687	7.663	1.008	46	962	1.977.804	1.944.122	33.682
Septiembre	57.476	29.628	27.849	2.255.161	2.533.057	-277.895	7.046	1.597	5.449	895	1.332	-437	2.320.579	2.565.613	-245.035
Octubre	-84.401	17.550	-101.951	2.194.362	2.365.187	-170.826	9.040	1.970	7.070	1.823	1	1.822	2.120.824	2.384.708	-263.885
Noviembre	59.082	10.112	48.970	2.811.418	2.807.423	3.995	9.616	1.326	8.289	8.658	2.145	6.513	2.888.774	2.821.007	67.767
Diciembre	194.767	29.354	165.413	3.016.666	2.729.098	287.568	17.656	3.386	14.270	3.068	3.859	-791	3.232.157	2.765.697	466.461
Subtotal	1.052.895	313.954	738.941	26.501.950	26.315.465	186.486	129.637	24.993	104.644	36.569	48.821	-12.252	27.721.051	26.703.233	1.017.818

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

tas (véase cuadro núm. 2), de los que la mayor parte (23,78 billones) correspondió a deuda pública a medio-largo plazo. Y en cuanto al montante neto (restadas las desinversiones) el saldo positivo se mantuvo prácticamente sin interrupción durante toda la primera mitad del año, de tal forma que el *stock* de bonos y obligaciones del Estado en poder de no residentes a principios de septiembre de 1992 (momento de la primera crisis del SME) ascendía a 2,46 billones de pesetas, habiendo alcan-

zado el techo máximo (2,7 billones) a finales de mayo.

Este fenómeno no debe atribuirse a la liberalización de febrero de 1992 (las inversiones extranjeras de cartera eran ya libres con anterioridad) sino, fundamentalmente, al importante diferencial de rentabilidad que, unido a la (entonces) estabilidad y firmeza de la moneda española, otorgaba un gran atractivo a los valores españoles. Es cierto que la liberalización de los movimientos a corto plazo

hubo de tener un efecto estimulante, tanto por motivos psicológicos como por facilitar las operaciones *repo*. Pero no es menos cierto que, desde 1991, el mercado de capitales español (favorecido por la exoneración de tributación, establecida en enero de 1991, para los rendimientos y plusvalías obtenidos por los no residentes sobre sus compraventas de deuda pública a medio y largo plazo), había alcanzado un notable grado de integración en los «circuitos» internacionales, y se había convertido en una alternativa habitual para los grandes inversores institucionales. Baste considerar que la inversión extranjera bruta de cartera que en 1991 ascendió a 12,6 billones de pesetas, y en 1992, como antes se dijo, a nada menos que 26,5 billones, era de tan sólo 1,3 billones de pesetas en 1988.

Donde sí en cambio puede verse un efecto directo claro de la liberalización es en el capítulo de los préstamos financieros del exterior. La supresión de la anterior exigencia de autorización previa para los préstamos financieros de no residentes a favor de residentes a corto plazo (menos de tres años) o de elevada cuantía (más de 1.500 millones de pesetas), unida al atractivo de unos bajos tipos de interés, promovió un recurso masivo, por parte de empresas e incluso particulares, al endeudamiento en moneda extranjera. Así, de los 50.000 millones de pesetas de entradas brutas por este concepto en enero de 1992 se pasó en febrero (primer mes de la liberalización) a 300.000 millones, en marzo a 500.000, y se mantuvo durante los tres meses siguientes por encima de los 400.000 millones mensuales, con el resultado de que, mientras el volumen total bruto de préstamos del exterior en 1991 ascendió a 1,36 billones de pesetas (992.000 millones de pesetas netos), en 1992 fue de 4,57 billones (2,76 billones de pesetas netos), esto es, una cifra tres veces superior (ver cuadros núms. 3 y 4).

De estas cifras, la mayor parte correspondió a los préstamos a largo plazo, aunque es de destacar el espectacular y previsible incremento porcentual de los préstamos a corto plazo, que entre 1991 y 1992 pasaron de 29.000 millones de pesetas en términos netos a nada menos que 744.000 millones.

LA CRISIS DEL SME

Mucho más polémico que los posibles efectos de la liberalización de febrero de 1992 sobre los pagos corrientes, o sobre los movimientos de capital a largo plazo, ha sido el papel desarrollado por dicha medida en el comportamiento de la peseta a lo largo del período de turbulencias monetarias que

sacudió el Sistema Monetario Europeo a partir de septiembre de 1992.

Las consecuencias de la crisis monetaria sobre el tipo de cambio de la peseta son de sobra conocidas y no requieren mayor comentario: en el corto período transcurrido entre septiembre de 1992 y mayo de 1993 nuestra moneda se vio forzada, ante las presiones especulativas, a devaluarse en tres ocasiones (5 por 100 el 17 de noviembre de 1992, 6 por 100 el 22 de noviembre de 1992 y 8 por 100 el 13 de mayo de 1993) y a ampliar sus bandas de fluctuación, al igual que el resto de las monedas comunitarias, al 15 por 100 por encima y por debajo del tipo de cambio central. Como resultado final, la depreciación de la peseta, entre febrero de 1992 y junio de 1993, era del orden del 32 por 100 respecto al dólar, y del 25 por 100 frente al marco alemán (5).

En este contexto, cabe preguntarse si la moneda española habría podido hacer frente a las presiones especulativas con mayores probabilidades de éxito si las autoridades españolas hubieran optado por agotar el período transitorio de la Directiva hasta el 31 de diciembre de 1992 en lugar de adelantar la liberalización a febrero de dicho año. O, yendo más lejos, si no hubiera sido preferible mantener la normativa restrictiva anterior, incluso más allá de finales de 1992, quizá haciendo uso de la cláusula de salvaguardia que la propia Directiva establece.

El primer interrogante tiene una respuesta aparentemente obvia: aun cuando el mantenimiento de la antigua legislación de control de cambios a lo largo de todo 1992 hubiera conseguido impedir, o al menos entorpecer, la especulación, si el tipo de cambio de la peseta se hubiera mantenido inmóvil a los niveles de su primitiva paridad, parece fuera de duda que la supresión de los controles el 1 de enero de 1993, fecha en la cual los mercados seguían en una situación extremadamente tensa, habría sido virtualmente imposible, so pena de provocar un auténtico vendaval sobre la moneda española.

Más difícil resulta responder a la pregunta general, acerca de las posibilidades de mantenimiento de su paridad que la peseta habría tenido bajo un sistema de control de cambios.

En realidad, un análisis más detenido de la cuestión obliga a trascender del mero caso español para hacer referencia al problema general, y analizar los argumentos sobre la conveniencia de restablecer algún tipo de restricción a determinados movimientos especulativos de capital a corto plazo.

