

# FLUJOS DE CAPITAL Y TASAS DE INTERÉS

Alicia GIRÓN GONZÁLEZ\*

SUMARIO: I. *Introducción*. II. *Crecimiento crediticio y burbujas financieras*. III. *Tasa de interés y crecimiento económico en Estados Unidos*. IV. *Evolución de los mercados emergentes*. V. *Conclusiones*. VI. *Bibliografía*.

La palabra crisis en el idioma chino significa peligro y oportunidad. En los tiempos como los que vivimos es muy importante que nosotros mantengamos nuestra perspectiva y sabiduría para definir el peligro en orden de crear una oportunidad, el punto específico radica en convertir el miedo en una ganancia.

La especulación puede no hacer daño como burbujas en el curso corriente de las empresas. Pero la situación resulta seria cuando la empresa misma se convierte en burbuja de un remolino especulativo.

John MAYNARD KEYNES

## I. INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros durante los últimos años han tenido periodos de creciente inestabilidad, colocando a los intermediarios financieros en gran riesgo, pero también a los operadores de la oferta crediticia y a los demandantes de fondos a escala internacional. Después de un periodo de estabilidad financiera que va de Bretton Woods hasta la inconvertibilidad del dólar en 1971, los mercados financieros pasan de un proceso de represión y control por el Estado a uno distinguido por la desregulación y la liberalización financieras. Las tres últimas décadas están caracterizadas por sucesivas crisis financieras nacionales e internacionales, y por movi-

\* Directora del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, responsable del proyecto "Presente y Futuro de los Servicios Financieros". La autora agradece el apoyo de José Martín Guerra, becario del proyecto y de la maestría en economía financiera de la ENEP Aragón.

mientos de capital orientados por el liderazgo de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Las grandes operaciones billonarias realizadas a través de registros electrónicos, proceso sofisticado y complejo en el marco de la era de la globalización y de la integración de los mercados financieros, corresponden a la innovación financiera, resultado de la desregulación y liberalización financieras. Sin embargo, a pesar de la innovación financiera y el acelerado cambio tecnológico presente en los mercados financieros, la presencia del dólar y de los intermediarios financieros estadounidenses en el comportamiento de los flujos de capital a nivel internacional continúan siendo determinantes. La eventual evaluación de pérdida de hegemonía de aquella nación, presente en los años setenta, debe ser reformulada, pues su capacidad para mantener altas tasas de crecimiento económico durante los últimos años, atrayendo hacia su mercado capitales procedentes del mundo entero, le han permitido transferir de manera exitosa, cuando menos hasta ahora, las tendencias deflacionarias hacia el resto del mundo.

El objetivo central del trabajo, radica en relacionar la tasa de interés como mecanismo de regulación de los flujos de capital en el ámbito internacional, y, por tanto, con algunas tendencias en la evolución de los mercados emergentes.

## II. CRECIMIENTO CREDITICIO Y BURBUJAS FINANCIERAS

Durante las dos últimas décadas, el financiamiento externo de los mercados emergentes ha estado caracterizado por una creciente participación de los mercados de capital privado, generando los procesos conocidos como bursatilización y titulación del crédito. Estos flujos de financiamiento para el desarrollo económico de los países ha tenido repercusiones en el ámbito económico, político y social, muy diferente al financiamiento que otorgaron los organismos financieros internacionales y la banca transnacional desde la posguerra hasta la crisis de deuda externa en los años ochenta. A partir de este momento, el financiamiento se caracteriza por una intermediación creciente en los mercados de valores, las operaciones fuera de balance de los bancos, la creciente participación de los inversionistas institucionales; así como de una política hegemónica que da prioridad a la desregulación de los sistemas financieros y a la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos. En este contexto,

las políticas macroeconómicas —en especial— y el papel de la evolución de la tasa de interés y la política monetaria de Estados Unidos cobran importancia crucial en el desempeño de los mercados financieros y sobre el comportamiento de los flujos de capital hacia los países con mercados emergentes.

