

## DERIVADOS, MATERIAS PRIMAS Y ESPECULACIÓN

Roberto Soto

### RESUMEN

Una de las características de la economía a nivel internacional es la volatilidad en los precios de las materias primas, los cuales son influidos por diversas variables, donde la especulación que se genera en el sistema financiero, en particular el mercado de derivados en materias primas, es determinante en su formación. Lo anterior es característica del proceso de financiarización, existiendo un dominio de las finanzas en la economía y la parte productiva no está siendo factor en el proceso económico, generando episodios de crisis profundas y recurrentes.

**Palabras clave:** Materias primas, mercado de derivados, especulación, precios, volatilidad, financiarización, sistema financiero

## RAW MATERIALS, DERIVATIVE PRODUCTS AND SPECULATION

### ABSTRACT

Volatility in the prices of raw materials is a feature of the global economy. There are diverse variables that impact these prices, leading to speculation in the financial system, especially in the market for products derived from raw materials. This situation is characteristic of financialization, where finances become dominant in the economy and the productive side is less of a factor, leading to profound episodes of recurring crisis.

**Key words:** Raw materials, derivative product markets, speculation, prices, volatility, financialization, the financial system.

## INTRODUCCIÓN

En la economía se han venido imponiendo nuevas formas de competencia, lo cual implica que los participantes adopten las pautas que marca el proceso de desregulación financiera, que ha conducido a una creciente libertad de negocios y provocado transformaciones en el sistema económico, las cuales se han profundizado desde la década de los ochenta del siglo xx; a decir de Guttmann (2009), vivimos en un sistema dominado por las finanzas.

Las transformaciones que se dieron a partir del proceso de desregulación apuntalan los aportes de Shiller (2003) y Stiglitz (2002), quienes señalan que éstas fueron desarrollándose en forma irracional, algo paradójico en una economía dominada por el pensamiento neoclásico que parte de la premisa fundamental de que los agentes actúan en forma racional.

La nueva competencia y los escenarios de crisis más recurrentes acrecentaron la necesidad de cubrirse de:

- a) Múltiples y crecientes riesgos de las operaciones financieras.
- b) Volatilidad de las tasas de interés y de la cotización de las monedas, así como de las *commodities*.
- c) Sobreendeudamiento y quiebra de corporaciones financieras y no financieras.
- d) Persistente inestabilidad en las expectativas de rentabilidad de los activos, financieros y no financieros.

Estos factores incidieron en la utilización de todo tipo de innovaciones financieras, más aún, la amplia difusión de las dificultades financieras en las vísperas de una crisis e incluso en momentos de elevada iliquidez de los mercados, incentivaron y dieron lugar al crecimiento explosivo de los mercados de derivados.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Para quienes operan los derivados (visión ortodoxa) tal como los inversionistas institucionales y bancos principalmente, afirman que los instrumentos financieros derivados se crearon con el fin de disminuir los riesgos financieros y mejorar la eficiencia financiera y el precio de estos instrumentos depende de la tendencia futura del valor subyacente o de referencia (mercancías, activos financieros). Para otros operadores, analistas y académicos principalmente (visión heterodoxa), los derivados sirven como medio para realizar actividades de especulación y evadir aspectos impositivos y legales, cuya finalidad es generar ingresos extraordinarios, provocando en algunos casos dificultad a las instituciones financieras y monetarias en la consecución de sus objetivos (Soto, 2010).

Es decir, hablamos de un mercado (tanto organizado como *Over the Counter*, OTC)<sup>2</sup> que a valor nominal<sup>3</sup> representó en 1989 3.8 billones de dólares y en diciembre de 2012 alcanzó más de 695 billones de dólares, significa casi 10 veces el producto mundial. Por su naturaleza, es un mercado autorregulado, opaco, sobre-apalancado, especulativo y por tanto riesgoso.

Una característica de este mercado es que puede influir en los precios de los activos financieros y no financieros (Soto, 2010), principalmente por su carácter especulativo de la gran mayoría de éstos (92% de los contratos se negocian en el mercado OTC).

Existen diversos factores que influyen en la formación de precios, los cuales dependerán del enfoque teórico que se maneje: perturbaciones naturales, manipulación de mercados, oferta y demanda, factores políticos y sociales, volatilidad en variables financieras y la especulación financiera. Es en esta última en la que nos enfocaremos en este capítulo, cuyo objetivo es analizar el uso de la especulación en la formación de precios de las materias primas, en particular, del petróleo y los productos agrícolas.

## DERIVADOS Y DESREGULACIÓN FINANCIERA

Los mercados financieros se convirtieron desde el rompimiento de Bretton Woods en un espacio de renovada competencia entre conglomerados financieros y no financieros, en la búsqueda de un rendimiento creciente.

En particular, el mercado de derivados se transformó en un vehículo de generación de liquidez y de ganancia muy importante, tanto para bancos como para instituciones financieras no bancarias.

