



El **cambio estructural** de las **tasas de interés**

ODILÓN LÁRRAGA A.*

El término *tasa de interés* se utiliza en el presente trabajo en su amplia acepción: monto del rendimiento que recibe un inversionista, sin importar la categoría financiera con la cual se obtenga: interés propiamente dicho, ganancia de capital, dividendos o alguna combinación de ellos.

La tasa de interés ocupa el centro de todas las discusiones relativas al ritmo de la actividad de la inversión; se considera que actúa sobre ésta, sea como estimulante sea como freno. Es muy importante, pues, notar la proposición más elemental que se refiere a ella, es decir, que la escasez de la oferta de dinero como depósito de valor eleva las tasas de interés, conservando esta última su tendencia en razón inversa a la inclinación a ahorrar. Por tanto, las grandes transmutaciones de los ahorros en la bolsa de valores a niveles de interés más bajos dependen, en gran medida, de un acrecentado espíritu ahorrativo y de un mejor uso de los ahorros.

* Director del Grupo Nostra y de Promotora Turística del Pacífico.

Sin embargo, el problema comienza con el reconocimiento de que las variables que determinan la tasa de interés son sobre todo los conceptos de la demanda y la oferta. De esto se sigue que no se puede hablar de una inversión financiera dada o de una tasa de inversión, independientemente de que se utilice como inversión real o productiva, ya que de una u otra manera influirá de manera inevitable en el volumen total de la inversión financiera futura. Concentrar la atención en cómo influye la tasa de interés en el vínculo entre la inversión financiera y su distribución en las técnicas de producción no significa que se niegue que hay otros factores que afectan el resultado final. Éstos pueden ser las apreciaciones de riesgo que implican los posibles quebrantamientos por un desarrollo desequilibrado, la acrecentada preferencia por la liquidez y el ejercicio del sector financiero, cuyos servicios implican un costo, al constituir una palanca y un impulso para el desarrollo que permita sostener el sistema productivo.

En la mayoría de los países emergentes las empresas no cuentan con un superávit que puedan ahorrar; de hecho, la formación de capital requiere algo más que la mera reserva de la utilidad de sus operaciones. En una economía así, caracterizada por la escasez de capital, la creación y la oferta de nuevas inversiones financieras son esenciales para llevar a cabo mayores inversiones reales. Es decir, en una economía en franco crecimiento el proceso de inversión real no puede crear de manera automática todo el ahorro necesario. Promover el crecimiento implica, además de la capitalización de los recursos generados por las actividades productivas, la asignación de mayores recursos, de modo que conviene cuidar el nivel de ahorros porque la inversión financiera debe secundar los cortos alcances de la inversión real para financiar la superioridad productiva.

Una empresa en franca expansión sólo puede crear una parte de los recursos necesarios para promover el proceso de inversión real. Esto equivale a que en un momento determinado cualquier compañía que ha utilizado toda su capacidad de reinversión se encuentra en la situación de que aun así persiste una demanda significativa insatisfecha de recursos. De no ser por la oferta de fondos prestables por medio del mercado crediticio nacional, las únicas variables que puede manejar son las siguientes.

1) Cubrir de modo gradual la demanda insatisfecha de recursos conforme sus operaciones generen recursos. Sin embargo, este camino puede colocar a la empresa en una posición difícil, inconveniente y costosa. Apenas es necesario advertir que, en consecuencia, el patrón restrictivo de inversión que adopte la empresa acaso no coincida con el destino de los recursos que requiera la expansión de la economía. Sería inútil esperar un rápido crecimiento espontáneo, pues las

exigencias del progreso económico y social caen en la escasa acumulación que no permite a la empresa productiva progresar más que al mismo ritmo que su inercia. La escasa acumulación resulta del bajo nivel de productividad del trabajo, a lo cual se añade la ineficiencia de su utilización. Ésta se debe tanto a la acción de los factores que bloquean las vías de la industrialización, como a la existencia de desempleo, subempleo y bajos salarios que, desde el punto de vista de la empresa privada, hacen poco atractivas las inversiones reales que podrían incrementar la productividad del trabajo. En teoría, pueden verse con bastante claridad las tareas difíciles pero no imposibles que esperan al empresario del país. Será necesario racionalizar la inversión productiva, no sólo para sentar la base de una economía segura, sino a fin de adueñarse de los recursos necesarios para los proyectos de formación de producción. Éstos deben emprenderse con fuerza laboral para lograr un progreso ulterior. Entonces puede edificarse la empresa productiva, al principio apoyándose de manera predominante en las inversiones financieras y, más tarde, en sus propios medios de producción.



