

## **LIQUIDEZ, GLOBALIZACIÓN Y TASA DE INTERÉS: ALGUNAS REFLEXIONES.**

POR IGNACIO LUIS TRIOLO

**SUMARIO: 1. INTRODUCCIÓN. PLANTEO DEL TEMA. 2. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA COMO CONSECUENCIA DE LA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL Y LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES. 3. CONSECUENCIAS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA. 4. EVIDENCIAS “EMPÍRICAS” DE QUE LA BOMBA PUEDE ESTALLAR. 5. LOS RIESGOS DE LA ESPECULACIÓN FINANCIERA. 6. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES.**

### **1. INTRODUCCIÓN Y PLANTEO DEL TEMA.**

Desde hace algunos años, y como consecuencia del fenómeno de la globalización, estamos frente al surgimiento de un nuevo tipo de ciclo económico y de un nuevo modelo de empresa, caracterizados por dos aspectos: la volatilidad y la turbulencia. Se ha denominado a este ciclo económico la “Nueva Economía Global”<sup>1</sup>.

Lo anterior implica que estamos asistiendo al desarrollo gradual de un mercado financiero global e interdependiente, operado por redes informáticas, con una nueva serie de reglas para la inversión de capital y la valorización de las acciones y de los activos financieros en general. A medida que las tecnologías de la información son cada vez más poderosas y flexibles, los mercados financieros se van integrando y tienden a funcionar como una unidad en tiempo real en todo el planeta.

Los mercados financieros en general están fuera del control de todo el mundo y, a juzgar por los acontecimientos ocurridos en lo que va de 2007, podría decirse también que están “fuera de control”. Los mismos se han convertido en una especie de “robot” con movimientos repentinos que no responden a una lógica económica estricta, sino a una lógica de complejidad caótica, resultado de la interacción entre millones de

---

<sup>1</sup> El término “Nueva Economía” fue acuñado por el economista Brian Arthur, aunque fue popularizado principalmente por Kevin Kelly, el editor de la revista “Wired”. Ver Kelly, Kevin, “*Nuevas reglas para la nueva economía*”, Ediciones Granica, México, 1999.

decisiones que reaccionan en tiempo real, en un ámbito global, ante turbulencias de información de los orígenes más diversos<sup>2</sup>.

Este fenómeno que surge como consecuencia de esta “Nueva Economía Global” y del fenómeno de la globalización es el que denominamos “Integración Financiera” y sobre el cual efectuaremos algunas consideraciones, enfocadas sobre todo a algunos acontecimientos ocurridos en lo que va de este “movido” 2007.

## **2. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA COMO CONSECUENCIA DE LA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL Y LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES.**

Como se infiere de lo expuesto, la integración universal de los mercados resulta muy profunda en el sector financiero con ritmos de expansión de las transacciones que rebasan por amplísimos márgenes no sólo el crecimiento de la producción mundial, sino al del comercio y que llegan a determinar auges o desestabilización a veces ajenos a las políticas nacionales.

Los movimientos de capitales están marcadamente influidos por dos conjuntos de factores que a veces se unen, aunque no siempre gravitan en la misma dirección<sup>3</sup>:

i) El primero de los conjuntos de factores representa las fuerzas de atracción o repulsión determinadas por los elementos de riesgo o rentabilidad propios de cada país (estabilidad macroeconómica, tasa de interés, ritmo de desarrollo, régimen de inversión, nivel de los salarios, etc.).

ii) El segundo conjunto de factores se relaciona con fenómenos de orden internacional. El comportamiento de las tasas de interés en los países del Primer Mundo o la de sus bolsas de valores, las oportunidades de arbitrar monedas, tasas de interés entre países o entre los múltiples instrumentos financieros, constituyen elementos que cobran peso inusitado hasta igualar u opacar hoy en día al otro conjunto de factores.

---

<sup>2</sup> Ver Castells, Manuel, “*La Nueva Economía y los ciclos económicos*”, en Revista Nuevos Rumbos, ejemplar del 1 de julio de 2002.

