

Nuevas modalidades de financiamiento y riesgo financiero

• • • • • ALICIA GIRÓN*

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos 25 años los sistemas financieros internacionales han registrado notables transformaciones. En ese lapso la industria bancaria ha encarado la llamada “revolución financiera” y diversas crisis que han profundizado la competencia entre los propios bancos comerciales y los intermediarios financieros no bancarios. Ello dio pie al surgimiento de servicios competitivos, lo que ha conducido a la innovación financiera de alto riesgo.

En la actualidad el entorno de los cambios financieros está acompañado de transformaciones en la organización productiva y en la actividad económica en general, con vistas a la internacionalización que haga posible transitar hacia la globalización. La competencia mundial no sólo la realizan los propios bancos, grandes bancos comerciales transnacionales, sino las pequeñas y medianas estructuras de intermediarios financieros vinculados directamente al mercado mundial mediante las redes de la informática.

Así, no sólo se enfrenta a un proceso de internacionalización de la economía, sino de globalización financiera, donde lo global es nacional y lo nacional es global, sin ignorar las fronteras nacionales. Si bien durante los últimos decenios hubo cambios en todo el complejo productivo industrial, es precisamente la innovación en los servicios financieros y la industria bancaria la que imprime dinamismo a la inserción de los países en la globalidad económica.¹

1. Manuel Castells, “The Informational Economy and the New International Division of Labor”, en Martin Carnoy *et al.*, *The New Global Economy in the Information Age (Reflection on our Changing Worlds)*, The Pennsylvania State University Press, University Park, 1993. Véase también Edward Gardener y Philip Molyneux, *Changes in Western European Banking*, Routledge, 1994.

La globalidad financiera y su fragilidad ante la turbulencia de los mercados emergentes revaloraron la posición de los nuevos instrumentos financieros en las carteras a finales de diciembre de 1994 y principios de 1995.

El riesgo propició que la crisis mexicana se compartiera con los actores que apostaron a una tasa de rendimiento superior a la media mundial, con todo y que según el FMI la devaluación del peso no fue por causa de los inversionistas extranjeros, sino de los residentes que trataron de comprar activos externos.² Si bien esto es cuestionable, lo cierto es que la integración financiera condujo a la dolarización de la deuda interna mediante instrumentos de corto plazo del gobierno federal (Tesobonos) en el mercado bursátil y que fueron adquiridos principalmente por los fondos mutualistas.

En este artículo se muestran los cambios en el sistema financiero internacional, en particular en lo que atañe a los servicios que ofrecen los nuevos intermediarios financieros y los bancos comerciales, así como la complejidad de arribar a una mejor supervisión y regulación del riesgo de dichos servicios. Para ello se caracterizan los intermediarios financieros, así como los mercados donde operan, y se examina la pérdida de participación de los bancos comerciales en la oferta de servicios financieros frente a los nuevos intermediarios. Asimismo, se evalúan

2. “Los beneficios de los flujos de capital dependen del control del riesgo”, *Boletín del FMI*, 26 de junio de 1995, p. 185.

* Directora del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. Este trabajo es parte del proyecto *Evaluación del Impacto del Tratado de Libre Comercio de América del Norte sobre el Sector Financiero y los Problemas del Financiamiento del Desarrollo Económico de México*, patrocinado por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico. La autora agradece la participación de Roberto Soto, Enrique Torres y Manuel García, integrantes del proyecto.

el efecto de los flujos internacionales de capital en algunas economías emergentes y los cambios en la política económica de éstas.

Cuando el objetivo de la política de financiamiento es el desarrollo económico, corresponde instrumentar una mejor regulación y supervisión que permita encarar la carrera competitiva de los bancos comerciales y los nuevos servicios financieros que ofrecen otros intermediarios no bancarios. Si bien el financiamiento es prioritario para el crecimiento y el desarrollo económico de los países, la regulación y supervisión de los mercados es indispensable para evitar las quiebras bancarias. Por ello se precisa una mayor cooperación, en el marco de la desregulación y los cambios operados en los sistemas nacionales, entre los diversos actores bancarios: Banco de Pagos Internacionales, banca comercial, organismos financieros internacionales y bancos centrales.

Difícil, por su complejidad, la crisis financiera en México es sin duda reflejo de la creciente integración financiera y de las innovaciones financieras, por lo que la regulación y la supervisión deben ser más específicas. Caracterizada como la "crisis de los Tesobonos" o "crisis de la deuda externa", y acompañada a su vez de una "crisis de carteras vencidas" de las empresas, la banca comercial y la banca de desarrollo, la nueva crisis se suma a las de la deuda externa, bancaria, de la bolsa, de las monedas, etc., de los ochenta, las cuales forman parte de los reacomodos del sistema financiero en el marco de los cambios de los mercados internacionales de capitales.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS E INNOVACIÓN FINANCIERA

La desregulación y liberalización de los servicios financieros, las privatizaciones y las alianzas entre bancos, así como el incremento de los intermediarios no bancarios, han dado lugar a nuevas formas de financiamiento de la economía.

Características de los intermediarios financieros

Los intermediarios financieros realizan operaciones de compra-venta de valores entre deudores y acreedores y constituyen el eje de la operación de los mercados financieros, donde ofrecen información y servicios líquidos. Sus balances presentan altos coeficientes de activos financieros a activos reales y de fondos en préstamo a capital contable y éstos, en términos generales, están sujetos a una regulación muy estricta.³

Hay intermediarios financieros cuyas operaciones no implican cambios en los instrumentos negociados y otros que transforman la cartera. El primer caso se ilustra con el contrato que ofrecen el banco inversionista (*investment bank*) y los intermediarios (*brokers*). Ambos brindan consejo, procesan información para una posible reventa y evalúan los riesgos crediticios, mas no alteran los activos transferidos. En contraste, otros interme-

diarios financieros sustituyen sus propios pasivos por los del prestatario de última instancia, por lo que transforman la cartera. Hay casos, como los fondos de inversión mutualista (*unit trust*), en que la sustitución se realiza con cambios relativamente poco significativos en sus términos y condiciones, pues los pasivos son simples demandas que nuevamente se transforman en valores. Con base en este arreglo, la información reunida y su monitoreo se centralizan, lo que puede dar lugar a un mercado secundario para las unidades financieras en el cual los rendimientos se agrupan en consorcios y se diversifican. Sin embargo, el riesgo residual y no diversificado de la cartera de las acciones administradas puede transferirse de manera total a los dueños de los fondos.