2) Tomar nuevas decisiones de inversión que ensanchen los límites que la estrechez de la generación interna de recursos fija a los planes de reinversión. Para lo anterior es necesario elevar el capital mediante la emisión de acciones, lo que provee recursos para salvar los obstáculos enumerados. A simple vista podría pensarse que su emisión no tiene límite, pero en realidad hay varios factores restrictivos. En primer lugar, la influencia de restricción sobre las emisiones destinadas al público, sin afectar el control mayoritario ejercido por los principales accionistas. En segundo lugar, se corre el riesgo de que la inversión que se financie con una emisión de acciones no permita elevar las ganancias de la empresa en la misma proporción en que crezca el capital por acciones. Si la tasa de rendimiento de la nueva inversión no es por lo menos igual a la anterior

tasa de ganancia, se merman los dividendos de los accionistas en general. Por último, quizás deba añadirse una breve alusión al mercado de acciones al que puede ingresar una empresa determinada. Hay una gran diferencia entre tratar de colocar un monto de acciones de una compañía registrada en bolsa y colocar acciones de otra que no lo está. En el primer caso, la empresa negocia libremente sus acciones todos los días hábiles del año, conforme a las fuerzas del mercado, por lo que la amplitud del significado de su profundización y alcance facilita la concreción del aporte financiero al capital de la empresa. Además, su inscripción en la bolsa le brinda la seguridad de que dispondrá, a ciertos intervalos en el futuro, de una proporción regular de valores análogos y otras opciones de financiamiento. Por el contrario, al no cotizar en la bolsa una empresa no cuenta con la posibilidad de negociar de manera conveniente sus acciones. Esta operación puede ser lenta e irregular y no pocas veces accidentada, pues al iniciar la negociación el vendedor pone en evidencia su interés y necesidad de vender.

Por último, está uno de los elementos más importantes para el estudio de la tasa de interés. En las economías emergentes los problemas relacionados con el grado en que los recursos económicos por debajo de las necesidades productivas se encuentran en diferentes empresas y con el modo de disponer de ellos, indica los caminos por los que se eleva al máximo la satisfacción de los deseos y las apetencias de estas empresas. La tasa de interés resulta de manera fundamental de la demanda persistente y significativa de capital por medio del mercado financiero a fin de complementar las inversiones reales crónicamente deficientes para sostener las actividades productivas. Además por la oferta coexistente del factor acervo y fondos prestables, que precisa un volumen importante de inversión financiera hasta el punto de permitir la contribución plena al financiamiento de la inversión real, cual es su destino. La importancia relativa de los extremos de esta transacción es que la tasa de interés debe tender hacia el nivel en que se igualen las corrientes de ahorro o inversión financiera e inversión real o productiva.



Una vez que la empresa ha optado entre la capitalización de utilidades y la suscripción de acciones para concentrar el capital con que se financiarán las nuevas inversiones para aumentar la producción, se tiene aún otra elección: el monto de fondos prestables que pueda obtener. Esta última elección obedece en gran medida a la cuantía de su capital. Más allá del nivel determinado por este monto, no le sería posible pedir prestado, por la contingencia que comporta la futura insolvencia del negocio. Toda empresa que desee ampliarse tiene que reconocer que su magnitud está circunscrita por la cantidad de capital propiedad de la empresa, tanto por su influencia en su capital para obtener préstamos como por su efecto en la generación de utilidades.

Un bajo nivel de capital tiende a originar elevadas tasas de interés, lo cual refleja su escasez e induce al prestatario a aprovechar al máximo la oferta disponible. La tendencia contraria surge por ahorrar más de lo que la economía puede invertir, y aunque es una circunstancia de excepción que se percibe de manera preponderante en lontananza, en este caso una reducción de las tasas de interés hacia el punto en el cual se desvanecen, induce cambios que dependen de las decisiones de las autoridades financieras para neutralizar los volúmenes de ahorro y fomentar la inversión directa en la empresa local.

