

INTRODUCCIÓN

La crisis de 2007-2008 —surgida en Wall Street, el corazón de las finanzas estadounidenses— dejó al descubierto la compleja red de un sistema financiero global, hecha a modo para un puñado de divisas clave, en especial el dólar estadounidense, utilizadas para realizar pagos trasfronterizos y respaldar un sinnúmero de inversiones, operaciones e innovaciones en la materia.

Muchos economistas destacados reconocen que la falla radica en la plena confianza en el dólar y la creencia en el crecimiento de la economía local, en la estabilidad y fortaleza de sus instituciones y corporaciones financieras y no financieras que respaldan el inconsistente desarrollo del valor accionario en los mercados, pero, como ya lo anunciaban Keynes, y posteriormente Minsky, toda economía capitalista monetaria incurre en ciclos del crédito y crisis económicas, determinados en gran medida por el comportamiento de los mercados financieros y las prácticas especulativas de sus agentes participantes.

Las políticas económicas son responsables de las crisis en menor proporción, pues básicamente responden a la dinámica de los mercados financieros. Lo sucedido entre 2007 y 2008 revindicó la visión heterodoxa del dinero endógeno, y de la fragilidad e inestabilidad financieras, marco conceptual de este trabajo.

La compleja estructura que conocemos emergió de los continuos procesos de desregulación de los sistemas locales, regionales y nacionales, hasta la completa integración mundial, vía globalización financiera. El respaldo de los gobiernos al libre mercado y a la autorregulación favoreció la expansión, interconexión y profundización de los mercados financieros más allá de sus fronteras. La generación y demanda de productos como los *securities*, derivados y repos (recompras o reportos, *repurchase agreement*) se convirtieron en la norma y el canal de interconexión de las finanzas locales con los mercados globales.

El endeudamiento privado de las corporaciones y los hogares, así como la deuda soberana de los gobiernos nacionales, jugaron un papel fundamental en el ensanchamiento de los mercados financieros (Guttman, 2009; Correa, 2010; Gabor, 2018) y el aumento de la liquidez global a través del proceso de securitización y uso de instrumentos financieros como los mencionados repos y derivados.

La recurrencia indiscriminada a estas prácticas e innovaciones financieras asociadas con la banca en la sombra (*shadow banking*) y la búsqueda constante de diferenciales de ganancias fueron el punto de partida de la crisis global que aquí se analiza, algo no experimentado desde los años treinta, con terribles consecuencias para la economía mundial —no superadas hasta hoy en términos de crecimiento económico, empleo y distribución adecuada de la riqueza—, de tal manera que la financiarización avanza y se transforma inhibiendo el cumplimiento de las metas de desarrollo de cualquier acuerdo internacional, como las de la Cumbre 2030.

La quiebra de la institución más emblemática del capitalismo estadounidense, Lehman Brothers, ocurrió hace más de diez años, pero las prácticas que la originaron persisten y han cobrado mayor intensidad. Los fondos y bancos de inversión, así como las aseguradoras dominan el mercado, enmarcados en la estructura de la banca en la sombra. Aunque se ha hablado del ocaso de la globalización, los mercados financieros apuntan, más bien, a una hiperglobalización, tal como lo menciona la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (CNUCED, 2018; 2019), respaldados con políticas de austeridad impuestas en todo el mundo y con un impulso a securitizar (titulizar) el financiamiento para el desarrollo de los países emergentes y subdesarrollados a través de la emisión de bonos verdes, bonos soberanos y de infraestructura, como la nueva modalidad de la financiarización poscrisis, así como el surgimiento del dinero electrónico y criptomonedas (*digital currencies*) y sistemas Fintech, que complejizan muchísimo la arquitectura financiera y el esquema de pagos global, haciéndolos más opacos, frágiles y rapaces.

Se analizan las transformaciones en el sector financiero de Estados Unidos desde la década de los setenta, resaltando la importancia del dinero y la expansión de la liquidez para ajustar ganancias dentro de la dinámica de la arquitectura financiera global, así como la responsabilidad e interconexión de las grandes instituciones del sector en la continua evolución de la economía y la generación de crisis.

La naturaleza del dinero como convención social se expresa a través de conflictos y competencias entre las diferentes instituciones financieras por la apropiación de la ganancia, en nuestro caso, los bancos de inversión, inversionistas, empresas y gobiernos, pero también en la forma de producción, distribución y utilización de la riqueza en todos los ámbitos de la economía.