En el caso de los bancos e instituciones de depósito hay un contraste muy considerable entre las demandas emitidas y las tomadas. Los pasivos son líquidos, redimibles a la par y de muy corto plazo, y muchos se pagan al momento en que así se demanda. Los activos presentan riesgo, puesto que el valor de mercado de los papeles fluctúa con las tasas de interés y por ello es inevitable que algunos préstamos no se puedan cumplir. Numerosos activos bancarios, como los préstamos comerciales, tienen una baja comercialización y no es posible venderlos en corto sin incurrir en pérdidas considerables. Esto último no sucede con un fondo mutualista, que negocia papel en los mercados de dinero y otros valores fácilmente comercializables; otro ejemplo son las múltiples compañías de seguros. Gran parte de la literatura de los intermediarios financieros destaca esa "condición especial" de los bancos (y por implicación, de manera más general, de los intermediarios de depósito).

Entre ambas clases de intermediarios subyace la concepción de los mercados financieros conforme a dos categorías: a] el mercado organizado en el cual los contratos y la comercialización están relativamente estandarizados (bonos, acciones, divisas, futuros y opciones comerciales), y b] la de mercados informales que negocian con contratos diferenciados que crean las empresas financieras si no es que ya cuentan con ellos (hipotecas, créditos al consumo y préstamos comerciales). Si bien esta distinción es poco clara en la práctica (por ejemplo, en muchos países los mercados son activos en el mercado organizado), conceptualmente es válida ya que las previsiones sobre información y la creación de liquidez difiere para ambos tipos de mercado.

La integración de los mercados financieros por medio de las computadoras y el *software* ha revolucionado las comunicaciones en los mercados financieros, pues la información sobre los productos se ha extendido más de lo previsto. Los productos del mercado financiero tradicional han sido dominados por instrumentos financieros de mayor complejidad. Al permitirse una actuación más eficaz sobre las implicaciones de los flujos rápidos de información masiva, los principales participantes en los mercados mundiales de capitales han elaborado técnicas y rutinas de convenios financieros. Algunas se han formulado específicamente para abatir la fricción que históricamente ha afectado a los movimientos de capital. Un buen ejemplo son las transacciones de *swaps*, una innovación financiera de comienzos de los ochenta.⁴

3. Mervyn K. Lewis, *Financial Intermediaries*, The International Library of Critical Writing in Economics, Edward Elgar Publishing Limited, Inglaterra, 1994.

4. Samuel L. Hayes III, *Financial Services*, Harvard Business School Press, Boston, 1993.

Los activos de los bancos y de los fondos mutualistas

Según algunos autores, la legislación del sistema bancario estadounidense, en particular la regulación a la que se le sujetó desde los años treinta, ha dado lugar a "que la banca comercial como fuente prioritaria de recursos caiga drásticamente ante la competencia de otros intermediarios no bancarios".⁵ La pérdida de importancia de la banca tradicional ha entrañado el incremento de la de otros intermediarios financieros.⁶ Sin embargo, el esfuerzo e interés de la banca comercial por diversificar las actividades fuera de la hoja de sus balances (*off-balance sheet*) en los mercados de derivados permite que "...los grandes bancos, en particular, se hayan convertido en oferentes en escala mundial de productos derivados, tales como *swaps*, mediante operaciones fuera de la bolsa (*over-the-counter*, *OTC*). Se pretende con ello remplazar las pérdidas bancarias con la presencia en los mercados de derivados, cuyas ganancias son más atractivas."⁷

La participación de los principales bancos estadounidenses en las actividades de derivados ha crecido de manera notable, y en los últimos años han representado cerca de 20% del total de sus activos.⁸ En las exposiciones de los principales bancos las operaciones de derivados representaban 170 000 millones de dólares, esto es, 17.3% del total de los activos de esos bancos. De ese monto, 52 500 millones de dólares correspondían a contratos relacionados con tasas de interés y 117 700 millones a vinculados con tipos de cambio (véase el cuadro 1).

Los bancos comerciales empiezan a incursionar como oferentes en este tipo de productos innovadores mediante la alteración de la hoja de sus balances a fin de obtener cuantiosas ganancias en instrumentos de riesgo y compensar sus pérdidas en otros renglones de sus balances. El incremento de la competencia entre los intermediarios financieros no bancarios y los propios bancos ha borrado en cierta medida la frontera entre ellos, lo que se ejemplifica con lo siguiente: en 1994 los activos de los diez primeros bancos estadounidenses ascendieron a 1 404.91 miles de millones de dólares, en tanto que los relativos a los 15 fondos mutualistas más importantes de los últimos seis años ascendieron a 868 900 millones de dólares. Fidelity, Vanguard y American representaron 48.9% del total de los activos de dichos fondos, es decir, 425 800 millones de dólares, cantidad que adquiere mayor significación si se le compara con los activos

5. Franklin R. Edwards y Frederic S. Mishkin, *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, núm. 4 993, 1994.

6. Fondos privados de pensiones, compañías de seguros, fondos mutualistas, fondos de retiro de los gobiernos estatales y locales, asociaciones de ahorro y préstamo, compañías de financiamiento a las ventas y al consumo, fondos mutualistas de mercados múltiples, uniones de crédito y bancos mutualistas de ahorro.

7. Franklin R. Edwards y Frederic S. Mishkin, *op. cit.*

8. Senator Riegle, "Derivative Product Activities of Commercial Banks", Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of Comptroller of the Country, 27 de enero de 1993.