No hay razón por la que una economía como la de México no pueda producir, a su tiempo, el capital necesario para realizar toda la ascensión. Se trata de un país en el que sin duda

se encuentran aún superposiciones y lagunas; no obstante, tiene la suerte de manifestar notables resultados de desarrollo en un corto período de años. Mas para la mayor parte del mundo subdesarrollado, en el que suelen quedar excluidas las mejoras técnicas y el desarrollo económico general, la proyección de su economía se dilata en el horizonte del tiempo en un futuro indefinido. Así, se define la tasa de interés como el porcentaje de excedente de una suma monetaria para entrega futura por unidad de tiempo. No se pueden suprimir las dificultades con sólo decretar que el dinero será el patrón de valor en vez del oro u otro de contenido real. Por tanto, al atribuir un significado particular a la tasa de interés se supone tácitamente la verosimilitud de la clase de patrón de valor establecido.

El sistema financiero mexicano deberá considerar la naturaleza de nuestros problemas peculiares y desarrollar un mercado de valores apropiado a sus necesidades, porque cuando las instituciones no satisfacen al público ahorrador e inversionista al que deben servir, se convierten en un lujo muy caro al ejercer una función que a pocos sirve

De lo anterior se desprende que la tasa de interés de una inversión puramente financiera reside en el intercambio de bienes presentes por bienes futuros. De esta manera, el lapso que transcurre entre dos fechas o intervalos de tiempo —la primera que justifica el desembolso de la inversión destinada a pagarla y la segunda en que se extrae el beneficio de una fecha posterior— representa la razón práctica para la formación de un ingreso cuya importancia debe ser asunto de criterio, teniendo en cuenta como mínimo algo más que lo su-

ficiente para compensar las pérdidas posibles a que se está expuesto al invertir, aun con la necesaria prudencia. Por lo regular la tasa de interés mínima que se pide en una inversión financiera es que rebase la tasa de inflación esperada del período correspondiente. Esta diferencia entre las tasas de interés y de inflación se llama tasa real y puede ser positiva o negativa. En este aspecto, son interesantes algunos hechos verificados en el mercado financiero mexicano en 1982, cuando las tasas de interés de casi todos los títulos de renta fija se mantuvieron obstinadamente en un nivel por debajo del de la inflación. Esta circunstancia explica las variaciones de valor del dinero y la minusvalía del capital originario entre dos épocas, mismas que determinaron en su momento la selección de otra divisa en los mercados internacionales.

A la luz de la experiencia de estos últimos años, el interés representa una importante consideración para todas las formas de inversión. Una tasa de interés conforme a los cambios previstos en el ciclo económico puede considerarse como un desiderátum por su efecto estabilizador en el mercado, entre el volumen de la inversión y del crédito. Por tanto, es necesario que las autoridades se persuadan de que las tasas de interés altas no constituyen un fenómeno artificial que se deba combatir sino simplemente la consecuencia de la escasez de capital con relación a la demanda. La política de alto interés, practicada en buena medida en la bolsa de valores, ha aumentado la eficacia de algunos de los instrumentos más importantes del mercado.

Una política de tasa de interés en fuerte desacuerdo con las condiciones reales del mercado se considera objetable porque debilita el aceptado concepto de los rendimientos de la inversión y porque despoja al sistema financiero de un elemento básico de sus instituciones más características, a un grado tal que se eliminarían ellas mismas del mercado. En tal entorno la conclusión que sacan las difíciles experiencias nacionales abona resultados provechosos: a fin de prevenirse de ser omitidas, las instituciones financieras han elevado sus tasas sobre depósitos al punto óptimo que responda al entorno económico interno, hasta igualarlas con la tasa que puede obtener el público por sus inversiones cotidianas en otros mercados. De este modo, habrá una tendencia del mercado financiero a favor de una relación racional entre estas tasas; en realidad, esta tendencia ha sido en parte el resultado de la cambiante filosofía por la que las propias estructuras financieras del país han transitado de una situación inicial de fragmentación y prácticas poco saludables a las concepciones de nuestros días en que los patrones institucionales encuentran sus principios más firmes y evolucionados. La falta de un verdadero mercado financiero es una amenaza para el futuro desarrollo económico.

