

# **INNOVACIÓN, DESINTERMEDIACIÓN Y REINTERMEDIACIÓN EN EL ESCENARIO FINANCIERO MUNDIAL**

Daniel Coq Huelva. Grupo de investigación AREA. Departamento de Economía  
Aplicada II. Universidad de Sevilla. rasian@cica.es

## **INTRODUCCIÓN**

Los años setenta son un período de ruptura del orden monetario y financiero hasta ese momento existente. Acontecimientos tales como la suspensión de la convertibilidad del dólar, la libre flotación de las monedas o la crisis energéticas, con los graves desequilibrios financieros asociados a ella, marcan el tránsito hacia otro modo de funcionamiento de las finanzas internacionales. En este sentido, puede hablarse de la existencia de un período de Reestructuración de las relaciones monetarias y financieras.

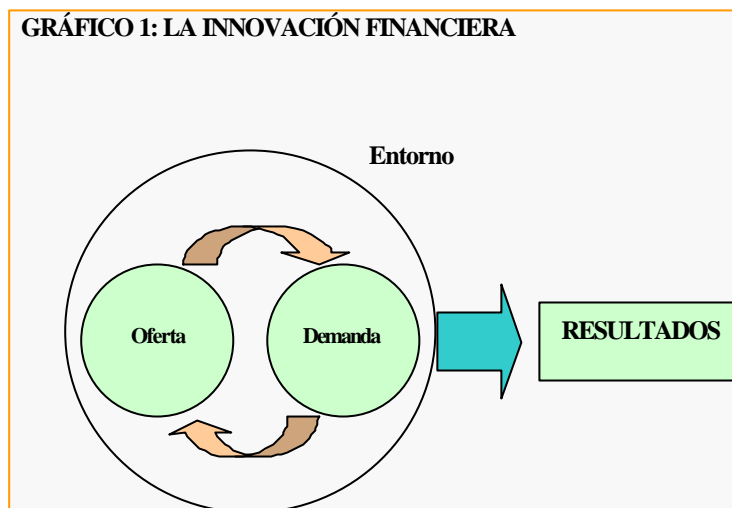
Estos cambios se reflejan no sólo en las relaciones geoestratégicas entre diferentes estados (véase, por ejemplo las tensiones existentes en las relaciones americano – niponas a principios de los ochenta o el cambio en el patrón de relaciones Norte – Sur como consecuencia de la crisis de la deuda), sino que se trasladan, por el contrario, al funcionamiento de los mercados de capital. En este sentido, el objetivo de la presente ponencia va a ser caracterizar, sintéticamente, las principales tendencias que se observan en ellos y la forma en que éstas condicionan los cambios acaecidos en su interior. No obstante, no se trata de un análisis interesado en la realidad de los mercados de capitales “per se”, sino que, por el contrario, pretende indagar en la forma en que los cambios experimentados en su interior afectan, por un lado, y son el reflejo, por otro, de procesos de transformación más amplio experimentados por la organización económica internacional. Por tanto, la finalidad de las siguientes líneas es entender hacia dónde camina el sistema financiero mundial, lo que significa realizar un análisis que necesariamente trasciende muchos pequeños detalles, para centrarse en los elementos que de una forma más clara resumen sus rasgos principales.

En este sentido van analizarse dos de las principales tendencias evolutivas que sintetizan la evolución del sistema financiero internacional en las tres últimas décadas: innovación y desintermediación / intermediación. Se es consciente de que existen otras líneas generales de cambio que también podrían haberse tratado (titulización, internacionalización, o pérdida de soberanía nacional). Pero, en general, se considera que las modificaciones asociadas a ellas son en buena medida redundantes con las derivadas de los procesos de innovación y desintermediación a las que van dedicadas las páginas siguientes.

## **1. INNOVACIÓN**

Si hay algo que llama poderosamente la atención en la Reestructuración de las relaciones financieras acaecida desde mediados de los setenta es la fuerza tomada por los procesos innovadores. Resulta difícil delimitar con exactitud el origen concreto del

fenómeno, aunque, no obstante, hay que destacar que existen una serie de elementos que, en su desarrollo, interaccionan entre sí.



Para el análisis de los fenómenos de innovación financiera, en primer, lugar se analizarán los cambios en el entorno económico, político e institucional que los favorecen. Pero los cambios en el entorno, si bien condicionan, no determinan la forma tomada por estos procesos. La innovación financiera es, en buena medida, un producto del entorno, pero la forma concreta tomada por ella depende de la interacción de otros elementos. En este sentido, la relación entre la oferta y la demanda de recursos financieros existente en cada momento es fundamental. Así es preciso, en el estudio de oferta y demanda, insistir en la interacción existente entre ambas. Esto, a su vez, dará lugar a la aparición de un determinado tipo de innovaciones. Serían los resultados de los procesos de innovación financiera, que se analizarán en el último punto del presente epígrafe.

### 2.1. Factores de entorno

A la hora de hablar de los factores de entorno es obligado hacer referencia a una serie de elementos entre los que habría que citar los siguientes. El primero sería la contradicción existente (sobre todo, en los años setenta, aunque también posteriormente con un carácter mucho menos marcado) entre la existencia de rígidas regulaciones nacionales, por una lado, y, simultáneamente, la de un mercado internacional totalmente desregulado, por el otro. Esto hacía que las primeras fueran fácilmente “eludibles”. Por tanto, existía un incentivo claro para el diseño de instrumentos que permitieran esquivar la reglamentación existente. De hecho, la presencia de regulaciones, sobre todo nacionales, se convirtió en una de las principales fuentes de innovación. En otros casos, las regulaciones nacionales podían ser eludidas incluso sin necesidad de recurrir a los mercados internacionales<sup>1</sup>. En todo caso, el papel de la regulación en la innovación financiera es totalmente ambivalente, ya que, por un lado, es una de las principales fuentes de la misma, mientras que, por el otro, limitaba su alcance.

<sup>1</sup> Por ejemplo, recientemente, el gobierno español decidió aplicar una retención a las plusvalías derivadas de la revalorización de activos financieros, equivalente a un 20% de la misma. Esto supone una transferencia de fondos al sector público que, por tanto, no puede ser reinvertido por los agentes, lo que es especialmente “grave” cuando la operación supone simplemente una transferencia de fondos de un valor a otro. Ante esta situación se popularizan los “Unit Linked” que son “seguros” que permiten elegir entre varias alternativas inversoras sin que el cambio se encuentre gravado por el fisco.

Una segunda razón de la importancia de la innovación financiera es el cambio técnico. El principal coste de un intermediario financiero es la gestión de la información. Ésta es necesaria para valorar los distintos riesgos (en especial el riesgo de impago) y para gestionar la compraventa de los títulos, el pago de las correspondientes obligaciones y la solución de los posibles conflictos e incumplimientos en los mandatos contractuales. El aumento del número de productos y procesos financieros, dada la política de innovación constante llevada a cabo por muchos de los agentes, debería haber supuesto, en general un aumento de la importancia de estos costes. Ya no se trataba de gestionar una serie relativamente pequeña de contratos estándar sino una gama mucho más amplia, mucho más específica, destinada a “nichos” concretos de clientes y que, por ello, suponía la realización y seguimiento de cálculos mucho más complicados. Si estos costes no se hubiesen conseguido controlar, finalmente, se hubieran repercutido sobre los clientes. Así, una buena parte de los nuevos productos y procesos hubieran dejado de ser atractivos para ellos, por el alto precio de su contratación. Por tanto, el desarrollo de la innovación financiera ha precisado de unos procesos baratos de tratamiento y gestión de la información. El soporte técnico que lo ha permitido ha sido el desarrollo de la informática y las telecomunicaciones. Con ellas, todo ha cambiado y ha sido posible ofrecer productos y procesos financieros a un coste sensiblemente más reducido (Harrington, 1992)<sup>2</sup>. Es decir, la innovación financiera es indisociable del proceso de transformación y mejora de las telecomunicaciones y de las tecnologías de tratamiento de la información.

Hay que citar, también, como uno de los factores de “entorno” que más ha contribuido a acentuar la importancia de los procesos de innovación financiera, la inestabilidad y volatilidad de los mercados. En los años 70 y 80 la volatilidad tanto del precio de las materias primas, como de los tipos de interés, tipos de cambio o, en general, precio de los activos financieros ha sido muy acusada. Esto ha llevado a que los tenedores de activos, monedas, créditos o materias primas hayan buscado la forma de protegerse frente a estas oscilaciones de los precios o, simplemente, de enriquecerse, mediante la especulación, con ellas (Palazuelos, 1998). Todos estos cambios, a su vez, son el producto de un conjunto de decisiones políticas que son las que determinan, por ejemplo, en buena medida, la libre flotación de las monedas, la inestabilidad de oferta y demanda en los mercados de materias primas etc. Para que los fenómenos de innovación tengan éxito es necesario proteger los derechos de propiedad, garantizar el cumplimiento de los contratos, garantizar la realización de intercambios en mercados organizados, regular los mismos etc. Por todo ello, la innovación es todo menos un proceso política, social y económicamente neutro. Por el contrario, es una de las vías que permite aumentar la rentabilidad de la inversión financiera y esto tiene importantes repercusiones económicas, políticas y sociales. Esto explica que los fenómenos de innovación financiera requieran un importante grado de complicidad por parte de las

---

<sup>2</sup> Hoy es posible contratar créditos en los lugares más remotos, porque además de existir pocas limitaciones legales a los movimientos de capital, el coste del traslado de fondos es muy pequeño. Realmente se trata de una operación de compensación en la que el dinero raramente se mueve físicamente. Es, por tanto, únicamente una orden, una señal de luz en un sistema de telecomunicaciones informatizado. También es posible protegerse frente a un cambio en la paridad de, por ejemplo, cualquier divisa a partir de la contratación de futuros o de opciones sobre divisas, ya que la fijación del “precio” de estos seguros, a partir de sofisticados cálculos estadísticos, se ve facilitada por la existencia de hardware y software que lo facilita enormemente. Y, porque pueden ser negociados con gran facilidad en mercados secundarios en los que las órdenes de compra y venta son también gestionadas a partir de complejos procesos informáticos.

autoridades públicas, que se traduce en que éstos hayan sido permitidos, tolerados, e, incluso, fomentados por los responsables políticos.