En último extremo, la crisis del SME no es sino la expresión de un principio económico básico, cual

CUADRO NUM. 3
CREDITOS DEL EXTERIOR A ESPAÑA
(En millones de pesetas)
Importe bruto (entradas)

Período	A largo plazo (*)			A corto plazo (*)			7. Total
	1. De no residentes a residentes	2. De entidades registradas a residentes	3. Total (1 + 2)	4. De no residentes a residentes	5. De entidades registradas a residentes	6. Total (4 + 5)	(3 + 6)
Año 1991							
Enero	57.469	14.586	72.055	6.496	0	6.496	78.551
Febrero	14.551	11.948	26.498	1.162	0	1.162	27.660
Marzo	34.398	34.442	68.840	1.571	0	1.571	70.411
Abril	55.455	4.344	59.799	2.759	0	2.759	62.558
Mayo	196.767	6.226	202.993	138	0	138	203.131
Junio	104.746	14.839	119.585	0	119	119	119.705
Julio	170.076	24.653	194.728	0	69	69	194.797
Agosto	47.677	45.259	92.937	8.514	0	8.514	101.450
Septiembre	29.881	27.522	57.402	567	3	571	57.973
Octubre	16.620	31.374	47.994	12.637	0	12.637	60.631
Noviembre	82.180	11.909	94.089	19.950	0	19.950	114.039
Diciembre.....	194.638	56.177	250.816	19.060	0	19.060	269.876
Total	1.004.459	283.279	1.287.738	72.855	191	73.046	1.360.784
Año 1992							
Enero	39.572	2.047	41.619	8.445	0	8.445	50.064
Febrero	87.123	63.219	150.342	104.488	45.367	149.855	300.197
Marzo	218.291	132.095	350.386	114.536	37.533	152.069	502.455
Abril	147.208	190.385	337.594	56.330	21.656	77.986	415.579
Mayo	234.931	48.725	283.656	73.336	58.459	131.795	415.450
Junio	268.058	74.072	342.130	38.751	49.066	87.817	429.946
Julio	352.972	107.644	460.616	51.322	48.393	99.714	560.330
Agosto	39.464	49.633	89.097	54.807	72.898	127.705	216.803
Septiembre	257.740	25.643	283.383	42.680	32.550	75.229	358.612
Octubre	186.349	66.283	252.632	40.423	19.830	60.253	312.885
Noviembre	146.324	44.152	190.476	168.394	18.263	186.656	377.133
Diciembre	435.744	47.710	483.454	107.319	38.198	145.517	628.971
Total	2.413.775	851.609	3.265.385	860.830	442.211	1.303.041	4.568.425

(*) Capital privado y público.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

es el de la incompatibilidad de un sistema de tipos de cambio fijos (o cuasifijos) con un manejo independiente de las políticas monetarias nacionales, en un contexto de plena libertad de movimientos de capital (6).

De hecho, la apuesta del mecanismo de cambios del SME y de la liberalización de movimientos de capital declarada, a partir de julio de 1990, por la Directiva 88/361 de la CE, no apuntaba a otra cosa que a forzar una mayor disciplina y coordinación de las políticas económicas de los países miembros, a fin de asegurar la estabilidad de precios y un mayor rigor presupuestario. Y en este mismo sentido apuntaba el acuerdo de Maastricht, que con su exigencia de adopción, por parte de los gobiernos de los países miembros, de programas de convergencia nominal, pretendía un marco de políticas económicas rigurosas y coordinadas que permitieran desembocar en una moneda única.

El fracaso de esta apuesta vendría por el creciente divorcio entre los tipos de cambio oficiales

(la parrilla de paridades) y los que el mercado estimaba como tipos de equilibrio en función de las macromagnitudes relevantes (los *fundamentals*). A lo largo del tiempo, un sistema monetario con tipos de cambio fijos pero ajustables, que preveía modificaciones de paridad tan pronto como se produjeran desviaciones del nivel de equilibrio, terminó por convertirse en un sistema de tipos fijos e inmutables en el que los países se resistían, por razones políticas y de imagen, a modificar las paridades pese a que los diferenciales de inflación aumentasen como consecuencia de las divergentes políticas económicas (de hecho, el último reajuste de paridades anterior a la crisis se había producido en fecha tan lejana como enero de 1987). El optimismo generado por la firma, a principios de 1992, del Tratado de Maastricht, y la confianza en que los programas de convergencia adoptados por los países con mayores desequilibrios permitirían corregir la situación, hicieron que la irrealidad de la parrilla de paridades no provocara movimientos en el mercado. Y ello pese a que la política monetaria res-

CUADRO NUM. 4
CREDITOS DEL EXTERIOR A ESPAÑA
(En millones de pesetas)
Importe neto (entradas-salidas)

Período	A largo plazo (*)			A corto plazo (*)			7. Total
	1. De no residentes a residentes	2. De entidades registradas a residentes	3. Total (1 + 2)	4. De no residentes a residentes	5. De entidades registradas a residentes	6. Total (4 + 5)	(3 + 6)
Año 1991							
Enero	27.227	13.672	40.898	3.598	0	3.598	44.496
Febrero	8.494	-1.813	6.681	-1.765	0	-1.765	4.916
Marzo	12.427	32.558	44.985	-559	0	-559	44.426
Abril	29.196	3.892	33.087	-902	0	-902	32.185
Mayo	160.575	5.299	165.874	-5.473	0	-5.473	160.402
Junio	82.009	1.365	83.374	-3.547	119	-3.428	79.946
Julio	152.583	23.703	176.287	-5.751	69	-5.683	170.604
Agosto	29.760	43.597	73.357	5.968	0	5.968	79.325
Septiembre	-23.273	24.985	1.712	567	3	571	2.282
Octubre	-10.568	26.544	15.975	2.614	0	2.614	18.590
Noviembre	46.742	6.979	53.721	17.565	0	17.565	71.286
Diciembre.....	158.952	38.179	197.130	16.527	0	16.527	213.657
Total	674.123	218.959	893.082	28.842	191	29.033	922.115
Año 1992							
Enero	11.718	-5.909	5.809	8.445	0	8.445	14.254
Febrero	18.474	39.378	57.852	97.577	44.577	142.153	200.005
Marzo	173.775	102.468	276.243	103.594	13.503	117.097	393.341
Abril	104.697	159.376	264.073	47.123	18.931	66.053	330.127
Mayo	135.330	14.183	149.513	49.633	51.288	100.920	250.434
Junio	198.811	33.385	232.196	27.406	35.705	63.111	295.308
Julio	312.632	75.051	387.684	34.034	36.799	70.833	458.517
Agosto	-1.932	18.660	16.728	30.579	26.196	56.775	73.503
Septiembre	195.054	-10.286	184.768	12.211	4.691	16.902	201.670
Octubre	83.456	-17.887	65.570	15.314	-18.769	-3.455	62.115
Noviembre	42.188	16.237	58.425	90.269	-22.542	67.726	126.152
Diciembre	319.044	-526	318.518	39.748	-1.784	37.964	356.482
Total	1.593.247	424.132	2.017.379	555.932	188.594	744.526	2.761.905

(*) Capital privado y público.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Economía y Hacienda). Datos del Registro de Caja del Banco de España.

trictiva aplicada por el Bundesbank (a fin de hacer frente a las tensiones inflacionistas provocadas por la unificación) había forzado a los restantes países comunitarios a unas elevaciones consecuentes de sus tipos de interés que difícilmente podrían mantener sin graves dificultades internas.

