

La desregulación, el complejo financiero- bancario, los flujos de capital de corto plazo y los tipos de cambio en america latina 2001-2011

UGARTECHE- Oscar †

Instituto de Investigaciones Económicas UNAM.

Recibido Febrero 14, 2014; Aceptado Junio 27, 2014

Resumen

En este trabajo revisaremos el tamaño e impacto de los flujos de capital de corto plazo en América latina entre 2001 y 2011 y su relación con el proceso de desregulación financiera de Estados Unidos, en especial el Graham Leach Bliley Act (GLBA) de 1999 y el manejo de la tasa de interés por el FED en la primera década del siglo. Luego indagaremos sobre la constitución del complejo financiero bancario en la región para ver cómo ha impactado en el desarrollo de los mercados financieros regionales. Finalmente revisaremos la relación entre el arbitraje, las tasas de interés y los flujos de corto plazo y su impacto en los tipos de cambio.

Abstract

In this work we shall revise the size and impact of short term capital flows. In Latin América between 2001 and 2011 and its relationship with the process of financial deregulation in the US established through the Greaham Leach Bliley Act (GLBA) of 1999 and the management of interest rates by the FED in the first decade of this century. Then we shall study if there is a construction process of a financial banking complex in the region and establish its impact on regional financial markets. Finally we shall revise the relationship between interest rate arbitrage, short term capital flows and their impact on interest rates.

JEL G2 Financial Institutions and Services, G28 Government Policy and Regulation, G150 - International Financial Markets

Cita: UGARTECHE Oscar. La desregulación, el complejo financiero- bancario, los flujos de capital de corto plazo y los tipos de cambio en america latina 2001-2011. Revista Administracion & Finanzas.2014, 1-1: 41-55

† Investigador contribuyendo como primer autor.

Introduccion

En toda gran crisis se produce un gran salto institucional financiero y bancario relacionado a la necesidad de resolver el riesgo sistémico existente y minimizar el riesgo en el futuro. La evolución del sistema financiero internacional ha respondido a las dificultades que en cada etapa ha debido enfrentar para resolver sus problemas de riesgo. De esta manera, entre 1868 y la actualidad se ha ido complejizando el sistema financiero internacional, como tal, en grandes saltos, o por etapas. Un gran cambio ocurrió en los años 30 cuando tras el desplome de octubre de 1929, quedó en evidencia que el patrón oro estaba obsoleto; las regulaciones bancarias eran inadecuadas; debía estabilizarse los tipos de cambio y la oficina de inteligencia económica de la Liga de las naciones era insuficiente. De allí salieron en orden las ideas para el patrón dólar /oro; la ley Glass Steagall, la ley del SEC, etc; el concepto del fondo de estabilización monetario y el FMI.(Ugarteche, 2013)

El siguiente gran cambio ocurrió a partir de los años 70, tras la crisis que llevó a la convertibilidad del oro y con eso, la liberación de los mercados cambiarios que conllevó a más actividad en los mercados de commodities y de valores así como un mayor ritmo de actividad crediticia bancaria y la necesidad de liberalizar las cuentas de capitales con lo que dobló el peso en el PIB de las actividades financieras agregadas en Estados Unidos.

El problema de la falta de rentabilidad del capital productivo (Lapatvistas, Morera, Dumenil y Levi) obligó a tener un manejo más eficiente de los aspectos financieros de la empresa lo que terminó en que lo financiero fuera lo más importante y lo productivo se subordinara a esto.

De otra parte, los problemas del sistema financiero se vieron puestos en evidencia con la crisis de la deuda de América latina que fueron resueltos entre otras cosas, con una mayor presencia de actores del capital financiero en el gobierno, tanto del ejecutivo como del legislativo de Estados Unidos.

De este modo, desde los años 1980 en adelante fue quedando atrás el concepto de sistema y se fue consolidando la noción de complejo en el sentido que lo usara Eisenhower en 1961 en referencia al complejo militar industrial: la articulación del poder económico con el poder político, y la conquista del sentido común a través del trabajo académico y la réplica de su discurso en los grandes medios de comunicación masivos.

El propósito del trabajo es ver cómo se determinan los flujos de corto plazo hacia América latina y cómo se explica su tamaño y dinamismo. La premisa es que está en curso un cambio fundamental en la gobernanza y son los propios bancos de inversión los que determinan el modo como fluyen estos capitales arbitrando tipos de cambio y tasas de interés entre el dólar estadounidense y las monedas latinoamericanas en un contexto donde el dólar americano ha sido sujeto de políticas monetarias expansionistas, con los efectos negativos sobre sus tasas de interés. Las curvas de rendimiento en dólares se volvieron negativas en términos reales desde el inicio de la primera década del siglo empujando estos capitales de corto plazo hacia un doble arbitraje en mercados con tasas de interés mayores y tipos de cambio en proceso de apreciación. Este doble arbitraje ha traído consigo un peso creciente de estos capitales en las reservas internacionales, ayudando a su vez a revalorizar tipos de los cambio al mismo tiempo que los ha vuelto más volátiles.

