

TRANSFORMACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTADUNIDENSES Y ESTRATEGIAS DE COMPETENCIA DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

Aquí analizaremos las transformaciones de los mercados financieros en Estados Unidos durante los años setenta y ochenta, a raíz de las estrategias de competencia de la banca de inversión (BI), articuladas en la búsqueda de mayores ganancias y gran competencia, de acuerdo con la lógica del *money manager capitalism* o financiarización, así como la responsabilidad que tales estrategias tuvieron en los cambios de la estructura financiera de ese país, al convertirse en la mayor fuerza que alentó la expansión global y desregulada de las finanzas, y en la inestabilidad y crisis asociadas.

La banca de inversión se ha distinguido por modificar a voluntad su contexto, sin necesariamente sujetarse a las condiciones predominantes en los mercados o regulaciones, determinando dichas condiciones, configurando la industria y las formas de organización mediante sus reglas de competencia. Las estrategias de innovación financiera y diversificación han alterado la estructura de la industria, apoyadas en el diseño económico subyacente y en las políticas adoptadas por la Reserva Federal (FED) y la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC),¹ que establecieron los incentivos para seguir desarrollando y promoviendo la innovación y diversificación de operaciones financieras (D'Arista, 1994).

Las estrategias que la banca de inversión ha llevado a cabo desde fines de los setenta y durante los ochenta del siglo pasado, basadas en la innovación, la diversificación y concentración de activos, transformaron el modo de operar de los mercados, así como el sistema financiero estadounidense.

¹ Organismo regulador de las instituciones financieras junto con la FED.

Transformaciones en los mercados financieros

Entre las principales tendencias en el mercado financiero estadounidense durante las mencionadas décadas, se encuentran la desregulación, la globalización y la concentración (y posteriormente la consolidación) de los servicios financieros; todo esto, como resultado de la innovación, flexibilización de la legislación del sector y la agudización de la competencia entre los bancos comerciales y otras instituciones de servicios relacionados, como la banca de inversión.

Tales tendencias provocaron cambios estructurales en el sistema financiero, al pasar de uno basado en el crédito y apoyado en la banca comercial, a otro desregulado, privado y centrado en la titulación de activos financieros e intermediados por la banca de inversión (BI), los fondos de inversión y otras instituciones afines. Durante los ochenta, la economía de Estados Unidos se caracterizó por altas tasas de interés, crecimiento del déficit y de la deuda pública, descenso de la inflación y un menor ritmo de crecimiento. La crisis de deuda del tercer mundo y las sucesivas debacles bancarias orillaron a cambios sustantivos en los mercados financieros locales e internacionales, agudizando la competencia en la provisión de los servicios e innovaciones.

Los cambios estructurales incentivaron, en gran medida, el crecimiento de los mercados financieros con un alto grado de capitalización, los cuales representaron una opción de alta rentabilidad y fueron alimentados, en parte, por el ahorro de las empresas y hogares. Por consiguiente, los réditos por el ahorro de los hogares se incrementaron visiblemente, lo que se tradujo en un mayor consumo y crecimiento de la demanda doméstica. En los ochenta, el crédito también se incrementó y lo hizo a la par de las deudas personales y empresariales.

A partir de 1983, Estados Unidos experimentó una insólita expansión del mercado accionario; como resultado, aumentaron rápidamente las tenencias de valores por parte de los ahorradores. Al principio, esto tuvo implicaciones negativas para los bancos comerciales, instituciones de ahorro y uniones del crédito, pues causó una pérdida en la participación y gestión de activos en el mercado de créditos. En contraste, los fondos mutuos y de inversión crecieron velozmente, y la banca de inversión repuntó. También pudo observarse una oleada de fusiones y adquisiciones en el sector bancario y la paulatina fusión de la banca comercial con la de inversión.

Según Snowdon *et al.* (1998), investigadores de la Reserva Federal de Nueva York, lo que llevó a la consolidación de la industria bancaria estadounidense con otros servicios financieros fue la maximización del valor de las acciones. Agregan que éste puede incrementarse mediante las fusiones y adquisiciones (F&As), sobre todo al mejorar la eficiencia de las empresas participantes, incrementando su poder de mercado en la fijación de precios y, en algunos casos, a través del acceso a redes de seguridad o seguros de depósito;² sin embargo, existen otras motivaciones relacionadas con un posible cambio en la forma de acrecentar ganancias y de enfrentar a la competencia impulsada por la transformación de las estructuras financieras.