<sup>3</sup> Ver Ibarra, David, “*Globalización, Moneda y Finanzas*”, Revista de la CEPAL, <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/6/19376/ibarra.htm>.

Todos esos hechos están asociados a cambios estructurales, institucionales o tecnológicos de significación singular, como se indica sintéticamente a continuación:

i) El resquebrajamiento del sistema de paridades fijas, pero revisables y el establecimiento de regímenes cambiarios más flexibles;

ii) La liberación cada vez más general de los mercados financieros y de las transacciones en cuenta de capital. Todavía hay restricciones a los movimientos de capitales, pero éstas tienden a incidir más sobre la entrada de flujos que sobre las salidas;

iii) Las innovaciones financieras y de los medios de comunicación que multiplican el volumen, número y tipo de operaciones (*swaps*, opciones, futuros, *forwards*, bursatilización de pasivos bancarios), a la vez que unen casi instantáneamente y hacen interdependientes a los mercados de los distintos países<sup>4</sup>;

iv) La multiplicación y fuerza acrecentada de actores privados (inversionistas institucionales) que empuja la capacidad de maniobra de bancos centrales y gobiernos en la regulación financiera; y

v) El sostenimiento de mecanismos de ajuste predominantemente restrictivos por parte de las instituciones multilaterales de crédito y de los países industrializados, que recargan los costos sobre países deficitarios y endeudados.

---

<sup>4</sup> Las transacciones financieras se expanden a ritmos inusitados y, a veces, varían bruscamente de dirección. Conforme a datos del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional, las transacciones en derivados financieros han crecido espectacularmente. A título ilustrativo los futuros de tasas de interés sumaron más de 5,900 millones en 1995 con una tasa de crecimiento media anual del 32%; con respecto a 1990, los futuros en monedas suben en el mismo lapso a razón del 17% anual; los *swaps* de tasas de interés lo hacen al 38% hasta sumar cerca de 13 mil millones de dólares anuales. A su vez, los *swaps* entre monedas se expanden al ritmo del 23% anual. Las colocaciones internacionales de acciones pasan de 23 a 41 mil millones de dólares entre 1991 y 1995 (15% de expansión por año). Las colocaciones internacionales en papel de deuda (*securities*) más que se duplican entre 1993 y 1995, hasta rebasar los 300 mil millones de dólares en ese último año. Los fondos de inversión accionaria de los países emergentes pasan de 29 mil a 109 mil millones de dólares en activos netos. Los flujos netos de capital a los países en desarrollo o en transición ascendieron de 43.4 a 193.4 mil millones de dólares entre 1990 y 1995, después de haberse reducido de 30.5 mil millones de dólares como promedio de 1977-1982 a 8.8 mil millones entre 1983 y 1989. Por su parte las transacciones diarias en los mercados cambiarios alcanzan una tasa de crecimiento del 14% en el período 1989-1995. La deuda de los gobiernos de Estados Unidos, Japón y Alemania crece con tasas que exceden a las del producto en 8%, 27% y 20%, entre 1991 y 1996.

### **3. CONSECUENCIAS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA.**

A primera vista, es lógico afirmar que los procesos de integración financiera han acrecentado la eficiencia al mismo tiempo que también han acrecentado la volatilidad de los mercados financieros.

En sentido positivo, se han reducido costos, innovado en la variedad y funciones de los instrumentos ofrecidos a gobiernos, empresas y familias, e incluso se han resuelto cuestiones importantes como la escasez de reservas internacionales o la administración de crisis financieras locales.