Una de las razones de esta transformación fue la necesidad de las empresas de alcanzar nuevos medios de financiamiento, considerando que su fuente principal es el volumen, liquidez y administración financiera de sus reservas y todo tipo de líneas de crédito, por lo que los conglomerados adaptaron sus tesorerías con las mejores innovaciones y el personal más calificado para poder

---

<sup>2</sup> OTC es el mercado no organizado, es decir, el que no tiene un lugar físico, sus contratos no están estandarizados y la mayoría de sus operaciones no son reguladas por una autoridad monetaria, dado que se autorregulan solas.

<sup>3</sup> Valor nominal se refiere al monto que se establece al inicio del contrato, aunque no necesariamente corresponde al que se negocia al final del mismo. Por lo general, el que se negocia al final del contrato es menor al que se establece al inicio.

cumplir sus objetivos. Este punto es fundamental para entender la complejidad de las operaciones con instrumentos derivados.

¿Cuál es su objetivo? En esencia, recurren al uso de los instrumentos financieros derivados (IFD) y de la contabilidad creativa y así ocultar pérdidas o justificar ganancias y refinanciar pasivos, haciéndose cada vez más opaco tanto el balance de las empresas como de los intermediarios financieros, en particular del sistema bancario (Soto, 2010). Aunque de manera desigual, la ganancia financiera generada con la innovación se ha distribuido a todo lo largo de los mercados financieros, especialmente en los mayores mega-conglomerados financieros, pero también en los fondos de inversión y tesorerías de grandes empresas no financieras. La utilización de estos instrumentos también permite la diseminación del riesgo a otro tipo de agentes, difundiendo ciertos riesgos hasta el punto que permanecen ocultos para los reguladores los propios grandes participantes en los mercados.

Lo anterior ha propiciado que los productos derivados generen y alimenten la formación de burbujas especulativas, debido a que pueden modificar los precios relativos de los activos financieros y no financieros, con lo que se pueden generar olas de inflación financiera, inestabilidad y crisis. Dichas burbujas han sido un factor esencial en la concentración del excedente; asimismo, han llevado a las empresas a buscar ingresos y rentabilidad para mantener crecientes los precios de sus acciones (Partnoy, 2003).

Con ello se ha provocado que el precio de las acciones se sitúe en niveles que no corresponden con los resultados productivos, incluso provocando cambios significativos en los conceptos contables, en los procesos de valuación de los distintos componentes del balance y en la formulación de los resultados y balances. De tal manera que incluso existe la idea de que la contabilidad de las empresas ha sido reestructurada con la lógica de financierización de la economía, es decir, buscan incrementar sus ingresos mediante el manejo de la ingeniería financiera en mercados distintos al del producto.

## **FINANCIARIZACIÓN Y ESPECULACIÓN**

Se sostiene que a través del comercio de derivados algunos intermediarios financieros y corporaciones no financieras pueden obtener una parte importante de sus ingresos, dejando de lado la dependencia en su actividad tradicional (en el caso de los bancos, otorgando crédito a una empresa tradicional mediante la realización de su producción), es decir, pasamos al proceso de financierización.

La innovación financiera ha permitido que los conglomerados financieros y no financieros<sup>4</sup> utilicen la ingeniería financiera para aumentar su liquidez y diseminar riesgos. Las grandes empresas enfrentan una fuerte competencia, por lo que buscan una nueva forma de incrementar sus ganancias; utilizan a sus tesorerías y manipulan sus estados contables por medio de la contabilidad creativa, permitiéndoles alcanzar sus objetivos financieros. Tanto los conglomerados financieros como no financieros adoptaron un proceso denominado financiarización, el cual se refiere "...al creciente papel de las motivaciones financieras, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en las operaciones de las economías domésticas e internacionales" (Guttman, 2009).

Este proceso consiste en la búsqueda del máximo valor accionario, es decir, el objetivo de las corporaciones es incrementar el valor de las acciones en el corto plazo, dejando en un segundo plano los objetivos de largo plazo, asociados a la parte productiva de la empresa. Para lograrlo los mega-conglomerados recurren a los mercados de derivados, en los cuales realizan operaciones financieras de alto riesgo sobre-apalancadas y en la mayoría de los casos en paraísos fiscales, generando nuevos ingresos, administrar sus activos, pasivos y capital y así lograr una gestión fiscal favorable.

Por ejemplo, los accionistas de las corporaciones le dan prioridad al valor accionario, debido a que forma parte de su sueldo/compensaciones y está asociado al pago de *stocks options*<sup>5</sup> (muy populares en el caso de Enron), lo que provoca que se pase a segundo plano lo relacionado con la inversión productiva, es decir, la lucha existente entre el capital financiero (que en su gran mayoría es un capital virtual) *versus* régimen de acumulación (salarios/producción).

El proceso de desregulación financiera ha provocado que los precios de los activos financieros y no financieros se determinen en gran parte por las operaciones que se realizan en el mercado de derivados, lo cual altera los precios en el mercado al contado, teniendo como consecuencias enormes procesos de volatilidad y sus colaterales; esto último es contrario a lo que postula la teoría

---

<sup>4</sup> Los conglomerados financieros son las instituciones financieras como los bancos comerciales, los fondos de cobertura, sociedades de inversión, etcétera, y los conglomerados no financieros (CNF) son las grandes empresas que forman el sector productivo como automotrices, comerciales, entre otras.

