

## Punto de Vista

---

### EL "IMPUESTO" TOBIN

---

Luis M. Linde (\*)

Cuando el premio Nobel James Tobin propuso en 1978 su ahora famosísimo impuesto sobre las transacciones en los mercados de divisas, no podía imaginar la extraña deriva que su propuesta iba a tener un cuarto de siglo después. No podía imaginar que iba a formar parte del arsenal dialéctico de un buen conjunto de grupos y grupúsculos que dicen rechazar el capitalismo y los mecanismos de integración de la economía internacional; y aún menos podía imaginar que gobiernos y políticos europeos –como el Primer Ministro y candidato a la Presidencia de Francia, Sr. Jospin– iban a dar su apoyo –aunque ambiguo– a esa explotación “anti-sistema”.

Las cosas han llegado a un punto tal que el propio Tobin ha salido a la palestra a explicar que él no tiene nada que ver con la agitación anti-globalización, que su propuesta nunca tuvo ninguna intención encajable en esa agitación y que, por supuesto, rechaza el uso de su nombre y de sus ideas en ese contexto. Sin embargo, Tobin insiste en que su idea es positiva, que merecería ser estudiada, pero se muestra pesimista, debido a su escasa esperanza de que los políticos de las diferentes naciones lleguen a acuerdos y alcancen la necesaria coordinación a este respecto. Sea como sea, la confusión está servida y no es probable que Tobin, a pesar de su autoridad y de su prestigio, consiga deshacer el enredo: como es bien sabido, el camino del infierno está empedrado de buenas intenciones.

Vamos a intentar explicar, de modo resu-

mido: 1) qué pretendía Tobin con su propuesta; 2) por qué el “impuesto Tobin” no puede alcanzar el objetivo que pretende; 3) el significado de su resurrección en el marco de la agitación “anti-capitalismo” y “anti-globalización” de los últimos años y las posibles derivaciones de esta resurrección.

#### 1. ¿Qué pretendería el “impuesto Tobin”?

---

Aunque podríamos aplicarlo a otras transacciones financieras, vamos a centrarnos en los mercados de divisas, porque fueron éstos los que inspiraron la propuesta de Tobin en 1978 y su reiteración en 1992.

Después de un decenio de relativa estabilidad financiera internacional, los años 70 contemplaron el abandono del sistema nacido en Bretton Woods basado en tipos de cambio fijos pero ajustables bajo la supervisión del FMI y la aceptación por muchas autoridades monetarias de la flotación más o menos sucia –es decir, con mayor o menor intervención– para sus divisas. Los años setenta vivieron, además, las dos grandes crisis energéticas –1974 y 1978–, y la grave crisis económica que siguió a la primera de estas crisis, que hizo a los mercados más volátiles y más especulativos.

La especulación es un fenómeno que se da en todos los mercados –especula el dueño de un piso que espera para venderlo a que los precios suban; especula el exportador que espera

a vender las divisas que ha obtenido en su negocio a que su propia divisa se deprecie, etc. Pero, es en los mercados financieros y, en particular, en los mercados de divisas –por las razones que enseguida mencionaremos– donde la especulación es más visible y donde puede afectar con mayor facilidad a los tipos de cambio y, por consiguiente, al amplísimo conjunto de transacciones para las que son directamente relevantes los tipos de cambio.

En la especulación cambiaria, como en la especulación en cualquier otro activo real o financiero, el especulador vende lo que no tiene, esperando poder recomprarlo más barato, o compra a crédito, esperando poder vender más caro. En la jerga de los mercados esto se resume diciendo que los especuladores toman posiciones *largas* en los activos cuyos precios van a subir y toman posiciones *cortas* en los activos cuyos precios van a bajar; o, dicho de otro modo, son deudores en activos cuyos precios van a bajar y son acreedores en activos cuyos precios van a subir (si en vez de hablar de activos, hablamos de pasivos, funciona igual pero con los signos invertidos: el especulador aumenta los pasivos cuyo precio va a bajar y disminuye los pasivos cuyos precios van a subir).

Esta lógica de especulación es universal –se aplica exactamente igual a las divisas que a las patatas, a las fincas de regadío o a las acciones de Telefónica– pero el tráfico de divisas, el mercado de divisas, tiene ciertas características que lo hacen –o lo hacían hasta ahora– único.