El complejo financiero bancario, los flujos de corto plazo y la privatización de la gobernanza financiera: la economía política del proceso

El *modus operandi* del complejo financiero bancario yace en la bilateralización y privatización del sector financiero dado el enfoque de las instituciones financieras internacionales en la expansión de los criterios y estándares anglosajones en la regulación de los mercados financieros. (Nölke, 2011; 9) Por ejemplo, restringir la regulación de la banca o crear mecanismos de control de capitales, análogos a lo que están en el Acuerdo de Servicios Financieros de la OMC. La primera evidencia muestra que el PIB financiero bancario es el de mayor participación en el PIB total de los Estados Unidos en la primera década del siglo XXI y está en el orden del 19%, con una ligera baja entre 2008 y 2009 recuperada en el 2010. Lo saltante es que la contribución fiscal del complejo financiero bancario en su conjunto es del 0.95% del PIB nacional y su aporte a salarios es de 2.7% del PIB nacional; el 15.5% restante es excedente de explotación. Esto lo convierte en la rama con mayor concentración del ingreso de los Estados Unidos. La interrogante es si fue así siempre o si se convirtió a esta estructura de valor agregado en las décadas recientes. La hipótesis es que se transformó en esto a partir de la década de los años 80 y 90 abriendo oportunidades, levantando restricciones y desregulando la actividad, en mercados financieros y bancarios extranjeros. Para ponerlo en términos de Crockett (2000) en Sauvé y Steinfatt (1998) “los servicios financieros son el sistema nervioso central del cuerpo económico.”(351)

El complejo financiero ganó acceso político al ejecutivo y legislativo en Estados Unidos en esas dos décadas, y al FED mismo, convirtiéndose en la principal fuente de información y consejos sobre política monetaria. (Posen, 1995; 257). Según el Center on Public Integrity, por cada representante en el Congreso hay 5 lobbistas. El complejo gastó en el 2011, 1.3 millones de dólares diarios en ejercer su influencia sobre los congresistas. Eso es más del doble que los 600,000US\$ del año 2000, una década atrás.

Para comprender esta dinámica, la formulación de políticas de Estados Unidos debe de ser explicada. La acción combinada del sector financiero sobre el gobierno termina en la representación de los intereses del sector financiero en el gobierno. La ley GBL de 1999 es la expresión máxima de esta presencia. Este es el complejo financiero bancario, para usar el feliz término de Eisenhower para referirse al complejo militar industrial. Dado que el complejo es dueño de una parte del sistema de la banca central (FED) y que propone a los secretarios del Tesoro, tiene la capacidad para privatizar el proceso regulatorio. Según Posen (1995),

When measuring a political system's openness to interest-group influence, it must be known who decides on policy goals within that system, and who implements them. The answers can be termed a political system's discipline of legislating and its centralization of policy execution.

De esta manera, el Congreso aprueba leyes lanzadas desde la Casa Blanca y el Tesoro de manera disciplinada. Dado el papel líder del Secretario del Tesoro como pivote del complejo financiero bancario, este domina la agenda financiera y bancaria nacional que a su vez se expande internacionalmente a través del G20.

Esta dinámica acompañada de las presiones británicas y europeas facilita la privatización de la gobernanza financiera estadounidense y global.

También se podría afirmar que el peso de la actividad financiera es lo suficientemente grande como para incidir en la agenda global del G20. Hay la convicción creciente que el multilateralismo es disfuncional y debe de ser remplazado. Por ponerlo en palabras del Presidente de la Cámara Internacional de Comercio de París, Mr Carrier, “el multilateralismo es una fuerza en decadencia.”

En la cumbre del G20 en noviembre del 2008 en Washington, se establecieron dos principios para guiar las reformas de los mercados financieros: Una era potenciar regulaciones (nacionales) sólidas y la otra reforzar la cooperación internacional para que las leyes (nacionales) sean más consistentes a través de todos los mercados. En esa visión, los sistemas económicos nacionales fueron tratados como cerrados y la discusión fue sobre cómo se insertaban (embedded) en una regulación transnacional constituida por regulaciones nacionales coordinadas.

Cuatro años más tarde, esta visión se ha transformado en el intercambio de políticas desde una perspectiva transfronteriza y por eso la necesidad de las regulaciones del Comité de Basilea. Sin embargo el complejo financiero bancario reunido en el B20 ha mostrado poco interés en Basilea III y antes bien ha mostrado un interés creciente en convertirse en la secretaría del G20.

En octavo lugar está Bank of America y en noveno JP Morgan Chase. Los colores azul corresponden al partido demócrata, rojo al republicano.

Contribuyente	Monto
Goldman Sachs	\$5,448,003
Bain Capital	\$4,663,378
National Assn of Realtors	\$4,069,474
Clarium Capital Management	\$3,787,200
Crow Holdings	\$3,697,600
Jw Childs Assoc	\$2,792,700
Friess Assoc	\$2,598,889
Bank of America	\$2,529,637
JPMorgan Chase & Co	\$2,393,832
Citadel Investment Group	\$2,370,075
Renaissance Technologies	\$2,345,650
Blackstone Group	\$2,345,303
Elliott Assoc	\$2,331,140
Deloitte LLP	\$2,248,049
Morgan Stanley	\$2,246,324
Wells Fargo	\$2,052,917
New York Life Insurance	\$2,022,876
Euclidean Capital	\$2,022,500
Credit Union National Assn	\$1,938,700
PricewaterhouseCoo pers.	\$1,933,030

Tabla 3 Contribuyentes por empresa del complejo financiero bancario a la campaña electoral 2011-2012.

Dentro del universo de actividades que aportan a la campaña se puede admirar que es igualmente el complejo financiero bancario el mayor aportante, y el sector defensa ha perdido posiciones convirtiéndose así este complejo en el determinante de la política nacional estadounidense, además del mayor empleador después del Gobierno.