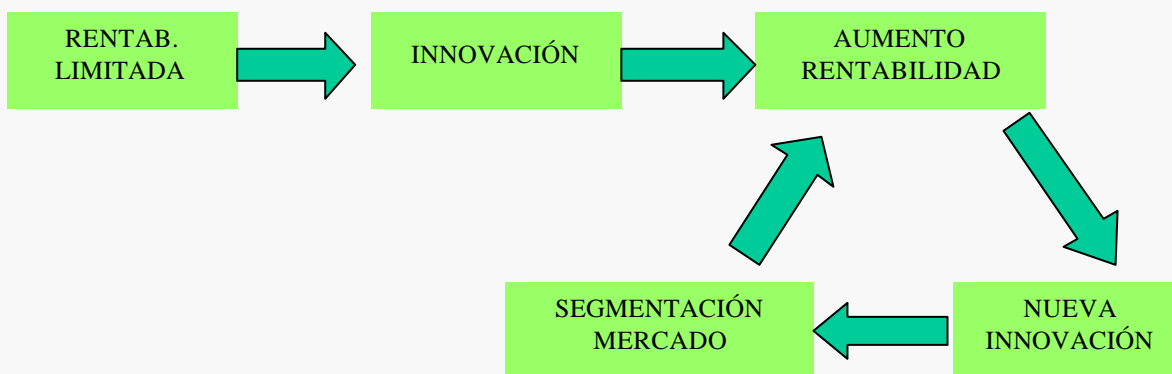
*“La gente innova para obtener beneficios. Pero los beneficios no son sólo una cuestión de economía. La oportunidad de extraer un beneficio de la innovación viene dada, o negada, por la autoridad política de un tipo u otra...En una economía mixta o de mercado la oportunidad de beneficiarse de la innovación venía dada por el Estado de forma más indirecta, la garantizar los derechos de propiedad intelectual o la inviolabilidad de los contratos, y al permitir, en lugar de prohibir ciertas actividades potencialmente rentables” (Strange, 1994, pag. 35)*

Por lo tanto la emergencia de la innovación se corresponde con un nuevo equilibrio de fuerzas en la que la actividad financiera se ve liberada de las constricciones regulatorias existentes durante más de cuarenta años en las principales economías capitalistas. Es esto lo que favorece la ausencia de regulaciones explícitas que, a su vez, da lugar a un aumento de las posibilidades de innovación.

## 2.2. Factores de oferta

La rentabilidad de las actividades financieras durante el período de expansión post – bélico era reducida y, adicionalmente, en la década de los 70 como consecuencia de los desajustes originados por los fenómenos de estafación, ésta se redujo todavía más hasta ser común la existencia de tipos de interés reales negativos (Nell, 2000 y Chesnais et alter, 1996). En este contexto, el interés del sistema financiero, en general, y de la banca, en particular, por aumentar sus márgenes es claramente comprensible. La innovación es una buena vía para ello, pues permite ofrecer a los clientes nuevos productos, segmentar los mercados, diferenciando distintos tipos de consumidores y obteniendo de este modo rentas adicionales. Por ello, no hay que extrañarse de la receptividad de los distintos intermediarios financieros frente a las posibilidades derivadas de la innovación (Harrington, 1992).

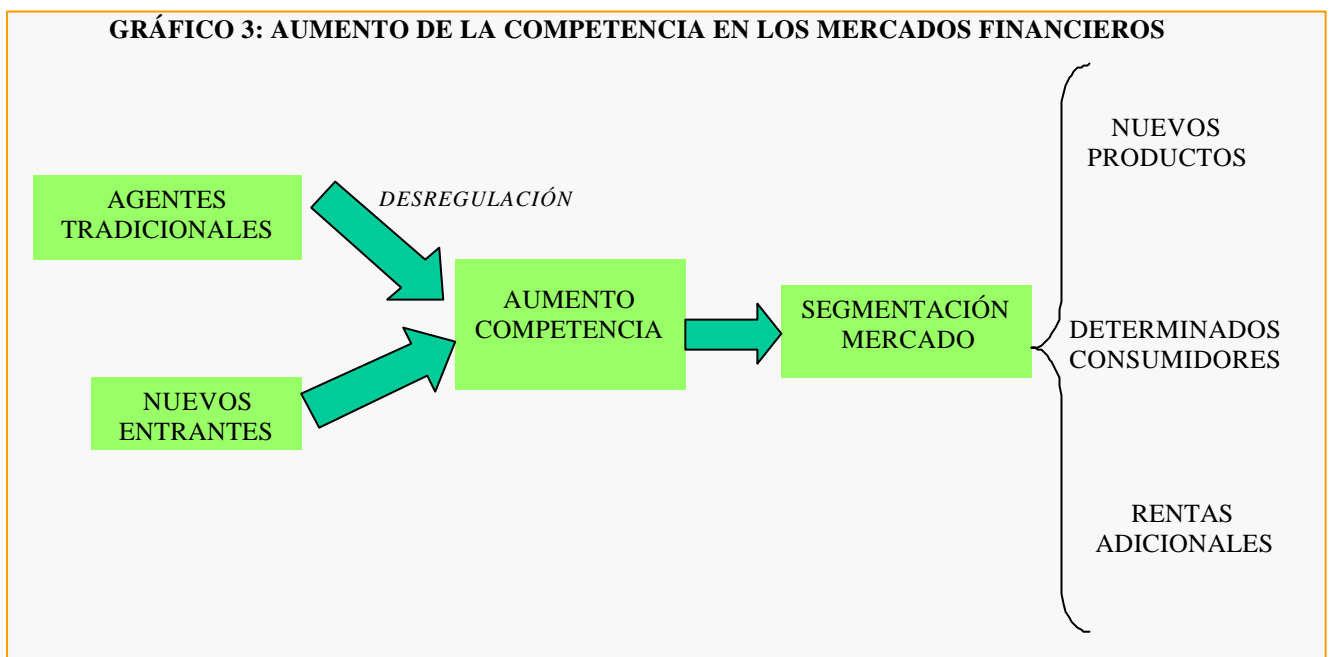
**GRÁFICO 2: LA INNOVACIÓN Y LA RENTABILIDAD DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA**



Otro factor que contribuye al desarrollo de innovaciones se encuentra íntimamente relacionado con uno de los factores de entorno ya mencionados, la coexistencia, sobre todo en la década de los setenta, de unos mercados financieros internacionales totalmente desregulados, con unos mercados financieros domésticos con un importante nivel de intervención normativa pública. Esto daba lugar a la existencia de fuertes

choques entre una y otra lógicas de funcionamiento. Esto tiene un reflejo en la innovación financiera. De esta forma, innovar se convierte en una de las vías para eludir las regulaciones nacionales, buscando “huecos” o aspectos “no tratados” por ésta y propiciando una transferencia de las operaciones al segmento internacional. Como consecuencia de ello, la eficacia de los cuadros normativos nacionales se reduce y el fenómeno de la desregulación, uno de los elementos definitorios de los mercados internacionales de capital, comienza a constituirse en uno de los aspectos definitorios de las transformaciones en la regulación financiera que, desde los setenta, se observan igualmente en los mercados domésticos. En definitiva, se entra, en buena medida por la presión que los fenómenos de innovación financiera imponen a los mercados domésticos, en un dinámica de eliminación de la mayor parte de las normas que prohibían determinado tipo de prácticas o dividían artificialmente el mercado con la finalidad de limitar el nivel de competencia. (Harrington, 1992)

**GRÁFICO 3: AUMENTO DE LA COMPETENCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS**



Por tanto, en los mercados domésticos, como ya sucedía en los internacionales se asiste a un crecimiento muy importante de la competencia. Este crecimiento, unido al deseo de aumento de la rentabilidad, también explica, desde una perspectiva de oferta, la importancia de la innovación financiera durante el período considerado. En este sentido, piénsese que, por ejemplo, en los mercados internacionales existe una gran heterogeneidad y diversidad de agentes. Proviene de distintas tradiciones y, además, tienen distintos modos de funcionamiento. Hay de este modo bancos, compañías de seguros, cajas de ahorro, fondos de pensiones, sociedades de inversión inmobiliaria etc. Cada uno tiene una forma de funcionar, diferentes clientelas y conocimientos y experiencias muy variadas. De esta forma, cuanto mayor es la diferencia entre agentes, mayores son las posibilidades e importancia de la innovación. En los mercados internacionales, donde la diversidad de los agentes es mayor, éstas son, por tanto, muy elevadas (Llewellyn, 1992). Adicionalmente, la liberalización permite que, en los mercados domésticos, entren nuevos intermediarios, procedentes de otros países y otras tradiciones bancarias. Quieren hacerse con una cuota de mercado y para ello, nada mejor que lanzar nuevos productos. Es posible, por esta vía, entrar en el mercado de un competidor sobre la base de la definición de una gama de productos ajenos a su

tradición financiera. Esto es especialmente así, en mercados , muy competitivos, donde las estrategias de diferenciación y segmentación son la única forma de poder atacar la sólida posición de mercado de determinados bancos e instituciones financieras con una actividad y experiencia muy dilatada en su interior. Del mismo modo, en estos mercados, las instituciones financieras posicionadas en ellos deben protegerse frente a estrategias como las anteriormente apuntadas. La mejor forma es realizar un seguimiento del mercado y lanzar nuevos productos allí donde se considere que existen oportunidades para ello. Es decir, en el nuevo entorno desregulado, tanto si las instituciones financieras adoptan una estrategia ofensiva (buscar ampliar las bases del negocio sobre la base de la penetración en nuevos mercados), como si se decantan por un defensiva (proteger los mercados de los que ya se dispone), la innovación juega un papel central (Cavannah, 1992).