En este contexto, los resultados del referéndum danés de junio de 1992 dieron origen a dudas crecientes sobre las posibilidades de la ratificación final del Tratado y sobre la consecuente capacidad —y voluntad política— de los gobiernos de aplicar sus programas de convergencia. Y en consecuencia, las diferencias existentes entre la parrilla oficial de paridades y los tipos que el mercado percibía como de equilibrio en función de los *fundamentals*, provocaron un violento movimiento especulativo que (todo hay que decirlo), mal manejado por las autoridades de los estados miembros, dio origen a la crisis.

En suma, cualquier explicación de la crisis del SME debe partir de la constatación de un principio básico, cual es la imposibilidad de mantener un sis-

tema de tipos de cambio fijos cuando las políticas nacionales siguen caminos divergentes que se traducen en unos diferenciales de inflación crecientes. Tal cosa sólo puede ser posible, malamente, bajo un sistema de restricciones administrativas a los movimientos de capital. E incluso ello solamente hasta cierto punto, pues un distanciamiento progresivo del tipo de cambio oficial respecto del tipo teórico de equilibrio acaba por acumular tales desequilibrios que, con controles de cambios o sin ellos, desemboca inevitablemente en un reajuste con frecuencia traumático.

Hacia mediados de 1992, por otra parte, otros factores no menos importantes se habían conjugado para hacer de la posibilidad de movimientos especulativos de capital una amenaza mucho más temible que en las crisis monetarias producidas hasta la fecha. Tales factores eran, en resumen, los siguientes:

- El amplio proceso de desregularización del mercado financiero llevado a cabo en los principales países occidentales a lo largo de la década pre-

CUADRO NUM. 5
CAMBIOS OFICIALES MEDIOS DE LA PESETA
(Peseta por unidad o cien unidades) (medias de cifras diarias)

	Dólar USA	Ecu	Marco alemán	Franco francés	Libra esterlina	Lira italiana (100)	Franco belga y luxemburgués (100)	Florín holandés	Yen japonés (100)	DEG
1987	123,54	142,26	68,65	20,53	201,83	9,52	330,53	60,92	85,36	159,41
1988	116,62	137,61	66,35	19,57	207,10	8,96	317,01	58,96	90,91	156,52
1989	118,53	130,32	62,98	18,57	194,06	8,64	300,63	55,84	86,06	151,80
1990	102,02	129,65	63,06	18,72	181,36	8,51	305,04	55,98	70,59	138,23
1991	104,10	128,57	62,64	18,42	183,29	8,38	304,23	55,58	77,34	142,15
1992	102,12	132,19	65,55	19,34	179,90	8,32	318,40	58,22	80,73	143,92
Año 1992										
Marzo	104,79	129,02	63,09	18,59	180,75	8,40	306,61	56,05	78,87	143,14
Abril	103,79	129,01	62,99	18,62	182,30	8,36	306,13	55,96	77,78	142,36
Mayo	101,34	128,42	62,50	18,59	183,47	8,30	303,72	55,52	77,55	140,75
Junio	99,02	128,97	62,91	18,69	183,55	8,32	305,66	55,84	78,02	139,81
Julio	94,84	129,90	63,64	18,86	182,00	8,40	308,92	56,44	75,46	136,89
Agosto	93,23	130,53	64,23	18,93	180,85	8,45	311,78	56,98	73,81	135,76
Septiembre ...	97,47	134,00	67,32	19,79	180,36	8,35	326,55	59,77	79,49	142,31
Octubre	105,59	139,11	71,18	20,98	174,46	8,07	345,64	63,24	87,12	151,41
Noviembre	113,83	140,79	71,72	21,20	173,77	8,34	348,65	63,75	91,88	157,85
Diciembre	112,91	139,78	71,43	20,94	175,06	7,99	347,15	63,53	91,08	156,82
Año 1993										
Enero	114,59	139,05	70,97	20,93	175,59	7,69	344,71	63,11	91,62	157,82
Febrero	117,50	139,06	71,53	21,12	168,94	7,59	346,87	63,55	97,26	161,15
Marzo	117,70	138,64	71,46	21,04	171,79	7,39	346,92	63,57	100,58	162,46
Abril	115,56	141,20	72,47	21,44	178,98	7,55	352,08	64,49	103,03	163,33
Mayo	121,03	147,27	75,32	22,34	187,56	8,20	366,36	67,15	109,68	171,29
Junio	126,91	150,28	76,84	22,83	191,78	8,45	373,90	68,51	118,29	178,89
Julio	134,43	152,71	78,43	23,03	201,26	8,49	379,73	69,75	124,99	187,21
Agosto	138,72	156,21	81,83	23,40	207,13	8,65	386,15	72,74	133,49	194,35

Fuente: Banco de España.

cedente, como consecuencia del cual se fue produciendo una creciente conexión entre los mercados bursátiles tradicionales, los mercados de instrumentos a corto plazo y el mercado de divisas. Así, a los inversores les resultó posible, con mayor facilidad que en el pasado, desplazar fondos de un mercado a otro y de unos a otros instrumentos, así como ligar sus carteras en diversos instrumentos y plazos.

Como resultado de ello, a los participantes tradicionales en el mercado de divisas (bancos, fundamentalmente) se fueron sumando otros agentes capaces de movilizar enormes recursos, y no siempre sometidos a las limitaciones de encaje a que los bancos centrales someten a sus bancos domésticos: fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, mutuas, etc. Para darse una idea de la magnitud de los recursos a disposición de estas entidades, baste considerar que el volumen de activos totales controlados por los gestores de fondos, solamente en Europa y Estados Unidos, ascendía, a finales de 1991, a 8,2 billones de dólares (7).

- La aparición de nuevos instrumentos monetarios de mucha mayor volatilidad y con menores exigencias de inmovilización de recursos (opciones,

futuros...) y un notable crecimiento de las operaciones *swap*. Buena prueba de la importancia de estos instrumentos la constituye el hecho de que, según datos del FMI, en 1992 las operaciones *swap* constituyeron el 31 por 100 del volumen total de las transacciones en divisas en el mercado norteamericano, y los derivados el 12 por 100, mientras que las operaciones *spot* tan sólo constituyeron el 51 por 100, con una caída de diez puntos respecto a su porcentaje de 1989 (8).