CONSIDERACIONES FINALES

Se concluye que si la función de inversión no fuera elástica a las variaciones de la tasa de interés, las operaciones de mercado abierto serían impracticables. Se introduce un elemento de rigidez tan indeseable como la inflexibilidad que lo caracterizó en 1982 y durante meses del período 1985-1986, que impidieron adaptarse con oportunidad a las constantes circunstancias del país y al nuevo ciclo de competencia y globalización. El comportamiento del inversionista hacia esta variable, sin abstracción del riesgo, la preferencia por la liquidez y el plazo, no tiene igual significación en lapsos en que la economía no es la misma. Es decir, el cambio estructural afecta el comportamiento de la variable en estudio.

Para la solidez del sistema financiero se hace absolutamente necesario que las inversiones financieras y la oferta de fondos prestables se realicen mediante criterios rigurosamente técnicos del mecanismo de la tasa de interés, la que en condiciones normales mide la cantidad de capitales disponibles mediante el ahorro, frente a la demanda de crédito para la inversión.

Ahora bien, en la práctica esta situación ideal no puede realizarse. Cabe reflexionar que sin duda el Estado mantiene un papel insustituible en la promoción de un clima de estabilidad económica y en la atención de aquellos sectores y actividades que, no obstante su trascendencia para el desarrollo del país, escapan al ámbito de acción de la inversión privada. Es conveniente, por tanto, aceptar una situación engarzada en la economía de mercado y mejorarla poco a poco, como se ha hecho desde finales de 1994, en la que ha obrado una combinación continuamente compensada entre la intervención del Estado y la iniciativa privada. El reconocimiento de este poder de las autoridades hace que las expectativas que producen las imperfecciones del mercado de valores sean muy sensibles a las intenciones oficiales. Esto quiere decir que las autoridades están en condiciones de persuadir al mercado de que asuma una actitud distinta en cuanto a la tasa de interés pertinente; en realidad, compuesta de un convencionalismo y a favor de una relación racional. Por ello los ahorros en valores gubernamentales se expanden y se multiplican, respondiendo a la inquietud que le producen al ahorrador el temor y la incertidumbre respecto a lo porvenir. Para el público inversionista, los títulos del Estado llegan a simbolizar lo que es más permanente y seguro en la transitoria aventura de la vida, atendiendo a su preferencia por la liquidez y al beneficio que mediante el ingreso estos valores le procuran.

Análogos efectos se presentan en la distribución del crédito. Hay regiones en el país que acusan una imperativa necesidad de capital, pero que en las condiciones actuales no ofrecen

perspectivas favorables a las inversiones y donde los créditos representan a menudo riesgos, con tasas de interés necesariamente más elevadas. El remedio radica en una sinergia con el Estado que allane las desigualdades de la actividad económica general para crear las condiciones necesarias para inducir a las empresas y los individuos a realizar sus propias inversiones, susceptibles más tarde de financiamiento por medio de los mercados.

El mecanismo de la tasa de interés de que se sirve en parte el gobierno para orientar y estimular (en el sentido y la medida que juzgue convenientes) la marcha de la economía se define dentro de muy estrechos límites a cualquier nivel en todo tiempo: de la tasa de interés que surge internamente de la operación de los certificados de la tesorería en mercado abierto. Por otra parte, en una economía progresiva como la del país, en las condiciones modernas los que ahorran y los verdaderos inversionistas son por lo general grupos diferentes. En conjunto el sector personal tiende a generar más ahorro del que emplea en inversión real y es un acumulador neto de activos en forma de haberes en el sistema financiero. El sector empresarial, por otro lado, suele hacer más inversiones reales de lo que está en capacidad de financiar con su propio ahorro y, por tanto, tiende a ser un prestatario neto del sistema financiero. En consecuencia, el tipo de ahorro más importante para el desarrollo del mercado de valores es el de los activos financieros adquiridos por el sector privado y particularmente por las personas. Estos activos financieros revisten un gran campo de elección de instrumentos de inversión y financiamiento alternativos, en los que para cada tipo de interés habrá cierto número de inversiones que podrán realizarse con fines diferentes de acuerdo con la preferencia por la liquidez para el inversionista, o bien tasas diferenciales atribuibles a los diversos riesgos que confronta el prestamista.