No obstante, es necesario subrayar los rasgos distintivos de la innovación financiera respecto de la puramente industrial. En primer lugar, se encuentra el hecho de que precisa de un gasto en I+D muy pequeño. Los nuevos productos son más el resultado de la conjunción de una serie de cambios institucionales, tecnológicos y de gestión / organización<sup>3</sup> que de una tarea investigadora minuciosamente diseñada. Suelen ser así más importantes otros problemas (formación del personal o gasto publicitario) que los ligados a la propia definición del producto. Por tanto, el coste asociado al lanzamiento de un nuevo tipo de innovación financiera al mercado suele ser reducido. Pero es que, además, los productos financieros son fácilmente “reproducibles”. De hecho, cuando una innovación tiene éxito es inmediatamente adoptada por los competidores, lo que hace que el tiempo que puede ser explotada en exclusiva sea, realmente, muy pequeño. Por tanto, desde esta perspectiva tampoco resulta conveniente dedicar demasiados recursos a esta actividad, ya que el período en que sus resultados pueden explotarse en régimen de exclusividad es forzosamente reducido. Con lo cual, en definitiva, con el nuevo entorno competitivo se producen e idean un alto número de innovaciones financieras cuya supervivencia y desarrollo se encuentra condicionada por su efectiva aceptación por parte de la clientela. (Cavannah, 1992)

Pero, la oferta de nuevos productos financieros no es únicamente el efecto de una serie de decisiones empresariales, sino que es fuertemente dependiente del entorno institucional. Por ejemplo, en prácticamente todos los fenómenos de innovación, la existencia de mercados secundarios, que hacían de los nuevos activos, productos muy líquidos, fue un elemento fundamental sin el cual no han podido entenderse ni conceptualizarse estos fenómenos de innovación. Además, en la creación de estos mercados secundarios ha sido fundamental la actitud tremendamente receptiva que hacia los mismos han tenido las autoridades financieras. Sin una intensa intervención de los poderes públicos una buena parte de las innovaciones financieras basadas en la asunción limitada de riesgos y gestionadas sobre la base de la alta liquidez de estos

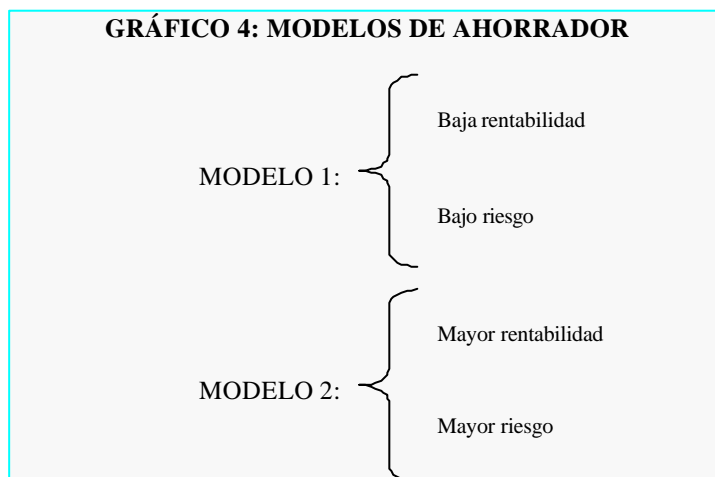
---

<sup>3</sup> Por ejemplo, las principales innovaciones desde los Certificados de Depósitos a los productos derivados han precisado de modificaciones institucionales, como la creación de mercados secundarios que garantizaran la liquidez de los mismos. Sin este “apoyo” de las instituciones estos nuevos productos serían simplemente modalidades más o menos sofisticadas de contratos, que, posiblemente, no hubieran modificado sustancialmente las operaciones realizadas en los mercados de capital. También como se ha indicado han precisado de una evolución en la tecnología utilizada, que permita procesar las operaciones de compraventa rápidamente, modificar al minuto los precios de los activos o calcular sus precios “teóricos”. Por último, el cambio organizativo de los bancos e instituciones financieras también ha sido un elemento fundamental para garantizar la efectiva oferta de nuevos productos, que precisan ser asimilados por quienes lo gestionan.

activos, no habrían podido llevarse a cabo (Steil, 1994; Zucchella, 1992). Es el caso, de iniciativas como el lanzamiento de los segundos mercados, el nuevo mercado, el desarrollo de instrumentos como el capital de riesgo, que, en muchos países como es el caso de España, han sido legislados y puestos en funcionamiento, sin que, realmente, existiese ni una oferta de estos títulos ni una demanda dispuesta a aceptarlos. En otros casos, las facilidades que se ha dado a la aparición de nuevos instrumentos financieros por parte de los poderes públicos ha sido muy importante, véase, a este respecto, el caso de las sucesivas desgravaciones fiscales a los tenedores de participaciones en fondos de pensiones.

Por ello, el sector público ha jugado un papel muy importante, normalmente alentando los fenómenos innovadores. En este sentido, la necesidad de financiación de los importantes niveles de deuda pública que, en los setenta y los ochenta aumentaban cada año como consecuencia de la interacción entre altos tipos de interés y elevados déficits públicos hacía que la sensación de agobio financiero de las Administraciones Públicas las predispusiera para la aceptación y promoción de cualquier nuevo instrumento que facilitara la captación del ahorro privado (Palazuelos, 1998). De este modo, el sector público ha utilizado mecanismos cada vez más sofisticados para “colocar” la deuda pública emitida. Esto, en el caso español, se ha traducido en la utilización masiva de los Fondos de Inversión, fondos de inversión especializados en la gestión de la deuda pública, pero cuyas participaciones podían ser vendidas antes del plazo de liquidación de las obligaciones con un coste menor (Casilda et al., 1997). En otros casos, como el de los Estados Unidos, las emisiones de deuda van crecientemente asociadas a derivados que las “protegen” frente a determinados riesgos. Por tanto, los elevados niveles de deuda pública y las dificultades para financiarla son otro de los elementos que explican la importancia de los fenómenos de innovación financiera (Chesnais et al., 1996).

### 2.3. Factores de demanda



Entre los factores de demanda de activos financieros es necesario realizar una serie de consideraciones teóricas que, aunque conocidas, resulta preciso recordar. Desde el pensamiento convencional se insiste en que los cambios en la demanda están relacionados con un cambio en el modelo de ahorrador. La mejora de la información y el mayor nivel formativo daría lugar a un tipo de inversor con una menor aversión al riesgo. Esto es lo que, resumidamente, se expone en el gráfico 4. Así, aunque el esquema sea algo simple, sirve para exponer muy sintéticamente el cambio de las

características demandadas a los activos financieros. Realmente, lo que está detrás de esta forma de interpretar la realidad no es un problema de racionalidad sino de visión del mundo. De individuos que pretenden limitar el riesgo a otros que lo consideran como algo consustancial a su existencia. La afirmación de la sociedad del riesgo, donde éste no se limita a la gestión empresarial, sino que se extiende, se desparrama hasta llegar al extremo más recóndito de la organización social, es uno de los rasgos de la Globalización y la Reestructuración iniciada a mediados de los años setenta. Por tanto, tiene su proyección sobre los patrones de demanda de productos financieros y la positiva valoración que, implícitamente, desde determinadas instancias académicas, se realiza de ellos.

Desde una perspectiva más crítica, no obstante pueden hacerse una serie de salvedades a las aseveraciones anteriores, entre las que se podrían destacarse las siguientes:

- ◆ El cambio en el modelo de ahorrador se encuentra potenciado por el aumento de los beneficios derivados de la especulación con activos financieros. Esto no es imputable a la actuación de los inversores individuales, sino a transformaciones mucho más profundas de los sistemas financieros, diseñadas por los poderes públicos y cuyos principales beneficiarios son la banca y otros intermediarios financieros. Por tanto, lo que se produce, en realidad, es una adaptación de la gestión del ahorro al nuevo orden financiero nacido a partir de los años setenta (Palazuelos, 1998).
- ◆ Incluso intentando permanecer al margen de estos procesos, muchos de los cambios en el entorno financiero implican riesgos y posibilidades de actuación, que con anterioridad, no existían. Es el caso del riesgo de cambio, de la volatilidad del precio de las materias primas, de la posibilidad de variación de los tipos de interés nominales en sistemas donde los tipos de interés flexibles son la norma etc. Pero también se abren nuevas opciones. Por ejemplo, existiendo libertad de movimiento de capitales, las empresas pueden decidir endeudarse fuera del mercado doméstico. Todo este tipo de transformaciones hacen que el ahorro asuma, quiera o no, unos riesgos mayores, ya que, dadas estas condiciones y oportunidades, las ganancias derivadas de una buena gestión financiera aumentan sensiblemente (Cavannah, 1992).