RANGO	Sector	MONTO	Peso
1	<u>Finanzas/segur/bienes raices</u>	\$372,005,817	21.1 %
2	<u>Otros</u>	\$262,610,710	14.9 %
3	Negocios varios	\$239,380,099	13.6 %
4	Abogados y lobbistas	\$156,747,409	8.9 %
5	<u>Ideologia/tema unico</u>	\$149,878,483	8.5 %
6	Salud	\$147,136,594	8.3 %
7	<u>Comunicaciones/Electronica</u>	\$108,870,209	6.2 %
8	<u>Energia/Recursos naturales</u>	\$79,558,248	4.5 %
9	<u>Construcción</u>	\$69,899,432	4.0 %
10	Trabajo	\$69,573,860	3.9 %
11	<u>Agronegocios</u>	\$50,231,068	2.8 %
12	<u>Transporte</u>	\$42,840,528	2.4 %
13	<u>Defensa</u>	\$17,579,225	1.0 %
	Total	\$1,766,311,682	100 %

Tabla 4 Contribuyentes por rama a la campaña presidencial 2011-2012

Industry	Total spending
<u>Seguros</u>	\$159,508,505
<u>Valores e inversiones</u>	\$101,933,226
<u>Bienes raices</u>	\$67,128,304
<u>Banca comercial</u>	\$61,376,654
<u>Compañías de Finanzas y crédito</u>	\$33,448,119
Finanzas miscelaneas	\$30,898,863
Contadores	\$15,080,000
<u>Cajas de ahorros</u>	\$8,984,004
Mutuales de prestamos	\$840,000

Tabla 5 Contribuyentes del complejo financiero bancario a la campaña presidencial 2011-2012.

El cuadro 5 permite ver dentro del complejo quienes son los más interesados en tener fuerza dentro del siguiente gobierno y se puede ver que son primero las aseguradoras y luego las casas de bolsa y fondos de inversión. Los bancos como tales llegan en cuarto lugar. Esto es importante por su relación con el movimiento de capitales de corto plazo.

Los arbitrajes de tasas de interés, tipos de cambio y valores de activos financieros

El arbitraje de las tasas de interés en la primera década del siglo XXI se ha podido apreciar mejor en el mercado latinoamericano.

Mover capitales desde la plaza en dólares donde su rentabilidad de corto plazo llegó a ser negativa (ver Gráfico 1) a plazas donde era positiva, era no solamente lógico sino deseable en el marco de la desregulación construida entre 1990 y 2000 en los mercados latinoamericanos.

Hay un proceso creciente de fusiones financieras donde los capitales de corto plazo excedentarios deben de buscar un lugar para valorizarse y la evidencia de las economías latinoamericanas es que las rentabilidades financieras están muy por encima de la tasa de inflación atrayendo capitales desde los mercados donde las tasas son negativas o cercanas a cero como Japón, Gran Bretaña, Europa y Estados Unidos. De este modo se asegura no solo el arbitraje por la tasa de interés sino por efecto de los mismo flujos, se genera una apreciación de las monedas emergentes generando un arbitraje por tipo de cambio sumando un doble arbitraje para los inversionistas de corto plazo. Por una parte está la propia diferencia de la tasa de interés. De otro lado, la ganancia cambiaria obtenida cuando la moneda del país donde se invierte, se aprecia. Esto se ha podido ver con nitidez desde el año 2003. Según CEPAL, tomando como año base 2005 =100, el tipo de cambio real promedio ponderado para el conjunto de monedas se ha apreciado de 107.1 en 2003 a 80.7 en 2012, es decir una apreciación promedio de 27% entre esos años.

Si utilizamos el criterio de Brealy y Myers (2000) sobre la definición de la rentabilidad en el arbitraje, construido sobre el arbitrage pricing theory de Ross (1976) esto se podría describir como la suma del premio por las diferenciales de riesgo tasas de interés más el premio por las diferenciales de riesgo cambiario, más el premio por la rentabilidad en los activos financieros donde invirtieron en la otra economía. Si cambiamos la idea que esto lo efectúa no una compañía sino un banco de inversión tanto a nombre propio como a nombre de sus clientes entonces tenemos que

El premio esperado en una inversión = $r - r_f$

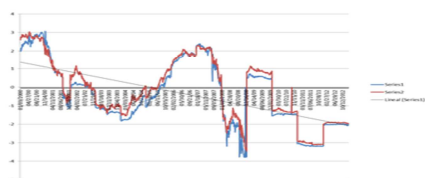
$$= b_1(r_{iUS\$} - i_M - r_f) + b_2(r_{us\$-M} - r_f) + b_3(r_{pUS\$-pM} - r_f)$$

Donde se mide la diferencia entre las tasas de interés en dólares y en el mercado emergente M, el tipo de cambio en US\$ y del mercado emergente M, y los precios de los activos financieros en US\$ y en los mercados emergentes M, por efectuar el arbitraje, menos la rentabilidad en el país de origen r_f .

La combinación de estos arbitrajes atrajeron capitales hacia América latina en volúmenes crecientes y volátiles en un contexto donde la $i_{US\$}$ es negativa, el tipo de cambio se aprecia en los emergentes y la dinámica de precios de los activos financieros es más acelerada en los mercados emergentes que en los mercados maduros.

Para medir el mercado cambiario se construyó un peso latino que es la suma de todos los tipos de cambio ponderados por el tamaño del PIB y del comercio internacional, para determinar en una sola unidad las tendencias de los mercados emergentes de la región. El peso latino es el nombre de la suma ponderada de 22 monedas de América latina y del caribe. En el gráfico 2 se ha tomado el promedio del tipo de cambio en su fase de apreciación y se han calculado las varianzas. El año 2003 fue de inestabilidad cambiaria en la región de manera que se tomó como referencia setiembre del 2000 en que estuvo más estable el mercado. El arbitraje se ha efectuado sobre las varianzas en el mercado cambiario en esta fase de apreciación. A esto se ha sumado entonces el arbitraje de las tasas de interés y de los índices de bolsa de valores.

Rendimiento real de los bonos de corto plazo 30, 60 días.