C U A D R O R O 7

COSTO DE REPOSICIÓN DE LARGO PLAZO DE LOS RIESGOS CREDITICIOS¹ EN LAS SOCIEDADES DE CONTROL DE BANCOS DE ESTADOS UNIDOS,² SEPTIEMBRE DE 1993 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

Banco	Todos los contratos		Tasa de interés de contrato ³		Tasa de cambio de contratos ⁴	
	Monto	Porcentaje ⁵	Monto	Porcentaje ⁶	Monto	Porcentaje ⁶
Citicorp	30.2	13.5	6.8	1.5	23.4	2.7
Chemical	27.4	19.7	9.5	1.3	17.9	3.3
JP Morgan	27.1	23.0	11.6	2.2	15.5	3.7
Bankers Trust	24.7	33.4	7.3	2.2	17.5	4.5
Bank of America	22.4	12.0	6.7	2.5	15.7	4.0
Chase Manhattan	21.7	22.3	5.8	1.7	15.9	3.2
First Chicago	10.9	22.2	2.3	1.4	8.7	3.8
Continental Bank	2.4	10.5	1.6	2.1	0.8	2.9
Bank of New York	2.2	5.1	0.5	1.9	1.7	3.4
Bank of Boston	1.0	3.2	0.4	2.5	0.6	4.0
Total	170.0	17.3	52.5	1.8	117.7	3.4
Otras grandes sociedades de control de bancos	8.5	0.5	6.9	3.2	1.3	3.0

1. Costo básico (sólo valores positivos). No incluye contratos futuros. 2. Compañías con 1 000 millones de dólares o más en total de activos. 3. Los riesgos están en cantidades brutas, excepto donde los contratos individuales se anulan bilateralmente por medio de la innovación. 4. No incluye contratos con vencimiento original de 14 días o menos. 5. Activo total. 6. Monto nacional.

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve Bank System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office Comptroller of the Currency, *Derivative Product Activities of Commercial Banks*, 27 de enero de 1993.

de Citicorp, Bank of America y Chemical Bank que en conjunto suman 637 400 millones de dólares. El peligro de las inversiones de los fondos mutualistas y las cantidades que manejan obedece a que aquéllas se encuentran en cartera y en colocaciones cuya rentabilidad está drásticamente influida por el comportamiento cíclico de las economías nacionales, al ser instrumentos de coberturas de alto riesgo (véanse los cuadros 2 y 3).

El monto de los activos de la banca comercial y de los fondos no sólo es significativo respecto al sistema financiero estadounidense sino por su efecto en los flujos del mercado internacional de capitales.

Durante los setenta la banca comercial fue la principal oferente de financiamiento y en los ochenta con ella se renegó la deuda externa de los países deudores. Los fondos mutualistas, y principalmente los intermediarios financieros no bancarios, cobran importancia en ese último período debido a la desregulación financiera, a la estricta legislación bancaria, y a las pérdidas que sufrieron los bancos como resultado de la crisis de la deuda externa.

La crisis bancaria de los ochenta ha obligado al gobierno de Estados Unidos a gastar cientos de miles de millones de dólares para limpiar y arreglar la bancarrota de los bancos comerciales y de las sociedades de préstamos y ahorros. Un incentivo para la innovación financiera en el mercado estadounidense para profundizar el mercado financiero y atraer capitales externos a

C U A D R O 2

ACTIVOS DE LOS PRINCIPALES BANCOS COMERCIALES DE ESTADOS UNIDOS, DICIEMBRE DE 1994 (MILLONES DE DÓLARES)

Bancos	Activos
Citicorp	250 489
Bank of America Corp.	215 475
Chemical Banking Corp.	171 423
Nations Bank	169 604
JP Morgan & Co.	154 917
Chase Manhattan Corp.	114 038
Banc One Corp.	88 738
Bankers Trust New York Corp.	97 016
First Union Corp.	77 314
First Chicago Corp.	65 900

Fuente: *The Banker*, julio de 1995.

pesar de la estabilización del dólar, fue el Acuerdo de Plaza de 1985 entre las naciones más desarrolladas, en la que constituyó una política de aterrizaje del dólar frente a la mayoría de las monedas. La desregulación financiera, sin duda, ha profundizado las crisis bancarias; sólo los países nórdicos han gastado 16 000 millones de dólares de 1989 a 1992 para salvar a sus bancos⁹ y se calcula que el gobierno mexicano tendrá que invertir más de 10 000 millones de dólares por la misma causa.

Nuevos servicios financieros

Los derivados financieros, cuya existencia data del siglo pasado, buscan mejorar la colocación de recursos y redistribuir los riesgos.¹⁰ "De igual manera, éstos pueden ser considerados como activos para generar ingresos, como instrumentos compensatorios,¹¹ con el propósito de tener y alcanzar posiciones espe-

9. Mathias Dewatripont y Jean Tirole, *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1994.

10. Eugenia Correa, *Desregulación financiera internacional*, tesis de doctorado, Tercera Evaluación del Doctorado de Economía de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM.

11. ¿Qué es lo que tienen de especial los fondos de cobertura? Están sujetos a una menor regulación que otros actores más grandes de los mercados financieros; los inversionistas de esos fondos son ricos y supuestamente tienen una mayor tolerancia a las inversiones de riesgo que el público; los fondos, por lo general, están considerados como los jugadores con mayores ventajas en los principales mercados financieros; tienen un rendimiento muy superior, han sido muy exitosos en sus actividades de inversión y han impulsado los mayores índices del mercado y de los fondos mutualistas ofrecidos públicamente. Hay tres áreas en las actividades de los fondos de cobertura en las cuales las autoridades podrían mostrar preocupación. Una se refiere al riesgo crediticio; otra es que los fondos —debido a que su mercado objetivo muestra un alto movimiento de posiciones— podrían generar una excesiva volatilidad en los mercados de bonos gubernamentales, y una

C U A D R O 3

ACTIVOS DE LOS PRINCIPALES FONDOS MUTUALISTAS EN ESTADOS UNIDOS, 1995 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

