

# INNOVACION FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO

Rosa M.<sup>a</sup> GELPI

Como es sabido, una de las principales características de la evolución de los mercados financieros de estos últimos años ha sido la intensidad de la innovación financiera. Me gustaría insistir sobre uno de los temas que se trata en otros artículos de este número: me refiero a las ventajas y los inconvenientes de la innovación financiera, es decir, ¿podemos considerar que el balance es globalmente positivo o, al contrario, que amenaza una situación económica particularmente frágil? La respuesta no me parece en absoluto evidente. Se trata, hasta cierto punto, de una experiencia histórica y, por tanto, tendrán que transcurrir aún varios años hasta que podamos darnos cuenta de las complejas consecuencias e implicaciones de la actual revolución financiera. El análisis de experiencias pasadas nos ofrece, sin embargo, algunas enseñanzas. Por descontado, como dice Didier Bruneel en su artículo (pág. 72), no es la primera vez que se producen innovaciones financieras importantes. Podemos también decir que las innovaciones financieras han sido indispensables para financiar el crecimiento económico. Sin innovaciones financieras no habría habido crecimiento económico. Los instrumentos financieros se han transformado continuamente para adaptarse a las necesidades de la expansión, la han seguido y la han favorecido.

Pero la experiencia histórica nos enseña también que las consecuencias de las innovaciones financieras, podría decirse de las revoluciones financieras, no siempre han sido positivas. Cabe también destacar, cuando se mira un poco hacia el pasado, que el hecho de que las consecuencias de las innovaciones financieras sean favorables o desfavorables depende, muy a menudo, más de las circunstancias que presiden su aparición y su desarrollo que de las características técnicas de las innovaciones mismas. Y se puede también observar que, en general, cuando una innovación financiera tiene éxito, perdura,

incluso muchas veces perdura durante siglos. En cambio, cuando una innovación financiera fracasa, desaparece o bien se transforma. Pasaré muy rápidamente revista a tres ejemplos que ilustran lo que acabo de exponer:

En primer lugar, dos innovaciones financieras muy antiguas, pero que han tenido un gran éxito, que han contribuido mucho al crecimiento económico y que actualmente utilizamos todavía abundantemente: la primera de ellas es la letra de cambio, que aparece a finales del siglo XII. Lo interesante es observar que esta letra de cambio aparece en Italia en un momento en el que las ciudades italianas empiezan a aumentar considerablemente el comercio internacional, y se desarrolla en el momento de mayor auge económico de las ciudades italianas. Segundo ejemplo positivo: el billete de banco, bien conocido por todos nosotros. Aparece y se desarrolla a mediados del siglo XVIII en Inglaterra, en el momento en que este país se ha convertido en una de las primeras potencias comerciales y está a punto de convertirse en la primera potencia industrial. Se ha dicho del billete de banco que ha sido el acelerador del capitalismo.

Citaré, además, una experiencia de innovación financiera que ha tenido efectos no muy favorables, y la cito porque es una experiencia española, que supongo que todos ustedes conocen. Me refiero a las innovaciones financieras importantes que ocurrieron en España a mediados del siglo XVI y que se desarrollaron en el siglo XVII: asientos, juros y censos. Estas innovaciones se desarrollan, en cambio, en un momento en que la economía no se va a desarrollar muy favorablemente, y lo que se puede constatar es que, a medida que la situación económica se deteriora, aumenta la circulación del papel, y esto contribuye a acentuar ese deterioro de la situación económica.

Dejemos la historia y volvamos a lo que nos interesa en realidad, la situación actual. ¿Qué puede decirse del origen de la mayoría de las innovaciones financieras actuales? Se ha hablado ampliamente de este tema. Lo que sí puede decirse es que la mayoría de las innovaciones financieras actuales no tienen como origen el crecimiento económico. Si no tienen como origen el crecimiento económico, ¿cuáles son los factores que han impulsado este amplio movimiento? Tres factores principales, de los que ya se ha hablado mucho: primer factor, sobre el que no insistiré, el factor tecnológico; mejora de las comunicaciones, informática, etcétera.