La gran debacle referida puso de manifiesto la profunda contradicción entre la enorme generación de riqueza y las monumentales complejidades de economías con lento crecimiento económico y elevado desempleo. De esta manera, las crisis financieras, el estancamiento económico, la competencia por una mayor rentabilidad, las decisiones de inversión, y los altos niveles de desempleo y de desigualdad sólo pueden ser analizados y comprendidos si en el centro del análisis económico colocamos la naturaleza del dinero privado y de las instituciones que lo generan y manejan.

La relación banco/dinero (crédito/dinero) y, en tiempos más recientes, crédito/securitización, se materializa en las transformaciones del sector, particularmente en las estrategias competitivas que las instituciones financieras bancarias y no bancarias estadounidenses adoptaron en los setenta, y de manera más intensiva en los ochenta y noventa, para una mayor participación del mercado, del reparto y la generación de ganancias.

Habrà que entender que el dinero, como tal, es una convención social sujeta a una transformación histórica constante, por lo que está lejos de ser un bien natural, neutral e inmutable. El dinero cambia de forma a través de la deuda, el crédito y las innovaciones financieras, afectando violentamente la actividad y los ciclos económicos cuando se perturban las inversiones (Guttman, 1994; 2009; 2016; Aglietta, 2018).

Por su parte, la banca y el crédito se convirtieron en la forma más potente de expandir la producción más allá de sus límites, cuando la liquidez se propaga a través del crédito o innovaciones financieras; además son los medios más efectivos para promover crisis y estafas cuando el crédito se utiliza para especular. Las finanzas que comprenden en sí los fenómenos monetarios pueden deprimir la acumulación de capital y perturbar el capitalismo con los ciclos del crédito, manifestándose en las depresiones y crisis económicas (Kindleberg, 1985; 1989; Toporowski, 2018).

Como convención social que se transforma, el dinero ha pasado de ser una mercancía (*commodity-money*) para convertirse en un crédito (*credit-money*), que se reinventa a través de la innovación en el ramo, de acuerdo con las

necesidades de rentabilidad y financiamiento de las corporaciones financieras y no financieras, adoptando otras formas. Ejemplo de ello son el dinero electrónico, el mercado de valores y todo el proceso de securitización, como parte de la estructura de la mencionada banca en la sombra (Guttman, 2012; 2016; Wray y Nersisyan, 2010; Wullweber, 2020) que puede convertir los créditos en liquidez o cuasi dinero, y donde la banca de inversión y los distintos tipos de fondos de inversión han sido protagonistas.

Estos cambios han sido dirigidos en buena medida por las instituciones que crean el dinero privado: los bancos (Aglietta, 2001; Guttman, 1994). El *credit-money* jugó un papel fundamental al detallar los patrones de crecimiento en el largo plazo y los canales de distribución, durante la posguerra, en Estados Unidos. Transformó la economía capitalista en una sobregirada (*over draft economy*, es decir, con saldo deudor), basada en el continuo financiamiento de la deuda por parte de la banca comercial (Aglietta, 2001; Guttman, 1994; Dymski, 2011).

Del mismo modo, la innovación financiera es otra expresión de dinero, crédito/securitización, que está cambiando el perfil del capitalismo moderno y redefiniendo el modo en que las ganancias se generan aparentemente desligadas de las fábricas y de la producción, modificando las formas de financiamiento y apuntalando la expansión de actividades de securitización por medio de las operaciones de la banca en la sombra, todo ello enmarcado en el desarrollo de la financiarización como patrón de acumulación de ganancias.

El dinero posee una doble naturaleza: es un bien privado y, al mismo tiempo, uno público. Esto crea una contradicción entre quienes lo producen y los usuarios, pues la generación del *credit-money* y del crédito/securitización están condicionadas por la ganancia bancaria y el riesgo procíclico sin importar las necesidades de financiamiento de la inversión productiva requerida para el crecimiento económico. De ahí la relevancia del Estado-nación en el establecimiento de normas y para el control de las instituciones.

Es decir, se necesita un banco central que opere y dirija el sistema de pagos, así como regulaciones y límites que fiscalicen el comportamiento bancario y de otras instituciones asociadas al dinero. Por el contrario, la erosión de la estructura regulatoria deja a las acciones de los bancos centrales sin efecto y a las instituciones financieras, fuera de control, con consecuencias demolidoras, costosas y recurrentes, como crisis financieras más profundas.