Muchos de estos cambios fueron propiciados por el desarrollo de los mercados financieros y no por modificaciones en la política económica. Tales desarrollos incluyeron progreso tecnológico, innovaciones financieras, mejoras en las condiciones del sector, exceso de capacidad en algunos mercados y el afianzamiento de éstos a través de desregulaciones y cambios institucionales. Que se relajaran las restricciones en la competencia bancaria y financiera fue una fuerza poderosa que llevó a la consolidación de los servicios financieros. Según Eugenia Correa (1998), la desregulación cambió el funcionamiento de los mercados y las instituciones, entre ellas, las bancas comercial y de inversión, como parte de las novedades en los términos de la competencia por los mercados y la procuración de ganancias.

Modificaciones a la legislación y desregulación financiera

Después de la crisis de 1929, la principal preocupación de los agentes reguladores del sistema financiero estadounidense fue mantenerlo estable y cuidar la sanidad de las instituciones; sin embargo, a lo largo de los años, la competencia entre éstas y los distintos sectores provocó que se ajustaran los objetivos, pues la tensión logró borrar, paulatinamente, la separación entre instituciones y productos.

Por ejemplo, la Ley Glass-Steagall mantenía cierta distancia entre los bancos comerciales y de inversión, pero, en 1999, la Gramm-Leach-Bliley

² La Red Federal de Seguridad garantiza, además del aseguramiento de los depósitos, la intervención federal para impedir la crisis o la quiebra en el sistema bancario.

(GLBA)³ la anuló, permitiendo la fusión de entidades financieras de distinta naturaleza bajo la presión de políticos, reguladores y banqueros que pugnan por sus intereses particulares. Compañías como Merrill Lynch presionaron para que la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) relajara las reglas y permitiera a sus miembros convertirse en suscriptores públicos haciéndose de nuevo capital.

La Ley Riegle-Neal, de 1994, que formalmente permitió a los bancos abrir sucursales en otros estados, se estableció después de una década de socavarse el control local de las finanzas. La desregulación de las normas hipotecarias, que condujo a la burbuja inmobiliaria, se llevó a cabo durante treinta años, abarcando los periodos de Reagan, Bush padre, Clinton y Bush hijo, e incluso se inhibieron ciertas regulaciones para potenciar los préstamos abusivos.

Ese tema siempre ha sido un juego de poderes entre los reguladores de los negocios bancarios. Así se avanzó hacia la conglomeración financiera, la conformación de bancos *too big to fail* (“demasiado grandes para quebrar”), y la consolidación y conformación de una gran industria de servicios financieros, con estrechos vínculos con las compañías del ramo y los bancos comerciales que incursionaron fuera de sus líneas tradicionales de negocios, sin que la regulación hubiera sido un obstáculo (D’Arista, 1994; 2018).

La línea divisoria entre bancos comerciales, de inversión y compañías aseguradoras empezó a desaparecer mucho antes de que el Congreso estadounidense aprobara la GLBA en 1999, como se verá más adelante. Esa homogenización fue promovida, principalmente, por los rápidos avances en la innovación tecnológica y financiera, así como por las continuas desregulaciones del sector.

Innovaciones como el papel comercial, títulos ligados a hipotecas, créditos automotrices, tarjetas de crédito, bonos basura, títulos con seguros adjuntos, entre otros, hicieron posible la titulación⁴ de una diversidad de negocios y el rápido aumento de la deuda por consumo. Como resultado, muchos clientes bancarios pudieron tener acceso a financiamiento no bancario de parte de instituciones y mercados financieros. Al mismo tiempo, dicha innovación generó una agresiva competencia entre bancos comerciales, *brokers* y mane-

³ También conocida como Ley de Modernización de los Servicios Financieros (Financial Services Modernization Act).

⁴ Fase previa a la securitización intensiva y expansiva que hoy observamos y sobre la que se abunda en el quinto capítulo.

jadores de fondos, usando para ello distintos productos de bajo costo y el posicionamiento en ciertos nichos de mercado. De acuerdo con Wilmarth (2002; 2009) en respuesta a estas novedades y al desarrollo de los mercados financieros, los consumidores grandes y pequeños cambiaron el crédito tradicional por servicios financieros no bancarios.