Por otro lado, se han acentuado algunos problemas, quizás por el marcado contraste entre el avance de la liberación de mercados y el retraso de las instituciones nacionales y supranacionales de regulación, como los siguientes:

i) Las oscilaciones en los tipos de cambio se han hecho más profundas y frecuentes;

ii) La volatilidad de los flujos financieros se ha tornado habitual, acrecentando la fragilidad de los sistemas nacionales y la vulnerabilidad también nacional a *shocks* externos o acontecimientos de origen foráneo. Ambos hechos son causa de desequilibrios macroeconómicos, cuyos efectos suelen escapar del control de los gobiernos y bancos centrales, e incluso crean dificultades más generales que se extienden a varios países<sup>5</sup>;

iii) Las corrientes ascendentes del financiamiento externo se orientan hoy en día no tanto incrementar la inversión y la planta productiva de los países receptores, sino a obtener ganancias o intereses extraordinarios de corto plazo; o sea, hay un interés por optimizar rendimientos y no por generar nuevas producciones reales;

---

<sup>5</sup> Algunos ejemplos son la crisis de la deuda latinoamericana, la caída de las bolsas de valores en 1987, el efecto tequila de 1994 o los eventos asiáticos de este año.

iv) Las tasas de interés se han elevado a niveles sin precedente, superando los ritmos de crecimiento de la economía mundial y de los países. Además, los intentos de esterilización de los flujos de entrada en el Tercer Mundo impulsan también al alza a las tasas de interés. Surgen de aquí claros efectos contraccionistas de escala mundial y local sobre la inversión y el empleo. Así, los desequilibrios financieros ya no provienen sólo de déficit fiscales desproporcionados o endeudamientos excesivos, sino de la desalineación de las tasas cambiarias, magnificada por la volatilidad de los flujos de capitales;

v) En el mundo, los sistemas bancarios encaran pérdida de capacidad competitiva frente a la variedad de innovaciones en las instituciones e instrumentos de financiamiento que se ofrecen en los mercados; y

vi) Los efectos de las alteraciones cambiarias vinculadas a la solidez del sector bancario o a las políticas monetarias establecidas, originan un ciclo recurrente de *stop and go* en los países en desarrollo. En los períodos de auge, las entradas de capitales propician crecimientos explosivos del crédito bancario que las autoridades monetarias difícilmente pueden paliar por razones de costos y frecuentemente por usar el tipo de cambio como ancla inflacionaria. Enseguida, los precios de los activos se elevan desproporcionadamente, hasta que el reflujo del capital externo o los déficit de pagos fuerzan un nuevo ajuste cambiario que se traduce en alzas de las tasas de interés, inflación y portafolios incobrables de crédito.

En síntesis, una “bomba de tiempo” que puede estallar en cualquier momento.

#### **4. EVIDENCIAS “EMPÍRICAS” DE QUE LA BOMBA PUEDE ESTALLAR.**

Como muestras de lo anterior, no es necesario que nos remontemos muy atrás en el tiempo, sino que tenemos dos ejemplos muy claros ocurridos en el año 2007.

El 27 de febrero de este año, el mundo financiero asistió a una profunda y generalizada caída en los mercados internacionales que, para algunos economistas, podría estar anticipando un cambio de tendencia en la economía global. Para otros, la caída se trató de un transitorio ajuste de los precios que se hallaban algo inflados.

Las pérdidas fueron del 3 al 9% en las bolsas internacionales (el índice Merval, que cedió un 7,5%, fue el que más perdió después del 8,8% de su par de China) y llegaron hasta un 4% en los bonos de la deuda emergente, afectando particularmente a los argentinos.

El derrumbe se activó después de que Alan Greenspan vaticinara que la economía de los Estados Unidos ingresaría en recesión hacia fines de año.

Adicionalmente, el Consejo de Estado de China anunció la decisión de crear un grupo de trabajo (integrado por el regulador bursátil, el Banco Central, el Ministerio de Comercio y hasta la policía) que generaría medidas para limitar la especulación financiera en el gigante asiático. Dicha decisión coincidió con el temor de un estallido de la burbuja bursátil, que podría arruinar a millones de pequeños ahorristas. Téngase en cuenta que en 2006, la Bolsa de Shanghai registró un alza de un 130% por un impresionante aluvión de compras después de varios años de austeridad.