El mercado de divisas ha sido y es todavía el primer mercado verdaderamente universal –el precio de una divisa, su tipo de cambio, es el mismo en todo el mundo–, continuo –hay mercado las 24 horas del día– y perfectamente transparente, debido a la transmisión instantánea de las variaciones en los precios.

Junto a estas características, que ya existían en gran medida hace un cuarto de siglo, el mercado de divisas presenta otra característica única, que no comparte con ningún otro: mientras que el número de acciones de IBM, los kilogramos disponibles de café o el número de pisos en un barrio determinado de Londres están limitados, ¿cuántos dólares hay en el mundo? La respuesta es que en el mundo *no* hay un número limitado de dólares, como no lo hay de euros, ni lo había en la época de la crisis del SME de marcos, o de pesetas.

El funcionamiento de la banca moderna, el mecanismo de creación de dinero (depósitos) por la banca y los diversos procedimientos para generar activos y pasivos en las diferentes divisas hace que, literalmente, en un momento cualquiera, no exista, a efectos prácticos, límite –más que el límite que impone de forma espontánea el propio mercado, es decir, los propios operadores y especuladores– al importe de una divisa que se puede estar comprando o vendiendo. Esto hace que los flujos de venta o de compra que pueden acumularse en el mercado de divisas en muy poco tiempo pueden ser verdaderamente enormes, y en condiciones de libertad operativa, de libertad para constituir posiciones activas y pasivas, es decir, en condiciones de libertad de movimiento de capitales, ninguna autoridad puede hacer frente de modo eficaz a tales flujos y a las oscilaciones de los tipos de cambio que esos flujos producen.

En resumen: las crisis cambiarias pueden tener diferentes orígenes, desarrollos y consecuencias. Pero, todas ellas siguen una, digamos, pauta básica común, que es, como hemos indicado, la constitución de posiciones largas o acreedoras en la divisa que va a apreciarse financiadas con posiciones cortas o deudoras en la divisa que va a depreciarse.

Las ganancias que se obtienen en las especulaciones exitosas pueden ser muy elevadas. En los años noventa, el caso más conocido y destacado fue el de George Soros, que en octubre de 1992 ganó, en apenas quince días, 1.000 millones de dólares, adoptando posiciones largas o acreedoras en marcos y cortas o deudoras en libras esterlinas, al prever, acertadamente, que el Banco de Inglaterra y el Gobierno inglés no resistirían la presión contra la libra, que esta abandonaría el Mecanismo de Cambios del SME y que ello llevaría a una fuerte depreciación de la libra. Así ocurrió, y Soros se convirtió en el especulador más famoso de la historia moderna.

La especulación cambiaria es, por definición, una actividad económica a corto o cortísimo plazo –las posiciones largas en las divisas que van a apreciarse se financian con posiciones cortas en las divisas que van a depreciarse, y cuando la crisis es muy aguda, a muy altos tipos de interés, por lo que son posiciones mantenibles sólo en plazos breves–. Tobin, en una reacción que, con el mayor respeto, puede considerarse típicamente académica, es decir, ale-

jada de la práctica de los mercados, pensó que sería bueno moderar estos excesos especulativos a corto plazo, teniendo en cuenta que las alteraciones bruscas, frecuentes e intensas de los tipos de cambio perturban el comercio y la inversión internacional y son, digamos, "malas". Su sugerencia era que gravar con algún impuesto esas transacciones de muy corto plazo tendería a moderarlas, tendería a hacerlas menos interesantes, y, por ello, tendería a rebajar volatilidad y a disminuir la violencia de los tumultos cambiarios más agudos.

No hay nada que objetar a un razonamiento como este en abstracto, en sentido, digamos, "filosófico". Pero cuando esta idea se quiere trasladar a la realidad de los mercados, el resultado no puede ser más decepcionante.

## 2. Por qué el "impuesto Tobin" no puede lograr lo que pretende

En una típica operación especulativa, las ganancias pueden ser del 5, 10 por 100, o más, en cuestión de días; trasladado a tasas de interés anual, resultan tasas descomunales del 2.000 ó el 3.000 por 100 en muchos casos. Para hacer frente a un flujo especulativo con un impuesto haría falta, en primer lugar, llevar el tipo del impuesto a un nivel que compensara la ganancia potencial.

