

CRISIS FINANCIERAS Y FLUJOS DE EFECTIVO EN LA DINÁMICA DE LA FINANCIARIZACIÓN

De acuerdo con el análisis heterodoxo, las crisis financieras son sistemáticas en las economías capitalistas. Algunos de los autores más radicales, como Aglietta y Orléan (1990), Magdoff y Sweezy (1988), sostienen que cuando en las inversiones se interrumpe el proceso de acumulación, las ganancias caen y sobreviene una crisis que primeramente se manifiesta en el sector financiero, para luego generalizarse al resto de la economía, ya sea debido a la suspensión de pagos o a la disminución de la liquidez, reflejada en la reducción del crédito.

En la lógica del circuito monetario, el capitalismo moderno es visto como un aparato o estructura sustentada en la generación de dinero con base en el crédito, el cual es utilizado por los agentes económicos para ejercer gasto en cumplimiento de sus expectativas, como ya se ha visto en los capítulos anteriores.

No debe confundirse una crisis financiera con una *gran crisis*. Según De Bernis (1988), esta última es la ruptura de la estabilidad estructural del proceso de acumulación; es decir, son periodos en los que se desarticulan y destruyen elementos del anterior orden económico y se intenta imponer nuevas condiciones para la producción y el financiamiento. Por su parte, las crisis financieras son un momento de ruptura endógena y el resultado de la gestión de grandes empresas para garantizar su financiamiento y asegurar futuras ganancias. Siguiendo esta línea, Gregorio Vidal afirma que estudiar estos fenómenos “[implica que] se parte de un punto de análisis histórico en el que los capitales logran establecer un periodo en el que se mantiene un proceso de acumulación de largo plazo, en el que existe correspondencia entre la evolución de la estructura productiva y la estructura del consumo; mientras ésta es posible se da un proceso de acumulación y reproducción del capital; si se rompe, se presenta una crisis” (Vidal, 2000: 26).

Por su parte, Eugenia Correa (1998: 82) subraya que “las crisis financieras constituyen la agudización de la competencia y se acompaña en la operación de los mercados y en la de los intermediarios financieros [...]. El desorden monetario con que se inició la actual crisis de largo plazo no tiene su origen en errores de política monetaria. Surge porque el proceso de financiamiento de inversión productiva encuentra obstáculos para continuar cuando la tasa de ganancia está cayendo”.

En el actual régimen de cambio flexible, característico de las economías globalizadas, sabemos que las crisis de los últimos treinta o treinta y cinco años estuvieron asociadas principalmente a los bancos y a la astringencia crediticia. Una crisis bancaria ocurre cuando las instituciones financieras ya no pueden seguir refinanciando sus pasivos de corto plazo. El resultado puede ser la quiebra de un gran número de empresas, debido a la imposibilidad de pagar o renegociar sus deudas, proyectos de inversión y demás compromisos, especialmente cuando existe una pérdida generalizada de la confianza.

Básicamente una crisis representa la posibilidad de las instituciones del sector de poner el sistema en riesgo. Las crisis financieras pueden iniciarse según las condiciones del crédito, lo que conduce a una baja en la inversión y en el gasto del consumo, con las respectivas pérdidas del producto y del empleo.

Las crisis financieras en la posguerra

A pesar del gran éxito de la economía estadounidense en la posguerra, las crisis financieras modernas hacen su aparición a mediados de los sesenta, acompañadas de desempleo e inflación. Las medidas tomadas para incentivar la demanda fueron insuficientes para contener las turbulencias de dichos años, y aún más, las crisis se volvieron más frecuentes y profundas en los mercados financieros.

El sistema internacional basado en el dólar empezó a desmoronarse, así como la estabilidad de precios y el incremento del ingreso. La fortaleza financiera terminó junto con la calma de la economía internacional. Los procesos de liberación y desregulación financiera se aceleraron, abonando un suelo fértil para el cultivo y propagación de esas debacles.