Los cambios en los regímenes regulatorios, como la desregulación financiera, acarrearán otros en las modalidades del dinero, pues hacen variar de manera simultánea el comportamiento de los actores financieros y su manera de operar en busca de mayores ganancias. Además, los cambios en la forma del dinero, llámense innovaciones financieras, también redefinen la economía y al Estado-nación, pues afectan su capacidad de creación y aplicación de políticas de control monetario y de expansión del gasto público, perdiendo su soberanía sobre el sistema de pagos y el control del crecimiento, el empleo y el desarrollo.

El proceso de securitización o titulación llevado a cabo en gran parte por la banca de inversión, fondos de inversión y aseguradoras, enmarcadas en la dinámica de la banca en la sombra, ha sido la innovación más importante de los últimos treinta y cinco años y ha transformado la estructura financiera de Estados Unidos, cuyo sistema pasó de ser bancario (*bank-based*) a uno basado en el mercado (*market-based*), y de estar fuertemente regulado y organizado en el nivel nacional, pasó a ser global y desregulado. Estas modificaciones se relacionan con el desmantelamiento de las regulaciones impuestas por el *New Deal* en los años treinta y con toda la innovación en el sector, impulsada, principalmente, por los fondos y bancos de inversión, al sustituir el uso y acceso al crédito por los mercados financieros como fuente de recursos o de liquidez.

El objetivo central de esta investigación es analizar los procesos que dieron lugar al fenómeno de financiarización basado en la competencia entre las distintas instituciones financieras, en la innovación financiera y, en particular, en la securitización. Para ser más precisos, se enfoca en el comportamiento y estrategias usadas por dichas instancias, en el uso que se dio a las innovaciones enmarcadas en la estructura de la banca en la sombra en Estados Unidos a raíz de los cambios regulatorios y transformaciones en el sector desde los años setenta.

Dichos cambios regulatorios, así como las sucesivas crisis financieras, allanaron el camino hacia el uso intensivo de los derivados y otras innovaciones, y esto se ha acentuado en las décadas recientes. La hipótesis central es que los cambios en el sistema financiero estadounidense son el resultado de un nuevo patrón de acumulación llamado financiarización (*money manager capitalism*), impuesto por la misma dinámica de competencia de los mercados del ramo por obtener mayores ganancias, apoyada en la constante innovación

financiera para la gestión de la liquidez (securitización) y transferencia del riesgo. Por tal motivo, se requiere indagar acerca de los incentivos y factores que llevaron a los bancos a asumir diferentes estrategias en los mercados financieros, así como en torno a las consecuencias de sus estrategias y formas de operar en la estructura del sistema financiero estadounidense.

Para el tratamiento de estos temas, el presente libro se divide en cinco capítulos. En el primero, se aborda el marco conceptual heterodoxo fundamentado en la teoría de Keynes y Minsky sobre el dinero, crédito y ganancias financieras, cuyo hilo conductor es la endogeneidad y ausencia de neutralidad del dinero, en una economía monetaria de producción con interrelaciones del tipo dinero-crédito y crédito-securitización.

En el segundo, se revisan las circunstancias que llevaron al estancamiento de la economía estadounidense de posguerra, que a su vez condujo a las primeras grandes crisis financieras de mediados de los setenta y ochenta, a raíz del rompimiento de los acuerdos de Breton Woods y la instauración de la financiarización.

El tercero discurre sobre la importancia de la generación de liquidez a través de las innovaciones, y su auge en la inestabilidad y crisis financieras. En el cuarto y quinto capítulos se estudia la banca comercial, así como los fondos y la banca de inversión, sus estrategias de competencia, al igual que su impacto en la transformación del sistema financiero de Estados Unidos en la década de los setenta y ochenta, con énfasis en la desregulación que impulsó la competencia por mayores ganancias, así como el auge de la innovación en el sector, en particular el uso intensivo de los derivados, a raíz de la institucionalización del riesgo y el crecimiento de la banca en la sombra.

Con esta investigación, se pretende contribuir al entendimiento del papel del crédito/securitización en la generación de estados de fragilidad e inestabilidad financieras, origen de la crisis más severa y devastadora que se haya padecido desde los años treinta, con claras y graves consecuencias en el desarrollo económico, distribución de la riqueza y en el deterioro del nivel de vida de las sociedades. Cabe insistir en que la crisis continúa y obliga a tomar medidas de austeridad en favor de la expansión de los mercados financieros en la lógica de la financiarización.