La integración de la banca comercial con la de inversión habría originado un poder de mercado muy significativo; no obstante, aquélla, junto con la consolidación, incrementaron el riesgo sistémico⁵ y expandieron las redes de seguridad⁶ de manera importante a costa de los contribuyentes, además de que requirieron constantes intervenciones de rescate por parte de la FED.

Entre las legislaciones o modificaciones importantes realizadas durante los años ochenta, se encuentran las siguientes:

- 30 de abril de 1987. La FED autoriza algunas suscripciones en favor de Bankers Trust, JP Morgan y Citicorp, con un 5 por ciento de límite de crédito en actividades inelegibles.
- 18 de enero de 1989. La FED extiende la Sección 20 que otorga permiso para suscribir deuda corporativa y valores sujetos a un tope de tasa de interés.⁷
- 13 de septiembre de 1989. La FED aumentó el tope del volumen de cartera de la Sección 20 en actividades inelegibles, del 5 al 10 por ciento.
- Enero de 1989. La FED permitió a veinte subsidiarias suscribir su deuda corporativa y acciones valores con un límite del 5 por ciento en volumen de activos, que fue creciendo hasta llegar al 10 por ciento en ese mismo año y al 25 por ciento en 1996.

En la medida en que la regulación fue modificándose, los bancos iniciaron una notable expansión en los productos financieros no bancarios. Las

⁵ El riesgo sistémico y sus efectos pueden incidir en sistemas individuales, particularmente de las grandes instituciones con problemas de crédito o liquidez, y transmitirlo al resto del sistema. Si el riesgo de una institución individual es alto, crece la probabilidad de quiebra o de que incumpla sus obligaciones de pago, exponiendo a otras al riesgo, corridas bancarias o problemas en el mercado de valores.

⁶ La competencia entre los bancos y otras entidades afines estaba acotada por ciertas restricciones sobre la clase de servicios financieros que cada banco podía ofrecer, como el aseguramiento de los depósitos.

⁷ Se refiere a la sección 20 de la Ley de la Reserva Federal, que habla sobre el fondo de redención de billetes bancarios nacionales como reserva. Véase en <<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section20.htm>>. [N. de los eds.]

compañías tenedoras (*holding companies*, BHC), a través de la Sección 20 de subsidiarias, empezaron a captar un importante segmento del mercado de valores, incrementando su participación en el total de ingresos de la industria de valores, pasando del 10 al 25 por ciento en sólo seis años. En contraparte, los bancos de inversión comenzaron a fusionarse.

Competencia entre banca comercial y banca de inversión

Durante los años ochenta y noventa, los bancos comerciales incursionaron en el campo de la banca de inversión (BI) de manera acelerada, particularmente en negocios con altos rendimientos. Gracias a la securitización, sus mayores clientes accedieron a los mercados de capital de forma directa y muchos de los bancos comerciales experimentaron presiones en sus márgenes de ganancia, debido a la intermediación crediticia, lo que acarreó una pérdida de participación en el mercado de crédito.

Algunos crearon sus propias subsidiarias de bancos de inversión, lo que originó las BHC; sin embargo, el proceso de fusiones y adquisiciones tomó mayor fuerza entre instituciones de distintas naturalezas, especialmente la apropiación de algunos de los bancos de inversión más exitosos por parte de la banca comercial durante los ochenta.

Aquélla (la BI) parecía un negocio de lo más rentable y, por ende, el más riesgoso; no obstante, todo el mundo quería ser parte de él. La situación se complicó cuando los altos mandos, ahora los banqueros comerciales, se fondearon obteniendo préstamos directos de sus depositantes y colocándolos en actividades de banca de inversión mayormente riesgosas, en el extranjero. Es exactamente en este lapso cuando la innovación se tornó más extensiva, compleja y difusa, y las actividades de securitización se generalizan entre las entidades financieras.

La línea divisoria entre bancos comerciales, de inversión, fondos de inversión, inversionistas institucionales y compañías de seguros empezó a desaparecer mucho antes de que el Congreso estadounidense aprobara la GLBA. La desregulación fue parte de un proceso surgido en parte por el interés de los bancos comerciales de incursionar en todo tipo de negocios no tradicionales ante la reducción de los márgenes de ganancias.