La primera crisis potencial en la economía estadounidense de posguerra fue la crisis crediticia de 1966, episodio centrado en una corrida bancaria de

certificados de depósitos negociables. La segunda ocurrió en 1970, originada en el mercado de papel comercial, seguido por la quiebra del Penn Central Railroad. La tercera se presentó entre 1974 y 1975, involucrando un gran número de posiciones financieras descubiertas y actividades especulativas por parte de los gigantes bancarios. El problema causado por la deuda de los países en desarrollo cimbró el sistema financiero estadounidense, con la amenaza de moratoria pendiente sobre algunos de ellos, como México, y cómo olvidar la crisis crediticia de 1987, cuando la innovación financiera tuvo gran responsabilidad por todos los movimientos especulativos asociados.

Naturaleza de las crisis financieras

Como mencionamos, éstas deben considerarse sistemáticas en el capitalismo, particularmente cuando las ganancias caen o se interrumpe el circuito monetario y se alteran las condiciones esenciales de estabilidad. La característica principal de las crisis financieras de posguerra fue la utilización de títulos y algunas innovaciones que involucraron cierto tipo de actividad especulativa. Por su parte, la explicación de su ausencia después de los primeros veinte años de la segunda guerra mundial se halla en la extremadamente robusta estructura financiera y en las condiciones de estabilidad. Los embriones de crisis habían sido abortados gracias a una combinación de políticas de soporte por parte de la FED y de los grandes déficits públicos, es decir, con políticas monetarias y fiscales laxas.

La discusión sobre las crisis no gira en torno a su existencia, sino a su origen y alcance. Para el enfoque heterodoxo, el nivel de ganancias y los cambios en la liquidez son muy relevantes en la generación de las de corte financiero. Entre sus componentes estructurales se observan: estancamiento económico y descenso de las ganancias o de la tasa de acumulación; caída en los niveles del producto agregado y del empleo; una fuerte competencia entre las instituciones del sector, así como un proceso de liberación y desregulación financieras.

Si la tasa de ganancia en la actividad industrial desciende por debajo del nivel ordinario en el ramo de servicios financieros, los bancos y otras instituciones afines tratarán de reubicar sus activos en actividades más rentables, llámense innovaciones, e interrumpirán el financiamiento en cualquiera de sus formas.

Las crisis surgen de los problemas para el refinanciamiento o capital generador de intereses, debido a que el crédito se emplea en la producción. Cuando el industrial capitalista ya no posee el dinero que tenía cuando el crédito se le otorgó y con el cual lo repaga, está en insolvencia o, en términos de Minsky (1986), en un esquema Ponzi, pues ese dinero se ha utilizado para adquirir medios de producción, y éstos no siempre generan la liquidez suficiente para el pago de los créditos, por lo que se requerirá de uno nuevo.

Otro estudioso que observó algunos componentes estructurales de las crisis en una etapa temprana del capitalismo estadounidense fue Veblen (1904), para quien aquéllas son “fenómenos monetarios” y no una reducción de los materiales. También, que las expectativas de ingresos eran proyecciones sobre las que no podía tenerse certeza, por lo que los inversionistas se apegaban más a su intuición que al cálculo racional exacto. Obviamente, cuando tales expectativas no se cumplían, los proyectos de inversión y de financiamiento se paralizaban.

Este autor distingue entre el crédito comercial y el de títulos o de deuda, aseverando que el crédito se requiere para la expansión de los negocios y, en consecuencia, de la economía. Aunque se emplee para el incremento de las ganancias, el crédito está en función del valor de capitalización de los activos dejados en garantía, y éste depende de las expectativas de ganancias en relación con dichos bienes dejados en garantía, descontando la tasa de interés vigente. Estos activos pueden ser la propia planta de producción, pero en tiempos modernos son activos financieros generadores de flujos de efectivo. Los activos colaterales son evaluados por los bancos a valor de mercado o por su valor accionario. Si los flujos de efectivo no validan las deudas, esto puede originar una crisis (Veblen, 1904). Esta explicación se acerca mucho a la definición más contemporánea de Hyman P. Minsky sobre el origen de las crisis financieras.