Por todas estas razones, no se trata, fundamentalmente, de un cambio en las “preferencias” de los detentadores del ahorro – al menos considerando las mismas como algo totalmente independiente del entorno, es decir, como emanación directa de una voluntad – sino de las sistema financiero en el que los fondos son colocados. La importancia de la innovación se relaciona directamente con los hechos anteriores. Los ahorradores, en la nueva articulación de las relaciones financieras, tratan de obtener una rentabilidad importante de sus fondos, pero, huyen, en realidad, de una serie de riesgos que, en buena medida, se han multiplicado. La innovación financiera permite conciliar estos dos elementos – alta rentabilidad y cobertura de ciertos riesgos. Pero para profundizar en la forma en la que esto se produce es necesario escrutar los diferentes tipos de innovaciones existentes y la función desempeñada por cada una de ellas. Así, desde una perspectiva técnica existen diversos tipos de innovaciones (Llewellyn, 1992; Aglietta, 1995):

- ◆ Transferencia de riesgos. Permiten que un determinado riesgo sea asumido por un agente diferente. Por ejemplo una opción de compra de dólares en las que el precio de éste queda prefijado. Tiene por tanto un coste que, en el caso anterior, sería el precio de la opción.
- ◆ Aumento de la liquidez. Existen innovaciones, ligadas esencialmente con el proceso de titulización de los activos financieros que suponen un aumento de la liquidez, ya que estos títulos pueden ser transmitidos o utilizados como aval de otras operaciones con lo que las transacciones finalmente, por esta vía, quedan facilitadas.
- ◆ Generación de crédito

Realmente, las dos primeras funciones son las más importantes, encontrándose además fuertemente relacionadas entre sí. De este modo, una forma de reducir el riesgo es aumentar la liquidez de los activos, porque si las cosas se ponen feas siempre pueden venderse rápidamente en los mercados secundarios. En activos de alta liquidez, el intermediario bien informado e introducido en el mercado es muy difícil que asuma pérdidas de gran envergadura. Pues bien, son precisamente estos dos tipos de innovaciones las que van a resultar como consecuencia de los cambios en las características de la demanda claramente beneficiadas.

#### 2.4. Resultados

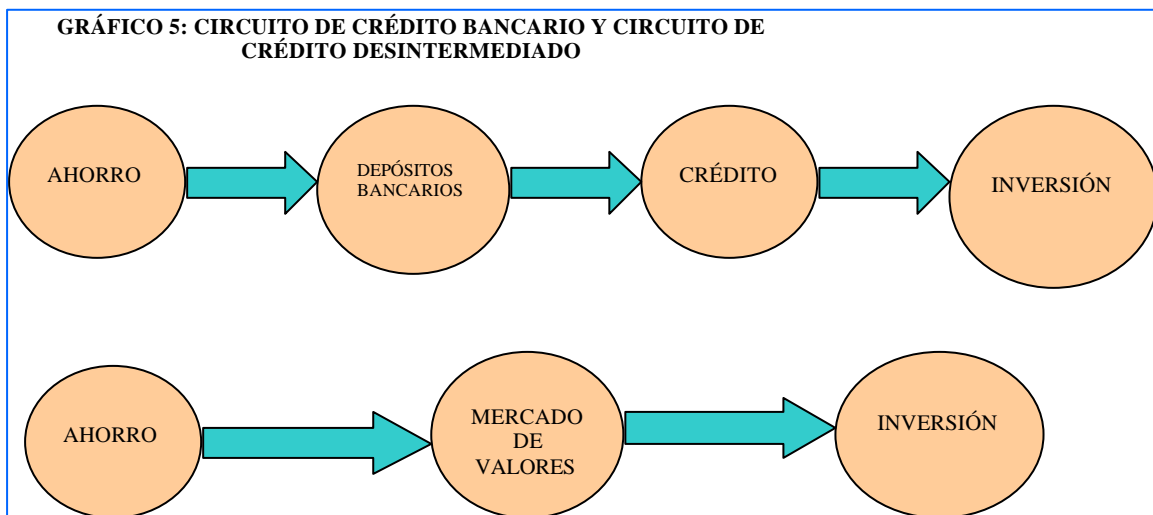
Aunque, a priori, el proceso de innovación financiera puede dar lugar a activos muy diversos entre sí, en la coyuntura de los años 70 y 80 van a ser un tipo de productos los que van a acaparar buena parte de los fondos captados. Se trata de los derivados. Los derivados *comprenden productos como los de futuros, opciones, swaps etc.* Los derivados son esencialmente seguros. Dan a quien los posee una “protección” frente a un hecho futuro. Pero, además, se caracterizan por tomar la forma de títulos valor negociables. No sólo son títulos valores desde un punto de vista formal, sino que además, a lo largo de los setenta se organizan mercados secundarios de estos productos. Es decir, siempre son negociables en el mercado secundario de derivados. Por tanto, se trata de productos financieros muy líquidos. Esta es la principal novedad asociada a los mismos. Si no fuera por este elemento no pasarían de ser una forma de cobertura de riesgos más o menos sofisticada. Pero el hecho de que en cualquier momento sea posible comprarlos y venderlos en los mercados, les otorgan una tremenda flexibilidad. Inicialmente, los derivados se desarrollaron sobre la base de asegurar y explotar la creciente volatilidad de los mercados. La situación de inestabilidad en los mercados de materias primas en los setenta fue el caldo de cultivo del desarrollo de una parte considerable de estos nuevos productos. En este sentido, es la fuerte escalada de las materias primas, su escasez relativa y el temor a repentinas interrupciones del abastecimiento lo que favorece su desarrollo y aceptación por parte de los agentes implicados. Existe, en este sentido, una presión por parte de las empresas compradoras y vendedoras para que estos instrumentos se desarrollen. Dicho de otro modo, los “viejos bancos” se ven compelidos por la presión de sus competidores a aceptar nuevas formas de cobertura del riesgo, hasta ahora desconocidas para ello. Por tanto, existen elementos de entorno que contribuyen a que se desarrollen este tipo de instrumentos (Palazuelos, 1998; Millman, 1996).

Pero, para que esta presión que rompe el status quo efectivamente influyera en el poder financiero existente, la misma tuvo que partir desde un entorno económico y social privilegiado. Este entorno es la Universidad de Chicago donde desde finales de los sesenta se experimenta con estos productos. De hecho, Chicago es la principal plaza financiera de derivados sobre materias primas. Esta nueva gestión del riesgo, independiente de lo eficaz o no que la misma pudiera resultar, necesitaba de unos niveles de modelización que estos teóricos se encargan de proporcionar. Entre otras cosas, porque es muy complicado fijar el precio de una serie de productos cuya finalidad es proteger al tenedor frente a hechos futuros sobre los que existe un elevado nivel de incertidumbre. Estos conocimientos teóricos no podrían haberse desarrollado sin la presencia de un fuerte “lobby” académico y político favorable a la puesta en práctica del mismo (Millman, 1996).

Por tanto, el proceso de creación de los primeros mercados de derivados puede verse como un proceso de fuertes connotaciones sociológicas, donde una serie de grupos sociales, sobre la base de una ideología común, consiguen a través de una serie de actuaciones concretas crear un nuevo entorno más acorde con su concepción del mundo. Pero esto, que inicialmente fue un producto “antropológico” del capitalismo norteamericano, va a alcanzar una gran importancia a partir de la crisis del petróleo cuando la importancia de los derivados, sobre todo, en los mercados internacionales se dispara. Posteriormente, a fines de los setenta y principios de los ochenta los derivados se extienden a las distintas monedas. En realidad, la vinculación entre el precio de las materias primas y la cotización del dólar es muy estrecha. Por ello, no es extraño que existiese una cierta demanda de mecanismos de cobertura sobre el riesgo de cambio. (Millman, 1996).

### 3. DESINTERMEDIACIÓN Y REINTERMEDIACIÓN

Junto a la innovación en productos, analizada en el epígrafe anterior, también existe una innovación en los procesos, normalmente orientados a **reducir los circuitos de transformación financiera**. Esta tendencia recibe el nombre de **desintermediación**. Para entender el contenido de la desintermediación es necesario realizar una serie de precisiones sobre la forma en que se produce la generación de crédito y la transferencia de poder de compra en las economías capitalistas. Ésta se expone de una forma muy sintética en el gráfico 5.



A partir del gráfico anterior, se observa que pueden diferenciarse dos formas de transferencia de los recursos financieros. La primera secuencia es la que puede ser genéricamente denominada “clásica”. El ahorro se transfiere a partir de los créditos otorgados por el sistema bancario, estando éstos respaldados fundamentalmente por depósitos. La segunda secuencia es la que se llama desintermediada. Son los particulares los que invierten sus ahorros en una serie de activos de distinta naturaleza. En este segundo modelo el mercado de valores, lugar donde se negocian los distintos activos, tiene una mayor importancia. Estas dos formas de transferencia de poder de compra a través del sistema financiero tienen una estrecha relación con los modelos de ahorrador vistos con anterioridad. Así, la prevalencia de un modelo de ahorrador “conservador” tiende a primar el primer tipo de mecanismo de intermediación, ya que los particulares prefieren colocar sus fondos bajo forma de depósitos. Frente a ello, el segundo de los mecanismos se adapta mejor a un tipo de inversor más arriesgado que acepta eventuales pérdidas de valor de su inversión.