Hay quienes afirman que la competencia derivada del desarrollo de los mercados financieros estrechó los márgenes de ganancia para cada uno de ellos, así como sus actividades tradicionales, no sólo en el mercado de créditos, sino también en el de valores y de aseguradoras. Esa pugna se agudizó con la entrada de compañías extranjeras en el mercado estadounidense, lo que obligó a asumir mayores riesgos derivados de las nuevas líneas de negocio y una fuerte presión hacia la consolidación a través de las fusiones y adquisiciones. Cada sector se volvió mucho más vulnerable al estrés financiero⁸ que al principio de los setenta.

Los grandes bancos comerciales, de inversión y las aseguradoras respondieron a la tendencia a consolidar con fusiones y adquisiciones para mantener sus mercados y contar con otras fuentes de ingresos (Wilmarth, 2002; 2009). Así, las principales organizaciones dentro de cada sector buscaron afirmar su poder de mercado adquiriendo a su competidor tradicional. La segunda estrategia fue la diversificación de actividades mediante la compra de empresas de otro sector. Como ejemplo tenemos que, en 1977, Lehman Brothers se fusionó con KHN, Loeb & Co, convirtiéndose en el banco de inversión más grande de Estados Unidos. En 1984, es adquirido por Shearson/American Express, una compañía de corretaje, por 360 mil millones de dólares (Larson, 2010).

Banca de inversión y la desintermediación de activos: orígenes de la financiarización

La tendencia a la caída de la participación de los activos intermediados en los balances de los bancos comerciales estadounidenses fue una de las grandes preocupaciones desde finales de los ochenta y aún más, en los noventa.

Muchos disertaron sobre la desaparición o supervivencia de la banca comercial (Berger *et al.*, 1999; Snowdon *et al.*, 1998), tendencia ya conocida en la década de los veinte y que reapareció a fines de los cincuenta del siglo xx en Estados Unidos. Por ejemplo, la participación de los activos bancarios en tenencia de todas las instituciones financieras cayó un 50 por ciento en los

⁸ En términos generales, ese estrés puede considerarse una interrupción del funcionamiento normal de los mercados financieros, aumento de la incertidumbre sobre el valor subyacente de los activos y, por tanto, entre los prestamistas.

años treinta, debido a la crisis, y un 25 por ciento en los noventa. Kregel (1997) recuerda que la desintermediación de los activos bancarios no es un fenómeno nuevo, sino que acompaña los procesos de desregulación y auge de los mercados financieros, donde éstos y las instituciones del sector se transforman adaptándose a las nuevas condiciones de competencia y rentabilidad. Tal fue el caso de las bancas comercial y de inversión, como antes se explicó.

No olvidemos que Estados Unidos emergió de la segunda guerra mundial con un sistema bancario segmentado. El objetivo principal era limitar la participación de los bancos comerciales en inversiones de préstamos de corto y mediano plazos, mientras que a los de inversión se les restringía el acceso a depósitos de corto plazo y la facultad de mantener depósitos a la vista. Esto, en teoría, duró hasta muy entrada la década de los noventa, mientras que en Europa esa división había desaparecido en los ochenta, imperando un tipo de banca universal donde los bancos comerciales y de inversión podían operar en los mercados financieros y crediticios sin restricciones (Kregel, 1997; 2014).

La desintermediación de las actividades de la banca comercial no fue muy clara, pues se observó que una creciente parte de los depósitos perdidos por aquélla los captaban instituciones, como bancos de inversión y fondos mutualistas, otorgando algún tipo de financiamiento a empresas que no eran del sector. Autores como Kregel (2007), Kregel y Papadimitriou (2012), Guttman (1994; 2009; 2016), Correa (1998) y Seccareccia (2013) afirman que más que una desintermediación de la banca, lo que hubo fue un cambio en la manera de intermediar, en la que entidades financieras no bancarias (que no intermedian crédito) se muestran muy activas.

En el patrón de financiamiento imperante en la posguerra, la banca estadounidense fungió como la proveedora de créditos a la industria. De hecho, el crecimiento y fortaleza de esta economía iba de la mano de la expansión bancaria y, particularmente, de los créditos que ésta otorgaba dentro y fuera de su territorio para financiar la producción en la época dorada.