Por su parte, este autor y Keynes enfatizan el papel de la ganancia como efecto de la expansión del crédito y su contracción como origen de las crisis. Para ellos, las expectativas de ganancias dominan las decisiones de inversión y el otorgamiento de créditos. Las repercusiones en los negocios pueden ser buenas o malas, dependiendo del nivel de ganancias esperadas. Cuando éstas no satisfacen las expectativas de los inversionistas, sobrevienen las crisis.

Minsky es el estudioso de la línea poskeynesiana que, a nuestro juicio, mejor logra entender el origen y desarrollo de las crisis financieras tras la

posguerra, y sostiene que la evolución de aquéllas es inherente al capitalismo contemporáneo, siendo éste un sistema dinámico que puede tomar muchas formas.

Destaca que dichas crisis están asociadas a la fragilidad de los sistemas financieros, producto de una larga fase de expansión de la liquidez y de crecimiento, que antecede y establece las condiciones para una debacle.

El desenvolvimiento de la economía, continúa, depende de la estructura financiera, es decir, de las relaciones que originan su estabilidad o inestabilidad. Dicha estructura se transforma según la reacción interna al éxito económico. Como resultado de los cambios que se acumulan, las relaciones financieras se convierten en canales de inestabilidad.

Los procesos financieros fundamentales de una economía capitalista se centran en la manera en que la inversión y los activos de capital son financiados, al extremo de que varias técnicas usadas en el financiamiento de la propiedad de tales activos de capital y producción pueden afectar la rentabilidad de las empresas. No hay que perder de vista que el dinero (o, mejor dicho, el dinero incrementado o ganancia) es la meta final de los contratos del sector.

En esta misma lógica, pedir prestado implica recibir dinero hoy a cambio de la promesa de pagarlo mañana. Como resultado, existen pagos que necesitan saldarse cada determinado periodo, y, en la medida en que la economía funcione adecuadamente, habrá más solicitudes, que se convierten en nuevas promesas de pago. Entonces, en la línea del tiempo de la economía, el pasado está presente en el vencimiento de los contratos y el futuro lo está a través de las deudas que han sido creadas.

Flujos de efectivo y crisis financieras

Para Minsky, el análisis de la relación entre las obligaciones de pagos en efectivo y los flujos de efectivos de una organización con deuda es fundamental para desarrollar una teoría del ingreso y determinación de los precios, y, por lo tanto, de las ganancias. Ofrece, además, una explicación de cómo se gesta la inestabilidad financiera. De esta forma, las empresas inyectan sus posiciones en activos de capital a través de un complejo conjunto de obligaciones; de éstas, las que están por vencer —en cualquier periodo— determinan una serie de compromisos de pagos en efectivo con fechas fijas.

Su mayor aporte, así como el de Keynes, es el desarrollo de una teoría de las crisis enfocada en las decisiones de inversión en un contexto de prácticas financieras, como el factor determinante de la actividad económica agregada. Además, ambos identificaron las fuerzas desestabilizadoras operantes en los mercados financieros, que afectan la valuación de activos de capital en relación con los precios del producto actual y que, junto con las condiciones de dicho mercado, determinan la inversión y la rentabilidad de las empresas. De una manera más clara, y siguiendo el esquema de Keynes, Minsky manifiesta que son las variaciones en dos conjuntos de precios (activos de capital y financieros, por un lado, y los del producto actual y salarios, por el otro) los que deciden las variaciones de la actividad económica de forma agregada y, por ende, los ciclos económicos y las crisis (Minsky, 1982: 60-61).

Argumenta que la moneda no es un mero medio de cambio, sino un instrumento para financiar la inversión y comprar activos financieros. El concepto de *dinero endógeno* es la base de la argumentación de Keynes y Minsky, según la cual el dinero es una especie de velo entre los activos reales (tangibles) y los propietarios de la riqueza (los banqueros). De acuerdo con Keynes (1963), vivimos en un mundo donde los cambios en las expectativas sobre el futuro son capaces de influir en el volumen de empleo e inversión. Las variables más afectadas son las financieras, como las valuaciones de mercado de activos de capital, el precio de los activos financieros y el comportamiento de la estructura de los pasivos, tanto de los empresarios como de los banqueros. Las decisiones de inversión y financiamiento se toman en un entorno de incertidumbre constante, la cual implica que la percepción sobre el futuro puede cambiar en un periodo relativamente corto y afectar las decisiones de inversión, fuerza principal del crecimiento económico.