La concurrencia de todo lo anterior tuvo un efecto devastador en los mercados, a saber<sup>6</sup>:

- La Bolsa de Buenos Aires se desplomó un 7,49% para registrar su mayor caída desde mayo de 2004 y licuó en un día las ganancias que acumulaba en el mes y el año.
- Cayó un 4,97% la Bolsa de Chile, para marcar su peor retroceso desde 1999; un 5,8%, la de México (mayor baja desde enero de 2000), y un 6,63%, el Bovespa de Brasil.
- Promediaron un 3% las pérdidas en Wall Street (3,29% disminuyó el Dow Jones) y Europa (3% cedieron Madrid y París; 3,2%, Milán y 3,4%, Zurich).

---

<sup>6</sup> Fuente: Diario La Nación del 28 de febrero de 2007 (ver [http://www.lanacion.com.ar/archivo/nota.asp?nota\\_id=887363&origen=acumulado&acumulado\\_id](http://www.lanacion.com.ar/archivo/nota.asp?nota_id=887363&origen=acumulado&acumulado_id))

- El riesgo emergente creció 23 puntos, para cerrar en un promedio de 195 unidades (máximo en 12 semanas), mientras el argentino se disparó 25 puntos (pasó de 214 a 239) o 11,7% en un día. La ola de ventas hizo caer 4,11% al bono Par en pesos y 6% al cupón del PBI en la misma moneda, por citar las caídas más significativas.

Más allá de que con el correr de los días la cosa se fue acomodando, nuevamente el 5 de julio de 2007 y, tras la decisión, anunciada dos días antes, de estrechar “moderadamente” su política monetaria para reducir la liquidez, las dos bolsas chinas, Shanghai y Shenzhen, sufrieron una fuerte caída, de un 5,25% y de un 5,8%, respectivamente.

La causa de dicha baja se debió a los anuncios del Banco Popular de China que provocaron que más inversores pusieran a la venta sus acciones, ante el creciente temor de que las medidas oficiales vayan a desviar los fondos fuera del mercado de valores. Por su parte, una agencia estatal, el Centro de Información del Estado, había recomendado públicamente que China ejerza un “estricto control” sobre sus mercados de valores para frenar la especulación, producida principalmente por la alta liquidez existente.

Según esta agencia, la ausencia de un impuesto sobre las ganancias en bolsa, sumada a la excesiva liquidez existente, es la causal de que sea más atractivo comerciar con acciones y venderlas en el corto plazo que mantener durante largo tiempo los títulos.

Es importante tener en cuenta que en lo que va del año, China elevó ya dos veces sus tasas de interés, sin conseguir enfriar la economía, y en ese tiempo ordenó a los bancos en cinco ocasiones que aumenten sus reservas, ante la preocupación de que el exceso de liquidez acabe provocando serias burbujas bursátiles.

Según algunos expertos, un nuevo aumento de las tasas de interés podría disparar los beneficios de las cuentas de ahorros, y contener parte del actual flujo de dinero desde los bancos hacia los mercados de valores.

Es importante destacar que hasta la fecha, la única medida que parece haber funcionado para contener el frenesí inversor de millones de chinos en los últimos meses fue triplicar, el 30 de mayo, el impuesto sobre el comercio de acciones, que hace unos meses provocó el tercer mayor desplome de las bolsas chinas en la última década<sup>7</sup>.

## **5. LOS RIESGOS DE LA ESPECULACIÓN FINANCIERA.**

Como acabamos de ver con la “evidencia empírica” citada, el vertiginoso ascenso de los precios de las acciones y bonos, así como de títulos representativos de bienes básicos (commodities), que se transan en los mercados internacionales, atribuibles a su demanda en acelerado crecimiento, conlleva riesgos asociados a una abrupta reversión de esa tendencia<sup>8</sup>.

De acuerdo con lo explicado, ese impulso se originó en inversores ávidos de obtener mayores rendimientos, aún asumiendo mayores riesgos de pérdida de capital, atentos a los magros intereses que ofrecían los títulos de crédito público de valor más estable y los depósitos bancarios, cuyas magnitudes fueron moderadas por los bancos centrales de las naciones principales con el propósito de mantener la actividad productiva de sus industrias.