<sup>5</sup> Las *stocks options* (opciones sobre acciones) son una forma de pago a los ejecutivos de las empresas, quienes reciben acciones de la empresa como regalías. Estas acciones se pueden negociar en el mercado de derivados y obtener jugosas ganancias.

ortodoxa: en un ambiente de competencia perfecta, de libertad económica, son las mismas fuerzas del mercado las que determinan los precios.

El Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Seguridad Alimentaria y Nutrición de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en diversos estudios coincide en que la especulación en el mercado de futuros es un factor determinante en la formación de precios de las materias primas (FAO, 2011).

Wray (2009) considera que el proceso de financiarización es el responsable del aumento de las materias primas durante 2007-2008, es decir, los inversionistas institucionales y los bancos comerciales imponen los precios de las materias primas, las cuales no están al alcance de los más pobres. La FAO afirma que “las nuevas bolsas difirieron notablemente de los modelos anteriores: el centro de atención se desplazó de los intereses de las empresas comerciales a las necesidades de los productores” (FAO, 2011: 28).

Siendo esto último la consecuencia de todo el proceso especulativo, en este caso, provocar inseguridad alimentaria, agravando la desnutrición y la pobreza, tal como lo han mencionado en 2012 el Banco Mundial y la FAO.

## **FORMACIÓN DE PRECIOS DE LAS *COMMODITIES***

Como ya se ha señalado, dentro del sistema financiero el mercado dominante es el de derivados, y resulta una pieza fundamental (aunque no única, es necesario considerar su importancia debido a que rompe con los esquemas ortodoxos de la determinación de precios en los mercados) en la formación de precios de los activos financieros y no financieros.

Esto se justifica por las enormes operaciones que se realizan en el mercado de futuros (entre otros), cuyos subyacentes son el petróleo, los productos agrícolas, lo que ha provocado una gran volatilidad en el precio de las *commodities* a lo largo de la primera década del siglo XXI. Por tanto, ¿cómo es posible que los precios fijados en un contrato de derivados sobre un subyacente estén contribuyendo a la determinación del precio al contado? La respuesta la podemos tener en dos vertientes:

a) Según la teoría convencional, se plantea la convergencia de los precios futuros con los precios al contado, es decir, cuando se acerca la fecha de vencimiento de un contrato de futuros, el precio del futuro tiende a converger hacia el precio al contado del activo subyacente. Esta teoría habla de una convergencia que permite hacer más eficientes los mercados, en particular el financiero. Por tanto, a partir de esa visión se plantean dos escenarios probables:

1. Que el precio del futuro esté por encima del precio de contado durante el periodo probable de entrega. Cuando ocurre, se da una clara oportunidad de arbitraje: *a)* venta de un contrato de futuros, *b)* compra del activo, *c)* entrega del activo. Se podrá producir una serie de beneficios iguales a la diferencia entre el precio del futuro y el de contado. Conforme los operadores saquen provecho de esta condición, el precio del futuro disminuirá.
2. Que el precio del futuro esté por debajo del precio al contado en el periodo de entrega. En este escenario, las empresas interesadas en adquirir el activo comprarán el contrato de futuros y esperarán la entrega. Aquí ocurre el caso contrario al escenario anterior, a medida que esto suceda el precio del futuro tenderá a subir.

El resultado último de estos escenarios será que el precio del futuro va a estar cerca del precio al contado durante el periodo de entrega, es decir, convergen los precios de ambos mercados. Para autores como Hull (2002) y Jarrow y Turnbull (1996), esto se debe a que los especuladores no negocian contratos de futuros, a menos que la ganancia esperada sea favorable, por el contrario, los coberturistas pueden esperar pérdidas debido a los beneficios de la disminución del riesgo que obtienen en un contrato de futuros. Si existen más especuladores, habrá una tendencia del precio del futuro a ser menor que el precio al contado esperado en el futuro. Pero en caso contrario, la tendencia del precio del futuro habrá de ser mayor que el precio al contado esperado en el futuro.

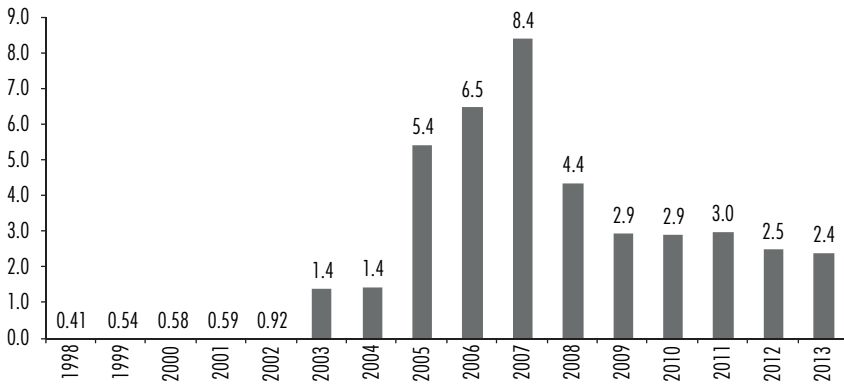
*b)* Sin embargo, contrario a lo que plantea la literatura convencional, podemos decir que esto no ocurre así, porque la especulación ha sido fundamental para el crecimiento del mercado de derivados y, en realidad, los precios no convergen, dado que si así lo hicieran la especulación no tendría razón de ser, por tanto, los derivados tampoco.