- Una sustancial mejora técnica del mercado (mejores y más rápidos sistemas de compensación y liquidación y mejores sistemas de comunicación) que, unida a un notable progreso de la información comercial y financiera —en cantidad y calidad— contribuyó a atraer a un volumen creciente de participantes al mercado.

El resultado de estos tres factores, sumado a la liberalización de los movimientos de capital, ha sido un espectacular crecimiento en el mercado de divisas. Se estima que, como media, el volumen diario de transacciones en el mercado *forex* en 1992 estuvo entre los 900.000 millones y el billón de dólares (de los que no más del 3 al 4 por 100 corresponderían a cobros o pagos por transacciones reales).

CUADRO NUM. 6
ACTIVOS EXTERIORES: RESERVAS CENTRALES Y POSICION DE CONTADO DE LAS ENTIDADES REGISTRADAS
Saldos a fin de mes. Millones de dólares a cambios convencionales

	<i>Reservas centrales</i>										
	<i>Oro y activos convertibles netos</i>										<i>Posición de contado en divisas de las entidades registradas</i>
	<i>Total</i>	<i>Oro y activos convertibles brutos</i>									
		<i>Total</i>	<i>Total</i>	<i>Oro</i>	<i>Posición en el FMI</i>	<i>DEG</i>	<i>Divisas convertibles</i>	<i>Ecus en FECOM</i>	<i>Pasivos en divisas convertibles</i>	<i>Divisas no convertibles (neto)</i>	
<i>3 = 4 a 8</i>											
<i>1 = 2 + 10</i>	<i>2 = 3 + 9</i>	<i>3 = 4 a 8</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	
1986	16.001	16.001	16.001	3.785	454	379	11.383	—	—	—	1.326
1987	30.172	30.172	30.172	3.787	625	475	22.056	3.249	—	—	-74
1988	39.875	39.875	39.875	4.766	934	543	30.067	3.565	—	—	-1.935
1989	44.422	44.422	44.422	5.419	1.123	632	33.262	3.985	—	—	-2.973
1990	53.104	53.104	53.104	4.777	1.040	639	41.967	4.683	—	—	-7.676
1991	66.283	66.283	66.283	4.498	1.006	429	53.217	7.134	—	—	-6.483
Año 1992											
Abril	70.123	70.123	70.123	4.498	1.002	442	56.212	7.971	—	—	-7.970
Mayo	70.558	70.558	70.558	4.498	973	455	56.662	7.971	—	—	-7.757
Junio	72.369	72.369	72.369	4.498	976	455	58.469	7.971	—	—	-7.753
Julio	71.339	71.339	71.339	4.498	979	459	57.101	8.303	—	—	-4.630
Agosto	71.260	71.260	71.260	4.498	978	482	56.999	8.303	—	—	-6.548
Septiembre	59.623	59.623	59.623	4.498	969	468	45.385	8.303	—	—	1.737
Octubre	56.935	56.935	56.935	4.326	948	461	41.924	9.275	—	—	-3.971
Noviembre	47.541	47.541	47.541	4.326	930	409	32.602	9.275	—	—	2.153
Diciembre	50.484	50.484	50.484	4.217	1.145	184	35.690	9.247	—	—	1.957
Año 1993											
Enero	53.743	53.743	53.743	4.217	1.105	184	41.397	6.840	—	—	...
Febrero	51.025	51.025	51.025	4.217	1.101	195	38.672	6.840	—	—	...
Marzo	48.132	48.132	48.132	4.217	1.101	193	35.780	6.840	—	—	...
Abril	44.407	44.407	44.407	4.217	1.112	195	32.469	6.414	—	—	...
Mayo	44.658	44.658	44.658	4.217	1.080	206	32.742	6.414	—	—	...
Junio	45.734	45.734	45.734	4.217	1.063	206	33.834	6.414	—	—	...
Julio	46.064	46.064	46.064	4.217	1.061	206	35.026	5.554	—	—	...
Agosto	44.896	44.896	44.896	4.217	1.045	206	33.875	5.554	—	—	...

La magnitud de estas cifras indica que, una vez puesto en marcha un movimiento especulativo sobre una moneda, resulta muy difícil, si no imposible, para las autoridades monetarias hacer frente a la misma.

En los momentos previos al inicio de la crisis —agosto de 1992— el volumen total de reservas mantenido por los bancos centrales de los países directamente involucrados (9) apenas superaba los 270.000 millones de dólares. El volumen total de intervenciones exigido como consecuencia de la presión especulativa llegó a alcanzar, a lo largo de septiembre, los 9.000 millones de dólares diarios. Es evidente que, en este contexto, la única entidad capaz de hacer frente a tales movimientos habría sido el Bundesbank mediante ventas, por definición ilimitadas, de marcos. Pero, aún para el Bundesbank, los efectos perturbadores de estas compras de divisas sobre la liquidez en Alemania, y la imposibilidad de esterilizar unas entradas tan intensas y tan inmediatas (sólo entre agosto y septiembre de 1992 debieron alcanzar los 92.000 millones de marcos) indican que también para el Banco central alemán existía un límite.

Es obvio que la causa desencadenante de la cri-

sis del SME no fue la especulación, sino la contradicción antes señalada entre tipos de cambio fijos y diferenciales de inflación crecientes en un contexto de plena y total libertad de movimiento del capital. La especulación no hizo sino reaccionar, en base a un análisis objetivo de la situación, ante la evidente disparidad entre los tipos oficiales y los tipos de equilibrio, y ante las evidentes expectativas de beneficio que ello ofrecía. En este sentido, forzoso es reconocer que la responsabilidad de la crisis no puede recaer sino sobre los gobiernos responsables, así como en la propia inercia de los mecanismos comunitarios. Y a tal respecto, a lo largo de las sucesivas reuniones del Ecofin (comenzando por la dramática reunión de Bath en septiembre de 1992) todos y cada uno de tales gobiernos se encargaron de explicitar las culpas ajenas e intentar excusar las propias.