Rendimiento real de bonos de corto y largo de Estados Unidos

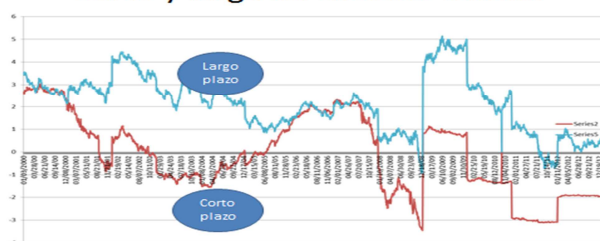


Grafico 1

Fuente: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldAll>
elaboración propia con inflación trimestral BEA.

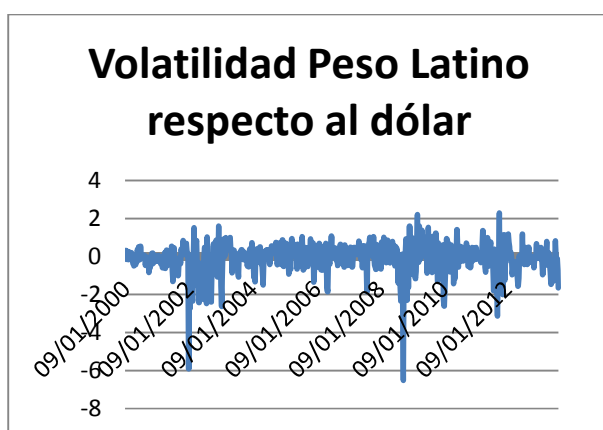


Grafico 2

Desde el año 2003, dadas las tasas de interés cercanas a cero o negativas en Europa, Gran Bretaña, Japón y los Estados Unidos, los capitales de corto plazo se han desplazado hacia los mercados con tasas de interés real positivas de América latina, entre otros. Esto a su vez ha presionado a los mercados cambiarios al alza y llevado a una sobrevaluación de las monedas en casi todos los países, con los problemas que esto tiene sobre el sector exportador de bienes no primarios y de servicios, como ha señalado Frenkel.(2011)

El problema para América latina

A partir del año 2007, se puede reconocer que tras la desregulación financiera el riesgo sistémico ha crecido acompañado por la insuficiencia de las instituciones e instrumentos existentes para resolver las crisis cambiarias ocasionadas por los flujos de corto plazo. Empero, no se observan cambios significativos en el modus operandi sistémico. La desregulación y globalización de los mercados financieros ha acrecentado los riesgos y la volatilidad cambiarias mientras que los instrumentos ortodoxos de estabilización de balanza de pagos han obsolecido por la operación de los mercados de derivados. Los flujos de corto plazo en este marco han tomado dimensiones más importantes para algunos países que las exportaciones y los niveles de reservas internacionales no cubren los flujos de corto plazo. En Estados Unidos y en Europa se utiliza impresión de dinero para estabilizar el tipo de cambio mientras que en América latina, se requieren divisas porque los flujos son en dólares. La reversión de las tasas de interés o de la trayectoria cambiaria requerirá divisas para evitar shocks cambiarios externos. De otro lado, el peso de los servicios financieros es muy grande en la conformación de la balanza de pagos, algo inexistente en 1970.

Esto tiene consecuencias sobre la valuación de los tipos de cambio y la acumulación de reservas, al aplicarse políticas de esterilización para evitar incrementos en la tasa de inflación fruto más de los incrementos de inversiones de cartera, que de los saldos positivos de la cuenta corriente, como nos lo muestran por ejemplo México, Brasil y el Perú en el 2011 que con cuentas corrientes negativas acumularon reservas.

De esta forma los aumentos de reservas se han vuelto muy rápidos e inéditos en volumen, pero al mismo tiempo efímeros y frágiles, dependientes enteramente de los diferenciales entre las tasas de interés de Estados Unidos, Gran Bretaña, Europa y Japón y las economías nacionales latinoamericanas.(ver cuadros 6,7 y 8)

Poco tienen que ver los flujos de capital de corto plazo con la canalización de ahorros de las economías excedentarias a las deficitarias, ni menos con la inversión real, la producción y el consumo. Tiene que ver con generar ganancias rápidas por arbitraje. De esta forma el sistema financiero se ha convertido en un mecanismo de concentración del ingreso nacional e internacional y en marginal para el crecimiento balanceado de la economía. En cambio se ha convertido en esencial para la expansión del crédito de consumo y la compensación de bajos salarios en el PIB en un momento donde el consumo lideró el crecimiento en Estados Unidos y Europa. En última instancia, el desendeudamiento en las economías maduras ha conllevado una crisis internacional de sobreproducción derivada de la situación anterior cuyo final aún no se avizora, cinco años después de iniciada la crisis.

MERCOSUR	Tasas de interés reales	MILA	
Argentina	-4.1765	Chile	-4.2236
Bolivia	0.4101	Colombia	6.0786
Brasil	30.4194	México	0.8667
Paraguay	21.0825	Perú	13.8660
Uruguay	4.7333		
Venezuela (República Bolivariana de)	-18.9414	Estados Unidos*	-1.35

Tabla 6. Tasas de interés reales en América latina 2010. A 30 días.