Los inversionistas institucionales (II) realizan un gran número de operaciones con contratos en el mercado de derivados, que influye en forma determinante la formación de precios de los activos financieros y no financieros; por ello no debería hablarse de convergencia, sino de formación de precios. Para ejemplificar retomemos los casos del maíz y el petróleo.

### **Contratos OTC y el caso del maíz**

El volumen de recursos que se negocia en el mercado de derivados (en este caso hablemos del OTC sobre *commodities*, incluye a los productos agrícolas, petróleo, entre otros) muestra que tuvo un importante repunte en el valor de los contratos negociados, tal como se aprecia en la Gráfica 1.

Gráfica 1. Contratos OTC sobre *commodities*, billones de dólares, valor nominal

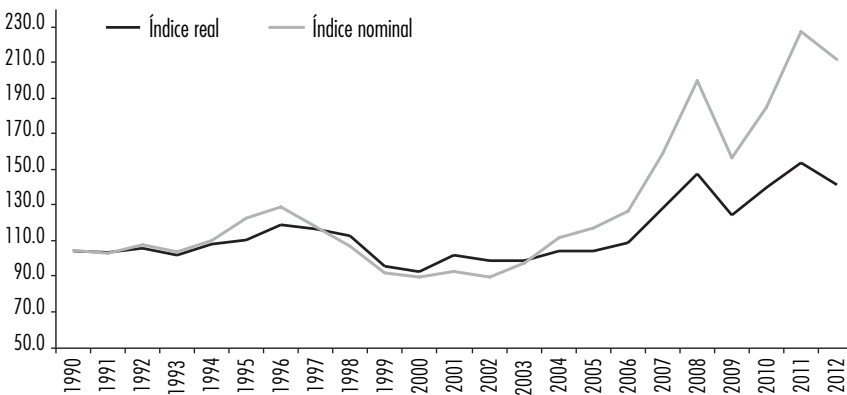


\* La información corresponde hasta el primer semestre de 2012.

Fuente: Bank for International Settlements, información en línea <http://www.bis.org>

Los datos anteriores reflejan el nivel de especulación que se alcanza en el mercado de derivados. En 2007 se negociaron 8.4 billones de dólares en contratos OTC sobre *commodities*, siendo 2002 cuando se muestra una tendencia a la alza en el valor de los contratos, que coincide con el alza que se presentó durante 2006-2007 en los precios *spot* (al contado) de productos agrícolas, como se puede observar en la Gráfica 2.

Gráfica 2. Índice de precios de alimentos, 1990-2012

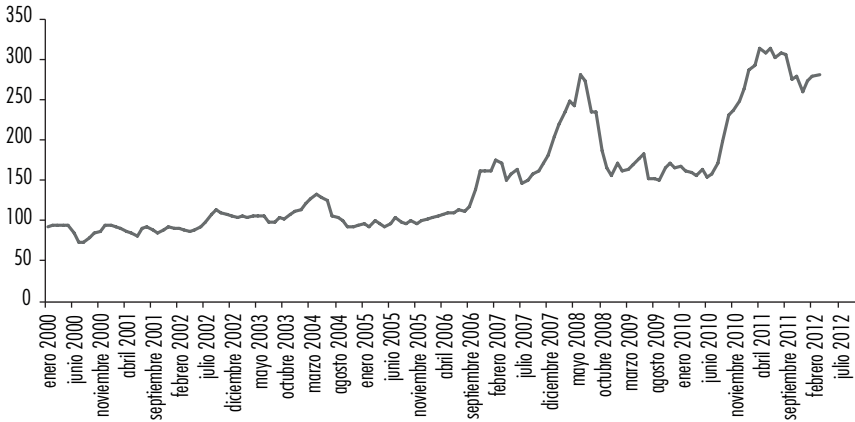


Fuente: Elaboración propia con base en FAO.



Al respecto, si analizamos el comportamiento de los precios *spot*<sup>6</sup> de los productos agrícolas (maíz), observamos un fuerte incremento a partir de 2006 y 2007, como se ilustra en la Gráfica 3; esto coincide con el aumento en los contratos OTC de *commodities* en el mismo periodo.

Gráfica 3. Precio internacional del maíz, dólares por tonelada, valores nominales 2000:1-2012:10



Fuente: Food and Agriculture Organization of United Nations, información en línea.