Pero, aun sentado esto, no es menos cierto que el ingente volumen de fondos potencialmente operante en el mercado, con su pasada experiencia de beneficios, y en el actual contexto de libertad cambiaria y desregulación financiera, tiene un potencial desestabilizador temible. Por supuesto que cualquier futura desviación del tipo de cambio de una moneda pondría en marcha, ineludiblemente, un

CUADRO NUM. 7
LA PESETA EN EL MECANISMO DE TIPO DE CAMBIO DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

Paridades centrales		Del 16 junio 1989 (1) al 16 sept. 1992	Del 17 sept. 1992 (2) al 21 nov. 1992	Del 23 nov. 1992 (3) al 13 mayo 1993	Del 14 mayo 1993 (4) al 2 agosto 1993	A partir del 2 de agosto 1993(5)
Pesetas por DM	Tipo vendedor	69,0170	72,6220	77,2800	84,0300	91,9120
	Tipo central.....	65,0000	68,4207	72,7877	79,1172	79,1172
	Tipo comprador	61,2170	64,4330	68,5400	74,5150	68,1200
Pesetas por ECU.....		133,631 → 132,562	139,176	143,386 → 142,150	154,250	154,250

- (1) Entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME.
(2) Devaluación de la peseta (5 por 100).
(3) Devaluación de la peseta (6 por 100).
(4) Devaluación de la peseta (8 por 100).
(5) Ampliación de la banda de fluctuación a ± 15 por 100.

movimiento especulativo en su contra. Pero la cuestión es que, aun manteniéndose dentro de un nivel consistente con sus *fundamentals*, ninguna moneda puede sentirse a salvo de las presiones (piénsese sin ir más lejos, en lo sucedido al franco francés). Y que, de hecho, cualquier moneda puede ser objeto de un movimiento especulativo que, una vez iniciado, puede obligar a los especuladores a mantenerlo y a forzar con ello su depreciación siquiera sea para evitar el quebranto que en caso contrario sufrirían al liquidar sus posiciones.

Es, precisamente, en base a esta reflexión que, en los últimos tiempos, vienen surgiendo voces que abogan por el establecimiento de algún tipo de restricción a los movimientos especulativos de capital.

LA POLEMICA SOBRE LOS CONTROLES

Una de las características más acusadas de la crisis del SME ha sido su persistencia en el tiempo. Las primeras presiones especulativas se remontan a agosto de 1992, y se cerraron en falso con la devaluación de la lira y el abandono, por el Reino Unido e Italia, del mecanismo de cambios del SME a mediados de septiembre. Pero después de dicha fecha las presiones se reprodujeron una y otra vez, afectando a prácticamente todas las monedas de la CE en una especie de turno infernal: devaluación de la lira italiana (septiembre de 1992), flotación de la libra y la lira italiana (septiembre de 1992), devaluaciones de la peseta (septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993), el escudo portugués (noviembre de 1992 y mayo de 1993) y la libra irlandesa (febrero de 1993), y presiones intermitentes a lo largo de todo el período sobre el franco francés, la corona danesa y las monedas sueca y noruega. Ante la perspectiva de una continuación en principio indefinida de las presiones, y constatada la incapacidad del SME en su configuración tradicional para hacerles frente, los gobiernos de la CE tomaron la decisión desesperada de ampliar las bandas

de fluctuación al 15 por 100. La medida, declarada transitoria, equivalía en términos prácticos a la libre fluctuación («el 15 por 100 está más cerca del infinito que del 2,25 por 100» en frase de un ministro europeo). Los gobiernos comunitarios reconocían la imposibilidad de seguir manteniendo un sistema de tipos fijos y obligaciones de intervención que no hacía sino asegurar beneficios sin riesgo a los especuladores, y aceptaba una fluctuación libre, bien que intentando al menos preservar las apariencias y la «letra» del SME.

De una cosa eran y son, sin embargo, conscientes los gobiernos de los países miembros: el carácter provisional de esta situación.

Un sistema de libre flotación (y unas bandas de fluctuación del 15 por 100 equivalen prácticamente a libre flotación) presenta dos problemas: en primer lugar, es un grave obstáculo al mercado único, puesto que distorsiona los flujos comerciales y puede alentar devaluaciones competitivas. En segundo lugar, es básicamente inestable, por cuanto los gobiernos, al quedar liberados de la disciplina exigida por el sistema de tipos fijos, pueden sentir la tentación de relajar su política monetaria. En la medida en que surjan expectativas en este sentido, la moneda del país será objeto de presión especulativa. El resultado final será, inevitablemente, una mayor volatilidad.

Desde luego, una vuelta a bandas más estrechas es difícil de adoptar en los momentos presentes, ni siquiera en una coyuntura de tranquilidad en los mercados y supuesta adecuación de los tipos de cambio: el restablecimiento de las bandas estrechas requeriría no sólo que la nueva parrilla de paridades fuera creíble, sino, además, que todos los países participantes en la misma adoptasen políticas monetarias y fiscales coherentes (cosa que, por desgracia, sigue sin estar suficientemente asegurado). De otro modo, estaríamos volviendo a la misma situación existente antes de la crisis de septiembre de 1992. Pero aun en el caso de que ambas condiciones se cumplieran, tampoco se podría

garantizar la estabilidad del mercado, pues los capitales especulativos podrían elegir, más o menos aleatoriamente, alguna presa y tomar posiciones contra ella hasta forzar su devaluación (el fenómeno denominado *self-fulfilling speculative attack*), con la garantía de que los bancos centrales estarían forzados, por su compromiso de intervención, a mantenerse en el cambio límite.

Si, por las razones expuestas, el mantenimiento de bandas anchas de fluctuación no puede admitirse como solución estable, y una vuelta a la banda estrecha no parece, en principio, posible a corto plazo, quedarían aparentemente dos únicas salidas: la aceleración del proceso hacia la moneda única o el establecimiento de algún tipo de restricción a los movimientos de capital.

El salto hacia una moneda única es, por supuesto, la solución al problema de la especulación, y la consecuencia lógica del proceso de integración monetaria y financiera en Europa. Pero si bien para algunos países tal decisión podría ser factible a corto plazo, para otros es políticamente imposible. La adopción de una moneda única, al eliminar la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento para compensar pérdidas de competitividad, obligaría a efectuar los ajustes por la vía de los factores reales, y en los momentos actuales el coste de ello en términos de salarios y prestaciones sociales sería difícilmente asumible.

Es precisamente en base a la línea argumental hasta aquí descrita que los partidarios de las restricciones selectivas a los movimientos de capital consideran que tales restricciones son necesarias, siquiera sea de forma transitoria. Considerando además que, en tanto no se haya llegado a una moneda única, ni siquiera los recursos de todos los bancos centrales (ni del futuro Banco Central Europeo) serían suficientes para neutralizar la especulación potencial —ya vimos antes el volumen que puede alcanzar ésta— el propio presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, afirmó públicamente, en septiembre pasado, la conveniencia de establecer, a nivel internacional, algún tipo de límites a los movimientos de capital a corto plazo, añadiendo además que los estados miembros no deberían dudar, en situaciones de crisis, en recurrir a las cláusulas de salvaguardia que la Directiva 88/361 establece, y que les permiten en determinadas circunstancias la adopción de restricciones a estos movimientos.

Tales declaraciones dieron origen a una importante polémica, en la que terciaron, en contra de cualquier medida restrictiva, no sólo algunos círculos académicos y la prensa económica anglosajona (notablemente los diarios *Financial Times* y *Wall*

Street Journal) sino incluso medios oficiales de países comunitarios como Alemania y Holanda.

Desde un punto de vista técnico, son varios los mecanismos que se pueden adoptar para entorpecer los movimientos especulativos de capital.