Dado que, como se ha analizado anteriormente, el cambio en el modelo de ahorrador esconde, en realidad, una forma de entender la realidad social, existe una fuerte presión desde instancias liberales para la adopción del segundo tipo de circuito financiero. Así se afirma que éste reporta importantes beneficios. Se dice que, al tener el ahorro una menor aversión al riesgo, se simplifica la asignación de recursos financieros. En el primer modelo es necesario transformar depósitos – es decir, un ahorro con una elevada propensión a la liquidez y una gran aversión al riesgo – en activos, en este caso préstamos dirigidos a financiar inversión productiva, con unas características muy diferentes a los depósitos sobre los que se basan – por ser su grado de liquidez reducido al estar concedidos preferentemente a largo plazo y tener unos niveles de riesgo significativamente más importantes, ya que el efectivo cumplimiento de las obligaciones de pago de los prestatarios es siempre un hecho sujeto a una cierta incertidumbre. Por ello, se sostiene que la transición a un modelo desintermediado facilita la conversión de los recursos, aumentando de este modo la eficiencia de los sistemas financieros. (Zucchella, 1992)

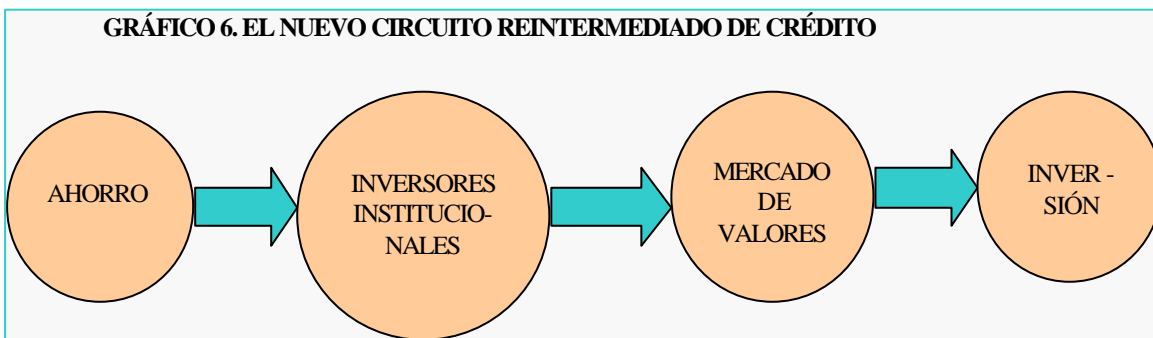
Se defiende, además, que un modelo de ahorro desintermediado aumenta las posibilidades de un desarrollo empresarial financieramente equilibrado. Las empresas pueden, de este modo, obtener recursos más fácilmente acudiendo a la bolsa, tener un mayor equilibrio entre recursos propios y endeudamiento externo y, por tanto, en definitiva crecer de una forma más armónica y acometer proyectos de inversión más ambiciosos. Sin embargo, pese a esta insistencia en argumentaciones teóricas, la experiencia histórica no avala las afirmaciones anteriores. Así, se podrían realizar una serie de objeciones a las mismas entre las que se destacarían las siguientes.

- Existe una diversidad nacional entre los sistemas financieros. Aunque, en general, la secuencia de crédito bancario ha sido la dominante, en los países anglosajones los mercados de valores han sido, tradicionalmente, muy importantes y esto ha provocado que, desde el siglo XIX, existiera un circuito de crédito desintermediado de una cierta importancia. Pero, sin embargo, los países que, en la segunda mitad del siglo XX han dado muestras de un mayor dinamismo de la inversión industrial, es decir, Alemania y Japón, tenían un sistema financiero basado en la concesión de créditos por parte de grandes bancos universales. Con este modelo han tenido tasas de ahorro e inversión industrial mucho más elevadas que los U.S.A. y que

Inglaterra, donde tradicionalmente los mercados bursátiles han tenido una mayor importancia.

- El ahorro destinado a los mercados de valores se utiliza habitualmente siguiendo modelos que van mucho más allá de la promoción de proyectos de inversión a largo plazo. Por el contrario, en los criterios de concesión de crédito y poder de compra o en los que guían la posibilidad de aumentar los recursos propios de las empresas (vía ampliaciones de capital) priman, en muchas ocasiones, comportamientos puramente especulativos. De este modo, el empleo de los fondos recabados de los mercados de capital, sobre todo, por parte de las grandes empresas está muy lejos de ser exclusivamente destinado a la inversión productiva. Buena parte de los mismos se dirige, por ejemplo, a la obtención de rentas de oligopolio mediante la compra de otras compañías. De este modo, el capitalismo financiero se transforma en una vía de creación de grandes empresas y en una forma de racionalización de la actividad productiva que establece nuevos mecanismos de acumulación de capital y extracción de plusvalía.
- ◆ No todas las empresas tienen acceso a la captación de recursos más allá del crédito bancario. La posibilidad de acceder a los mercados de capitales para, por un lado, realizar emisiones de deuda o para realizar ventas de acciones y ampliaciones de capital se encuentra limitada a las empresas de mayor tamaño. Son estas las que se benefician de la posibilidad de captar fondos en los mercados de capitales.

En todo caso, lo que es necesario resaltar es que el proceso de desintermediación no se ha dado en sentido puro, sino que, ha venido estimulada por la aparición de unos nuevos intermediarios: los inversores institucionales. Es decir, fondos de pensiones, fondos y sociedades de inversión, fondos de activos monetarios etc.



Esto no es haya sido tolerado desde los poderes públicos, sino que, auténticamente, ha sido diseñado por ellos. Mientras que en la aparición de los denominados derivados la actuación de los poderes públicos es más sutil, limitándose al desarrollo de mecanismos que favorecieran su compra / venta en mercados secundarios, ahora la intervención pública va a ser mucho más clara. El caso quizá más llamativo de financiarización y desintermediación promovida desde los poderes públicos es el caso de la política desarrollada por la dictadura pinochetista en Chile. En este caso, el gobierno promueve y financia el paso desde un sistema de cobertura social de tipo tradicional, es decir, un sistema de cuotas a un sistema de capitalización gestionado por agentes privados. Surgen de esta forma, fondos de pensiones que son los que gestionan una buena parte del ahorro chileno. En este caso, la intervención es especialmente clara porque es el

estado el que financia el paso de un sistema a otro, dando así un impulso a la actividad de estos fondos (Larraín y Winograd, 1996).

En Europa, en una tónica de intervención más suave, se ha producido un desarrollo legislativo tendente a regular, pero también a proteger el ejercicio de la actividad de estos organismos mediante la definición de un marco jurídico regulador de derechos y obligaciones. Por ejemplo, en España, la ley elaborada cuando estos agentes tenían una importancia muy reducida, ha sido la que ha diseñado la forma de las nuevas vías de inversión del ahorro.

Por tanto, *más que un proceso de desintermediación en realidad, se asiste a uno de reintermediación*. Aparecen un nuevo tipo de agentes, los nuevos inversores institucionales que son ahora los que poseen un elevado poder de compra y posibilidades de actuación en los mercados de capital. Estos nuevos inversores institucionales adquieren, por tanto, una gran importancia en el sistema financiero mundial. De la importancia de los procesos de desintermediación / reintermediación hablan los siguientes datos.

**TABLA 1: ACTIVOS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA OCDE**

	1980	1988	1990	1991	1992	1993
<b>Estados Unidos</b>	667,7	1919,2	2.257,3	3.070,9	3.334,3	3.571,4
<b>Reino Unido</b>	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
<b>Japón</b>	24,3	124,1	158,8	182,3	191,9	
<b>Canadá</b>	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	
<b>Alemania</b>	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
<b>Total</b>	903,8	2.710,1	32.26,7	4.113,1	4.388,4	4.320,6

FUENTE: CHESNAIS ET ALTER (1996)

Como puede observarse el crecimiento de la capitalización bursátil provocada por el desarrollo de la actividad de los inversores institucionales ha sido espectacular. En los Estados Unidos, por ejemplo en 13 años la capitalización de los fondos de pensiones se ha multiplicado por más de cinco. Esto ha supuesto la existencia de una tasa de crecimiento anual acumulativo del 13,77%. En el Reino Unido, en términos relativos el crecimiento es muy similar. En los restantes casos, por el contrario, el aumento de la actividad de los inversores institucionales ha sido mucho más modesto. (Chesnais et alter, 1996)

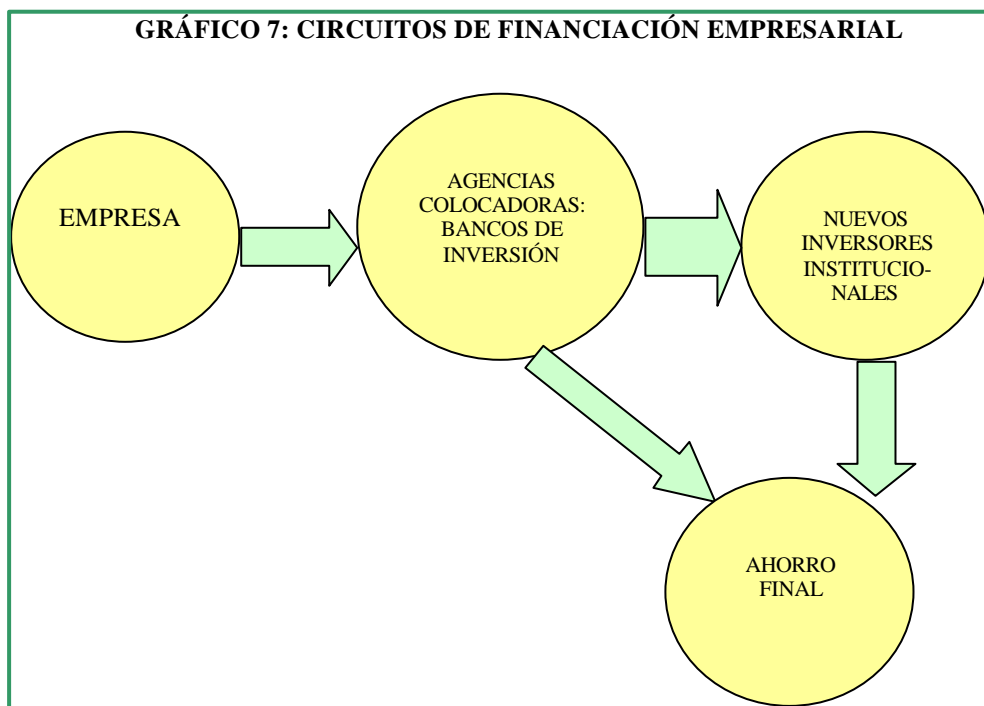
Esto provoca, a su vez, que la práctica totalidad de la capacidad de compra de productos financieros a nivel mundial sea acaparada por inversores institucionales anglosajones. De este modo, en 1992 más del 95% de la capitalización de los inversores institucionales del G7 se debía a la concurrencia de intermediarios financieros norteamericanos, británicos y canadienses. En este sentido, es importante subrayar que, adicionalmente, el nivel de capitalización de los inversores institucionales tiene poco que ver con la capacidad de ahorro de los distintos países. Es decir, las diferencias en el desarrollo de inversores institucionales entre los distintos países no provienen de la existencia de una marcada diferencia en los niveles de ahorro, sino de la forma en el que este se detenta. (Chesnais et alter, 1996)