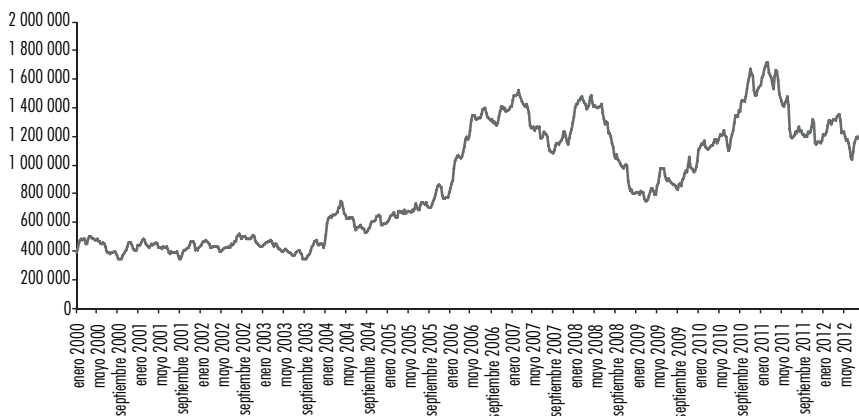
Comparando las cifras anteriores con el número de contratos abiertos de futuros sobre maíz, como lo muestra la Gráfica 4, podemos observar un incremento muy importante en las operaciones a partir de enero de 2006, es decir, existe una relación de causalidad entre el mercado de futuros y el *spot*, por tanto, es el de futuros el que influye en los precios del *spot*.

Esto último lo podemos relacionar con el Informe sobre Comercio y Desarrollo 2008 “los precios de los futuros son uno de los criterios determinantes de los precios al contado” (2008: 23).

De hecho, un informe del Institute for Agriculture and Trade Policy de enero de 2009 describe que la especulación de los precios es un factor fundamental en el incremento de los precios al contado (*spot*), que según estimacio-

<sup>6</sup> Son los precios con los cuales se realizan las transacciones en el mercado real o al contado.

Gráfica 4. Futuros sobre maíz. Interés abierto  
2000:1-2012:08



Fuente: Elaboración propia con base en Commodity Futures Trading Commission.

nes realizadas por consultores del CBOT,<sup>7</sup> el 31% del incremento del precio del maíz se debió a la fuerte especulación financiera (podemos comprobarlo con los datos de la Gráfica 1), independientemente de los factores fundamentales de oferta y demanda del mercado.

Es decir, la especulación es un factor fundamental en la determinación de los precios de los productos agrícolas (maíz), por el hecho de que el valor de los contratos está por encima del valor de la producción real y, por otra parte, porque anticipan el comportamiento de los precios *spot*, dado que estos contratos tienen una temporalidad, en un horizonte que permite darse una idea del comportamiento esperado de los precios *spot*.

### El caso del petróleo

Si analizamos el caso del petróleo, debemos decir que éste tiene un alto valor agregado, tanto por su naturaleza como desde el punto de vista financiero.

<sup>7</sup> El Chicago Board of Trade (CBOT) es uno de los mercados de derivados más antiguo, en él se negocian contratos de futuros y opciones. Actualmente, se encuentra fusionado con el Chicago Mercantile Exchange (CME), creando uno de los mercados de derivados más poderosos del mundo.

En los últimos años, una de las mercancías que ha tenido grandes volatilidades en su precio ha sido el petróleo. En virtud del enorme significado económico y financiero para el país y al enorme nivel de ganancias que genera para los que negocian, es importante considerar cómo puede determinarse su precio.

Una forma en que se determina el precio del petróleo<sup>8</sup> es a través del manejo que se realiza en el mercado de derivados de los contratos de futuros sobre petróleo.<sup>9</sup> Los precios de estos instrumentos forman las expectativas del precio del energético. Los contratos del mercado de derivados son un referente en el aprovisionamiento de los grandes conglomerados que contratan esta mercancía, a partir de los precios que se establecen en el mercado de futuros sobre petróleo (Vilariño, 2005; Jalife, 2006).

Es muy importante destacar las siguientes interrogantes: ¿quiénes son los operadores?, ¿quiénes son los que están al frente de los movimientos de precios en los mercados de futuros sobre petróleo? Las respuestas son sencillas: son los mismos que operan el resto de los mercados de derivados, es decir, bancos e  $\Pi$ , en particular los fondos de cobertura<sup>10</sup> (*Hedge Funds*), por lo que, dado el volumen de recursos que manejan (liquidez real y la mayoría de las veces es liquidez virtual), pueden influir en los precios del petróleo, dependiendo la posición que asuman.

Se debe destacar que los participantes en el mercado, en su mayoría, no tienen relación directa con el mercado de petróleo, es decir, no son productores ni consumidores directos, sino solamente buscan una rentabilidad con base en las expectativas sobre los diferenciales de precios; son en realidad arbitrajistas o sencillamente especuladores, que fijan precios, compran y venden contratos como lo fue Enron en su momento en el mercado de energía.

En el 2005, Exxon Mobil obtuvo una ganancia de 25 mil millones de dólares al negociar contratos en las bolsas de intercambio de mercancías de Nueva York y Londres (Jalife, 2006).

---

<sup>8</sup> Para Alfredo Jalife-Rahne, existen cinco formas que influyen en la fijación del precio del petróleo: el precio económico, el desinformativo, el geopolítico, el financiero y el especulativo.