Compañía	Activo
Fidelity	204.80
Vanguard	114.80
American	106.20
Franklin	86.70
Putnam	58.00
Merrill Lynch	48.10
Dean Witter	35.30
T. Rowe Price	34.10
IDS	33.30
Dreyfus	29.90
Scudder	27.50
Twentieth Century	23.90
Kemper	22.80
Prudential	22.60
Smith Barney	20.90
Total	868.90

Fuente: James B. Stewart, "The 10 studies for the 90's, Smart Money", *The Wall Street Journal Magazine*, vol. IV, núm. VIII, agosto de 1995.

culativas. La diferencia más destacada entre los derivados y otros instrumentos financieros es que aquéllos ofrecen apalancamiento; por un lado, la seguridad es relativamente mayor (comparado con otras estrategias) y, por otro, hacen que sus apuestas sean más lucrativas (siempre y cuando tenga éxito).¹² Los derivados crecieron 328% de 1989 a 1994 y los emplean preferentemente los países desarrollados. Se prevé que en los próximos años las naciones en desarrollo utilizarán más esos instrumentos de riesgo para reestructurar sus posiciones deudoras y anticiparse a los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio. El uso de instrumentos financieros de riesgo puede restablecer el acceso a los mercados internacionales de capitales con fines de refinanciamiento.¹³ Sin embargo, su mayor difusión no asegura una disponibilidad de recursos para la planta productiva, de manera que sus características de dotar de liquidez inmediata coadyuva a frenar situaciones de precrisis, pero no contribuye en sí misma a conducir a la solvencia.

Forwards, opciones, futuros y *swaps* son instrumentos derivados aparecidos en los últimos diez años y que se consideran innovadores.¹⁴ Utilizados por los países industriales, han tomado ventaja sobre el mercado. Las economías en desarrollo podrían

más es que dichos fondos podrían acarrear una manipulación del mercado y por tanto comprometer la integridad de los mercados. Goldstein y Folkerts-Landau, *International Capital Markets*, FMI, 1994.

12. Swiss Bank Corporation, *Prospects Special*, 1994.

13. Donald J. Mathieson, David Folkerts-Landau, Timothy Lane e Iqbal Zaidi, *Managing Financial Risks in Indebted Developing Countries*, Occasional Paper, núm. 65, FMI, Washington, junio de 1989.

14. Los contratos de futuros y *forwards* son acuerdos para liberar un contrato (*item*) en una fecha futura específica a un precio acordado hoy pero pagadero hasta que se libere. Los contratos de futuros y *forwards* se diferencian en que estos últimos no se negocian en orga-

C	U	A	D	R	O	4			
CONTRATOS DE DERIVADOS (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)									
		1989	1990	1991	1992	1993	1994	Porcentaje del total, 1994	Porcentaje de incremento desde 1989-1994
<i>Forwards</i>		3 034	4 347	6 061	7 515	9 261	11 363	37	274
Acuerdo de tipo de cambio ¹		770	1 160	1 530	2 005	2 626	3 413		
Divisas ²		2 264	3 277	4 531	5 510	6 665	7 950		
<i>Futuros</i>		1 259	1 541	2 252	3 018	5 085	5 918	19	370
Tasa de interés de futuros		1 201	1 454	2 157	2 913	4 943	5 757		
Divisas		16	17	18	25	32	33		
Índice del valor de futuros		42	70	77	80	110	128		
<i>Opciones</i>		953	1 305	1 845	2 254	4 049	5 050	16	430
De tasa de interés negociada		387	600	1 073	1 385	2 362	2 623		
De tasa de interés OTC		450	561	577	634	1 397	2 067		
De divisas negociada		50	56	63	71	75	55		
Valor neto de índices de opciones de cambio		66	88	132	1564	215	305		
<i>Swaps</i>		1 952	2,890	3,872	4,711	7077	8,367	28	328
Tasa de interés de swaps		1 503	2 312	3 065	3 851	6 177	7 415		
Swaps de divisas		449	578	807	860	900	952		
<i>Total de derivados</i> ³		7 198	10 083	14 030	17 498	25 472	30 698	100	326
<i>Total de derivados</i> ⁴		4 484	6 245	8 922	11 354	17 410	20 681		

1. Estimaciones de la United States General Accounting Office (GAO) del acuerdo de tipo de cambio del fin del año fiscal 1992 con base en la metodología de la Reserva Federal de Nueva York, usada en estimaciones por año-fin de 1989, 1990 y 1991. 2. Los contratos de divisas provienen de la GAO e incluyen un monto desconocido de operaciones fuera de bolsa (*over-the-counter*). 3. No incluye datos completos en derivados de mercancías físicas y valores de opciones en el *stock* común de compañías individuales. Según la GAO siete de las bases de datos contienen valores y productos derivados que van de 1.1 a 3.4 por ciento del total de derivados nacionales/montos contratados. 4. Antes de incluir las estimaciones de la GAO para *forwards* de divisas y opciones *over-the-counter*.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, informes del GAO, International Swap Dealers Association (ISDA) y la Reserva Federal del Banco de Nueva York.

emplearlos en operaciones de coberturas y con ello obtener considerables beneficios, así como asegurarse ante situaciones de choques externos. El *swap*, instrumento con el que los prestatarios pueden intercambiarse términos contractuales de sus financiamientos, ha contribuido en gran medida a integrar los mercados de dinero y capitales al proveer una manera eficiente de pasar de una moneda a otra. El *swap* también permite alterar los términos de los instrumentos financieros, de manera que abate

nizaciones de cambios (*organized exchange*), sino que se ofrecen (generalmente por bancos) sobre la base de operaciones realizadas fuera de la bolsa (*over-the-counter*). Donald J. Mathieson, *op. cit.*