**TABLA 2: ACTIVOS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA OCDE EN RELACIÓN AL P.I.B. (%)**

	1980	1988	1990	1991	1992	1993
<b>Canadá</b>	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	
<b>Alemania</b>	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
<b>Japón</b>	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	
<b>Reino Unido</b>	64,1	118,3	123,5	133,8	137,1	165,3
<b>Estados Unidos</b>	59,3	88,1	94,5	113,9	199	125,6

FUENTE: CHESNAIS ET ALTER (1996)

Como puede observarse el peso relativo del valor monetarios los activos financieros es muy superior en el Reino Unido y en los Estados Unidos que en los restantes países estudiados. Por tanto, el dominio de los inversores institucionales anglosajones sólo puede deberse a dos hechos. El primero es que su mayor tradición haga que tengan un mayor volumen de riqueza inmovilizada. De hecho, al ser la riqueza un “stock” y compararla con el ahorro que es, en términos de contabilidad nacional, un flujo, podrían provenir de ahí algunas de las diferencias constatadas. Pero también es posible que, sencillamente, los activos que componen la cesta de inversiones de los fondos americanos y británicos tengan una valoración monetaria sensiblemente superior al de otros países. Esto se justificaría, en parte, por la existencia de procesos de creación de dinero y de crédito más intensos y, en general, porque el crecimiento de la actividad de los inversores institucionales crea una mayor presión compradora. En estos casos, nos encontraríamos con la existencia de una “burbuja” financiera en la que el valor de los activos en un área es, como consecuencia de factores institucionales, sustancialmente superior a la existente en otra.



De esta forma, en la financiación de la actividad de las compañías, en especial de las transnacionales y grandes empresas, el papel de los inversores institucionales (fundamentalmente anglosajones, como se ha visto) va a ser determinante. Por ejemplo, en los cada vez más frecuentes procesos de fusiones y adquisiciones de empresas son los inversores institucionales los que garantizan el éxito de las emisiones de acciones y obligaciones necesarias para obtener los recursos que permiten llevar a término estas operaciones. De la misma forma, puede afirmarse que la financiación de las actividades empresariales, el equilibrio entre recursos propios y ajenos e, incluso, el valor bursátil de las compañías depende, en buena medida, de las actuaciones de este tipo de intermediario financiero. No obstante, en numerosas ocasiones la relación entre inversores institucionales y empresas depende de la intervención de la banca de inversión.<sup>4</sup> Esta tiene los “contactos” y la capacidad de generación de expectativas suficientes para promover la colocación de los activos financieros demandados.

Adicionalmente, el poder de compra de estos agentes se encuentra<sup>5</sup> fuertemente concentrado en ciertas organizaciones, aunque existan, frecuentemente, inversores institucionales con un capital relativamente reducido. Esto se explica por las siguientes causas. En principio, la forma jurídica dominante entre los inversores institucionales, la de fondo, hace de ellos intermediarios independientes. Por tanto, un análisis superficial daría lugar a que se considerara que, dada la gran cantidad de fondos existentes y pese a la existencia de algunos de un gran tamaño, en realidad, existe una acusada dispersión del poder de contratación de los mismos. Lo que ocurre es que los fondos son entidades con una serie de órganos gestores nombrados para velar por los intereses de los partícipes. Para, los fondos más pequeños no resulta especialmente rentable gestionar ellos mismos sus propios recursos. Por ello, su la gestión se asigna normalmente a un sociedad especializada, las denominadas gestoras de fondos. Las gestoras de fondos, por otro lado, constituyen continuamente nuevos fondos que lanzan activamente al mercado. En este sentido, el grupo financiero que controla a las gestoras de fondos acumulará de facto “poder de compra”. La importancia de las gestoras puede verse en que, por ejemplo, en 1993 Mercury, una de las mayores gestoras de fondos, gestionaba activos por valor de más de 12.000 millones de pesetas. (Farnetti, 1996)

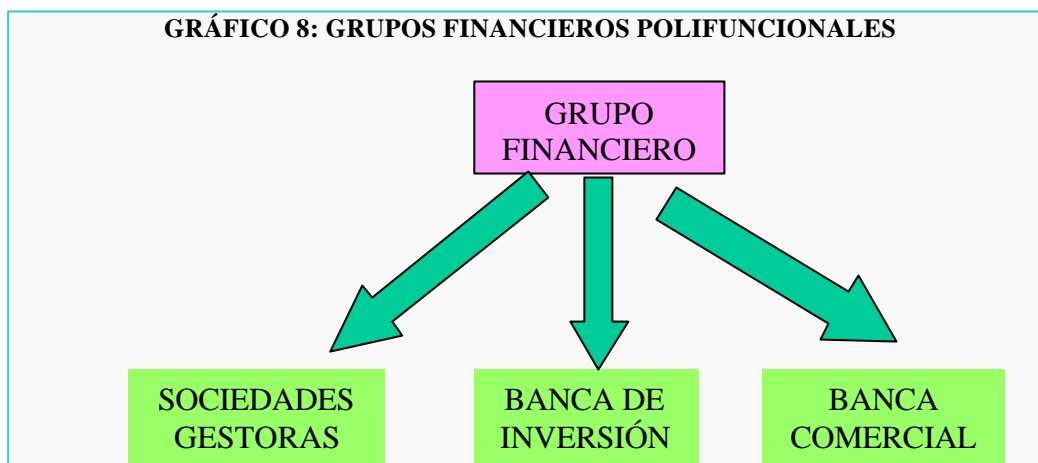
Por último, sólo en algunas ocasiones, puede afirmarse que los inversores institucionales son una fuente de competencia frente a las instituciones financieras y bancarias tradicionales. En los Estados Unidos, la banca ha tenido tradicionalmente un papel reducido en el sector financiero. Por otro lado, institucionalmente, su actividad se encontraba claramente delimitada (ley Macfadden, 1927 o ley Steagall – Glass, 1933). Por ello, en este contexto surgen una serie de inversores institucionales independientes (por ejemplo, Mercury o Fleming) que son una importante fuente de competencia para la banca tradicional. Pero en Europa y Japón, la desintermediación / reintermediación no se traduce en la emergencia de un “nuevo poder financiero”, sino en la consolidación del ya existente. Son los principales bancos, los que crean sus propias gestoras y, a través de su red de sucursales y su privilegiada relación con los ahorradores “convencen” a éstos para que cambien su forma de rentabilizar su ahorro. En este

---

<sup>4</sup> En el caso de las grandes transnacionales, éstas manejan un volumen de recursos financieros tal que son protagonistas en los mercados financieros mundiales, lo que les permite un acceso directo a los grandes fondos de inversión, cuando así se considera oportuno. Pero cuando esto no es así el recurso a la banca de inversión es obligada.

<sup>5</sup> Incluso en el caso de Inglaterra y los Estados Unidos donde el valor de los activos financieros es muy elevado,

sentido, basta tomar en España un diario económico para darse cuenta que las principales gestoras coinciden con los principales grupos bancarios del país. En otras ocasiones, no ha sido la banca la que ha controlado las nuevas oportunidades de negocio, sino las compañías de seguros (Generali, Allianz). En fin, la tendencia a la desregulación hace que el pez grande se coma al chico y eso depende en cada caso de la naturaleza específica de los sectores financieros de los diferentes países.



No obstante, en todos los casos se asiste al nacimiento de poderosos grupos financieros polifuncionales que poseen gestoras de fondos de inversión y pensiones, banca de inversión, banca comercial, compañías de seguro, sociedades de crédito al consumo etc. Es decir, se trata de grupos con empresas individualmente adaptadas a cada uno de los “nichos” financieros existentes. Lo que cambia es el actor que ha procedido a controlar a los demás, aunque realmente, este elemento carece de gran importancia. La concentración del poder de compra en unos pocos grupos financieros es, por tanto, algo inherente al propio diseño del sistema crediticio del modelo desintermediado.

#### 4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

Los mercados financieros han sufrido importantes modificaciones desde los años setenta. . Estas han supuesto un cambio, no sólo en los mecanismos de asignación de recursos financieros sino que han tenido un efecto más amplio sobre la organización económica internacional. Aspectos tales como la existencia de nuevos riesgos (de cambio, por ejemplo), la cobertura de éstos, el aumento de las posibilidades de financiación empresarial y los beneficios potenciales de la especulación, se encontrarían entre estas consecuencias.