La importancia del concepto de flujos de efectivo es indispensable para entender la consistencia de las ganancias obtenidas por las empresas, según la teoría de Keynes (1963 [1936]), Minsky (1982; 1986) y Wolfson (1994). Si miramos la economía desde la perspectiva de Wall Street, veremos un mundo de contratos financieros, de promesas de pagar efectivo hoy y mañana, legado de contratos pasados, en los que el efectivo de hoy fue intercambiado por el del futuro y otros donde los compromisos de pagar en el futuro son intercambiados por el efectivo de hoy, es decir, la obligación de crear liquidez hoy, y esto es parte de la esencia y razón de ser de innovaciones financieras como títulos, contratos a futuro e instrumentos derivados. La viabilidad de estos

contratos se basa en los flujos de efectivo o, lo que es lo mismo, ganancias brutas después de impuestos y desembolsos, que las firmas, hogares y organismos estatales (como los estados y municipios) reciben como resultado del proceso de generación de ingreso (Minsky, 1982: 63). De acuerdo con este autor, ante una falta de liquidez, el sistema económico podría encontrarse frente al inicio de una crisis y de una deflación de activos financieros.

Endeudamiento y crisis

El endeudamiento de los negocios es un rasgo esencial de una economía capitalista. La validación de la deuda requiere que los precios y productos sean de tal magnitud que a las firmas se les permita obtener excedentes para cubrir los pagos. El refinanciamiento sólo puede conseguirse si se espera que las ganancias brutas sean lo bastante grandes como para validar nueva deuda. Al no haber refinanciamiento, la crisis financiera es inminente ante la falta de crédito.

La estructura de deuda y el sistema financiero hacen que fluctúe la inversión. Minsky señala que cualquier posición (un conjunto de activos en pertenencia o propiedad de activos) necesita ser financiada. Los instrumentos o medios usados para cumplirlo fijan los compromisos de flujos de efectivo requeridos para esa “posición financiera determinada”, que, a su vez, produce los flujos de liquidez requeridos a futuro. De aquí las tres posturas que identifica Minsky (1994):

1. *Cobertura*. El flujo de efectivo disponible puede cubrir compromisos a cualquier tipo de interés del valor esperado presente. La estructura de deuda consiste principalmente en deuda de largo plazo y, en menor medida, créditos de corto plazo para financiar la producción en curso.
2. *Posición especulativa*. Se refiere a una estructura de deuda de créditos de corto plazo. Un cambio en la tasa de interés alteraría las necesidades de flujo de efectivo requerido para enfrentar deudas y pondría a estas unidades especulativas en un esquema Ponzi.
3. *Esquema Ponzi*. Los flujos de efectivo procedentes de la tenencia de activos se reducen en el corto plazo para cubrir los compromisos de pago y la unidad debe incrementar su endeudamiento para afrontar sus obligaciones previas. Aunque estas posiciones están muy relacionadas

con fraudes, cada proyecto de inversión de larga gestión y en condiciones de incertidumbre en relación con la rentabilidad enfrenta cierto grado de incumplimiento. Cuando las unidades se encuentran en esta posición, la inversión no tiene cabida, tampoco la generación de ganancias. Conforme la participación de las unidades especulativas y Ponzi se incrementan en la estructura financiera de una economía, ésta se torna cada vez más sensible a las variaciones de las tasas de interés. Tanto en las unidades especulativas como en las Ponzi, el flujo de efectivo esperado se puede retrasar o reducir, causando aún más problemas para afrontar las deudas. Si se presenta un alza de interés en el corto plazo, las unidades especulativas estarán en el esquema Ponzi y se verán en mayores dificultades para deshacerse de flujos de efectivo y saldar los intereses de sus deudas. Necesitarán tomar más crédito, cayendo en un círculo vicioso y, por lo tanto, será inminente una crisis acompañada de una deflación.