<sup>9</sup> El mercado de futuros de Chicago (CME) es el referente más importante para el análisis estadístico y financiero de *commodities*.

<sup>10</sup> Para conocer la importancia de los *Hedge Funds*, debemos considerar que son alrededor de 10 mil y manejan más de dos billones de dólares en activos financiados con deuda. Estos fondos dominan una parte muy importante del mercado de deuda; negocian cerca del 30% del mercado de renta fija, 55% del mercado de derivados, 55% de bonos de los mercados emergentes, etcétera. Los inversionistas en estos fondos son: fondos mutuos, compañías de seguros, fondos de pensión, incluso los Bancos Centrales.

Y es en estos mercados donde los *Hedge Funds* realizan fuertes transacciones, modificando el precio del petróleo a conveniencia a través del intercambio de contratos, con serias consecuencias para la economía mundial.

Con el fin de responder a la segunda pregunta que se formuló, consideremos el caso de Enron, una pequeña productora de gas natural, resultado de la fusión de *Houston Natural Gas e InterNorth*, que se convirtió en muy poco tiempo en una de las compañías más grandes de Estados Unidos.

Este fenómeno se debió a la innovación financiera que empleó la compañía, ayudada por los contadores de Arthur Andersen y varios bancos de Estados Unidos; es decir, utilizaron instrumentos y mecanismos financieros sofisticados para manipular las ganancias y eludir ciertas regulaciones financieras. Enron operó en los mercados de derivados y energía recién desregulados, por lo que existieron pocos límites para su operación.

En 1997, Myron Scholes declaró que este tipo de compañías tenían la capacidad de superar a los conglomerados financieros debido a que los productos financieros son tan complejos y costosos para negociarlos en los mercados de derivados y “la operación de Enron con derivados de energía extrabursátiles desregulados constituía un nuevo modelo, que algún día reemplazaría a las bolsas de valores organizadas” (Partnoy, 2003: 330).

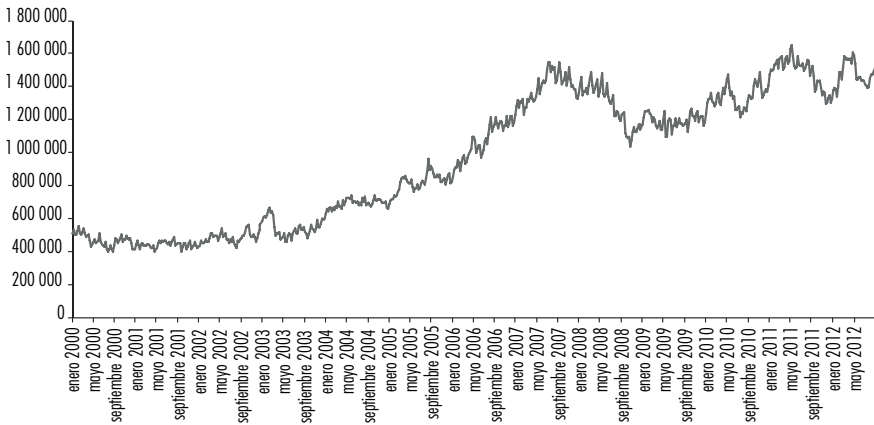
Lo ocurrido con la compañía se puede calificar de tres formas, a partir de los análisis realizados después de la quiebra:

- a. Fue un conglomerado dedicado a la operación con derivados y no una empresa de energía por lo que asumió más riesgos de los esperados.
- b. A partir de lo anterior, Enron obtuvo gran cantidad de ingresos provenientes de este tipo de operaciones, aunque los operadores no comprendían los detalles de este tipo de transacciones dada su propia complejidad. Además, diversos inversionistas institucionales y agencias de calificación dejaron de apoyar a Enron cuando se enteraron del uso de derivados por la compañía.
- c. En realidad, Enron cumplió en buena medida con las disposiciones que marcaba la ley, pero realizó operaciones que no estaban enmarcadas en normas y reglamentos claros. Realizaba operaciones que involucraban sociedades fuera de balance y entidades para fines específicos, las cuales fueron declaradas en sus estados financieros, teniendo así argumentos sólidos para afirmar que sus operaciones eran legales.

El mercado de derivados ha contribuido a modificar el comportamiento de los precios *spot*; esto ha influido de manera significativa en su volatilidad.

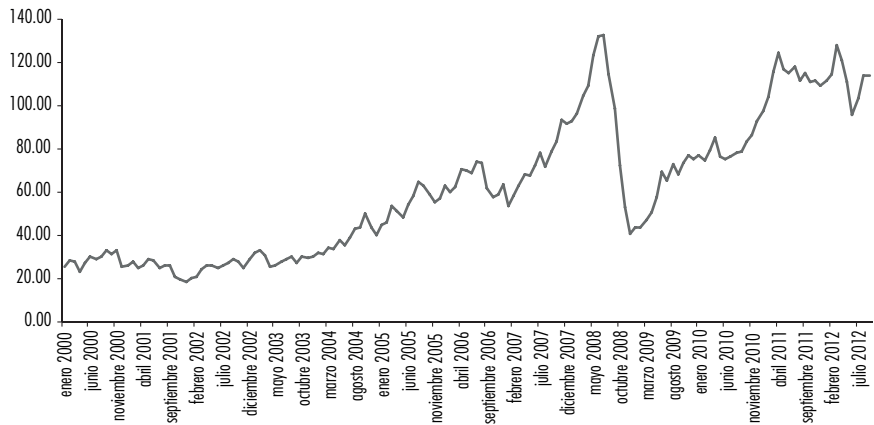
La Gráfica 5 indica el número de contratos abiertos sobre futuros, que se incrementaron en el 2007 en forma sustancial, en particular durante los meses en que el petróleo incrementó su precio tal como se observa en la Gráfica 6.