Innovación y desintermediación financiera han sido tendencias complejas y ambivalentes, que han transformado los sistemas financieros, añadiéndoles, en algunas ocasiones, una mayor estabilidad y aumentado la volatilidad del mercado en otras. De esta forma, por ejemplo, en el caso de la innovación financiera pueden observarse algunos aspectos positivos asociados a la misma. De este modo, aparentemente, el desarrollo de los derivados permite estabilizar el mercado, mediante la transformación de riesgos individuales en colectivos. Así, se contribuye, aunque con un coste, a la estabilización de los mercados. Por otro lado, la innovación da lugar a un aumento de las posibilidades de elección de los consumidores. No obstante, también es cierto que la complejidad y alto nivel de riesgo asociado a algunos de los nuevos activos, hace que sean utilizados tan sólo por profesionales, con lo que su repercusión en el consumidor

final es, cuando menos, dudosa. Por último, la profusión de nuevos instrumentos financieros y su negociación en los mercados secundarios se ha traducido en una reducción de los costes de transacción asociados a ellos.

Sin embargo, todo esto tiene también una serie de inconvenientes que es preciso destacar:

- ◆ Todo el proceso de cobertura de riesgos se consigue mediante una transferencia de recursos al sistema financiero. Los “seguros” que oferentes y demandantes firman tienen unas primas que incluyen un margen de beneficio. Por tanto, no es exagerado afirmar que una parte de crecimiento agregado medio del precio de las materias primas se debe a la actuación de los intermediarios financieros, que limitan los riesgos asumidos por las empresas individualmente consideradas, pero lógicamente a cambio de una retribución que pagan, a la postre los consumidores finales. Lo mismo ocurre con los derivados de tipo de cambio, que, además también se encuentran presentes en el mismo tipo de transacciones. Es decir,, se produce una transferencia de recursos desde la economía “real” al sistema financiero que, finalmente, alguien debe soportar.
- ◆ La existencia de derivados multiplica las ganancias potenciales que pueden obtenerse a partir de comportamientos especuladores.

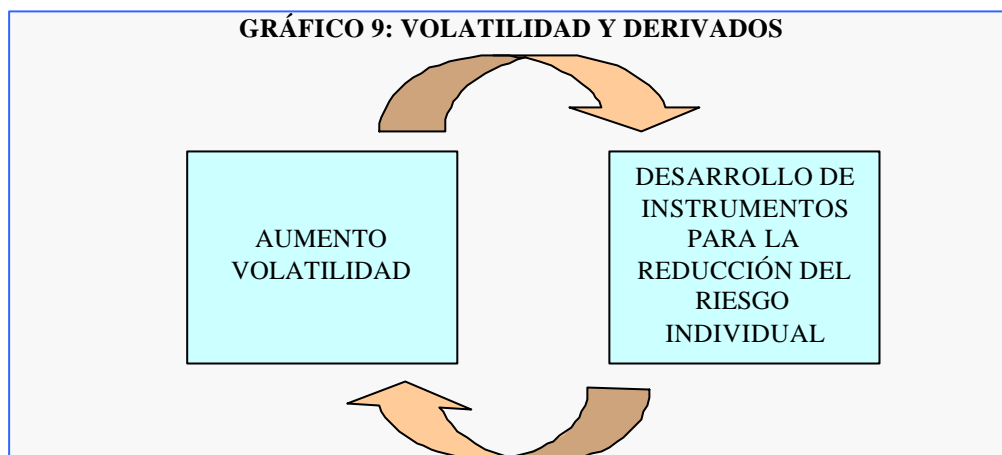
*“En 1986, la Bankers Trust Company contrató a un joven operador en opciones sobre divisas procedente de Salomon Brothers...La característica particular de Krieger eran las grandes operaciones...En su libro the Money Bazaar Krieger da a entender que en 1987 utilizó las opciones para vender al descubierto la totalidad de la masa monetaria de Nueva Zelanda. Aun contando con una cierta exageración en este relato, los informes de la prensa independiente acerca de la operación dijeron que el banco central de Nueva Zelanda había telefoneado a Bankers Trust para quejarse del extraordinario ataque especulativo de Krieger contra el kiwi” (Millman, 1996, paginas 43-44)*

Con los nuevos productos financieros que se popularizan desde los años setenta, en especial con los derivados, se requiere, muy poca liquidez (inmovilización efectiva) para propiciar cambios en los valores de los distintos activos, pudiendo obtener por esta vía importantes plusvalías. El nuevo escenario financiero permite, por la contribución de los derivados, no sólo especular al alza<sup>6</sup>, sino también a la baja<sup>7</sup>. Con lo cual, en definitiva, lejos de reducir la volatilidad del mercado, la existencia de derivados la aumenta.

---

<sup>6</sup> Se trata del modelo de especulación tradicional, consistente en aumentar artificialmente (“inflar”) el valor de un determinado activo y venderlo cuando se cree que ha alcanzado su valor máximo.

<sup>7</sup> Se trata de una nueva forma de especular que, precisamente, la existencia de derivados permite. Consiste en comprar seguros frente a una determinada eventualidad y una vez protegida de ella realizar políticas tendentes a favorecer la caída de un cierto valor, porque una vez esta se produzca se pueden comprar los activos más baratos y venderlos al precio previamente asegurado (que es más alto). Por ejemplo, sería el caso de la compra de opciones de venta de un activo a un alto precio, anticipando una caída de su valor.



- ◆ El aumento de la volatilidad de los mercados, inducido por la existencia de derivados, hace necesario el incremento del valor de los fondos inmovilizados bajo la forma de seguros de cambio, de precio de materias primas etc. con lo que la importancia cuantitativa de lo pagado, en definitiva, por el consumidor final de estos elementos se hace mucho más importante.
- ◆ Las posibilidades de especulación aumentan debido a que la mayor parte de las innovaciones se generan o se gestionan a través de los mercados internacionales, que, como se sabe, disponen únicamente de una regulación de mínimos normalmente impuesta por los propios agentes y ajena a cualquier regulación de tipo nacional.

*“Aunque Krieger nunca afirmó que fuera capaz de hacer fluctuar los mercados de largo plazo, su negociación introdujo en el fulgor de la publicidad una vieja técnica con el fin de originar fluctuaciones de corto plazo en el mercado. Denominada ramping esta técnica es ilegal en la mayoría de las bolsas organizadas del mundo, pero es imposible controlarla en los mercados interbancarios de divisas que no están regulados. Los operadores que conceden cantidades masivas de capital en mercados con poca negociación, tales como el mercado del kiwi neozelandés, puede hacer saltar o caer el mercado en la dirección que deseen que vaya. Otros operadores, al ver la súbita fluctuación de las cotizaciones pueden intervenir. El movimiento puede durar poco más de un día, pero el operador que lo inició ya ha planeado cómo beneficiarse cuando vuelva de nuevo a su situación anterior.” (Millman 1996, pagina 44)*

- ◆ Pero, por otro lado, la volatilidad hace que elementos como la tenencia de información privilegiada o la simple capacidad de influir en los precios ordenando compras y ventas tengan ahora unas posibilidades de explotación mucho mayores. Con lo cual, se concluye que el desarrollo de los derivados es una de las consecuencias de la denominada sociedad del riesgo en la que éste lo soporta tan sólo una parte de la sociedad (la que no tiene acceso a costosos mecanismos de cobertura que, aunque protegen a los particulares, generan una inestabilidad sistémica mucho mayor).

- Además, todo ello, siempre y cuando se suponga que los participantes en estos mercados poseen técnicas que efectivamente permiten una adecuada valoración de los riesgos colectivamente asumidos. En ocasiones, las posiciones tomadas por los intermediarios financieros en los mercados de derivados son tan complejas que el riesgo real que están asumiendo resulta difícil de valorar incluso para ellos mismos. El ejemplo más claro de ello, puede ser el caso de la quiebra de la Banca Barings.

*“Empapada en 230 años de historia, la banca Barings había financiado las guerras contra Napoleón, financió la compra de Luisiana y ocupó un puesto tan importante en los asuntos europeos que el duque de Richelieu la llamó la sexta gran potencia de Europa. Alrededor de fin de siglo, cuando Barings dio un traspiés en los préstamos, imprudentemente grandes, hechos a Argentina, el sistema funcionó como cabría esperar, el Banco de Inglaterra salió como fiador de Barings gracias a antiguas amistades y privilegios.”* (Millman 1996, pag. 14)

Pero la actuación de una sola persona, en operaciones sobre derivados desde una plaza de importancia menor, como era Singapur, produjeron la quiebra del banco. Está claro que aquí Barings no valoró adecuadamente el riesgo y dejó demasiado poder de decisión a una única persona. Había habido, en este sentido, un fallo inexplicable en la asunción de riesgos.

- ◆ Por último, los instrumentos creados son activos líquidos, es decir, directamente negociables en los mercados. Por ello, son rápidamente transformables en dinero y, de facto, actúan como cuasi – dinero. Pero resulta que la creación de dinero es un proceso tradicionalmente controlado, al menos parcialmente, por la banca central.<sup>8</sup> Las definiciones más amplias de dinero (M3 o M4) tenían en consideración no sólo el disponible, sino activos que, por su alta liquidez son susceptibles de utilización como medio de pago. Con la fuerza adquirida por los procesos de innovación financiera, las formas a través de las cuales se procede a la creación de activos con un alto grado de liquidez son innumerables. Su control, por otra parte, dado que buena parte se encuentran emitidos o financiados en los mercados internacionales es prácticamente imposible. De este modo, la innovación financiera termina otorgando un mayor poder de compra a los intermediarios financieros. de esta forma aparecen nuevas garantías y medios de pago destinados, en muchas ocasiones, a financiar las compras de activos. con lo cual sirven para volatilizar otros mercados distintos de los directamente afectados. la variabilidad en el precio de los activos, especialmente, de los activos inmobiliarios, en los que la política de concesión de créditos es un elemento fundamental a la hora de la fijación del precio, ha sido durante la década de los 80 muy acusada. (Naredo, 1998)
- ◆ La innovación financiera, por lo anteriormente dicho, ha terminado provocando cambios incluso en la política monetaria. Esta se encuentra mucho menos interesada en controlar los agregados monetarios y más interesada en el control de los tipos de interés. En principio, esto se explica por una razón de talante práctico. Dadas las formas tan variada de los medios de pago en la actualidad, controlar los procesos de creación de dinero se vuelve algo casi imposible. Se opta, por el contrario, por reducir el control al cambio discrecional de los tipos de interés según lo considerado

---

<sup>8</sup> A través de diferentes mecanismos de intervención como los coeficientes de caja o de inversión, el papel del banco central como prestamista en última instancia o la prohibición de pago de intereses por el pasivo bancario.

oportuno por los bancos centrales. Esto hace que ante una eventual situación de exceso de demanda, se opte por políticas de ajuste tendentes a la elevación de los tipos de interés. Como consecuencia de ello, en los años 80 y 90 las tasas de interés reales han sido sustancialmente más elevadas que en las dos décadas anteriores. Esto supone otro mecanismo de apropiación de rentas por parte del sistema financiero que se une a las procedentes del desarrollo de los mercados de derivados y de la propia especulación.