Prácticas especulativas y crisis financieras

Charles Kindleberg (1989) hace una caracterización de las etapas de una crisis financiera en curso, y éstas involucran euforia especulativa, pánico, fraudes, agudización de la avaricia e incremento de las expectativas de ganancia. Afirma que esas debacles se asocian con los puntos máximos de los ciclos económicos y reflejan la culminación de un periodo en expansión financiera, que conlleva a un descenso del producto y de la liquidez.

Su análisis es parecido al de Minsky, pero abunda en la psicología de masas (Toporowski, 2005). Estudia por separado la sobreextensión del crédito, la súbita alza del mercado de valores y el crecimiento de la economía que conduce al auge crediticio (*credit boom*), y que concluye con una sensación de pánico que deriva en una caída repentina e intensa de los mercados financieros (crac). También aborda los excesos especulativos a raíz de la sobrevaluación de los subyacentes y los *securities*, lo que conduce a nuevos excesos y a actos fraudulentos que acentúan los tumultos financieros. Su análisis histórico y conocimiento de la naturaleza humana hacen que su estudio sea más completo cuando se añaden los problemas estructurales de la economía real.

Durante los auges especulativos, se observan ciertas manías aprovechando y agotando toda oportunidad de beneficio, inclusive de manera irracional.

Cuando durante dicho auge se cae en excesos, el sistema financiero experimenta una especie de agotamiento y surge el pánico. En la fase maniaca, quien dispone de efectivo o de crédito lo utiliza para comprar activos físicos o financieros difícilmente convertibles en efectivo, y justo entonces sobreviene el pánico, en el momento de querer transformar estos activos en liquidez para afrontar las deudas. Esto provoca una caída en los precios de los bienes y activos financieros, es decir, una deflación.

Kindleberg rechaza la visión monetarista de las crisis, la cual sostiene que las manías y los pánicos podrían evitarse si la oferta monetaria se estabilizara en una cantidad fija o en un nivel de crecimiento controlado. Para este autor, las evidencias empíricas que arrojan las crisis que él estudia, la acción de los inversionistas y especuladores reflejada en manías y pánicos son extremadamente efectivas en detonar cracs, y afirma que aun en el caso de que exista una oferta monetaria fija o controlada, las crisis son inevitables (Kindleberg, 1989). Y con ellas, la necesidad de liquidez adicional, que sería proporcionada por el prestamista de última instancia o banco central. Otro precursor importante de las crisis sería el incremento agudo del tipo de cambio, ya que puede provocar problemas a través de la desintermediación de la divisa en cuestión.

Martin Wolfson (1994), un teórico más contemporáneo, aunque también más conservador, reconoce que las crisis financieras son el resultado natural del capitalismo industrial y sus auges económicos, y no de factores externos, como los choques monetarios. Las prácticas en que incurren las compañías y los bancos durante la expansión de la economía propician una creciente fragilidad que vuelve a aquélla muy susceptible a cualquier eventualidad financiera, particularmente cuando se está en la cima del ciclo económico.

Este analista explica cómo, en esas condiciones, se produce una crisis generalizada, especialmente cuando las estructuras financieras son inestables. Por ejemplo, un cambio en la política monetaria afectaría rápidamente las expectativas de los inversionistas, promoviendo la preferencia por la liquidez o inhibiendo la inversión y el crédito. Los elementos que influyen para que se gesten una crisis son, según Wolfson, un creciente sobreendeudamiento en la fase de expansión del ciclo económico, el deterioro de los balances financieros de las empresas, aumento de la fragilidad, caída en las ganancias corporativas, aumento del endeudamiento, deterioro de los balances bancarios y restricción del crédito, en consecuencia, reducción de la liquidez y cualquier efecto sorpresa.

Cambio institucional en los mercados y estructuras financieras

Uno de los estudiosos latinoamericanos que logró captar las transformaciones en los mercados financieros y de crédito, así como su relación con las crisis financieras internacionales en la óptica del subdesarrollo y la deuda externa desde finales de la década de los setenta, fue Samuel Lichtensztein (1983).