Cuando se miran los datos de América latina salta a la vista que tras la desregulación financiera y la privatización/trasnacionalización bancaria hay un incremento en los flujos de capitales de corto plazo que se mueven por diferenciales de tasa de interés y de rentabilidad quedando de lado la noción país deficitario/país superavitario y abriéndose la dinámica de rentabilidad como el único motor. De este modo la desregulación de las bolsas con su apertura al mercado internacional dio lugar a una espectacular burbuja entre 1990 y 1998 en casi todas las economías emergentes. Bolsas pequeñas inundadas con capital internacional se inflaron de forma rápida y reventaron cuando ocurrió la crisis asiática, trayendo consigo una crisis bancaria. Dichas crisis fue un aspecto del pinchado de la burbuja que se contagió muy rápidamente a todas las demás bolsas con un efecto desestabilizador sobre las tasas de interés y el crecimiento económico. En América latina el país más afectado fue Argentina que lo resolvió mediante un cambio post neoliberal de políticas económicas. Otros que cambiaron de rumbo fueron Bolivia, Ecuador y Venezuela. El Uruguay no había entrado de lleno en las políticas neoliberales y por lo tanto tuvo otros grados de libertad, decidiendo resolverlo abriéndose a la banca off-shore. La siguiente tanda de capitales se inició con la primera década del siglo XXI.

Esta vez estaban en juego tasas de interés muy bajas en términos reales en las economías maduras exportadoras de capitales y tasas altas en América latina. Así los diferenciales de tasas de interés comenzaron a atraer capitales hacia instrumentos de deuda pública en moneda nacional en Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia. Después de la crisis de la Argentina del 2001 la tendencia se hizo más sólida y coincidió con la burbuja de bienes raíces de los Estados Unidos. Los capitales crecieron a la misma velocidad que las exportaciones que estuvieron en auge por el alza de los precios de los commodities desde el 2003.

Lo que se aprecia en la primera década del siglo XXI es un crecimiento inusitado del mercado de derivados cambiarios, acompañando un desarrollo muy fuerte de los mercados cambiarios. (BIS 2011) Igualmente, el mercado de derivados de las tasas de interés, que implica operaciones de crédito en moneda nacional crecientes de parte del capital transnacional y nacional; las inversiones en bienes raíces, lo que ante los problemas de Europa y Estados Unidos se han vuelto aún más importantes para el capital internacional; e inversiones en las bolsas de valores en instrumentos de renta fija y de renta variable. En esta última parte las inversiones en instrumentos de deuda pública en moneda nacional continúan siendo las más atractivas por el margen de diferencia con las tasas de interés negativas que prevalecen en estos instrumentos en las economías del G7.

Dentro de este marco parece haber al menos dos tendencias en marcha. De una parte está la tendencia histórica de inversiones sur/norte ahora revertidas a norte/sur. Si hasta los años 2000 la seguridad yacía en invertir en las bolsas de las economías maduras; ahora la seguridad está en invertir en las bolsas de las economías emergentes y en los mercados financieros emergentes.

Lo que está detrás de esta seguridad es que la tasa de crecimiento económico de las economías maduras es nula o cerca a nula desde 2009, mientras que la tasa de crecimiento de las economías emergentes es rápida. Si bien siempre existe la variable de la incertidumbre inflacionaria en las economías maduras y el temor a ser expropiados en las emergentes, en general eso es menor que el temor a una repetición de la crisis de las hipotecas del 2007 y de la bolsa de valores de Nueva York en setiembre del 2008, cuando estalló la burbuja estadounidense y contagió en el camino a todas las bolsas de valores del mundo, arrastrando tras de sí a la banca. Esto puede cambiar cuando suba la tasa de interés en Estados Unidos, Europa, Gran Bretaña o Japón.

Donde están y qué tamaño tienen los flujos de corto plazo en América latina

Tras la apertura de las cuentas de capitales y la desregulación financiera en América latina se observaron las crisis de México (1995), Brasil (1998) y Argentina (2002) con otras crisis menores derivadas del contagio de la crisis asiática de 1997. El resultado fue que entre 1990 y el año 2000, la forma de los mercados de capitales y sus actores cambiaron de manera radical. Si en 1990 los actores públicos y la banca de desarrollo oficial era parte del mercado, para el año 2000 el único banco público de desarrollo de tamaño significativo que quedó en la región fue el BNDES del Brasil. Las bolsas de valores en el año 1990 eran pequeñas y estaban restringidas a operaciones internas con agentes internos. Tras la desregulación de los 90 los agentes se internacionalizaron y los mercados también de manera que comenzaron a operar internacionalmente dentro de los mercados además de que bancos de inversión internacionales comenzaron a abrir oficinas para operar en los países con mercados dinámicos o que prometían serlo.

De esta forma se produjo una internacionalización de los flujos de capital de corto plazo en América latina como antes se habían observado en los años 70 cuando se abrieron las cuentas de capital europeas. El tamaño de los flujos internacionales de corto plazo en América latina se registra desde el 2001 y según el FMI se cuadruplicó en la primera década del siglo. El peso de los flujos en términos de reservas internacionales se puede ver que es muy alto para algunos países pero que con el tiempo y los vaivenes cambiarios, el uso de impuestos a los capitales de corto plazo y la tasa de interés real, se han venido frenando.

El cuadro 8 permite observar que la tendencia de los flujos de corto plazo a América latina sigue la tendencia de los índices de bolsa de valores de Nueva York y en general del mundo más que ninguna otra variable. Los flujos de corto plazo hacia América latina siguen la misma trayectoria que los índices de las bolsas más importantes y no hay sustitución de mercados en el momento crítico como se pensaba sino simultaneidad. Cuando los inversionistas salen de las bolsas de Nueva York y Londres, salen de todas y los flujos de capital de corto plazo se revierten.

	2001	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Argentina	81.2%	58.0%	65.9%	57.2%	16.7%	31.3%	36.0%	22.9%
Brazil	228.9%	322%	279%	208%	106%	186%	193%	141%
Chile	58.3%	106%	105%	132%	75%	92%	130%	93%
Colombia	62.9%	87%	87%	77%	58%	65%	81%	98%
México ^a	191.4%	194%	226%	205%	118%	151%	168%	145%
Paraguay	2.5%	3%	1%	1%	2%	6%	2%	3%
Peru	35.4%	69%	62%	43%	30%	40%	47%	43%
Uruguay	61.5%	115%	162%	153%	78%	72%	73%	74%
Venezuela	43.7%	52%	55%	47%	44%	57%	44%	30%

Tabla 7 Flujos de corto plazo/ reservas internacionales netas de oro.