El segundo, que me parece mucho más importante, lo podríamos resumir, en conjunto, como factor de crisis, compuesto por los siguientes elementos: el primero, desde un punto de vista cronológico, es la dislocación del sistema monetario internacional, que ha sido uno de los factores principales que ha originado la inestabilidad de las tasas de cambio. El segundo es la aceleración de la inflación de los años setenta, suceso que ha tenido consecuencias múltiples, como ya se ha dicho reiteradamente. Ha modificado el comportamiento, entre otros, de los ahorradores, que han pedido tasas de interés más elevadas, y ha modificado también el comportamiento de las autoridades monetarias. Todo ello se ha traducido en un aumento de las tasas de interés reales y, a la vez, en un aumento de la inestabilidad de las tasas de interés. El tercer elemento de este factor de crisis es el estancamiento económico, que ha aumentado el riesgo de insolvencia, el riesgo relacionado con el crédito. Cuarto elemento de crisis: la aparición de desequilibrios económicos de gran magnitud, reciclaje de los petrodólares primero y más tarde financiación de distintos déficit, entre ellos el americano, pero también el déficit presupuestario de la mayoría de los países industriales. El conjunto de todos estos elementos que acabo de mencionar ha provocado, a su vez, un incremento general del riesgo: riesgo de tipos de cambio, de tipos de interés, de crédito... Ha provocado también un aumento de la demanda de financiación, pero no relacionado con un mayor crecimiento económico, sino con la financiación de los déficit en una situación de casi estancamiento o poco crecimiento.

Así pues, vemos los dos factores principales que han impulsado estas innovaciones: cobertura de riesgos y financiación de déficit, y, como se menciona en otros artículos de este número, la difusión de estas innovaciones ha estado favorecida por el tercer conjunto de factores: los

que podríamos llamar factores institucionales. Me refiero, naturalmente, al proceso de liberalización de los mercados financieros que se ha producido en la mayoría de los países industrializados.

¿Cómo han reaccionado los operadores y las instituciones financieras frente a estas evoluciones en cuanto a la cobertura de riesgos? Para cubrir los riesgos de variación de precios, las instituciones financieras han recurrido a la reducción del plazo de los préstamos, a la generalización de las tasas de interés variables, a la utilización de mercados de futuros y a la utilización de *swaps*. Se ha intentado también, para cubrirse frente al riesgo de crédito, transferir este riesgo transformándolo en títulos negociables. Ello, conjuntamente con el aumento de las necesidades de financiación del sector público, ha favorecido un importante desarrollo de los mercados de capitales.

Veamos ahora cuáles han sido los primeros resultados de las transformaciones que acabamos de mencionar. Se puede decir que, por ahora, la financiación de los déficit presupuestarios en la mayoría de los países industrializados no ha encontrado mayores problemas. Se sigue aún considerando en los mercados internacionales que el Estado de los países industrializados es uno de los mejores riesgos; la prueba, la nota de las tres A que consiguen tener la mayoría de los estados de los países industrializados. No se puede decir lo mismo de la financiación de los países en vías de desarrollo, que encuentra cada vez mayores dificultades. Esto es lógico desde un punto de vista financiero, pero es un factor más de estancamiento económico si se razona en términos de economía internacional.

Ahora bien, en cuanto a la cobertura del riesgo, las recientes innovaciones permiten a ciertos agentes individuales cubrir sus riesgos, aunque hay que mencionar que esta cobertura cuesta cara. Sin embargo, desde un punto de vista global no hay disminución del riesgo, sino más bien transferencia de éste de unos agentes a otros. E incluso se puede decir que no sólo hay transferencia, sino que posiblemente hay incluso un aumento, debido a diferentes factores tales como: el aumento de la competencia entre las instituciones financieras, que se ha traducido en muchos casos en una disminución de los márgenes; el aumento de las operaciones, y el crecimiento considerable de las operaciones fuera de balance. Otro factor a tener en cuenta es la posibilidad de especulación que ofrecen los nuevos mercados. Y mencionaré también un

cierto empeoramiento de la situación de la deuda internacional, debido a la persistencia del estancamiento económico.

En resumen, podemos decir que las innovaciones financieras actuales han tenido más bien efectos positivos, efectos, sin embargo, que podríamos quizá describir por una analogía diciendo que se trata de una especie de medicina que ha mantenido al enfermo con vida, si como enfermo tomamos la economía internacional, pero que por ahora no lo ha curado. Entonces, ¿cuál podría ser actualmente la mejor innovación financiera? Quizá sería un sistema monetario internacional que garantizase la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Es, naturalmente, mucho más fácil de decir que de hacer. Esto exigiría una coordinación muy avanzada de las políticas económicas, que parece, por ahora, bastante difícil de realizar. Podemos esperar que tanto las autoridades como las institu-

ciones financieras continúen dando muestras, como lo han hecho hasta ahora, de una gran prudencia, evitando de esta forma que la medicina que mantiene con vida al enfermo lo mate por sobredosis.

¿Cuáles son los conflictos y los arbitrajes que se tienen que hacer? Desde el punto de vista de las autoridades monetarias, conciliar el movimiento de desregulación indispensable para adaptarse a la nueva situación, con un movimiento compensador de reestructuración que permita aumentar los reglamentos prudenciales. Desde el punto de vista de las instituciones financieras también hay que conciliar la prudencia de un comportamiento que permita, en la situación actual, que es bastante delicada, controlar el riesgo, con un comportamiento extraordinariamente dinámico y flexible para poderse adaptar a las transformaciones actualmente en curso en la mayoría de los mercados.