El proceso de bursatilización se enmarca en un periodo de creciente inestabilidad, caracterizado por la participación de los flujos de capital como detonadores de crisis nacionales e internacionales; además de las fusiones, adquisiciones y megafusiones bancarias e industriales. Sus antecedentes están en el cambio estructural de la economía internacional en los años ochenta, principalmente por la caída de la ganancia en la esfera real de la producción que incidirá en el aumento de la ganancia en la esfera financiera.

A partir de los años ochenta la economía estadounidense sufre un desajuste en su estructura financiera, la caída de las ganancias en la esfera productiva fueron muy drásticas casi en todos los sectores; en consecuencia, las inversiones fueron bajas en su mayoría. Se inicia el proceso de desreglamentación de los mercados financieros y la liberalización del sector.<sup>1</sup>

En este proceso, la Reserva Federal de los Estados Unidos invierte en sanear su sistema financiero con 150 mil millones de dólares. El quiebre de la bolsa de valores en octubre de 1987 exhibe la abundancia financiera de las acciones y el incremento inusitado en los precios de los activos financieros y reales a los que subyace un excesivo coeficiente de endeudamiento.

La competencia entre los mercados financieros y los distintos intermediarios origina una vasta gama en la oferta de servicios financieros, y amplía el consumo de dichos servicios entre las familias y las empresas, pero cuando hay una mayor venta de dichos servicios, la propia ampliación del crédito con elevadas tasas reales de interés, como las prevalentes desde los años ochenta, producen de inmediato las condiciones para una burbuja financiera que fácilmente llega a desajustar los sistemas financieros nacionales e internacionales. Es importante mencionar que la integración de los mercados financieros hace más vulnerable el mercado financiero internacional, dando una respuesta internacional en todas las

1 Fondo Monetario Internacional, "Perspectivas de la economía mundial", *Estudios Económicos y Financieros*, octubre de 1992, p. 28.

economías “emergentes” y en los países desarrollados. Aunque para algunos académicos la integración financiera y su globalización no son una realidad, los procesos de desregulación financiera están lejos de producir una convergencia de las condiciones de competencia y estructuras financieras. Por otra parte, los hechos ocurridos en los años setenta como la explosiva liquidez en los mercados y el crecimiento sostenido de la inflación en esos años, incidieron en las políticas de restricción monetaria en Estados Unidos y en Europa, facilitando el encarecimiento del dólar a principios de los años ochenta, hecho que se acompañó de una creciente desregulación en los mercados financieros que junto con la tasa de interés en Estados Unidos permitió aumentar los flujos de capital hacia ese país.

Dos son los hechos importantes en esta década: la pérdida cuantiosa de la banca comercial estadounidense con las moratorias presentadas por los países de alto endeudamiento como México y Brasil, que reestructuraron su deuda con el Plan Baker, y las altas tasas de inflación generalizadas en todas las economías en desarrollo. El quiebre de la bolsa de valores en 1987 fue el resultado del creciente apalancamiento de la banca comercial estadounidense y el incremento de los activos, así como la nueva participación de los intermediarios y la innovación de los productos financieros.

La competencia de los bancos con otros intermediarios financieros y la pérdida del tradicionalmente importante papel desempeñado por la banca comercial junto con el incremento de las operaciones fuera de balance (*off-balance-sheet*), además de la participación de nuevos instrumentos financieros,<sup>2</sup> han llevado a cuestionar si dicha banca está en declive o están cambiando sus funciones.<sup>3</sup> Así los cambios en los sistemas bancarios impulsados por las tendencias resultantes de la fuerza de la innovación financiera y la emergencia de nuevos productos; es decir, la valorización, la integración, la globalización y el movimiento hacia los mecanismos de mercado están siendo determinantes en la construcción de los precios relativos en cada una de las regiones del mundo desarrollado y en desarrollo, y en la distribución y cambio en los flujos de capital internacionales.