Desde una perspectiva teórica, Keynes (1963 [1936]) y Schumpeter (1978 [1912]) enfatizaron el vínculo crucial entre las compañías y la banca comercial como proveedores de créditos para promover la actividad empresarial y sostener el crecimiento económico a través de la creación de liquidez. De esta manera, en el patrón tradicional de banca, los ingresos bancarios se forman principalmente con los diferenciales de las tasas de interés deriva-

dos de su actividad crediticia y de la toma de depósitos. Sus ganancias dependían directamente del crecimiento de la producción y de las ventas, por lo que estaban en relación directa con el crecimiento de los créditos otorgados y los intereses devengados, y no del cobro de comisiones. Éste prácticamente era irrelevante, no así en la etapa de expansión de los mercados financieros y recurrencia a la innovación. No se debe olvidar que entonces los bancos estaban sumamente regulados por las autoridades gubernamentales, en este caso la SEC y la FED, para evitar que incurrieran en el manejo de derivados, que para entonces ya existían en una modalidad distinta de como los conocemos en la actualidad. La razón era que tales instrumentos representaban una amenaza para la actividad crediticia y para todo el sistema de pagos por su naturaleza especulativa, como se verá más adelante.

En la posguerra, la banca y las finanzas estaban al servicio de las compañías productivas y de la industria, fenómeno que se revierte con la financierización y la expansión de los mercados del sector iniciadas en la década de los setenta, y que vinieron acompañadas de una creciente inestabilidad y desregulación económica y financiera, que marcaron el rompimiento de la relación banca/industria, dando pie al dominio de los rentistas especulativos en detrimento de la industria y de la economía en su conjunto (Seccareccia, 2013; Crotty, 2000; 2002; 2011).

Dicha inestabilidad cobró fuerza con las dos crisis petroleras, el fin del sistema de Bretton Woods, el súbito y excesivo endeudamiento de los hogares, la caída de la tasa de ganancia y un maltrecho mercado de capitales, asociados con el surgimiento de la financierización, la cual detonó todo un proceso de desregulación y restricción del aparato estatal, que fue dirigido, principalmente, por las corporaciones y ciertos intereses financieros. El mercado reemplazaría al Estado en algunas de sus funciones, como el establecimiento de controles a los flujos monetarios y de bienes.

De acuerdo con Crotty (2002; 2008; 2011), este nuevo modelo de capitalismo, fundamentado en la línea neoclásica, fue implantado por la elite política y económica-financiera de Estados Unidos para salvaguardar sus intereses en tiempos de turbulencias, dando pie al gran crecimiento de los mercados financieros y a la cultura de Wall Street, cambiando la lógica del capitalismo y la manera de generar ganancias.

En la financierización, los mercados del sector han asumido un rol central en las economías donde los bancos comerciales dominaban con el manejo

del crédito (*bank-based economy*) (Epstein, 2005; Krippner, 2005; Orhangazi, 2007). Otra característica importante de este proceso es el cambio tan radical en la relación industria-hogares-bancos. En la etapa previa, la industria era la deudora neta del entorno bancario; ahora, los hogares ocupan ese sitio (Guttman, 1994; Crotty, 2000; 2002; 2008; 2011). Por otro lado, el sector no financiero obtuvo cada vez mayores ingresos y ganancias retenidas no asociados a sus inversiones productivas, sino financieras, y se convirtió en un prestamista que busca una ganancia en los circuitos financieros mediante el manejo de sus tesorerías.

Tal como lo menciona Serfati (2013), se ha observado a las grandes corporaciones no financieras incursionar en actividades bancarias y no bancarias, a través de instrumentos financieros y otras innovaciones, como fuentes de liquidez, ingresos y ganancias, dejando un tanto de lado su nicho productivo.

Estrategias competitivas de la banca de inversión en los setenta y ochenta: modificación de la naturaleza de los mercados financieros

El papel de la banca de inversión en la economía le otorga poder para modificar ese entorno a través, entre otros recursos, de su capacidad para manipular determinadas condiciones de los mercados financieros. La configuración de la industria de los valores y su organización es más un resultado de las estrategias de los bancos de inversión, que de la normatividad gubernamental o de la llamada autorregulación. Si bien es cierto que las estrategias de innovación y diversificación han alterado la estructura de la industria, la arquitectura económica subyacente ofrece incentivos a ciertas empresas para desarrollar e implementar tácticas de innovación y diversificación legales y, en ocasiones, algunas no muy legales (Partnoy, 2003).