	MUNDO A MERCOSUR	MUNDO A MILA	MUNDO A CELAC
2001	\$ 119,228	\$ 103,489	\$ 222,717
2002	\$ 85,156	\$ 96,173	\$ 181,329
2003	\$ 150,768	\$ 121,197	\$ 271,965
2004	\$ 178,077	\$ 142,788	\$ 320,865
2005	\$ 221,657	\$ 183,973	\$ 405,630
2006	\$ 296,079	\$ 216,467	\$ 512,546
2007	\$ 433,070	\$ 227,892	\$ 660,962
2008	\$ 234,450	\$ 152,060	\$ 386,510
2009	\$ 489,539	\$ 202,672	\$ 692,211
2010	\$ 610,630	\$ 281,279	\$ 891,909
2011	\$ 545,048	\$ 299,820	\$ 844,868

Tabla 8 Mercado internacional de capitales de corto plazo. América latina. En millones de dólares.

El Mercosur es el mercado financiero integrado más grande de América latina y tiene casi el doble de tamaño que el Mercado Integrado latinoamericano (MILA) de los países de la costa pacífica, incluyendo México. Al inicio de la serie en el año 2001 fueron del mismo tamaño los flujos pero al 2011 dobla de tamaño esencialmente por el peso de Brasil.

Donde están y qué tamaño tienen los flujos de corto plazo dentro del Mercosur.

Del total de flujos a Mercosur, el 98% en promedio proviene de afuera de la región y la diferencia se divide entre lo intrarregional - dentro del Mercosur - y lo interregional que proviene del MILA, esencialmente de Chile. Los flujos de corto plazo desde el resto del mundo tienen un monto equivalente en el año 2011 a 545,611 millones de dólares de los que Brasil explica la mayor parte, 493,229 millones. Es decir que en el año 2011 no se puede explicar los flujos de corto plazo al MERCOSUR sin la presencia de Brasil y su tasa de interés abultada.

Hay que recordar que dicho país tiene la tasa de interés más alta de América latina y una de las más altas del mundo y que tiene como estrategia captar capitales de corto plazo para reforzar su nivel de reservas internacionales. Es decir, los flujos de capital del MERCOSUR son esencialmente extra regionales y están concentrados en un solo país.

	Total de flujos a MERCOSUR	Intraregional	Intrameracosur/ Mundo	Mila Mercosur/ Mundo	Extra regional
2001	100%	1.26%	0.89%	0.36%	98.7%
2002	100%	1.31%	1.07%	0.24%	98.7%
2003	100%	1.40%	1.12%	0.27%	98.6%
2004	100%	1.36%	1.08%	0.28%	98.6%
2005	100%	1.56%	1.23%	0.33%	98.4%
2006	100%	1.77%	0.88%	0.89%	98.2%
2007	100%	1.92%	1.10%	0.82%	98.1%
2008	100%	3.88%	0.76%	3.12%	96.1%
2009	100%	1.49%	0.46%	1.02%	98.5%
2010	100%	1.32%	0.40%	0.93%	98.7%
2011	100%	1.06%	0.20%	0.86%	98.9%

Tabla 9 Estructura de los Flujos de capital de corto plazo del MERCOSUR

La dinámica intrarregional comenzó a tomar impulso a partir de inicios de la primera década del siglo, tras la liberalización de las cuentas de capitales y la estabilización inflacionaria de la década de los años 90; pero claramente en el año 2008 se ve un frenazo y cae la participación interna. Entre 2007 y 2008 los flujos extra regionales se desplomaron a casi la mitad, de 433,070 millones de dólares a 234,450 millones de dólares. Esta brutal oculta la contracción intrarregional que cayó en 63%, de 4,761 millones de dólares a 1,773 millones de USD. El tamaño de la reducción general opaca la muy significativa contracción de flujos intrarregionales. A la inversa, el mercado interregional, donde se desplazan los capitales del Mercado integrado latinoamericano de la Alianza del Pacífico (MILA) hacia el MERCOSUR, lo que se ve es que es contracíclico. En esos años el flujo al Mercosur no se contrajo sino que creció al doble, de 3,567 millones de dólares a 7,324.

Esto se podría explicar porque los capitales chilenos entraron al MERCOSUR al salir de Nueva York y Europa. Los capitales intra Mercosur no siguen esa misma tendencia y parecen retirarse del mercado, en especial de la Argentina.

	Total de Flujos del Mundo a MERCOSUR	MERCOSUR a MERCOSUR	MILA a MERCOSUR
2001	\$119,228	\$1,064	\$434
2002	\$85,156	\$907	\$206
2003	\$150,768	\$1,693	\$411
2004	\$178,077	\$1,917	\$505
2005	\$221,657	\$2,737	\$724
2006	\$296,079	\$2,605	\$2,637
2007	\$433,070	\$4,761	\$3,567
2008	\$234,450	\$1,773	\$7,324
2009	\$489,539	\$2,259	\$5,016
2010	\$610,630	\$2,412	\$5,674
2011	\$545,048	\$1,084	\$4,697

Tabla 10 Tamaño de los Flujos de capital por mercados. (En millones de dólares).