2 Girón, Alicia, “Mutaciones financieras y crisis bancarias en el sudeste asiático”, *Revista de Comercio Exterior*, México, vol. 49, núm. 1, enero de 1999.

3 The 30th Annual Conference on Bank Structure and Competition, organizada en mayo de 1994 por la Reserva Federal de Chicago, se dedicó al tema ¿The Declining Role of Banking?

El estudio de las crisis bancarias en los países en desarrollo que fácilmente se convierten en crisis financieras, no se pueden estudiar sin tener contemplado varios elementos en el marco del proceso de desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales.

Para algunos autores, el tipo de desregulación que se ha dado en los ochenta ha sido una que ha llevado a la mundialización de los mercados financieros. Una integración de los mercados financieros que está cambiando el patrón de financiamiento de la acumulación. Una integración financiera que se corresponde con cierto nivel de desarrollo de las fuerzas productivas, con una incorporación tecnológica acelerada en el sector, que dejó a éste interconectado por todo el mundo las 24 horas del día de cada país. Una integración financiera que hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y que debe acompañarse de una creciente armonización de los distintos marcos regulatorios financieros de las economías capitalistas desarrolladas, apuntando en el sentido de buscar ordenar, garantizar y consolidar la integración financiera, y propiamente la globalización económica.<sup>4</sup>

Estos cambios en la estructura han permitido que no haya ninguna teoría económica que englobe y explique de manera ordenada y de manera convencional los cambios en la moneda, el financiamiento y las actividades especulativas. Tomando en cuenta argumentos tanto de la teoría neoclásica como la teoría post-keynesiana nos pueden acercar a una mejor comprensión de la estructura productiva y financiera actual en el marco de la globalización. Sin embargo, cabe recordar el acercamiento a los ciclos económicos y las crisis recurrentes del sistema capitalista, donde la innovación es decisiva en la toma de decisiones de los diferentes actores de la producción y de los cambios institucionales.<sup>5</sup>

La teoría del crecimiento económico y su interpretación con relación al financiamiento del desarrollo económico conlleva a plantear ambas corrientes en el pensamiento económico entorno a interpretaciones de la neutralidad y no neutralidad de la moneda y la interpretación de los fenómenos financieros.

Los desajustes que se tienen en el mercado no sólo son resultado de decisiones para lograr un mayor o menor financiamiento sino también

4 Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, 1998, p. 167.

5 Schumpeter, Joseph, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press, 1934; la innovación es un concepto que a lo largo de la obra de este autor refleja la relación entre el financiamiento y el sector real donde el sector financiero juega un papel fundamental.

son decisiones que corresponden a los cambios estructurales en la producción. Sin embargo, en el marco de la teoría convencional, las abundantes explicaciones que se derivan de la escasez del ahorro y de las diversas condiciones que determinan el comportamiento de su oferta y demanda, resultan insuficientes, particularmente cuando consideramos que justamente la desregulación financiera desde hace dos décadas ha conducido a descensos significativos en el nivel de ahorro e incluso de crecimiento y de inversión en las mayores economías.