Gráfica 5. Futuros sobre petróleo. Interés abierto  
2000:1-2012:08



Fuente: Elaboración propia con base en Commodity Futures Trading Commission.

Gráfica 6. Precio *spot* del petróleo, 2000:1-2012:09  
Dólares por barril tipo Brent



Fuente: Elaboración propia con base en el FMI.

Lo anterior demuestra que se formó una burbuja especulativa de productos agrícolas y energéticos (maíz y petróleo) en el mercado de derivados y estalló durante 2006-2007, provocando severos efectos en la economía real de los países.

La historia ha demostrado que los efectos son severos, tal como se está observado en la crisis que se vive actualmente. Los últimos datos para 2011 del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y del gobierno de Estados Unidos destacan que la especulación, lejos de disminuir, sigue incrementándose, por lo que el riesgo del rompimiento de la burbuja especulativa es latente.

Es decir, los precios *spot* de activos financieros y no financieros se determinan una vez considerando los precios que se fijan en el mercado de derivados; claro, pueden existir otros factores pero por el volumen de recursos que se negocia en él es un factor que influye en gran medida en el comportamiento de los precios *spot*.<sup>11</sup>

Los objetivos de las políticas económicas aplicadas (monetaria, industrial, agrícola, alimentaria, etcétera) son difíciles de alcanzar por la falta de soberanía en la determinación y/o incidencia de los precios de las *commodities*, tanto de activos financieros (tipos de cambio y tasas de interés) como de activos no financieros (petróleo, productos agrícolas, etcétera). Por ello existe una dependencia muy fuerte de las consideraciones y acciones que tomen los megaconglomerados financieros y no financieros.

Retomando el Informe sobre Comercio y Desarrollo, se considera difícil “determinar en qué medida la inversión financiera ha influido en el nivel y la volatilidad de los precios de los productos básicos por falta de transparencia y de desglose de los datos existentes. Sin embargo, se ha demostrado que los inversores financieros han influido en la dinámica de los precios a corto plazo. Un ejemplo de ello es la repercusión que han tenido los drásticos cambios en las posiciones financieras tomadas en el mercado del petróleo entre febrero y mayo de 2011. Otro, es la fuerte correlación entre los movimientos de los precios de los productos básicos y la evolución de los mercados de valores y de divisas, que se sabe que han estado expuestos a la especulación” (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, 2011: 26).

Esto provoca una constante incertidumbre debido al comportamiento de los precios, dado que una fuente importante de ingresos proviene de estos productos. Si existen escenarios donde hay una fuerte volatilidad de los precios, sus ingresos se verán reducidos y, por tanto, sus programas de política pública

---

<sup>11</sup> Para un análisis estadístico que demuestre el sentido de causalidad entre el precio que se determina en el mercado de futuros y en el *spot*, ver Soto (2010).

recortados, acentuando los problemas de desarrollo en cada uno de los países, en particular, problemas de empleo, desigualdad, migración, inseguridad, etcétera.

## CONCLUSIÓN

El proceso de financiarización ha llevado a los conglomerados a modificar su funcionamiento tradicional, incurriendo en prácticas financieras de alto riesgo que los pueden llevar a enfrentar grandes pérdidas.

Pero la cuestión no es si han obtenido ganancias/pérdidas ni su monto, el problema medular es ¿por qué seguir con inversiones financieras en un mercado autorregulado, opaco y de alto riesgo como es el OTC (o el mismo, organizado)?, ¿qué tipo de regulación se debe llevar a cabo en un mercado autorregulado?, ¿la creación de *clearing house*<sup>12</sup> es suficiente?

De hecho, el gobierno norteamericano ha enfatizado en la conformación de organismos reguladores que inhiben las operaciones especulativas, pero la realidad es que, siguiendo las estadísticas tanto de The Office of the Comptroller of the Currency como del Bank for International Settlements, las operaciones financieras especulativas continúan y en mayor medida a las anteriores a la crisis subprime.

Tan solo un ejemplo: el valor nominal de derivados de créditos que negociaron los conglomerados en Estados Unidos en 2004 fue de 2.4 billones de dólares; durante la crisis de 2007 fue de 14.9 billones de dólares y a finales de 2012, de 21.15 billones de dólares. Es decir, casi el doble que en el lapso de la crisis y si lo comparamos con el PIB de 2012 en Estados Unidos —15.65 billones de dólares— resulta muy superior. ¿Qué significa esto? primero, que el proceso especulativo está lejos de disminuir y, por tanto, lejos de los discursos oficiales de gobiernos e instituciones.