Esto indica que hay más volatilidad dentro del Mercosur que entre el mundo y el Mercosur, si bien en ambos casos hay mucha volatilidad. En cambio con el MILA hay una relación positiva, si bien volátil igualmente, puesto en términos de desviaciones standard,

El gráfico 3 debajo refleja las diferencias utilizando números índices con base 100 en el 2001. Allí se puede observar como aunque es pequeño el flujo del MILA al inicio, es el que más rápidamente crece hacia el MERCOSUR. Los flujos dentro de MERCOSUR parecen frenarse por los controles de capitales en Argentina y Venezuela que existen uno desde 2003 y el otro desde el 2011 mientras que los flujos extra regionales llegan a niveles record en tamaño pero con una dinámica menor que el MILA.

El freno a la dinámica de los flujos de capitales de corto plazo dentro de Mercosur debe llamar la atención a que la principal fuente de capitales de corto plazo en el MERCOSUR es de fuera de la región y que hay dos países con controles de capitales: Venezuela y Argentina, lo que es un freno al uso de cualquier otro mecanismo tributario que sirva de un lado para captar fondos y de otro para frenar los flujos. Los flujos ya están frenados por los controles.

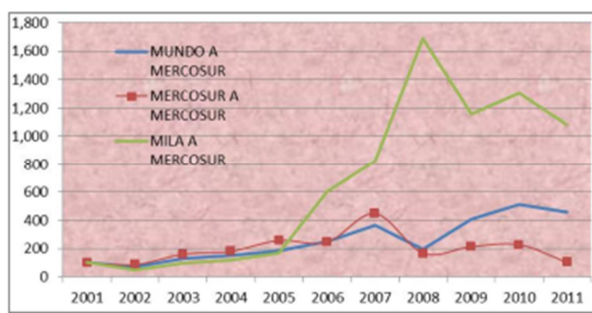


Grafico 3 Dinámica de los flujos en el mercosur. 2001 = 100

AÑO	ORIGEN	DESTINO
2001	70	45
2002	9	21
2003	3	31
2004	4	34
2005	842	32
2006	27	11
2007	406	17
2008	352	5
2009	338	34
2010	234	73
2011	144	22

Tabla 11 Flujos de capital de corto plazo Venezuela. En millones de US\$.

En el caso de Venezuela, según la consultora Ecoanalitica “A partir de Feb 2003 se implementó en Venezuela un esquema de tipo de cambio fijo y un control de cambio, administrado por la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), donde se fijó el tipo de cambio...”. Si se miran los flujos de corto plazo hacia y desde Venezuela desde el 2001 al 2011 se aprecia que los operadores de dicho país no están en el mercado intrarregional sino en el extra regional. Si se considera que fugan capitales de Venezuela por el equivalente a 16,142 millones de dólares anuales, las operaciones intrarregionales son deleznable. Al contrario, dado el control cambiario, el uso del mercado de corto plazo dentro del país es muy pequeño.

El caso de Argentina es distinto. Según el comunicado del BCRA número. 49991 del 08/02/2012 llamado Síntesis de las regulaciones vigentes al cierre del año 2011 en materia de comercio exterior y cambios, los capitales de corto plazo deben permanecer 365 días en el país y en caso de salida, deben ser financiados con un crédito de 365 días. Esto automáticamente los saca de la categoría de flujos de corto plazo. El caso Argentino a diferencia del Venezolano parece estar más preocupado por el mantenimiento de la estabilidad de los mercados internos y el evitamiento de burbujas en los mercados de valores, bienes raíces y cambiario que de una fuga, como tal, de capitales. La evidencia de Argentina señala un mercado de capitales de corto plazo vigoroso pero pequeño para el tamaño de la economía que sigue siendo una plaza atractiva de entrada de capitales, a pesar del control cambiario, si bien los datos del año 2012 recién darían la confirmación a esta tendencia. Los flujos iban de la Argentina hacia Brasil esencialmente, tendencia seguida también por los países del MILA.

Salvo el capital chileno de corto plazo, el grueso de los capitales de América latina se mueven dentro de la región con flujos muy pequeños dentro del Mercosur y dentro del MILA (ver cuadro 7) y del MILA al Mercosur.

El caso Brasileño es interesante porque es el país central para los mercados financieros del Mercosur lo que lo ha expuesto a una tendencia de fuerte sobrevaloración cambiaria. En este sentido las medidas brasileñas de control de flujos han sido más complejas que las anteriores por la naturaleza de la preocupación. Para el Banco Central del Brasil, la meta es mantener un alto nivel de reservas que consoliden la posición del real como nueva moneda de reserva. Esta meta tiene varios efectos. Uno inicial es que el volumen de operaciones de mercado abierto con deuda en moneda nacional de corto plazo ha transformado a Brasil en un destino de inversionistas institucionales, como lo es Nueva York, Londres y Tokio. De otro lado, las tasas de interés de Brasil son las más altas del mundo. La atracción de estos capitales de corto plazo ha obligado a las autoridades monetarias a poner regulaciones e impuestos a los capitales de corto plazo para poder intentar reprimir el mercado aunque ligeramente. Según Beitlin (2010)

ANO	ORIGEN	DESTINO
2001	124	290
2002	266	107
2003	279	142
2004	329	297
2005	832	915
2006	1527	130
2007	2939	752
2008	313	476
2009	574	561
2010	470	535
2011	431	336

Tabla 12 Flujos de capital de corto plazo. Argentina. En millones de US\$

ANO	ORIGEN	DESTINO
2001	4820	81399
2002	3981	61513
2003	4464	118673
2004	4857	132252
2005	6380	171404
2006	10610	237419
2007	18366	373154
2008	13872	205046
2009	17395	441752
2010	37630	554747
2011	28485	493229

Tabla 13 Flujos de capital de corto plazo. Brazil. En millones.