Por tanto, la innovación, sobre todo concretada en el desarrollo del mercado de derivados es un elemento fundamental a la hora de explicar los cambios en las relaciones financieras en las últimas décadas. A la misma se asocian características como la creciente volatilidad de los mercados, la mayor importancia tomada por los comportamientos especulativos y, sobre todo, el cambio desde una política monetaria que tenía como objetivo el control de la base monetaria a otra que basa su capacidad de actuación en la variación de los tipos de interés.

El proceso de desintermediación / reintermediación también ha tenido una serie de efectos sobre los que sería interesante detenerse. Ha dado lugar a una concentración de la capacidad de financiación y de compra de activos en manos de unos pocos grandes inversores institucionales. Estos agentes, además, se encuentran, habitualmente, fuertemente relacionados con grupo bancario – financieros de corte más clásico.

Como consecuencia de esta concentración, los niveles de contratación y precios de los activos pueden verse influidos por la actividad coordinada de algunos de estos agentes. Por tanto, los inversores institucionales acumulan una gran capacidad de compra de activos financieros, lo que da lugar a que tengan un fuerte poder de mercado que les puede permitir modificar el precio de algunos de ellos. Puede pensarse que la existencia de una fuerte competencia limita las posibilidades de acuerdos colusivos entre ellos. Es decir, evita que se pacten precios. Pero más allá de una práctica consciente, las decisiones las toman una serie de directivos / empleados, con un perfil formativo y en ocasiones, social determinado, que, por tanto, basan sus decisiones en los mismos parámetros. Adicionalmente, en una actividad donde la ausencia de una completa información, la rumorología o simplemente el deseo permanente de anticiparse a los movimientos del rival forman parte de su día a día, la concentración del poder de compra en una serie de empresas dirigidas por personas y equipos que comparten una misma racionalidad, en un mercado fuertemente volátil, no hace sino acentuar esa volatilidad. Porque ante una situación dada, los gerentes tienden a actuar todos en la misma dirección. Es decir, se provocan frecuentemente pánicos que terminan produciendo rápidas depreciaciones del precio de los activos. Por eso, parece que ante esta inestabilidad estructural, más que nunca es necesaria una gestión “prudente” y guiada por “criterios técnicos” de las carteras y no comportamientos puramente “reactivos” como los que han predominado en los últimos episodios financieros (crisis asiática o crisis rusa). (Gowan, 1999; Fitzgerald, 2000)

Pero la punta de lanza del capitalismo financiero prefiere incurrir en “riesgos” mucho mayores. De este modo, se desarrollan actividades como la inversión en empresas de alto riesgo (NASDAQ), como la especulación con activos monetarios (hedge funds) o con activos con baja liquidez localizados en los denominados mercados emergentes, etc. Este patrón de comportamiento tendente a la creación de agentes especializados en actividades financieras de alto riesgo lleva consigo un fuerte aumento de la volatilidad y

tiene implicaciones muy importantes en el riesgo sistémico. El caso del Long Term Capital Management (LTCM) así lo ilustra. En principio, se trataba únicamente de un fondo especulativo en el que invertían su dinero multimillonarios de todo el mundo. Pero, como todos los hedge funds funcionaba con un alto nivel de apalancamiento. Así se estima que por cada dólar de recursos propios, el LTCM conseguía especular con 250 dólares obtenidos de préstamos de los principales bancos fundamentalmente norteamericanos. Cuando el LTCM como consecuencia de una política de inversiones poco prudente – lo que hasta cierto punto es inherente a su propia naturaleza de fondo dedicado a la especulación – entra en quiebra amenaza no ya el dinero invertido directamente en él, sino los avales de sus socios (necesarios para la obtención de los préstamos) y, en última instancia, la propia solvencia de los bancos prestamistas. Por tanto, la actuación de un único agente ha provocado una situación de riesgo para el sistema financiero, en primera instancia norteamericano y, en última instancia mundial. Esto explica que finalmente la Reserva Federal norteamericana otorgase una serie de créditos y donaciones de fondos en situaciones muy ventajosas para salvar el LTCM. Con lo cual, se asiste a una curiosa paradoja. Los Hedge Funds como el LTCM son fondos especulativos que obtienen importantes beneficios a corto plazo, pero, realmente, el riesgo asumido por ellos es muy inferior al que se les supone, ya que, en caso de quiebra sus implicaciones sobre el conjunto del sistema financiero mundial son tales que los bancos centrales acuden en su rescate. Por tanto, los millonarios que invierten en este tipo de instrumentos pueden estar tranquilos. Si ganan dinero será entero para ellos y si lo pierden, no deben preocuparse, las autoridades monetarias discretamente asumirán las pérdidas para así evitar males mayores.

Todo esto debe llevar a una reflexión de fondo sobre el modelo de sistema financiero inducido por los procesos de innovación y desintermediación y sobre los efectos derivados del mantenimiento o, incluso, de la profundización en las dinámicas actuales de funcionamiento de los mercados de capital.

## BIBLIOGRAFÍA

AGLIETTA, M. (1995): “Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE”. Pensamiento Iberoamericano, nº 27,19-42

AGLIETTA, M. Y MOATTI, S. (2000): *Le F.M.I. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*. Economica.

AGLIETTA, M. (2001) *Macroéconomie financière*. La Decouverte.

BALLARÍN, E. (1985) *Estrategias competitivas para la Banca*. Ariel.

BELLO, W. ET ALTER (1999) *Dark victory: The United States and the global poverty*. Pluto Press y Food First.

BELLO, W. ET ALTER (2000) (EDTS) *Global finance: New thinking on regulating speculative financial markets*. Zed Books.

BOURGINAT, H. (1992) *Finance internationale*. Presses Universitaires de France.

BOURGINAT, H. (1995) *La tyrannie des marchés. Essai sur l' économie virtuelle*. Economica.

BOYER R. (1994) *La Teoría de la regulación: un análisis crítico*. Ed. Alfons el Magnanim

CAVANNA, H. (1992) *Financial innovation*. Routledge.

CORBRIDGE, S; TRHITT, N. Y MARTIN R. (1994) *Money, Power and Space*. Blackwell.

CHESNAIS, F. (1997) (edit) *La mondialisation financière. Génése, coût et enjeux*. Syros.

DANAHER, K. Y YUNUS M. (1994) *50 Years is Enough: The case against the world bank and the international monetary fund*. South End Press.

DION, L F. (1995) *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grand-Bretagne et en Italie*. La Documentation Française.

FARNETTI, R. (1996): “Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo – saxons dans l' essor de la finance globalisée” en CHESNAIS, F. (1997) (edit) *La mondialisation financière. Génése, coût et enjeux*. Syros.

FITZGERALD, V. (2000) “The (in)security of international finance”. VII Jornadas de Economía Crítica. Albacete.

GOWAN, P. (1999) *La apuesta de la globalización: La geoeconomía y el imperialismo euro – estadounidense*. Editorial Akal.

GUTTMAN (1997) “Les mutations du capital financier” en CHESNAIS, F. (1997) (edit) *La mondialisation financière. Génése, coût et enjeux*. Syros.

HARRINGTON, R. (1992) “Financial innovation and international banking” en CANANNA (Edt) *Financial Innovation*. Routledge.

KAHLER, M. (EDT) (1998) *Capital flows and financial crises*. Cornell University Press.

LARRAÍN G. Y WINOGRAD, C.D. (1996) “Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie. Le cas de l’Argentine et le Chili”. *Revue Économique* n°6, páginas 1373 – 1408.

LLEWELLYN, D. (1992) “Financial innovation: a basic analysis” en CANANNA (Edt) *Financial Innovation*. Routledge.

MILLMAN, G.J. (1996) *Especuladores internacionales: Los nuevos vándalos*. Ediciones Deusto.

NAREDO, J.M. (1998): “Sobre la función mixtificadora del pensamiento económico dominante”. *Archipiélago*, n° 33, páginas 12-26.

NELL, E.J. (2000): “Transformational growth and financial instability: the rate of interest and the rate of growth” en VII Jornadas de Economía crítica.

PALAZUELOS. E. (1998): *La Globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Editorial Síntesis Economía

SERFATI (1996) “Le rôle actif des groupes à dominance industrielle dans la financiarisation de l’économie” en CHESNAIS, F. (1997) (edit) *La mondialisation financière. Génése, coût et enjeux*. Syros.

SOROS, G. (1999) *La crisis del capitalismo global: la sociedad abierta en peligro*

STEIL, B. (EDT) (1994) *International financial market regulation*. John Wiley and sons.

WRAY, L.R. (1990) *Money and credit in capitalist economies: The endogenous approach*. Edward Elgar.

ZUCHELLA. A. (1992) *Le imprese e il mercato unico*.