Las opciones son arreglos contractuales especiales que otorgan al propietario el derecho de comprar o vender un activo a un precio fijo en cualquier momento, en una fecha determinada o antes. Una opción es un contrato que da a su dueño el derecho de comprar o vender un activo a un precio fijo en una fecha dada o antes. La opción más común es la opción de compra (*call option*). Ésta da al propietario el derecho de comprar o vender un activo a un precio fijo durante un lapso de tiempo en particular. No hay restricción al rey de los activos, pero el comercio de intercambio más común se refiere a las opciones sobre existencias y bonos. Por lo general, los activos negociados forman parte de un *stock* común. Las opciones de venta (*put options*) son operaciones que pueden considerarse como opuestas a las opciones de compra. Como en éstas, el tenedor de opciones de venta tiene el derecho de vender el *stock* a un precio fijo. Por lo general, el término *swap* se emplea en los mercados financieros para describir contratos en los cuales dos partes acuerdan intercambios activos específicos. Existen dos tipos de *swaps*: de intercambio de divisas (*currency swaps*) y el de permuta de tasas de interés (*interest-rate swaps*), que se emplean para transformar la divisa en la cual están denominados los activos o pasivos o para cambiar las tasas de interés a fijas o variables, respectivamente. Gary Smith, *Financial Assets, Markets and Institutions*, D.C. Heath, Lexington, 1993.

las resistencias de las partes participantes en la transacción, a la vez que los protege de sus respectivas vulnerabilidades. Los derivados, opciones, productos de índices, valores respaldados por activos y otras muchas innovaciones, se han concebido en gran medida por el abandono de la limitación de los riesgos y la intensificación de la liquidez.¹⁵

El cuadro 4 muestra el crecimiento acelerado de los productos financieros mencionados. De 1989 a 1994 el crecimiento de los *forwards* fue de 274%, el de los futuros, 370%, el de las opciones, 430%, y el de los *swaps*, 328%; el aumento promedio de los cuatro productos fue de 326% (véase el cuadro 4).

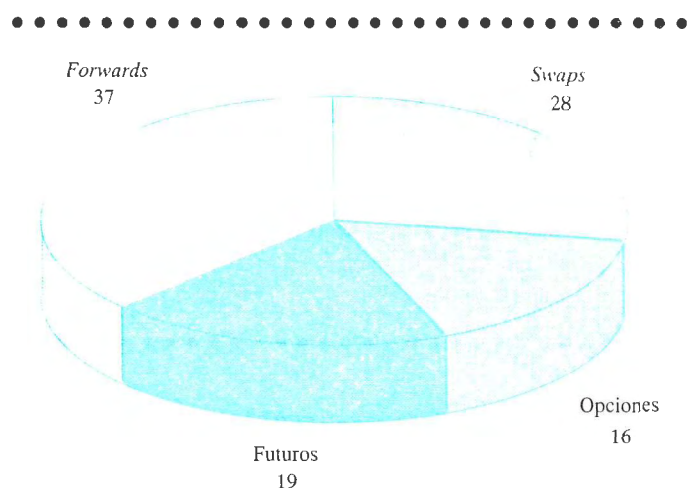
La gráfica 1 muestra que los *forwards* representan 37% del total de derivados, los *swaps*, 28%, los futuros, 19% y las opciones, 16%. El crecimiento de estos instrumentos bien podría calificarse como exponencial y se vincula no sólo a la exposición del riesgo sino a las ganancias que pueden ofrecer en momentos de recesión, depresión y crisis financiera.

La participación de los fondos de coberturas en los mercados de capital globales han propiciado un creciente interés por formular políticas regulatorias y de supervisión durante los últimos dos años. Precisamente "...las pérdidas sufridas por algunos fondos de coberturas (por ejemplo, Banesto y Crédit Lyonnais) y por algunos usuarios de derivados (por ejemplo, Metallgesellschaft, Codelco, y Procter and Gamble) sólo han servido para subrayar la naturaleza heterogénea del riesgo en que se encuentran hoy en día los mercados financieros."¹⁶

15. Samuel L. Hayes III, *op. cit.*

16. Morris Goldstein y David Folkerts-Landau, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, FMI, Washington, 1994.

G R Á F I C A 1
TIPO DE DERIVADOS, 1994 (PORCENTAJE)



Fuente: Datos tomados del cuadro 4.

Sobre la supervisión de las actividades de los bancos y de las compañías de valores respecto a las operaciones de derivados, se encuentra el informe del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria y el Comité Técnico de la Organización Internacional de la Comisión de Valores (IOSCO).¹⁷ Ahí se destaca el interés de las autoridades financieras por contar con mayor información sobre el funcionamiento de los bancos y compañías de valores en las actividades fuera de la bolsa (*over-the-counter*) de derivados que, en determinado momento, incrementan el riesgo de los agentes bancarios, aun cuando les permite tener una mayor rentabilidad. Por ello, en ese informe se enuncian los elementos necesarios para mejorar la supervisión. Sobre este particular también se encuentra el estudio de la Federal Reserve Board, de la Federal Deposit Insurance Corporation y de la Office of the Comptroller of the Currency en respuesta al senador Riegle.¹⁸ Ese documento profundiza la relación entre los instrumentos de derivados y el riesgo a que se exponen los bancos al operar los derivados financieros fuera de su hoja de balance.¹⁹ Un ejem-

17. Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCC). Información para supervisar operaciones de derivados de bancos y compañías de valores, mayo de 1995.

18. Senator Riegle, *op. cit.*

19. Existen siete tipos de riesgo para los bancos: a) de crédito: posibilidad de que una contraparte incumpla sus obligaciones; b) de mercado: pérdida debida a variaciones generales imprevistas de los precios del mercado y de las tasas de interés; c) operativo: pérdida debida a error humano, fraude o falta de controles internos; d) legal: guarda relación con el carácter jurídico de un contrato; e) de liquidez: posibilidad de que no se pueda liquidar rápidamente una posición a menos que se hagan grandes concesiones en el precio; f) de liquidación: el riesgo crediticio y de mercado durante el período de liquidación; y g) específico: descenso del valor de una posición concreta no imputa-

plo fue el colapso del Barings, banco fundado en 1762, que cerró el Banco de Inglaterra al bajar el índice Nikkei y afectar las posiciones en futuros en los mercados de Singapur y Osaka.²⁰

El riesgo proviene, primero, de que se desconocen la posición y el monto del banco en este tipo de inversiones y, segundo, de que muchos grandes bancos pueden entrar en posiciones de quiebra y originar el colapso de muchas empresas en los mercados crediticios. "Contar con una buena información sobre las posiciones en instrumentos derivados del Banco Barings quizá habría podido evitar su colapso."²¹

Esta aseveración va ligada a la necesidad de control del riesgo a que se enfrentan los bancos cuando operan en el mercado extrabursátil con instrumentos de derivados. Estos problemas acrecientan el llamado riesgo sistémico²² que se agrava frente a la alta concentración en el mercado de dichos productos.