Ésta es una primera y grave dificultad, porque deberíamos hablar no de un impuesto menor (Tobin ha mencionado el 0,1 por 100), sino de un impuesto muy gravoso. Pero hay, por lo menos, otras dos dificultades probablemente insalvables. La primera, el impuesto debería gravar *todas* las transacciones financieras potencialmente sustitutivas de la compraventa especulativa directa, es decir, debería gravar operaciones que no tendrían nada que ver ni con el tumulto cambiario, ni con la especulación; la segunda, el impuesto debería aplicarse de modo absolutamente idéntico y homogéneo no, quizás, necesariamente en todas partes, pero sí en los principales centros financieros en los que pudiera operarse con las divisas en cuestión, lo cual, ya se entiende, sería bastante difícil.

En las condiciones actuales de los mercados financieros y de divisas –libertad de movimiento de capitales, mercados de derivados muy potentes, enorme aumento en el volumen de transacciones– es imposible que un impuesto como

el que propuso Tobin alcance el objetivo que pretende. El impuesto podría establecerse, desde luego, pero, en poco tiempo, sería insostenible: llevaría a una maraña de tipos impositivos, a una maraña administrativa, y a una discriminación de unos centros financieros a favor de otros tales, que ninguna autoridad, ni tampoco los mercados, podrían aceptar.

## 3. La resurrección del "impuesto Tobin" y los movimientos anti-globalización

La incorporación de la idea de Tobin al arsenal de la anti-globalización es, en sí misma, una deriva muy desafortunada; pero aún más preocupante es la aceptación por algunos gobiernos y políticos de peso de que, efectivamente, algo debe hacerse en este terreno aprovechando la idea Tobin.

La decisión del gobierno belga, en su turno de Presidencia, de incluir esta discusión en la Agenda de los ministros de Economía y Finanzas de la UE para el segundo semestre de este año, y las declaraciones del Primer Ministro francés y candidato a la Presidencia de la República, Sr. Jospin, de que esta cuestión debe ser discutida desde la óptica que proponen los grupos anti-globalización, son síntomas preocupantes. Hay, evidentemente, incompreensión del problema y, aún peor, demagogia y populismo.

La discusión del "impuesto Tobin" para hacer frente a la especulación cambiaria y, en general, a la especulación en las transacciones financieras internacionales consumirá, previsiblemente, tiempo y esfuerzos de los gobiernos, de los expertos nacionales, de las autoridades monetarias y de los Organismos financieros internacionales.

Es seguro que la conclusión será negativa, pero ello no impedirá una extraña deriva, que ya se está perfilando a nivel nacional e internacional: si el "impuesto Tobin" no puede servir para moderar o controlar los flujos especulativos y los tumultos cambiarios o financieros en los mercados internacionales, sí podría servir para obtener fondos con los que incrementar fuertemente la ayuda al desarrollo; al fin y al cabo, ya existen en diferentes países impuestos sobre las transacciones financieras –el más reciente y conocido de ellos ha sido el establecido en Argentina hace unos meses–. En definitiva, usemos el impuesto no para intentar controlar las

crisis financieras cambiarias, sino para ayudar más a los países más pobres. Si, además, resulta que algunos líderes de los Organismos financieros internacionales proclaman que hay "algo de razón" en las propuestas de los grupos anti-capitalistas y anti-globalización, podremos entender que el camino está abierto para que veamos materializarse algunos disparates importantes.

No hay duda acerca de la potencia recaudatoria de cualquier impuesto que se imagine sobre las transacciones financieras internacionales; los problemas son nuevamente de coordinación, de no discriminación entre centros financieros y operaciones. Pero, más allá de esto, el problema es nuestra comprensión de la situación de los países más pobres y la forma en

que desde los países más ricos se organiza la ayuda. El problema, para decirlo rápidamente, es que la explicación que se ofrece desde los grupos anti-capitalistas y anti-globalización acerca de las miserias del mundo es, en gran medida, totalmente errónea, y su aceptación por las Instituciones financieras internacionales y por los gobiernos de los países más desarrollados sólo servirá para empeorar las cosas.

**NOTA**

(\*) Economista.