Según este experto, referirse a una crisis financiera a nivel internacional es reconocer los distintos desequilibrios estructurales que definen el funcionamiento global: patrón monetario, la estructura bancaria, los mercados de crédito y las prácticas regulatorias. El orden internacional en ese sector ha operado con cierta estabilidad en aquellas etapas de control monetario hegemónico, como el que han ejercido Gran Bretaña y Estados Unidos, garantizando la base de reproducción de los capitales a escala global.

A partir de los setenta, explica, con el fin del patrón oro dólar y la imposición de un régimen de flotación en un sistema menos regulado, las crisis cambiaron su naturaleza. De acuerdo con este nuevo patrón monetario mucho más inestable, se favorece la expansión de la banca comercial y de instituciones financieras no bancarias, al igual que sus operaciones con instrumentos financieros.

Lo anterior demuestra que [...] el sistema financiero internacional refleja una alteración de estructuras que se desdoblan y jerarquizan de modo distinto en su funcionamiento. El eje de su dinámica y cohesión, por lo pronto, ha dejado de ser predominantemente monetario para transformarse en predominantemente crediticio [...]. En perspectiva histórica, la crisis contemporánea tiende, pues, a desplazar su campo de contradicciones de la órbita monetaria [tradicional] a la crediticia (Lichtensztein, 1983: 107).

Y que, además, continuamente se transforma con la creación de liquidez por medio de las innovaciones financieras y la desregulación, afianzando lo que ahora se conoce como banca en la sombra o banca paralela.

Con el nuevo patrón crediticio, el mercado del eurodólar y de las eurodivisas comenzó a operar a un ritmo más acelerado y con mayor independencia del volumen de liquidez requerido por la actividad comercial y las necesidades de inversión, tanto dentro como fuera de Estados Unidos. Con el patrón oro, las crisis financieras tendían a desembocar en fuertes procesos

deflacionarios de los activos tangibles y financieros, con la consiguiente reducción del crédito.

Jan Kregel (2013; 2014) también admite el papel del cambio institucional en esos desastres. Como antes mencionamos, desde mediados de los sesenta, las crisis en Estados Unidos tienen mucho que ver con los cambios institucionales de posguerra, en particular la desregulación financiera. Según el estudioso, una estructura institucional se crea de conformidad con las condiciones económicas y financieras prevalecientes, y puede verse comprometida si ese contexto se transforma, y es precisamente lo que ocurrió en el sistema financiero estadounidense de posguerra. Éste y su aparato regulatorio financiero enfrentaron contradicciones al cambiar las condiciones en las cuales fueron creados, originándose más fragilidad e inestabilidad a raíz de mayores niveles de endeudamiento, una creciente desregulación y la aparición de nuevos actores e instrumentos.

Los avances tecnológicos, el desarrollo de nuevos instrumentos para crear liquidez y la sustitución del crédito por los mercados financieros marcaron el inicio de una nueva era del sistema de posguerra, muy distinto del que lo antecedió, debido a lo cual las instituciones dejaron de cumplir el propósito para el que fueron creadas: regular y mantener la estabilidad en el sistema de pagos.

Kregel (2014), resaltando la importancia de las condiciones institucionales en las crisis, afirma que la innovación a su vez fue resultado de los cambios en las condiciones financieras y económicas, y modificó la forma de operar de los bancos, instituciones de ahorro y financieras no bancarias (bancos de inversión). La más importante de estas innovaciones fue la introducción de los mercados monetarios o de valores (*money market*) y fondos mutualistas que han apuntalado todo el proceso de financiarización, aunque posteriormente erosionaron el monopolio tradicional de la banca comercial y los negocios de préstamo, incrementando la importancia de recurrir al mercado de valores, a los productos derivados y al comercio computarizado usado como estrategias de competencia. Todo ello potenció la volatilidad en los mercados financieros; a su vez, la orientación de corto plazo de las transacciones financieras tuvo un profundo efecto en el mercado de valores y en el comportamiento corporativo para la obtención de ganancias.