Por supuesto, el más evidente es el de someter determinados tipos de operaciones a autorización previa por parte de las autoridades monetarias de los países. Tal exigencia supone, sin embargo, una vulneración tanto de la Directiva 88/361 como del Tratado de Maastricht, que prohíbe taxativamente a los estados miembros imponer cualquier clase de restricción a los movimientos de capitales entre ellos. La única alternativa a tal respecto sería recurrir a la cláusula de salvaguardia contenida en el artículo 3 de la Directiva, que permite a un estado miembro imponer restricciones a determinados movimientos de capital cuando «movimientos de capitales a corto plazo excepcionalmente amplios provoquen fuertes tensiones en los mercados de cambio y graves perturbaciones en la dirección de la política monetaria y de cambio de un estado miembro que se traduzca, en particular, en variaciones importantes de la liquidez interna». Pero tales restricciones se conciben como un recurso extraordinario y de carácter estrictamente temporal, por cuanto la Directiva establece mecanismos muy precisos de valoración y supervisión de las restricciones, y las permite por un período máximo de seis meses.

Descartado por tanto, salvo en circunstancias excepcionales, el establecimiento puro y simple de la exigencia de autorización previa para los movimientos de capital considerados especulativos, se han considerado otras vías que, sin suponer la prohibición administrativa, entorpezcan o encarezcan estas operaciones.

El establecimiento de límites a la fluctuación diaria de las monedas, de forma parecida a lo practicado históricamente en las bolsas de valores o en los mercados de *commodities* es sencillamente impracticable: suspender la contratación de una moneda cuando su cotización llega al límite, cerrando el mercado hasta el día siguiente, equivaldría a una especie de sistema de tipos de cambio fijos con bandas de fluctuación y devaluaciones sucesivas, algo así como un mecanismo de *crawling-pegs* traumático que distorsionaría las transacciones exteriores del país y, en momentos de tensión monetaria, se traduciría en suspensiones permanentes de la cotización.

Más viables, aunque discutibles, resultan otros mecanismos encaminados a encarecer hasta límites disuasorios los movimientos especulativos, bien sea mediante el establecimiento de un impuesto

sobre las transacciones en divisas o sobre los beneficios de cambio, bien sea mediante alguna forma de exigencia de reservas o depósito previo.

A favor de un impuesto sobre las transacciones en divisas se ha pronunciado Tobin (10), quien sugiere que la imposición, sobre todas las transacciones cambiarias, de un gravamen internacional uniforme cuyo montante no fuera excesivo tendría un efecto prácticamente nulo sobre los cobros y pagos corrientes y sobre las inversiones y demás flujos de capitales a largo plazo, y en cambio supondría una carga disuasoria sobre los movimientos especulativos a corto plazo. Un impuesto del 0,5 por 100 sobre las transacciones cambiarias —señala— equivaldría a un diferencial del 4 por 100 en los tipos de interés de las letras a tres meses, y tal colchón concedería además un cierto margen de autonomía a las autoridades monetarias nacionales.

Recuerda Tobin al respecto que ya en 1926 Keynes sugería un impuesto sobre las transacciones bursátiles como medio para reforzar el peso de las motivaciones básicas de gran alcance —y no las especulativas— en la determinación de las cotizaciones en Bolsa. Y ello, señala Tobin, puede ser igualmente válido para los mercados de divisas.

En contra de un impuesto de este tipo, así como de cualquier impuesto sobre los beneficios del cambio, se ha aducido (11) la dificultad de recaudar tal tributo debido a que, tratándose por definición de operaciones transnacionales, y dada la frecuente utilización de entidades instrumentales en paraísos fiscales por parte de bancos e instituciones de inversión, puede resultar muy difícil, si no imposible, la imputación de las operaciones.

Otra forma de entorpecer los movimientos especulativos puede ser la imposición, a los bancos y otras instituciones financieras, de la obligación de constituir un depósito sin interés en el banco central por el importe de sus posiciones cortas (o por un porcentaje de las mismas).

A favor de un mecanismo de este tipo se han pronunciado Wyplosz y Eichengreen (12), quienes señalan que la exigencia de depósito previo es perfectamente compatible con las normas de liberalización de la CE, y no vulnera ni la letra ni el espíritu de las mismas. En efecto —señalan— esta medida no impide las operaciones; no las somete a trámite administrativo alguno de autorización, ni las sujeta a prohibición alguna, sino que simplemente las encarece. Y en este sentido no podría decirse que vulnera las normas de la liberalización, del mismo modo que tampoco lo hacen las normas fiscales nacionales.

Por supuesto este argumento es discutible, y los

depósitos previos bien podrían ser calificados como una «medida de efecto equivalente» a las restricciones si su coste fuese tan elevado que hiciese imposibles las operaciones. Sería en todo caso una cuestión de interpretación de las normas comunitarias en una materia en la que no existen precedentes.

Es evidente también, por otra parte, que estos depósitos previos impedirían la integración financiera entre los países miembros de la CE, y por tanto no serían compatibles con los objetivos comunitarios en este sentido, aunque no es menos cierto que tampoco resulta posible dicha integración bajo el actual sistema de libre flotación, ni tampoco con un sistema tan inestable y vulnerable a la especulación como el SME tradicional.

Frente a este sistema de depósito previo se esgrimen multitud de reparos que Wyplosz y Eichengreen procuran refutar. Se objeta, por ejemplo, que las exigencias de depósito son ineficaces a menos que se establezcan con carácter universal, puesto que en caso contrario los bancos y las instituciones de inversión desplazarían sus operaciones hacia aquellos países que no tuvieran tales requerimientos. Incluso no sería siquiera necesario un desplazamiento físico de las salas de contratación, sino que bastaría la imputación legal y contable de las operaciones a centros *offshore*. En esta crítica (que también se esgrime en contra del establecimiento de impuesto o cargas fiscales sobre las operaciones especulativas) subyace un doble argumento: 1) que el país que unilateralmente impusiera tal obligación de depósito vería emigrar una parte de su negocio financiero hacia otros centros (en el caso de la CE, de sus centros de Londres, Frankfurt y París hacia Nueva York, Tokio o Hong Kong), lo cual puede ser cierto y sin duda constituye un serio reparo, y 2) que el desplazamiento de la actividad hacia otros centros haría totalmente inútil la medida, lo cual en cambio resulta más discutible.

Respecto de esto último, Wyplosz y Eichengreen señalan que, en el supuesto de que una moneda se encuentre bajo presión, y las autoridades del país impongan un depósito o margen a las posiciones abiertas, los especuladores podrían efectivamente eludir tal depósito actuando exclusivamente (vendiendo) sobre los depósitos de dicha moneda mantenidos en el extranjero, fuera del sistema bancario de ese país. Pero, dado que los depósitos son limitados, el alcance de la especulación se acabaría ahí. Ventas adicionales de esa moneda obligarían a los especuladores a tomar préstamos en la misma a los únicos en condiciones de concederlos, que serían precisamente los bancos del país en cuestión. De forma que, estableciendo exigencias de depósito previo sobre tales préstamos,

el banco central de dicho país podría encarecer unilateralmente las operaciones especulativas.