Dos de las principales estrategias, muy rentables, que le han permitido a la banca de inversión modificar las estructuras son la innovación financiera y las plataformas tecnológicas. Los nuevos productos, particularmente los desarrollados entre los años setenta y ochenta, condujeron a la creación de mercados multimillonarios de hipotecas y activos respaldados (*asset-backed securities*), bonos basura (*junk bonds*) de alta rentabilidad e instrumentos derivados. Todo eso proveyó de mucha liquidez y grandes rendimientos, tanto

a los bancos de inversión tradicionales como a las compañías de distintos fondos entrantes.

Las estrategias ya mencionadas alteraron la estructura de la industria de banca de inversión apoyadas en las condiciones cambiantes de la economía estadounidense, pues aprovisionaron la infraestructura para el desarrollo, uso y propagación de la securitización; en consecuencia, inundaron el mercado de un cúmulo de productos financieros traducidos en liquidez, pavimentando el camino para las consecutivas crisis financieras.

Cabe mencionar que la industria de valores (*securities*) creció de forma poco sorprendente en los setenta. La transacción de valores negociados en la bolsa de Nueva York (NYSE) se incrementó de 1.3 miles de millones en 1961 a 3.3 miles de millones de dólares en 1968, mientras que el valor total de las acciones negociadas aumentó de 52.7 a 145 mil millones de dólares en ese mismo lapso (Mattews, 1994: 6). En esa década, los inversionistas institucionales surgieron como un factor dominante en el mercado de valores.

Hacia finales de los setenta, Merrill Lynch, Salomon Brothers, First Boston, Morgan Stanley y Drexel Burnham Lambert extendieron de forma agresiva sus líneas de negocios en la industria de la securitización, a través de productos como cuentas de manejo de efectivo (*cash management accounts*), hipotecas, activos respaldados, bonos de alto rendimiento (bonos basura), derivados, valores, permutas financieras (*swaps*) y reportos (acuerdos de recompra o *repurchase agreements*); así como nuevas formas y estrategias de negociación. Estas empresas no sólo cambiaron el negocio de valores, también el de la banca comercial.

La banca de inversión y las compañías de fondos de inversión transformaron el financiamiento tradicional, lo que no sucedió sin una feroz competencia entre las empresas de securitización por una mejor posición en el mercado y mayores ganancias, así como por resistirse a la entrada de la banca comercial y de otras firmas a este negocio. Así, desde mediados de los setenta, muchas compañías de seguros importantes desaparecieron o fueron adquiridas por otras, como Drexel Burnham Lambert, Lehman Brother y E. F. Hutton, mientras que algunas no pudieron sobrevivir a los rápidos cambios en la industria de los valores financieros (*financial securities*) y al duro entorno competitivo y volátil de los mercados (Mattews, 1994).

El verdadero crecimiento de los mercados financieros sobrevino ya entrados los años ochenta, con la progresiva institucionalización de inversionistas,

de los fondos de inversión y los planes de pensión. Los portafolios rotaban (*run over*) más rápido en la medida en que los fondos institucionales comenzaban a utilizar los valores de manera más intensiva, con la correspondiente creación y expansión de la liquidez en los mercados financieros. También las operaciones de corredores-vendedores (de corretaje, *brokers-dealers*) aumentaron considerablemente apoyadas en la innovación financiera que transformaba los instrumentos financieros para cobrar mayores comisiones y tener mejor posicionamiento en el mercado. El creciente cobro de comisiones se convirtió en el motivo principal de las aceleradas transacciones y colocaciones financieras como fuente de ganancias.

Proliferación de instrumentos financieros y aparición de nuevas instituciones

Durante los ochenta, se aceleraron los cambios en la industria de los valores y los mercados se extendieron aún más. Los de valores se integraron a nivel mundial gracias a la innovación tecnológica y financiera y a la desregulación de los mercados financieros nacionales; por ello, los tumultos financieros se transmitían con mayor velocidad de una economía a otra, pues debido a las interconexiones bancarias y los mercados de valores se hicieron mucho más volátiles.

Los inversionistas se internacionalizaron por motivos de rentabilidad alternativa favorecidos por la reducción de costos de transacción y de las telecomunicaciones, y por la innovación financiera. Las teorías de manejo del riesgo proliferaron originando nuevos instrumentos financieros para la administración de la liquidez de las tesorerías de las compañías y para la especulación; así, se transita de la propiedad individual de acciones (*individual stock ownership*) hacia una propiedad de fondos mutuos (*mutual funds ownership*) y a un cambio en el liderazgo de la empresa, donde los administradores tenían el control y no los accionistas.