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SU PARTICIPACIÓN EN LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

La banca comercial ha participado en América Latina desde que ésta inició su vida independiente. Ha sido la principal oferente de créditos, aunque también ha desempeñado un papel dinámico en las crisis del área, al alterar continuamente el ciclo financiero de los flujos de capital externo. Sin embargo, la participación de otros intermediarios financieros en el flujo de capitales hacia los mercados emergentes ha dotado de características muy diferentes al nuevo proceso de financiamiento. Las bolsas de valores de los países emergentes han crecido gracias al incremento acelerado de las inversiones en cartera.

Por lo general, los países deudores modifican sus estructuras productivas mediante la expansión del crédito, en tanto que la banca y la emisión de bonos, así como la innovación de los servicios financieros, buscan la valorización. En una crisis, los deudores y los acreedores entran en un proceso de corresponsabilidad donde los actores bancarios pretenden mantener la solvencia del sistema financiero internacional.

El crecimiento de los flujos de dinero en los mercados de capitales y el interés por obtener mayores ganancias han permitido a los países en desarrollo captar un considerable volumen de esos recursos para complementar la carencia de ahorro interno; en ello, asimismo, ha influido de manera importante la disminución del riesgo de los países por efecto de las políticas macroeconómicas adoptadas.²³ Todo ello es resultado de la con-

ble a una fluctuación general de los mercados. "Actividad bancaria en un nuevo entorno", *Boletín del FMI*, 21 de septiembre de 1995, p. 273.

20. David Folkerts-Landau y Takatoshi Ito, "International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues", *World Economic and Financial Survey*, FMI, Washington, agosto de 1995.

21. "Actividad bancaria...", *op. cit.*, p. 274.

22. Gary Gorton y Richard Rosen, *Banks and Derivatives*, The Wharton School, University of Pennsylvania and National Bureau of Economic Research, 27 de marzo de 1995.

23. Los flujos de capital se definen como el incremento del endeudamiento internacional neto de los sectores público y privado y se miden con base en el superávit de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

C U A D R O 5

FLUJOS DE CAPITAL EN MERCADOS EMERGENTES¹ (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	1975-1982	1983-1990	1990-1994	1990	1991	1992	1993	1994
Todos los países en desarrollo ²	22.5	37.7	618.3	37.2	152.0	142.1	151.3	135.7
Asia ³	8.9	12.5	201.9	14.6	34.1	46.1	53.1	54.0
México	6.2	0.6	99.1	9.0	22.9	26.6	30.6	10.0
Otros países latinoamericanos ⁴	14.1	3.9	83.1	1.6	6.1	26.2	26.3	22.9

1. Se excluyen los cambios en las posiciones monetarias no oficiales. 2. No se considera Hong Kong por carecer de datos. 3. China, Indonesia, Corea, Singapur, Taiwan, Malasia y Tailandia. 4. Argentina, Brasil, Chile y Venezuela.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Informe anual 1995*.

tinua integración de los mercados financieros mundiales y del desarrollo paralelo de los cambios en la legislación que regula a los sistemas financieros en los noventa.

Uno de los acontecimientos más significativos de principios del decenio actual es la creciente importancia de los flujos de capital hacia las carteras con un mayor contenido de títulos procedentes de los países en desarrollo, lo que ha permitido aumentar el financiamiento de los déficit externos de esos países, en especial México y los países miembros de la APEC.²⁴ Cabe destacar que un componente importante del crecimiento de esos flujos ha sido la inversión directa.

Entre las principales razones de los inversionistas para participar en los países en desarrollo destacan: las altas tasas de rendimiento de estas naciones y la caída de la actividad económica de los países industrializados que dio lugar a un descenso de las tasas de interés en escala mundial. Ello, a su vez, redujo el servicio de la deuda externa y alejó el riesgo de moratorias.

Los cambios en las políticas económicas de las naciones de la Cuenca del Pacífico permitieron evitar un riesgo a corto plazo por la sólida política macroeconómica y los cambios estructurales que mostraron con mayor claridad el crecimiento basado en los flujos de capital.

El retorno de las economías emergentes al mercado internacional de capitales se inició a finales de los años ochenta, siendo la colocación de bonos internacionales y valores la mayor constante en los flujos de capital hacia las carteras de los países de la Cuenca del Pacífico, al alcanzar cerca de 151 300 millones de dólares en 1993, de los cuales México captó 20.22%. En 1994 el flujo total se redujo a 135 000 millones de dólares (una caída de 10.31%) debido al descenso de la inversión en América Latina (véase la gráfica 2).

A finales de 1992 algunos fondos de pensiones estadounidenses, y en menor medida las compañías de seguros, informaron que habían empezado a comprar inversiones en América Latina, incluyendo bonos Brady. Los fondos mutualistas de ese país

24. La APEC incluye las siguientes economías en desarrollo: Brunei, China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, México, Papua Nueva Guinea, Filipinas, Singapur, Tailandia y Taiwan. Los países industrializados son Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón y Nueva Zelanda. Chile se hizo miembro en 1994.

registraron un flujo neto cercano a 250 000 millones de dólares en 1993, un monto sin precedente, pues las familias y otros inversionistas sacaron sus ahorros de los depósitos bancarios. La entrada de más inversionistas institucionales aumentó el potencial de recursos para las economías en desarrollo y el financiamiento de inversiones productivas, particularmente si la gran mayoría de estos países emprendían políticas estructurales y obtenían grados de inversión rentables. Los fondos estadounidenses manejaron cerca de dos billones de dólares de activos, mientras que los fondos de pensiones y las compañías de seguros en carteras alcanzaron una cantidad cercana a seis billones de dólares.²⁵

En el lapso 1990-1994 el flujo de capitales a los países en desarrollo fue de 618 000 millones de dólares, 48.68% de los cuales correspondió a los países de la Cuenca del Pacífico, incluyendo México, aunque este último captó 16.02% del total.