Una segunda crítica dirigida a la imposición de depósitos previos es que tal medida tendría efectos muy negativos sobre la inversión extranjera. Los inversores son muy reacios a tomar posiciones en aquellos países que aplican, o pueden aplicar, medidas restrictivas sobre los flujos monetarios. De forma que tales depósitos tendrían consecuencias perjudiciales sobre el mercado de deuda y, en general, sobre la inversión extranjera de cartera y aun la directa. Una medida de esta naturaleza que se impusiera solamente en un país, incluso solamente en la CE, podría provocar un desplazamiento importante de los flujos de inversión de cartera hacia otros mercados como Estados Unidos o Japón.

Esta crítica es consistente, y de hecho este riesgo de pérdida de confianza es lo que mueve a muchos expertos —y a medios oficiales— a contemplar con cierta aprensión la posibilidad de imponer depósitos previos. Advierten Wyplosz y Eichengreen que las exigencias de depósito previo no tendrían por qué afectar a las inversiones extranjeras, ni provocar distorsiones en los flujos internacionales de capital a largo plazo, toda vez que un depósito de cuantía razonablemente calculada, aunque resultara prohibitivo para las operaciones especulativas más volátiles (48 horas) tendría un impacto inapreciable si su coste se descuenta en un horizonte de 10-20 años. Pero, aun pudiendo esto ser cierto, el hecho es que la creación de obstáculos, del tipo que sean, a los movimientos monetarios internacionales suele provocar desconfianza y alarma entre los inversores extranjeros, en especial si se establecen de forma imprevista.

En realidad, la única forma de paliar este posible efecto negativo consistiría en delimitar de forma muy estricta el campo de aplicación de estos requerimientos de depósito, limitándolos a categorías específicas de movimientos a corto plazo, acotando rigurosamente su ámbito y dejando claro el carácter estrictamente temporal de la medida.

Por último, otra objeción igualmente consistente es que históricamente los controles jamás han podido evitar las devaluaciones allí donde las autoridades de un país persistieron en mantener el tipo de cambio artificialmente sobrevaluado (de hecho la historia europea está llena de ejemplos en este sentido). Y que, en definitiva, el único remedio eficaz contra la especulación es seguir una política económica coherente con el nivel al que se pretende mantener el tipo de cambio. Hacer lo contrario y pretender impedir los movimientos de capital mediante prácticas restrictivas no hace otra cosa que enmascarar el problema de fondo sin resol-

verlo. Más aún, la imposición de restricciones que impiden los movimientos de capital a corto plazo puede tener como resultado que las autoridades económicas retrasen la adopción de las medidas correctoras que la situación económica del país requiere y que, por impopulares, se resisten a adoptar.

Este argumento es absolutamente fundado, aunque cabe apuntar que lo que los defensores de los depósitos previos pretenden no es establecerlos con carácter indefinido como norma general, sino adoptarlos con carácter transitorio en una época en que, en esta fase previa a la unión monetaria, la volatilidad del mercado y los *animal spirits* de los especuladores pueden provocar movimientos desestabilizadores aun sobre monedas fundamentalmente estables.

Un caso especialmente interesante de establecimiento de depósitos previos a las operaciones especulativas lo tenemos en las medidas adoptadas por las autoridades monetarias españolas en pleno centro de la tormenta monetaria, entre septiembre y octubre de 1992.

El 22 de septiembre de 1992 el Banco de España publicó su Circular 16/92, cuyas disposiciones tenían por objeto penalizar los ataques especulativos que en aquel momento se producían contra la peseta. Entendiendo que los *fundamentals* de la economía española no parecían justificar estos ataques, y que una defensa por la vía de elevaciones del tipo de interés habría tenido escasa eficacia, aparte de resultar insoportable para una economía en recesión, el Banco de España —que en aquel momento se resistía a una nueva devaluación (la anterior se había producido apenas una semana antes) y mucho menos a abandonar el mecanismo de cambios del SME— optó por imponer a los bancos españoles un depósito obligatorio a un año sin interés sobre los préstamos (incremento neto) en pesetas concedidos a no residentes, así como sobre sus posiciones divisas/peseta largas o acreedoras valor vencido, valor un día o valor dos días.

Esta Circular, cuya aplicación creó algunos problemas técnicos, fue sustituida poco después por la Circular 17/92, de 2 de octubre, que imponía igualmente a los bancos españoles un depósito sin intereses en el banco de España, por plazo a determinar, sobre 1) las ventas de pesetas contra divisas valor mismo día efectuadas a no residentes; 2) el incremento de las ventas netas de pesetas contra divisas a no residentes valor un día, y 3) el incremento en la posición de venta de divisas a plazo contra pesetas a no residentes (13).

El objeto de esta medida era encarecer los prés-

tamos en pesetas por parte de bancos españoles a no residentes instrumentados mediante operaciones *tom-next* o valor mismo día, así como los préstamos en pesetas a no residentes instrumentados mediante operaciones *swap* y las ventas a plazo directas (*outright*) de divisas a no residentes. En suma, se pretendió penalizar la vía más típica de especulación, cual es la de la toma de pesetas a préstamo por parte de no residentes por vía *swap*, y el procedimiento para ello consistió en la obligación de constituir un depósito no remunerado por una duración tal que su coste implícito anulara los beneficios esperados de una eventual devaluación de la peseta (14).

Tal medida se pudo adoptar sin discusión acerca de su legalidad o ilegalidad desde el punto de vista de la normativa comunitaria porque en aquel momento, y aun cuando el Gobierno español ya había declarado (con efectividad a partir de febrero de 1992) la plena libertad de movimientos de capital, aún no eran de plena aplicación para España las obligaciones de la Directiva 88/361 (el período transitorio no expiraba hasta el 31 de diciembre de 1992). Y en todo caso, las autoridades españolas tomaron la precaución de notificar oficialmente las medidas adoptadas a la Comisión de la CE el mismo día de su publicación, dando así cumplimiento formal a los requisitos que los estados miembros están obligados a seguir en los casos de recurso a la cláusula de salvaguardia de la Directiva (como si tal fuese el caso). Aparte que, de cualquier forma, se puso especial énfasis en señalar que la imposición de un depósito previo no podía en absoluto entenderse ni interpretarse como una restricción de las prohibidas por la Directiva 88/361, toda vez que las operaciones sujetas a depósito no quedaban prohibidas, ni se veían sometidas a trámite administrativo de autorización alguna.