Los años ochenta se caracterizaron por una alta rentabilidad para los *brokers-dealers*, altos salarios para sus empleados y una significativa presencia en los medios, por las escandalosas fortunas alcanzadas en sus operaciones, por la elite que conformaron y gracias a los millonarios bonos que jóvenes banqueros de inversión podían lograr en una sola transacción. El rey fue Drexel

Burnham, con compensaciones de hasta 550 millones en 1987 para sus operadores, aunque posteriormente desapareció tras un escándalo financiero (Saunders, 1994a; 1994b; Hayes y Meerscham, 1992; Hayes, 1993).

El dinamismo de los mercados del ramo no había tenido paralelo. En 1982, los mercados accionarios iniciaron una subida impresionante (*bull market*) que duró hasta 1987. De ubicarse en un rango de 840 en 1982, el índice DJIA llegó a 2 746 para el 2 octubre de 1987, para caer estrepitosamente dos semanas después y quedar en 1708, una baja del 37 por ciento, demostrando lo dicho por Minsky (1986) y Kindleberg (1989), que después de una súbita alza en los precios accionarios y crecimiento de la burbuja financiera viene la debacle en el precio de las acciones y valores, con el respectivo quiebre de bancos y fondos de inversión, que suele derivar en una fuerte crisis financiera generalizada.

Los bonos basura (*junk bonds* o *high-yield corporate bonds*) tuvieron su apogeo en los años ochenta, pero provocaron grandes controversias debido a su naturaleza. Su popularidad declinó en 1990 por los muchos problemas presentados con las entidades de ahorro y préstamo, ya que estaban vinculados a este tipo de bonos. Además, un gran volumen de éstos fue negociado en el crac de 1987, originando grandes pérdidas a todos sus poseedores (Matthews, 1994; Guttman, 1994).

Reestructuración corporativa e innovación financiera

También en los años ochenta, se aceleró la reestructuración corporativa, lo que se reflejó en una insólita oleada de fusiones y adquisiciones tanto en el sector corporativo, como en el financiero de Estados Unidos. Fue impulsada, fundamentalmente, por los bancos de inversión, quienes asesoraban y estructuraban el arreglo, además de decidir la forma de financiamiento, al privilegiar a un determinado instrumento o innovación, asegurando su respectiva tajada en el negocio.

Los bancos de inversión, especialistas en fusiones y adquisiciones, ganaban ahora millones por iniciar la adquisición y estructurar el trato para los interesados (en su mayoría especuladores). Era un sector dominado por Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch y algunos otros, con una búsqueda de ganancias cada vez mayores en un ambiente muy hostil y de intensa competencia.

Un ejemplo de qué tan rentable era el negocio de las fusiones y adquisiciones (*mergers and acquisitions*, M&A) para la banca de inversión es el caso de Morgan Stanley. El negocio le representó un tercio de sus ganancias en 1985, mientras que en 1972 constituyó menos del 10 por ciento. El problema con las M&A era que muchas de esas compras fueron sufragadas con bonos basura, que colapsaron cuando la burbuja reventó durante el crac de 1987 (Guttman, 1994; Wolfson, 1994).

Así, la banca de inversión, representada en buena parte por los *brokers-dealers*, fue la mayor partícipe en la oleada de fusiones y adquisiciones de esa década. En un principio, esta banca actuó como intermediaria entre el vendedor y el adquirente de la empresa. Después, proveyeron los fondos para las compras a través del mercado de bonos basura. Posteriormente, en la oleada de fusiones y adquisiciones de los ochenta, los inversionistas institucionales fungieron como financieros y principales (originadores) en un gran número de estas transacciones al promover operaciones soportadas por préstamos puente (con gran apalancamiento).