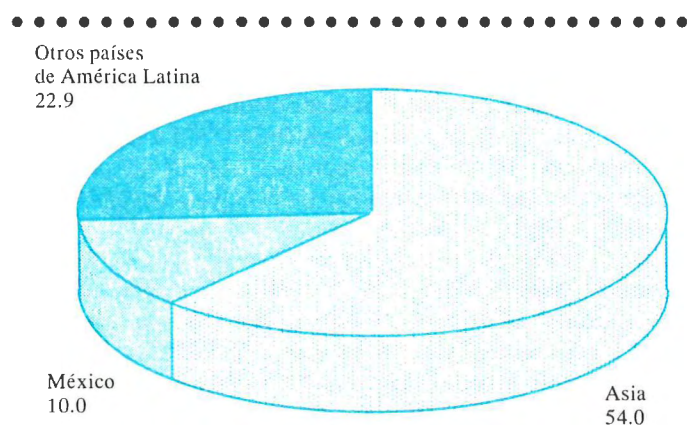
El promedio anual de los flujos de capital de todos los países en desarrollo en el período 1990-1994 fue de 123 660 millones de dólares, cifra superior 3.28 veces a la observada de 1983 a 1990. En el caso de México, el flujo de capitales en los noventa fue mayor 33.03 veces al de los ochenta (véase el cuadro 5).

Los factores que explican el incremento de dichos capitales en los mercados de capital emergentes, en particular en México, son los siguientes: la caída de las tasas de interés a principios de los noventa en los países desarrollados como resultado de la fase recesiva; los cambios estructurales de política económica y el mejoramiento en la previsión del riesgo para ofrecer créditos con mayor seguridad en los mercados financieros internacionales, y el proceso de bursatilización de las acciones resultado de las aceleradas privatizaciones, así como la caída de las ganancias de la banca comercial que facilitó a otros intermediarios financieros no bancarios participar de expectativas más definidas en los títulos, tanto de empresas, principalmente mexicanas, como de la participación en los mercados emergentes de los países de la Cuenca del Pacífico (véase la gráfica 2).

Sin duda, la política monetaria de Estados Unidos desempeñó un papel relevante en la orientación de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, tanto en su expansión a principios de los noventa como en su contracción en 1994. Correa descri-

25. Morris Goldstein, *op. cit.*, p. 18.

G R Á F I C A 2

FLUJOS DE CAPITAL EN MERCADOS EMERGENTES, 1994
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

Fuente: Datos del cuadro 5.

be la participación de la política monetaria y financiera de Estados Unidos en la colocación de fondos de este país: "La caída de la rentabilidad de los activos financieros estadounidenses, vinculada a la propia contracción de esa economía a principios de los noventa, así como la disminución de las tasas de interés, explican en parte el cambio de sentido de los flujos de capital y su expansión hacia los mercados emergentes, con un acelerado ritmo de innovación y desregulación financiera."²⁶

Sin embargo, los flujos financieros compartidos por Estados Unidos como oferente y por México como deudor, revelaron comportamientos que al final condujeron al ciclo recurrente de la crisis financiera. Así, mientras que la política monetaria estadounidense propició una retirada abrupta de los actores bancarios en el financiamiento otorgado a México vía los mercados de valores,²⁷ el incremento paulatino de las tasas de interés desde 1994 dio lugar a un desplazamiento muy rápido de los flujos de capital al mercado interno estadounidense, el cual se acompañó en México de una política monetaria expansionista que sostuvo el déficit en cuenta corriente con instrumentos de alto riesgo, dolarizando la deuda interna.

El flujo de capitales hacia México, en el marco de las expectativas del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), se dio en medio del proceso de privatización y liberalización de los bienes y servicios comerciales y financieros, pero no condujo a una política monetaria de tipos de cambio reales y aumentó el riesgo en el mercado de valores.

26. Véase en este mismo número Eugenia Correa, "La política monetaria estadounidense y los mercados emergentes de América Latina".

27. Jorge Mariscal, "La reciente crisis financiera mexicana: interpretación y perspectivas", trabajo presentado en el seminario Mercado de Valores: Desarrollo Económico, Integración y Crisis, Unidad de Seminarios Ignacio Chávez, México, agosto de 1995.

Varios factores incidieron en la crisis financiera mexicana, la cual, a su vez, aumentó las presiones sobre el dólar en dos formas: las expectativas de un incremento del déficit comercial de Estados Unidos, dada la brusca caída de la capacidad de compra de México y otros países afectados por esta crisis, y el temor de un descenso de la rentabilidad de los activos financieros en dólares, debido a la amplia exposición de algunos intermediarios en los mercados emergentes, así como a la incipiente perspectiva de la crisis mexicana, incluso después del anuncio del paquete de rescate por 50 000 millones de dólares.

La crisis mexicana se "enganchó" con la debilidad de los mercados financieros canadienses, lo que ocasionó que los inversionistas de fuera de la región manifestaran aversión hacia los activos de toda América del Norte, incluyendo los nominados en dólares. Más aún, el rechazo creció cuando se anunció el paquete de asistencia financiera promovido por Estados Unidos a principios de enero, en la medida en que el apoyo del Congreso no fue unánime. Es hasta que el FMI²⁸ y el Banco de Pagos Internacional anuncian su respaldo cuando los mercados se estabilizan.