A esa política se agregaron las liberalidades normativas permitidas en los mercados financieros de esas naciones. Ello posibilitó la proliferación de bancos de inversión y de “fondos de cobertura”. Estas instituciones, mediante créditos a los inversores, con caución de sus activos financieros, multiplicaron la dimensión de sus inversiones originales. Esas cauciones suelen negociarse, a su vez, como “instrumentos derivados”.

Como explicáramos, el grado de liquidez de esos títulos aumenta, además, gracias a los modernos sistemas digitales de comunicación, que posibilitan la realización a distancia de operaciones en tiempo real, que facilita su más rápida

---

<sup>7</sup> Shanghai llegó a caer ese día hasta un 8,26 %, el peor cierre registrado hasta ahora desde el martes negro del pasado 27 de febrero, cuyos efectos desestabilizaron todos las plazas mundiales.

<sup>8</sup> Para ampliar ver Buscaglia, Adolfo E., “*La Especulación Pone en Riesgo la Economía Mundial*”, Diario La Nación del 10 de junio de 2007.



conversión a dinero. Por su mayor rendimiento y liquidez estos títulos sustituyen en parte la demanda “real” de dinero. Aparece, así, un excedente de la oferta monetaria no deseado por el público, que, por ende, se vuelca en todos los mercados de bienes reales y financieros, lo que impulsa un aumento general de sus precios.

Pueden subrayarse, como especulativas, las operaciones de “carry credit”, que configuran un arbitraje entre las tasas de interés que devengan inversiones en distintas monedas. Las grandes corporaciones y fondos de retiro de las naciones centrales contratan con los bancos de Japón grandes créditos en yenes a tasas de interés muy bajas, fondos que se convierten en “dólares”, con una simultánea compra a término de la moneda japonesa. Esos valores en dólares son invertidos en títulos que devengan un rendimiento bastante mayor al convenido con los bancos del Japón.

Estas operaciones son usualmente protegidas mediante instrumentos derivados. Aun así, en la eventualidad de que la cotización de esos títulos en dólares descendiera significativamente, aquel interés diferencial dólares-yenes no compensaría las pérdidas de los inversores, de los fondos de cobertura y eventualmente de los bancos prestamistas, que podrían llegar a ser muy considerables.

## **6. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES.**

Mas allá de la volatilidad experimentada últimamente en todos los mercados mundiales - sin distinción de fronteras, comenzando en Asia, siguiendo por Europa y contagiando luego a las del continente americano -, no podemos negar que nos encontramos con un mundo cuya economía continúa creciendo en forma sincronizada y convergente a las mayores tasas de los últimos 30 años.

Adicionalmente, el eje de ese crecimiento global está girando marginalmente de Occidente hacia Oriente.

La aparición de China en el contexto global presenta enormes oportunidades y también desafíos que obligan a estudiar más detenidamente lo que allí ocurre.

Y si bien es irónico que la “corrección” de los mercados financieros y de materias primas se haya iniciado en ese gigante asiático – tal como algunos expertos han caracterizado a lo que ha ocurrido este año -, muchos opinan que no descarrilará el proceso fundamental histórico del que en la actualidad somos testigos.

Sin embargo, existe la preocupación de que ocurra un abrupto descenso de las cotizaciones en los mercados financieros, como las acaecidas en 1907 y en 1930 en los Estados Unidos, y que ese colapso pudiera derramarse y causar una crisis mundial. Muestras, como ya vimos, nos sobran.

Sin embargo, debe confiarse en la sabiduría de los ejecutivos de los bancos centrales de las principales naciones para que adopten las previsiones que preserven los mercados de un abrupto cambio de tendencia que podría deprimir la actividad productiva y el empleo laboral en la economía mundial, como ocurrió en los períodos citados en los Estados Unidos.