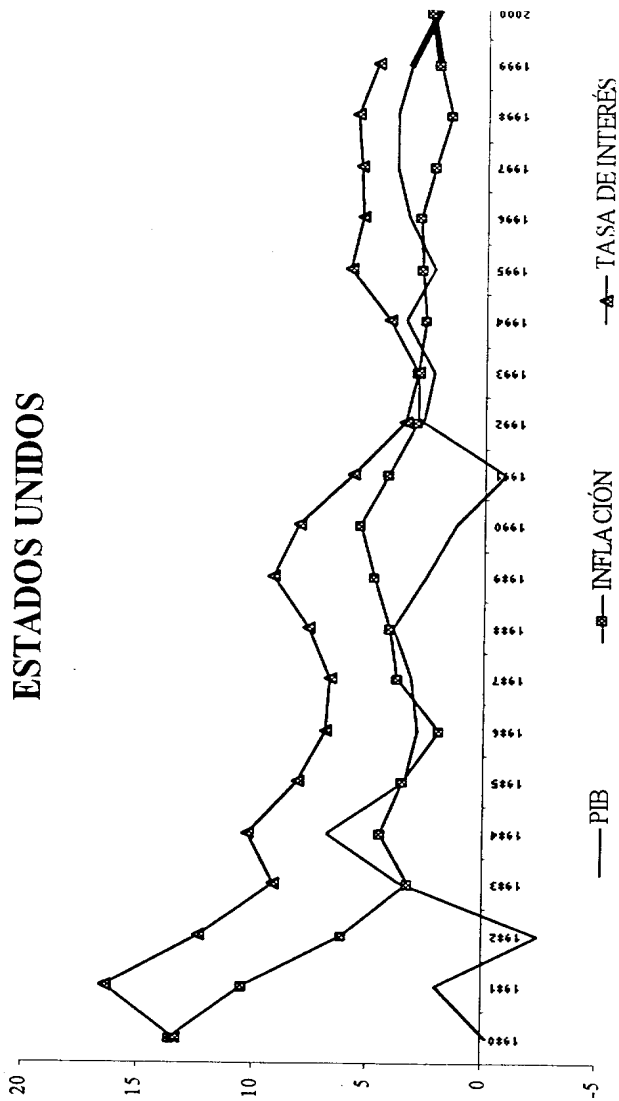
### III. TASA DE INTERÉS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESTADOS UNIDOS

Durante la última década, la tasa de interés fijada por el Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos ha jugado un papel determinante en la regulación y evolución de los flujos de capital a escala internacional, definiendo una estrecha relación entre la política monetaria y la política económica por lograr tasas crecientes de crecimiento acordes a la trayectoria del ciclo económico de la economía estadounidense. En 1982, las tasas de interés previas a la crisis financiera estadounidense crecieron hasta alcanzar en promedio el 18% (*Prime Rate*), en tanto que la tasa del PIB registró una caída hasta niveles del 2.2%. Las tasas de interés empiezan a descender al tiempo que se inicia el crecimiento sostenido de la economía estadounidense y empiezan a estabilizarse hasta 1992.

Por su parte, el Grupo de los Siete<sup>6</sup> mantuvo un comportamiento de tasas de interés a la baja desde principios de los años noventa, siendo los casos de Japón y Alemania los más ilustrativos. La tasa Libor y la de fondos federales de Estados Unidos se mantienen con una trayectoria similar de ascensos y descensos.

6 Los siete países industriales: Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Estados Unidos, Canadá y Japón.

# INDICADORES ECONÓMICOS BÁSICOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, Washington, octubre de 1999

La tasa de los fondos federales de Estados Unidos durante los años noventa pasó de 8.1% en 1990 a un 3.2% en 1993 para posteriormente ascender a un nivel de 5.84% para 1995 y tener descensos pequeños entre 1995 y 1998; es decir, hay un periodo de descenso (1991-1993) y ascensos paulatinos durante todo 1994, y después descensos paulatinos desde 1995. En esta última etapa existe una trayectoria de crecimiento del producto hasta principios de 1998, no obstante que con la explosión de la crisis asiática las expectativas del crecimiento económico son menores, no sólo para Estados Unidos sino para el resto del mundo. Particularmente para la región latinoamericana el descenso en el crecimiento económico es muy significativo, al pasar de 3.4% de crecimiento promedio anual entre 1991 y 1997, a niveles de 2.5% en 1998 y un estimado de 0.6% en 1999.

Es importante destacar que entre 1993 y principios de 1995 hay un crecimiento importante en el financiamiento hacia los países emergentes, incluido el bloque asiático, las economías en transición y latinoamericanas, al tiempo que ocurre un crecimiento extraordinario del precio de las acciones en el mercado bursátil estadounidense, pues el índice *Dow Jones* ha crecido desde 1990 hasta abril de 1999 un 300%, en tanto que, desde 1982, éste ha crecido en promedio 13 veces.