El problema subyacente al sistema financiero de posguerra, gobernado por la regulación Glass-Steagall, fue que ésta dio paso al capitalismo condu-

cido por las finanzas (*money manager capitalism*, MMC), caracterizado por fondos altamente apalancados y en busca de maximizar sus ganancias en un ambiente donde el riesgo es distribuido y sin proveer más financiamiento para la inversión en la economía en su conjunto. Desde la óptica financiera, ese capitalismo se caracteriza por su constante inestabilidad y la negociación de recursos masivos agrupados y colocados a través de la banca de inversión en busca de la mayor rentabilidad posible, sin importar que ocasione continuas burbujas especulativas en las bolsas, el sector de bienes raíces y en los productos financieros (*commodities*). Ejemplos de las instituciones más representativas, además de los bancos de inversión, son los fondos de pensión, los mutualistas y las aseguradoras.

Con la paulatina eliminación de la regulación Glass-Steagall y el establecimiento de otra bastante permisiva, se dio pie a la proliferación de actividades muy opacas y la creación de instrumentos financieros muy complejos en todo el mundo. Pese a la creencia de que los mercados autorregulados y en competencia inhiben el riesgo, la tendencia ha sido la opuesta. Los mercados de activos financieros han mostrado una creciente tendencia a generar incentivos perniciosos y asumir grandes riesgos, castigando a los inversionistas menos osados con bajos rendimientos.

A este proceso también se lo conoce como financiarización: creciente endeudamiento que apalanca flujo de ingresos y riqueza, con la particularidad de que este apalancamiento proviene principalmente del ahorro de las familias y empresas cada vez más endeudadas, recursos canalizados a través de nuevos instrumentos no exentos de riesgo.

La metamorfosis de este *money manager capitalism* llevó a la convergencia de actividades de las distintas instituciones del ramo. Las reformas del Nuevo Orden habían establecido una división entre banca de inversión, seguros y banca comercial e instituciones de ahorro y préstamo, quienes mantenían líneas específicas de negocios. Kregel, recordando a Minsky, señala que la convergencia de varios tipos de banca, bajo el auspicio de una compañía tenedora (*holding company*), fue resultado del MMC o del proceso de financiarización.

Los mercados financieros como fuente de ganancias especulativas y promotores de las crisis

Los mercados de crédito fueron creados con la intención de apoyar la producción, por lo que el capital industrial antecede al financiero. La cuestión central aquí es que, habiendo surgido para apuntalar al industrial, el capital y los mercados financieros transformaron el capitalismo al modificar las estructuras financieras a raíz de un cambio institucional, todo esto basado en las necesidades de financiamiento y creación de liquidez, dando paso al capital que genera intereses. Dichas necesidades indujeron a la innovación para convertir deuda de corto plazo en una de largo plazo. Esto introdujo inestabilidad en los mercados del sector, particularmente en momentos de incertidumbre y astringencia crediticia.

Estructuralmente, el capitalismo moderno cambió a través del capital generador de intereses, que se apoyó en la expansión y modificación del crédito, medio por el cual las corporaciones se centraron en la reestructuración de sus balances como fuentes de flujos de efectivo, haciendo de la producción su foco esencial. En este sentido, con la innovación financiera modificaron la naturaleza y las necesidades del capital industrial (Toporowski, 2010; 2011). Ya no se utilizan las finanzas para ampliar la planta productiva, producir y crear empleos, sino para obtener ganancias con el manejo de sus tesorerías, y la venta y recompra o readquisición de acciones (*buybacks*) apoyados en la innovación financiera (Lazonick, 2016; 2018; Devrim y Stockhammer, 2019).

Otro motivo por el cual esta innovación adquiere relevancia es el manejo del riesgo, no siempre de forma favorable, al facilitar la ganancia mediante la comercialización del riesgo y la cultura de la especulación, en detrimento de la producción, contribuyendo así a la inestabilidad financiera. La banca, tanto comercial como de inversión, a través de la expansión del crédito, se convirtió en el medio más potente para acrecentar la producción y ganancias más allá de sus límites, pero, reiteramos, a la vez se erigió en una de las vías más efectivas para propiciar crisis financieras y estafas (Toporowski, 2010; 2011; Partnoy, 2003).

Los mercados financieros se volvieron una fuente de liquidez y de ganancia, pero que no es generadora de excedente, sino una forma de achicarlo, debido a las altas tasas de interés que debe asumir la economía productiva.