En cuanto al alcance de la medida, las autoridades españolas fueron muy cuidadosas en dos extremos:

- En primer lugar, en delimitar de forma muy precisa las operaciones afectadas, circunscribiendo la exigencia de depósito a los mecanismos más típicos de la especulación: los préstamos en pesetas tomados vía *swap* por no residentes, o, dicho de otro modo, las ventas en corto plazo de pesetas contra otras divisas efectuadas por los especuladores no residentes financiadas mediante *swaps* interbancarios.

No se afectó en cambio, de ningún modo, a las operaciones de cobertura efectuadas por los residentes, a los *leads* y *lags* comerciales, ni al flujo normal de cobros, pagos y transferencias por parte de residentes.

- En segundo lugar, en manifestar el carácter estrictamente temporal de la medida (de hecho se derogó mes y medio después, en virtud de la Circular 19/92 de 23 de noviembre), por entender que una medida de esta naturaleza sólo puede ser — mal que bien— aceptable y, sobre todo, eficaz si su ámbito temporal es limitado.

Los resultados de esta medida fueron muy positivos, en el sentido de que frenaron de forma radical la especulación en contra de la peseta. Y ello sin producir efectos especialmente perturbadores (15). Aunque no sin provocar acerbas críticas, especialmente por parte de *brokers* y gerentes de fondos, algunos de los cuales pudieron experimentar apreciables quebrantos por causa de ella, y sin que se adujese que la desconfianza creada entre los inversores tendría serias consecuencias en el futuro, y afectaría negativamente a la capacidad de la economía española para captar ahorro externo. Afortunadamente nada de eso ocurrió.

No puede sin embargo olvidarse una interesante lección de esta experiencia: que por bien diseñadas que las medidas restrictivas estén, y por muy rigurosamente que se delimite su campo de aplicación, es casi imposible evitar que se produzca algún tipo de perturbación indirecta y que, al mismo tiempo, se deje sin cubrir algún hueco a través del cual se puede filtrar eventualmente la actividad especulativa.

En cuanto al primer inconveniente, es preciso señalar que las medidas de la Circular 17/92 afectaron inevitablemente a las coberturas a plazo efectuadas por no residentes con bancos españoles, que se vieron también afectadas por la exigencia de depósito dada la imposibilidad técnica de distinguir entre los *swaps* ligados a la especulación cambiaria a corto plazo, y los *swaps* ligados a operaciones de cobertura del riesgo de cambio.

En cuanto al segundo, las posibilidades de elusión del depósito por la vía de las sucursales en el extranjero de los bancos españoles obligó al banco de España a dirigir una recomendación a los bancos para que se abstuvieran de realizar traspasos de posición en divisas contra pesetas desde sus negocios en España a sus negocios en el exterior con el propósito de incrementar la capacidad de concesión de préstamos en pesetas a no residentes por parte de sus sucursales en el extranjero (16).

Ambos inconvenientes son un motivo más para considerar que medidas de este tipo, de imponerse, no deben concebirse como una solución estable, sino como una respuesta transitoria a una situación extraordinaria que no puede conjurarse por otra vía sin graves consecuencias.

NOTAS

(1) Las normas actuales sobre transacciones exteriores están publicadas en diversas colecciones legislativas. Véanse, por ejemplo, *Legislación sobre transacciones exteriores*, Civitas, Madrid, 1993, y *Legislación sobre inversiones extranjeras*, Tecnos, Madrid, 1993.

(2) Para una explicación detallada de la actual normativa véase ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU, F., «El sistema español de control de cambios», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. *Suplementos sobre el sistema financiero*, núm. 37, Madrid, 1992, así como el capítulo II de ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU, F., *Control de cambios. Régimen jurídico de las transacciones exteriores en España y en la CE*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1992.

(3) La Directiva 88/361 CEE se aprobó el 24 de junio de 1988, y entró en vigor el 1 de julio de 1990, estableciéndose para España y otros países (Portugal, Grecia, Irlanda) un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 1992.

(4) Véase Banco de España: *La balanza de capitales en 1991 y 1992. Balanza de Pagos en España 1991-1992*, Madrid, 1993, páginas 31 a 45.

(5) Sobre la crisis de la peseta véase Banco de España, «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Boletín Económico*, enero, 1993, págs. 51 a 55.

(6) Sobre la crisis del SME véase: Banco de España, «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Boletín Económico*, enero, 1993, páginas 39 a 55. PÉREZ CAMPANERO, Juan, «La crisis del SME», en *Economistas*, núm. 55, marzo 1993, págs. 28 a 35. La mejor y más sistemática información sobre los mercados de capitales, sus agentes y sus instrumentos es, en mi opinión, la contenida en el informe publicado por el FMI y elaborado bajo la dirección de GOLDSTEIN M., *International Capital Markets. Exchange Rate Management and International Capital Flows*, International Monetary Fund, abril 1993.

(7) Trillones, en la notación norteamericana. Cf. GOLDSTEIN, M. *et al*, *op. cit.*, FMI págs. 2 y 3.

(8) *Ibidem*, pág. 30.

(9) Alemania, Reino Unido, Francia, España, Italia, Portugal, Irlanda y Suecia.

(10) TOBIN, J., «Grávense los especuladores», *Financial Times*, 22 diciembre 1992.

(11) LIGHTFOOT, W., «El perjuicio del control de capitales», *Wall Street Journal*, septiembre 1993.

(12) WYPLOSZ, CH., y EICHENGREEN, B., «Taming speculation», *European Economic Perspectives*, núm. 1, Centre for Economic Policy Research, Londres, octubre 1993.

(13) Sobre las Circulares 16/92 y 17/92 y sus circunstancias, propósitos y consecuencias, es recomendable la lectura del trabajo de LINDE, L., «Las medidas del Banco de España de septiembre y octubre de 1992 penalizando la especulación cambiaria», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 54, Fundación FIES, Madrid, 1993, páginas 301 a 308. Véase, igualmente, L. M. LINDE y J. ALONSO, «Mercado de divisas y crisis cambiarias», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 76/77, julio-agosto 1993, págs. 220 a 244.

(14) Sobre los mecanismos de especulación cambiaria, véase LINDE, L. M., y ALONSO, J., «Mercado de divisas y crisis cambiarias», *op. cit.*, págs. 220 a 244.

(15) La posibilidad de que los residentes pudieran deslocalizar sus depósitos en pesetas, colocando fondos en el exterior para aprovechar el diferencial de intereses evitó que el recurso por no residentes a endeudarse en pesetas externas o europesetas (no sometidas a depósito) produjese una elevación de los tipos de interés de éstas.

(16) Se trataba de evitar que los bancos compensaran posiciones largas de divisas contra pesetas en sus negocios en España con posiciones cortas de divisas contra pesetas en sus negocios en el extranjero. (La normativa vigente sobre riesgo de cambio —Circular 1/1987— exigía el cumplimiento de los límites de riesgo de cambio en base al negocio total de cada entidad, esto es, consolidando con los negocios en el exterior.)