Sin embargo, la posición del dólar frente a las monedas europeas y al yen japonés ya no pudo mejorar, sino que más bien empeoró a la largo de los primeros meses de 1995,²⁹ iniciándose su revaluación hasta julio de ese mismo año, al comprobarse las pobres perspectivas de crecimiento de esas economías.

CAMBIOS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LOS PAÍSES EMERGENTES

La desregulación de los mercados financieros conduce a la acelerada integración mundial de los mercados y, en paralelo, a la liberalización de los sistemas financieros nacionales. En los países en desarrollo queda claro que "el acelerado proceso hacia la liberalización de los pagos internacionales y las transferencias ha reflejado un creciente reconocimiento de que las restricciones son ineficientes y a la larga no muy eficaces para conseguir los objetivos deseados: limitar los flujos del intercambio, proteger a ciertas clases de importaciones o exportaciones y a veces incrementar los ingresos fiscales."³⁰ Por otro lado, los países en vías de desarrollo después de la crisis de deuda "han sido muy flexibles y han tenido políticas de tipos de cambio real generalmente acompañadas de políticas macroeconómicas. Dichas políticas han permitido que los países restablezcan su vitalidad en la balanza de pagos, sin incurrir en restricciones de intercambio ineficientes, en términos de recursos y en los pesados costos administrativos."³¹ Por ello, los movimientos de capital desempeñan una función importante en el sistema comercial multilateral y en el desarrollo económico.

28. El FMI aprobó un acuerdo de derechos de giro por 18 meses por un monto de 12 100 millones de DEG, es decir, 18 000 millones de dólares.

29. Peter R. Fisher, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bank of New York, 1995.

30. Monetary and Exchange Affairs Department, "Issues in International Exchange and Payments Systems", *World Economic and Financial Surveys*, FMI, Washington, 1995.

31. *Ibid.*, p. 1.



La integración de los mercados financieros por medio de las computadoras ha revolucionado las comunicaciones en los mercados financieros, pues la información sobre los productos se ha extendido más de lo previsto

Es bien reconocido el efecto de los movimientos de capital en las políticas monetarias y de intercambio de los países en desarrollo en el entorno de las reformas económicas. Sin embargo, una característica importante de estos años es el proceso de integración regional en el marco de la Iniciativa para las Américas. Esto se comenta particularmente en el Tratado de Libre Comercio, donde Canadá, Estados Unidos y México introducen el concepto de “nación más favorecida”, creando expectativas que favorecieron la rentabilidad para el flujo de capitales provenientes del mercado internacional.

El año de mayor esplendor para el financiamiento de los países en desarrollo con flujos privados fue 1993. La mayoría de los flujos de bonos y valores se dirigieron hacia América Latina, Asia y Europa Oriental. Sin embargo, la turbulencia que sufrió el mercado durante los primeros meses de 1994 y el incremento de las tasas de interés de Estados Unidos, así como la incertidumbre política en México, contribuyeron a que dichos flujos cayeran drásticamente.³²

La participación de la banca central en los países emergentes ha sido de fundamental importancia para estabilizar los sistemas financieros nacionales. La intervención de esa instancia en la política monetaria y en la esterilización de las reservas en moneda extranjera ha permitido contener el efecto del flujo de capitales en la economía nacional y, en particular, del ritmo de expansión del crédito interno.

32. Morris Goldstein, *op. cit.*

En algunas ocasiones la crisis financiera en los países en desarrollo obedece a la inexistencia de una adecuada infraestructura financiera; “... la liberalización de las tasas de interés y la desregulación bancaria dieron acceso a mayores fondos, pero también a una mayor competencia entre los bancos por dichos fondos—como ha ocurrido recientemente con los flujos—, incluso cuando previamente se han efectuado cambios en la regulación y en la estructura para una mejor supervisión capaz de salvaguardar en forma adecuada el riesgo sistémico”.³³ La crisis financiera mexicana del invierno pasado revela los errores políticos y económicos que entraña emplear dichos flujos de capital para mantener la estabilización de programas recientemente establecidos por el FMI en los cambios estructurales de países como Argentina, Brasil y México. Por otro lado, evidencia la fragilidad de economías de mediano desarrollo ante la abrupta salida de los fondos mutualistas, en donde la globalización financiera no sólo profundiza la crisis financiera sino que la expande en olas continuas a todo el sistema financiero internacional.

CONCLUSIONES

1. En los años recientes los mercados internacionales de capital han cambiado significativamente, lo cual ha incidido en forma notable en la economía.
2. Los sistemas financieros nacionales deben avanzar hacia una regulación prudencial y una supervisión integral a fin de prevenir una caída de la calidad del crédito y de la presencia de los flujos de capital.
3. Los mercados de valores nacionales deben ser capaces de manejar la volatilidad y evitar la turbulencia del mercado precedente de cambios en los países industrializados.
4. Mantener la integridad y la transparencia es fundamental para que los mercados retengan la confianza internacional de los inversionistas, incluso en períodos de alta incertidumbre.
5. Economistas como Karl Marx, Thorstein Veblen y Hyman Minsky, han expuesto a lo largo de sus obras cómo los mercados financieros son proclives a la expansión de las crisis.³⁴
6. La hipótesis de la recurrencia de las crisis financieras y de su continuidad incide en crisis financieras inherentes al mismo proceso financiero de regulación natural; si bien el aumento de crisis nacionales podría incrementarse, su profundización es muy peligrosa por los efectos de la restricción de la oferta en la demanda agregada.
7. La ruptura de los lineamientos establecidos en Bretton Woods a partir de los setenta aumentó la corresponsabilidad de la crisis y las alternativas entre los diferentes actores nacionales e internacionales en el umbral del siglo XXI. ●

33. Mohsin Khan y Carmen M. Reinhart, “Capital Flows in the APEC Region”, Occasional Paper, núm. 122, FMI, Washington, marzo de 1995.

34. Karl Marx, en el tomo II de *El capital*; Thorstein Veblen en *The Theories of Business Enterprise*, y Hyman Minsky en *Can “It” Happen Again?*, realizan profundos análisis de interpretación de las crisis financieras a lo largo del sistema capitalista.