No obstante, la rápida forma en que se le dio salida a la crisis asiática, en el curso de los meses de finales de 1999 y principios del 2000, la inestabilidad financiera global ha sido una característica, sin que el ascenso en las tasas de interés determinadas por la Reserva Federal logren el deseado aterrizaje suave en su economía. La reducción del precio de las materias primas y la amplia deflación en otros mercados continúan siendo los elementos que sostienen el amplio flujo de capitales hacia la economía estadounidense y que mantienen elevadas tasas de crecimiento económico, creando la expectativa de grandes dificultades para alcanzar un aumento gradual y con ello la creciente probabilidad de un aterrizaje no tan suave. Por ello, el mercado financiero bursátil estadounidense, crecientemente apalancado, se ha incrementado de manera muy significativa hasta poner en riesgo la posible continuidad del desarrollo económico de Estados Unidos y de algunas economías emergentes como la mexicana.

Ahora bien, se desprenden dos procesos muy importantes en este periodo:

- a) La ampliación de la bursatilización del mercado financiero de Estados Unidos, que impulsa el crecimiento del precio de las acciones.



- b) El comportamiento de los países emergentes en sus mercados de capital es asimétrico, pues éstos, durante los últimos años, han tenido descensos en el valor de sus activos y una mayor vulnerabilidad y fragilidad de sus mercados internos de capital.

#### IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EMERGENTES

El desempeño de las corrientes privadas de capital durante la década de los noventa ha modificado el destino y composición hacia las distintas regiones del mundo, principalmente hacia las economías llamadas emergentes. A raíz de la crisis de la deuda externa latinoamericana, gran parte de los flujos de capital se orientan a las economías asiáticas siendo las receptoras de grandes cantidades de financiamiento que sostienen el milagro asiático por más de quince años. Por un lado, la crisis de deuda externa incide y coincide con un proceso de desregulación bancaria en Estados Unidos y de la liberalización financiera, proceso que disminuye la participación de la banca estadounidense en el financiamiento mundial, y aumenta la canalización vía los mercados de valores de los países emergentes.

Después de la crisis mexicana la tendencia al descenso de los tipos de interés para las economías desarrolladas se acompaña de menor inflación, menor crecimiento económico, acompañado este último por las presiones de deflación originadas desde la región asiática, y los países de Rusia y más recientemente Brasil.

Cabe apuntar que para América Latina estos años significan mayor inestabilidad cambiaria, reducción del nivel de capitalización de sus mercados internos de capital y mayores tasas de interés con consecuencias muy graves sobre el crecimiento económico a partir del ajuste monetario emprendido y/o políticas monetaria y fiscal más restrictivas que se aplican para contribuir a mejorar el saldo de la cuenta corriente, contener la depreciación abrupta de las monedas y limitar las expectativas de inflación.

Como respuesta a las condiciones adversas externas en materia de política macroeconómica, ha sido influir en la política monetaria restrictiva, que junto con la política cambiaria ha conducido a crisis bancarias.

En el ámbito de la crisis financiera internacional y de la desaceleración económica de las principales economías del mundo, factores tales como un descenso en la demanda, exceso relativo de capacidad productiva y descenso de precios de materias primas, entre otros, configuran la

situación mundial actual de deflación que da cuenta de la fase más delicada del proceso económico reciente.

Para el mundo desarrollado, el crecimiento económico de los países en una época de bajas tasas de crecimiento del PIB, corresponde al descenso de las tasas de interés con objeto de dinamizar las economías. Sin embargo, en economías emergentes abiertas a los movimientos de capital internacional, las tasas de interés internas cumplen un papel más de generadores de fondos para las inversiones financieras que para el mantenimiento del crecimiento sostenido. Ello genera una distorsión en las condiciones de competencia para con las tasas de interés de las economías desarrolladas en la atracción de fondos de los mercados de capitales.