Como ejemplo, tenemos lo expresado por el Comité Monetario y Financiero (CMFI) de la Junta de Gobernadores del FMI, que se reunió el 14 y 15 de abril pasado para considerar la situación antedicha: *“Los riesgos de deterioro de la situación [económica mundial], que obligan a mantener una actitud alerta, se deben a la posibilidad de una revaluación de los riesgos para la situación del mercado financiero mundial, una desaceleración más acusada que lo previsto en la economía de los Estados Unidos y una reactivación de las presiones inflacionarias”*.

Como vimos, esas reflexiones ya han tenido algún eco, pues el pasado 30 de mayo, las autoridades de China adoptaron algunas medidas para moderar la burbuja especulativa de los mercados financieros de ese país: establecieron un gravamen del 0,3% sobre las compras de valores mobiliarios.

Por otra parte, el 3 de junio, el Banco Central Europeo (BCE), atento a la presente tendencia inflacionaria en los mercados de bienes reales y financieros, aumentó su tasa de interés de referencia del 2,5 al 4% anual y el interés del bono a diez años de la zona euro a 4,5 % anual. Son los más altos rendimientos en los últimos seis años. Ello

acentuó la emigración de capitales de los Estados Unidos a dicha zona, haciendo decaer algo más el valor del dólar.

Por último, la firme actitud asumida por el ministro de Finanzas de Alemania, Peer Steinbrück, el 19 de mayo, ante los demás ministros del G-8, propició establecer un código de conducta para los fondos de cobertura que los disuadiera de especulaciones que pudieran conducir a una crisis financiera. Esta propuesta es, quizás, la que mejor interpreta las preocupaciones actuales.

-----0-----

## **BIBLIOGRAFÍA:**

### Libros, Artículos y Papers:

Kelly, Kevin, “*Nuevas reglas para la nueva economía*”, Ediciones Granica, México, 1999.

Mankiw, Gregory, “*Principles of Economics*”, Ed. South-Western Educational Publishing, Ohio, 2000.

Brealey, Richard y Myers, Steward, “*Principles of Corporate Finance*”, Ed. McGraw-Hill/Irwin, 2002.

Castells, Manuel, “*La Nueva Economía y los ciclos económicos*”, en Revista Nuevos Rumbos, ejemplar del 1 de julio de 2002.

Ibarra, David, “*Globalización, Moneda y Finanzas*”, Revista de la CEPAL, <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/6/19376/ibarra.htm>.

Buscaglia, Adolfo E., “*La Especulación Pone en Riesgo la Economía Mundial*”, Diario La Nación del 10 de junio de 2007.

Blejer, Mario I., “*El Entorno Económico Internacional y el Rol del Sector Financiero*”, presentación en el IAEF (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas).

Melconián, Carlos, “*La Economía Argentina 2007 – 2008 – Hoja de Ruta*”, presentación en el IAEF (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas) el 6 de junio de 2007.

Cohen, Bernice, “*The Edge of Chaos*”, Ed. John Wiley & Sons, New York, 1997.

FMI (Fondo Monetario Internacional), “*Perspectivas de la Economía Mundial*”, Washington, D.C., 2005.

OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos), *“The World in 2020”*, París, 1997.

Williamson, John, *“Exchange Rate Flexibility and Reserve Use”*, The Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, N° 2, Blackwell Publishers, Oxford, 1976.

Páginas Web:

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.lanacion.com.ar](http://www.lanacion.com.ar)

[www.wsj.com](http://www.wsj.com)

[www.ft.com](http://www.ft.com)

[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

[www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)

[www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

[www.iaef.org.ar](http://www.iaef.org.ar)

[www.invertironline.com](http://www.invertironline.com)

[www.cnnfinance.com](http://www.cnnfinance.com)

[www.ambitoweb.com](http://www.ambitoweb.com)

[www.cnn.com/cnnfn](http://www.cnn.com/cnnfn)

[www.elcronista.com.ar](http://www.elcronista.com.ar)

[www.latinvestor.com](http://www.latinvestor.com)

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.economist.com](http://www.economist.com)