En México, los pequeños ahorros parecen estar mucho más cerca de constituir 4% del ingreso nacional, de acuerdo con las mejores estimaciones que se han hecho hasta ahora. Indudablemente no es nada despreciable, aunque en economías completas representa 12% o más al año del ingreso nacional. Vale la pena tomar medidas destinadas a elevar los pequeños ahorros, como la no discriminación de los pequeños ahorradores debido al elevado costo que implican para la bolsa y las instituciones financieras.

El sistema financiero mexicano deberá considerar la naturaleza de nuestros problemas peculiares y desarrollar un mercado de valores apropiado a sus necesidades, porque cuando las instituciones no satisfacen al público ahorrador e inversionista al que deben servir, se convierten en un lujo muy caro al ejercer una función que a pocos sirve. 

Llegar a la cima o
permanecer en ella,
Actualízate

ITAM

EXCELENCIA ACADÉMICA

Extensión Universitaria te ofrece:

Diplomados Institucionales

Diversidad de programas diseñados para cubrir las necesidades comunes de diferentes organizaciones e individuos.

Diplomados Automatizados

Tú decides donde y a qué hora estudiar.

Cursos Especiales

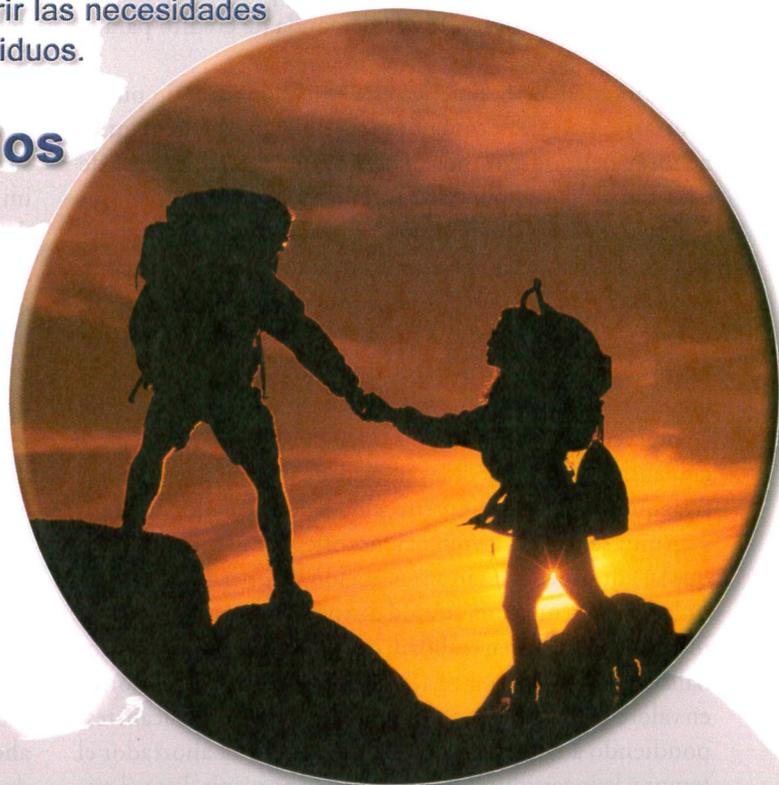
A la medida de su empresa.

Programas Ejecutivos

Para directivos de empresas.

Cursos de Actualización

Innovadores, concisos y especializados.



Visítanos en <http://extension.itam.mx>
o escríbenos a extension@itam.mx

EXTENSIÓN
UNIVERSITARIA
ITAM

M.A. Mónica Sacristán
Directora de Extensión Universitaria

Informes:

Lunes a viernes de 9:00 a 20:00 hrs. Tel.: 5628 4185 Fax: 5628 4194,
Av. Camino a Sta. Teresa 930, Col. Héroes de Padierna, 10700, México D.F.

• Descuento especial a ex-alumnos