En general, se identifican cinco estrategias clave que la banca de inversión llevó a cabo desde finales de los setenta y durante los ochenta, basadas en la innovación y en la diversificación, y que transformaron el modo de operar de los mercados financieros estadounidenses, así como el sistema internacional en su conjunto. La configuración y organización de la industria financiera es más un resultado de las maniobras de los bancos de inversión que una evolución del mercado, las cuales, según Saunders (1994a; 1994b), Pollin y Heintz (2013), consistieron en:

1. *Inversión*. Involucró el manejo de un conjunto de activos a través de los fondos mutualistas o de pensiones, que se administraron como agentes para otros inversionistas o como “principal” para la misma empresa. El objetivo era escoger la colocación de fondos que permitiera obtener la máxima rentabilidad, eludiendo riesgos.
- 2.- *Suscripción de títulos*. Se refiere a la suscripción y distribución de nuevas emisiones en ofertas públicas o privadas. En una oferta privada, el banco de inversión funciona como un agente colocador en búsqueda de altas comisiones. En una oferta pública, los valores y acciones puede suscribirlos y comprarlos el mismo banco de inversión y después colocarlos en un mayor precio. Aquí, el banco se ve más

- comprometido en la negociación y sus comisiones dependerán del éxito de la colocación. Con esta estrategia, también pueden suscribir en favor de gobiernos municipales y estatales, e incluso incurrir en valores respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*, MBS).
3. Creación de mercado (*market making*). Implica crear o participar en el mercado primario y secundario de valores o *securities* (valores en su mayoría que el mismo banco de inversión suscribe o crea, tantos bonos y valores corporativos como gubernamentales). En el mercado secundario, un banco de inversión puede fungir como agente de transacciones o como un comercio principal (*principal transaction*), buscando una ganancia a partir de los movimientos de valores (de inventarios), tomando posiciones largas o cortas según le favorezca.
 4. *Comercialización de valores*. Está muy relacionada con la actividad de creación de mercado antes descrita.
 5. *Servicios de asesoría, especialmente para la realización de fusiones y adquisiciones*. En tiempos más recientes, la principal vía de los bancos y fondos de inversión para obtener ganancias y comisiones ha sido la proliferación y comercialización de productos derivados. Un derivado es un contrato bilateral, un acuerdo de pago e intercambio (*payment exchange agreement*) cuyo valor está vinculado con un activo subyacente que puede ser prácticamente cualquier cosa: efectivo, tangibles, otros instrumentos financieros, los índices bursátiles, los tipos de cambio, tasas de interés y hasta una calificación o calidad del crédito. Debido a las estructuras de alto apalancamiento, un pequeño cambio en el valor del subyacente puede provocar efectos drásticos en el valor derivado con el cual está relacionado.

Los derivados redistribuyen el riesgo al aislar cierto riesgo asociado con un subyacente particular y transferirlo de una parte tenedora a otra. Salomon Brothers, Banker Trust y Credit Suisse First Boston fueron los primeros en producir los derivados a mediados de los ochenta y a principios de los noventa (Partnoy, 2003; Pollin y Heintz, 2013).

Las instituciones financieras y las corporaciones que participan en el mercado de derivados de venta extrabursátil (*over the counter*, OTC) operan como *dealers* y como consumidores finales. Los primero son intermediarios que intervienen en las transacciones y ganan un diferencial por negociar con

la contraparte de los derivados. Los consumidores finales son los que compran o venden el riesgo, y utilizan los derivados con propósitos de cobertura o de arbitraje. La naturaleza versátil de esos derivados concede a los coberturistas (*hedgers*), especuladores y arbitrajistas un horizonte ilimitado de opciones para realizar sus estrategias de inversión; sin embargo, hay un gran peligro asociado, ya que en gran parte fueron estos instrumentos los responsables de las últimas grandes crisis financieras. Su efecto nocivo se analiza en el quinto y último capítulo.

* * *

Desde la década de los ochenta, los mercados financieros se convirtieron en una fuente de liquidez y ganancia a través de la innovación. La banca de inversión por medio de sus estrategias fomentó el crecimiento y la dominación de dichos mercados, contribuyendo al cambio en las estructuras del sistema financiero estadounidense, apoyada en la desregulación y la reestructuración corporativa.

El sector creció desmesuradamente, con un progresivo peso de las finanzas sobre la economía, reflejado en la expansión de los bancos comerciales y de inversión, casas de corretaje y compañías financieras. Dicha expansión se debió a la crisis de rentabilidad en Estados Unidos durante los años setenta y ochenta. Los mercados de capitales se convirtieron en una fuente relevante de financiamiento para las corporaciones, pero también en generadores de inestabilidad y crisis.