Según el Informe sobre Comercio y Desarrollo (2011)

“los análisis corroboran cada vez más la idea de que esas fluctuaciones también se han visto influidas por la creciente participación de inversores financieros en el mercado de productos básicos guiados únicamente por motivos financieros,

---

<sup>12</sup> Es una cámara de compensación, la cual tiene como objetivo garantizar, supervisar y controlar las operaciones que se realizan en el mercado organizado de derivados, es decir disminuir el riesgo en las operaciones en dicho mercado. Esta cámara no funciona en las operaciones OTC.

fenómeno comúnmente denominado financiarización del mercado de productos básicos. Esa financiarización de los mercados de productos básicos es la causa de que éstos sigan más la lógica de los mercados financieros, en que suele predominar el comportamiento gregario, que la de los típicos mercados de productos” (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, 2011: 25).

Los especuladores continúan operando con mucha fuerza, es decir, la creación de una nueva burbuja financiera ha comenzado y ésta, por el volumen de recursos que se maneja, es posible que sea mayor a la que estalló con la crisis subprime y sus efectos, por consiguiente, sean más fuertes que la anterior; una nueva tormenta financiera se está creando.

Retomando la hipótesis de Kindleberger (1978) y Minsky (1982; 1986), sobre la inestabilidad financiera, las burbujas especulativas son la antesala de una crisis financiera, tenemos diversos ejemplos que comprueban lo anterior: la historia se repitió y tal parece que se volverá a repetir, Europa es hasta el momento un eslabón más de esta crisis que está muy lejos de terminar.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco de Pagos Internacionales, *Semiannual OTC Derivatives Statistics*, BIS, varios años, Suiza, diciembre, 2009.
- Chicago Board of Trade, 2012. [Internet]. Disponible en <http://www.cme-group.com> [Accesado el 5 de septiembre de 2012].
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, *Informe sobre Comercio y Desarrollo*, New York y Ginebra, 2008, 242 p.
- \_\_\_\_\_, *Informe sobre Comercio y Desarrollo*, New York y Ginebra, 2011, 36 p.
- Correa, E., *Crisis y Desregulación Financiera*, Siglo XXI, México, 1998, 257 p.
- FAO, *Volatilidad de los precios desde una perspectiva mundial*, 2012. [Internet]. Disponible en: [http://www.fao.org/fileadmin/templates/est/meetings/price\\_volatility/ME260S\\_Technical\\_Paper\\_01.pdf](http://www.fao.org/fileadmin/templates/est/meetings/price_volatility/ME260S_Technical_Paper_01.pdf) [Accesado el 10 de septiembre de 2012)].
- FAO, 2012. [Internet]. Disponible en: <http://www.fao.org> [Accesado el 10 de septiembre de 2012].
- Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, Washington, abril, 2008, 211 p.
- \_\_\_\_\_, *World Economic Outlook*, Washington, octubre, 2009, 226 p.



- Guttman, R., "Introducción al capitalismo conducido por las finanzas" en *Ola Financiera*, enero-abril, 2009, pp. 20-59. Disponible en: [www.olafinanciera.unam.com](http://www.olafinanciera.unam.com) [Accesado el 10 de agosto de 2012].
- Hull, J., *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, Prentice Hall, España, 2002, 560 p.
- Institute for Agriculture and Trade Policy, *Betting Against Food Security: Futures Markets Speculation*, Minnesota, Estados Unidos, 2009, 4 p.
- Jalife, A., *Los cinco precios del dinero*, Cadmo & Europa, Buenos Aires, 2006, 329 p.
- Jarrow, R. y S. Turnbull, *Derivative Securities*, South-Western College Publishing, Ohio, Estados Unidos, 1996, 686 p.
- Kindleberger, C., *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, México, 1991, 281 p.
- Master, M., *Testimony, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, Washington, 2008.
- Minsky, H., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University, Estados Unidos, 1986, 253 p.
- \_\_\_\_\_, *Can It Happen Again*, Sharpe, Estados Unidos, 1982, 301 p.
- Naciones Unidas, *Outcomes and Actions for Global Food Security*, Nueva York, Estados Unidos, julio, 2008.
- Partnoy, F., *Codicia contagiosa*, El Ateneo, Argentina, 2003, 510 p.
- Shiller, R., *Exuberancia irracional*, Océano, México, 2003, 330 p.
- Soto, R., *Especulación e innovación financiera. Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México*, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, México, 2010, 226 p.
- Stiglitz, J., *Globalization and its Discontents*, Norton, Nueva York, 2002, 282 p.
- Vilarío, Á., "Evolución reciente de los mercados financieros en el entorno internacional" en E. Palazuelos, *Claves de la economía mundial*, España, 2005, 468 p.
- Wray, R., "Financiarización y burbuja especulativa en materias primas", en *Ola Financiera*, núm. 3, mayo-agosto, 2009. Disponible en <http://www.olafinanciera.unam.mx> [Accesado el 17 de agosto de 2012].