Retomando a Minsky, la innovación no se genera necesariamente como una forma de saltarse barreras legislativas, la mayoría de ellas se gestan des-

pués de una crisis financiera o cada vez que el crédito se paraliza, para lubricar los mercados del sector. Por lo anterior, diremos que su principal razón de ser es proveer liquidez a los mercados financieros, aunque, paradójicamente, promuevan mayor inestabilidad y fragilidad, que derivarían en crisis de grandes dimensiones. En este sentido, las innovaciones más recientes son resultado de los procesos de liberalización financiera y securitización ocurridos en las últimas décadas, durante el dominio de los capitales rentistas, generadores de intereses según la lógica del *money manager capitalism* o financiarización, basada en el uso extensivo de innovaciones tanto por parte de bancos como de corporaciones no financieras.

Por lo tanto, de acuerdo con Vidal (2010), los nuevos procedimientos para la creación de ganancias por parte de las corporaciones y conglomerados financieros son el meollo de las crisis recientes, así como el motor de su desarrollo. Sostiene, además, que esta crisis de dominación de las finanzas no se basa únicamente en un mayor volumen de colocaciones ni en la expansión de los mercados donde se negocia un mundo de instrumentos financieros por parte de las tesorerías de las grandes corporaciones, bancos y fondos de inversión.

La forma novedosa de obtener ganancias la representan las fusiones y adquisiciones que se imponen a la inversión productiva en detrimento suyo. Las nuevas empresas constituidas por estas vías cambian constantemente de propietarios y se transforman en nuevas operaciones de compra, utilizando crédito, emisiones de títulos y acciones para financiar la operación (Vidal, 2010; Serfati, 2013). Así, la innovación financiera reflejada en títulos, operaciones de arbitraje, opciones, permutas financieras (*swaps*) y demás derivados, ha sido el vehículo a través del cual las tesorerías de las corporaciones se han provisto de liquidez y, a partir de ésta, de mayores ganancias (Vidal, 2010), a la vez que inyectan inestabilidad al sistema financiero global. La financiarización de las corporaciones se observa en la acción de convertir activos físicos en líquidos en los mercados del ramo y generar nuevos medios productores de liquidez y ganancias inmediatas.

El caso de Enron, en marzo de 2002, es un claro ejemplo de lo antes descrito. Ya no era una empresa dedicada a la energía, como su razón social lo expresaba, sino una sumamente rentable que “traficaba” con productos derivados y otros instrumentos financieros. En este famoso fraude, que cimbró los mercados del ramo y con gran responsabilidad en la crisis de las industrias punto com, los bancos de inversión fueron los primeros responsables al proveer

sus servicios de consultoría, orquestando todo un esquema fraudulento de ofertas públicas iniciales de acciones (*initial public offering*, IPO), innovaciones financieras enormemente lucrativas en comisiones, pero igualmente riesgosas. El banco de inversión CS First Boston fue el líder en este negocio, al hacer una colocación de más de cien millones de dólares, amasando una fortuna y llevando a Enron al colapso por el nivel de riesgo y apalancamiento (Partnoy, 2003; GAO, 2003).

* * *

Las crisis financieras deben verse como fenómenos sistemáticos del capitalismo. Se presentan cuando el proceso de acumulación se interrumpe y las ganancias caen, manifestándose primeramente en el sector al fracturarse los canales para el financiamiento de la inversión.

Asimismo, son el resultado natural del capitalismo industrial y sus auges económicos; de ninguna forma son causadas por factores externos, como los choques monetarios. Las prácticas en que incurren las empresas y los bancos durante la expansión de la economía producen una creciente fragilidad que vuelve a dicha expansión muy vulnerable a cualquier eventualidad financiera.

Por último, en la lógica del *money manager capitalism*, cuando las corporaciones (financieras o no) buscan obtener mayores ganancias de manera inmediata a través de titulación, fusiones, adquisiciones y la administración de activos y pasivos en los mercados financieros, están alterando la forma tradicional de operar del capitalismo, reorganizando la industria financiera y no financiera, la generación y distribución de las ganancias, y dando pie a una gran crisis global.