No obstante, ante fuertes entradas de capital atraídas por las altas tasas de interés, la estructura productiva de las economías emergentes no es plenamente capaz de absorber estos fondos y crea problemas internos en las economías, ocasionando, eventualmente, crisis bancarias que se traducen en problemas en sus balanzas de pagos, generando la inestabilidad y los prolegómenos de grandes crisis financieras, que distorsionan aún más las condiciones internas de los países, como fue el caso mexicano de 1994 y 1995, y más recientemente en los países asiáticos, Rusia y Brasil.

Un aspecto significativo de la debilidad de la intermediación financiera en los países emergentes radica en que el mecanismo de transmisión monetaria fundamentalmente se da a través de los tipos de cambio; por ello, con una economía abierta al mercado externo y un régimen cambiario flexible con depreciaciones permanentes, la absorción interna de las variaciones de la tasa de interés y el destino de los flujos de capital pasa por presiones y muchas veces por depreciaciones abruptas de la cotización de las monedas cuyas manifestaciones se amplían hasta el descenso del precio de los activos de los mercados bursátiles. En estas condiciones, el financiamiento externo, así como las expectativas del incremento en los precios de bienes y servicios y mayores tasas de interés internas son limitadas y de elevado costo para los países.

Así, las variaciones en las tasas de interés en Estados Unidos han alterado la composición y destino de los flujos privados de capital, la cotización de los precios de las acciones en los mercados de capital y en particular las condiciones de los mercados financieros internos de los países emergentes. Para éstos ha significado una dependencia constante, dado que a medida que la tasa de interés se ajusta tanto a la baja como a la

alza, el descenso de los flujos de capital ha sido una constante cada vez que los tipos de interés se mueven hacia el alza, particularmente.

A escala mundial durante los primeros años de los noventa la trayectoria de la inflación avanza con descensos de ésta y al mismo tiempo menores tasas de interés con tasas de crecimiento del producto cada vez menor e incluso negativo como en el caso de Japón.

Para Estados Unidos y la región latinoamericana la evolución al alza de las tasas de interés durante 1992-1994 se acompaña de mayores niveles de inflación en las economías latinoamericanas así como una gran afluencia de capitales externos hacia la región.

## V. CONCLUSIONES

La atracción de los países receptores de los flujos de capital radica en el manejo de la tasa de interés; por otra parte, la tasa del PIB ha ido paralelamente unida a la tasa de interés a través del objetivo prioritario que ha sido garantizar el crecimiento económico en Estados Unidos; reorientando, en parte, a los flujos de capital hacia los mercados emergentes o hacia Estados Unidos, dependiendo de los intereses de la Reserva Federal. No olvidemos que los intereses de dicha política monetaria en Estados Unidos han estado definidos por intereses de la administración clintoniana, muy diferente al modelo monetarista ortodoxo empleado por administraciones anteriores y recomendado por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Si bien, esta política monetaria ha cumplido con objetivos bien particulares de crecimiento sostenido, también, el auge bursátil y el fortalecimiento del dólar frente a las otras monedas durante los últimos años, han permitido un manejo muy particular de la oferta monetaria y de los flujos de capital a escala internacional por la Reserva Federal; no olvidemos las variaciones de las materias primas (*commodities*), principalmente el petróleo y los metales, como en su caso, el cobre. Sin embargo, el efecto en los países emergentes, no ha sido tan exitoso si mencionamos la crisis mexicana y la asiática que obligan a plantear las coordenadas de la teoría y política económica en la crisis global en el marco de la transición de finales del siglo XX y principios del siglo XXI.

## VI. BIBLIOGRAFÍA

- BINSWANGER, Mathias, *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth, New Dimensions in the Co-evolution of Real and Financial Markets*, Gran Bretaña, Edward Elgar, 1999.
- MCLINSH, Thomas H., *Capital Markets, A Global Perspective Blackwell Business*, Estados Unidos, UK. 2000.
- ZAK, Paul J., *Currency Crises, Monetary Union and the Conduct of Monetary Policy, A Debate Among Leading Economists*, Gran Bretaña, Edward Elgar, 1999.