	INTER MILA MERCOSUR	INTRA MILA	INTRA MERCOSUR	TOTAL MERCADO INTERNO
2001	1,897	399	1,498	3,794
2002	1,358	245	1,113	2,716
2003	2,387	283	2,104	4,774
2004	2,828	406	2,422	5,656
2005	4,300	839	3,461	8,600
2006	6,305	1,063	5,242	12,610
2007	9,853	1,525	8,328	19,706
2008	12,211	3,114	9,097	24,422
2009	10,065	2,790	7,275	20,130
2010	11,438	3,352	8,086	22,876
2011	8,923	3,142	5,781	17,846

Tabla 14 Estructura del mercado intraregional latinoamericano. En millones

En conclusión

En el presenta trabajo hemos relacionado el proceso de desregulación financiero con el proceso de transformación del sistema financiero en complejo en los Estados Unidos. Hay una simultaneidad cronológica entre el proceso de constitución del poder político financiero en Estados Unidos y el proceso de desregulación. La desregulación permute obtener ganancias fuera del país en momentos en que dentro del país la rentabilidad es muy baja o negativa.

Con los mercados financieros homogéneamente abiertos en el mundo desde los años 90, hemos revisado las tendencias de los flujos de capital hacia América latina en especial en el periodo 2001-2011 para el que hay evidencia, tomando dos variables en cuenta. La primera es la tasa de interés de corto y largo plazo en Estados Unidos y su conducta desde el inicio de la década en la relación con la exportación de capitales. La segunda son los tipos de cambio. Haciendo uso del arbitrage pricing theory de Ross explicamos el modo como se vuelve más interesante para los bancos de inversión operar en los mercados emergentes que en sus propios mercados, trasformando el mercado cambiario en más volátil al mismo tiempo que alimentando la revaluación de la moneda. De este modo crece su rentabilidad en el exterior tanto por tipos de cambio como por tasas de interés. El tercer componente es el dinamismo del mercado de activos financieros. Los tres sumados acentúan la rentabilidad y empujan a mayores niveles de arbitraje.

Para revisar la tendencia del tipo de cambio hemos construido un peso latinoamericano como unidad de cuentas ponderada, no explicado acá, y hemos visto la tendencia de revaluación en el conjunto de países de la región con dos excepciones Venezuela y Argentina revisados acá.

Finalmente se ha construido tablas para observar los orígenes y destino de los flujos de capital de corto plazo y la evidencia muestra que son esencialmente del resto del mundo y que solo en una porción ínfima – menos de 2% - son intrarregionales sea dentro del MILA (México, Colombia, Perú y Chile) o MERCOSUR (Venezuela, Brasil, Uruguay, Paraguay, Argentina) o inter regionales. Los dos mercados grandes son México y Brasil pero Brasil es el doble que México y es el polo de atracción regional definido sobre todo por la tasa de interés real.

CU, 8 de noviembre de 2013

Referencias

Austin, P.E. (2007) Baring Brothers and the Birth of Modern Finance, Pickering & Chatto, London

B20 Task Force Recommendations: Concrete Actions for Los Cabos (June 2012) seen in <http://b20.org/documentos/B20-Task-Force-Recommendations.pdf>. Last reviewed September 9, 2012.

BIS, (2010) “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010 - Preliminary global results – Turnover”, <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>

Brealey R., and Myers, S, (2000) Principles of Corporate Finance, Irwin-McGraw Hill, Boston

Crockett, Andrew. 2000. “Insurance and Financial Stability: What Is the Nexus?” Keynote address to the Seventh Annual Conference of the International Association of Insurance Supervisors. October 10, Cape Town, South Africa.

Eisenhower, D. (1961), “Military-Industrial Complex Farewell Speech”, Public Papers of the Presidents, Dwight D. Eisenhower, 1960, p. 1035-1040, <http://coursesa.matrix.msu.edu/~hst306/documents/indust.html>, Consultado 23 de septiembre de 2012

FMI, (1977) The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Collection of Research Papers by Members of the Staff of the International Monetary Fund, Washington D.C.

Frenkel.(2011)

Greenpan, A. (1996), “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society”,

Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5

Hayter, T. (1971) *Aid as Imperialism*, Penguin Books, London

Johnson, Harry G. (1977) "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory and Policy: Explanation and Policy Implications", *Economica*, New Series, Vol. 44, No. 175 (Aug.), pp. 217-229

Nölke, A. (2011), "Transnational Economic Order and National Economic Institutions. Comparative Capitalism meets International Political Economy". MPIfG Working Paper 11/3, Max Planck Institut Für Gesellschaftsforschung, April.

Myrdal, G. (1957) *Economic theory and the underdeveloped regions*. London, Duckworth

Polak, J. (2001) "The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian." IMF working paper wp/01/100, Washington D.C.

_____ (1991) "The Changing Nature of IMF Conditionality", Working Paper 41, Research programme on: Financial Policies for the Global Dissemination of Economic Growth, OECD, Paris.

Posen, Adam S. (1995), "Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence" in Bernanke, B and Rotemberg, J. (1995), *NBER Macroeconomics Annual 1995*, Volume 10 (1996), MIT Press

Rostow, W.W. (1960) *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge University Press, Cambridge

Ross, S.A. (1976) "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing" *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, 341-360.

Sauvé, P y Steinfatt, K.(2001). "Financial Services and the WTO: What Next?", Brookings Institution, Washington D.C..

Stiglitz, J. (2010), *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*, New Press, N.Y.

Ugarteche, O. (2013) *Genealogia de la arquitectura financiera internacional 1850-2008.*, IIEC UNAM, en prensa

Zweig, P. (1995) *Wriston: Walter Wriston, Citibank, and the Rise and Fall of American Financial Supremacy*, New York : Crown Publishers.