

INNOVACIÓN FINANCIERA, CRÉDITO Y SECURITIZACIÓN

Ese tipo de innovación es característica de la economía actual y es fundamental en todo proceso de generación de ganancias, particularmente sobre la estructura de los activos y pasivos de las corporaciones, sean o no financieras. El incremento en la disponibilidad del financiamiento en forma de securitización, es decir, de titulación de activos, a través de una nueva red de intermediación, va de la mano de la especulación, con la recurrencia a innovaciones en la materia, a fin de maximizar ganancias en inversiones hechas por los tenedores de fondos de inversión, bancos de inversión, corporaciones no financieras, entre otros.

Especialistas en economía financiera, como Jane D'Arista (2009a; 2009b; 2010; 2018), han afirmado que la innovación, en especial la securitización mediante el uso de derivados, es el fenómeno que ha revolucionado los mercados y las estructuras financieras de Estados Unidos. La desregulación del dinero privado bancario, apoyado en nuevos instrumentos financieros, fue el inicio de la desintegración del régimen monetario del Nuevo Orden y abrió las puertas a una nueva forma de dinero, de ahí la relevancia de la primera parte de este volumen. Al mismo tiempo, el colapso del sistema monetario de posguerra, tal como lo vimos, dio paso al surgimiento de mayores cambios en el entorno crediticio y en los mercados financieros, observables en una mayor disposición y preferencia por una modalidad de titulación más compleja, la securitización, como principal canal de financiamiento y manejo del riesgo, así como de obtención de ganancias apoyadas en la informática, la innovación financiera y la desregulación (Minsky, 1986; Guttman, 2009; 2012; 2016).

En este último capítulo profundizaremos en la naturaleza de la innovación como una forma de expandir la liquidez privada, así como su impacto en el sistema financiero estadounidense y para las recurrentes crisis del sector en nuestros días.

Naturaleza y desarrollo de la innovación financiera

NATURALEZA

Es muy diferente de la innovación industrial, pues está articulada con la de corte tecnológico y ha avanzado a pasos agigantados hasta alcanzar el estatus de comercio de alta frecuencia (*high-frequency trading*, HFT), transformando por completo los mercados financieros globales y las propias finanzas (Guttmann, 2016). Mucho se nos ha dicho que la innovación financiera se ideó principalmente para evadir las regulaciones a las actividades del ramo; sin embargo, Minsky (1986; 2008) sostiene que es fruto de una crisis o astringencia del crédito y la liquidez. Según este experto poskeynesiano, la razón de ser de ese recurso es, en primer lugar, proveer de liquidez a los mercados financieros y, en menor medida, saltarse las barreras legislativas que restringen las operaciones de las entidades del sector.

La procuración de ganancias por parte de las instituciones financieras conlleva la continua transformación del sistema y su estructura regulatoria, en un esfuerzo continuo por sobrepasar las políticas de los bancos centrales diseñadas para contener el crecimiento de la oferta monetaria. A principios de los ochenta, dichas instituciones en Estados Unidos tuvieron que recurrir a la innovación para hacerse de liquidez (Minsky, 1982; 1986) ante la imposición de altas tasas de interés. La restricción de la oferta monetaria por parte del banco central condujo a la expansión de la innovación, con el objetivo de lubricar los mercados financieros ante una astringencia de recursos, y se creó tal nivel de liquidez, que desestabilizó el sistema, generando crisis de gran intensidad, como las de 1982, 1987 y 1992. En cada caso hubo intervención de la FED como prestamista de última instancia, aunque se preparaba el camino para la siguiente debacle. La propia Reserva Federal dinamizó la creación y práctica de las innovaciones validando su naturaleza, uso y funciones (Minsky, 1982). En consecuencia, la recurrencia indiscriminada y desregulada de productos financieros generaba cada vez más inestabilidad, lo que esporádicamente culminaba en una crisis.

DESARROLLO

Hay quienes conciben esta innovación como un proceso natural para mejorar la calidad de los servicios financieros, y eliminar el riesgo y reducción de costos. Su fracaso en la consecución de tales fines, particularmente en el caso de la permuta de riesgo crediticio (*credit default swaps*, CDS) y del seguro de crédito (*credit insurance*), ha puesto en tela de juicio sus virtudes al ser los promotores de las recientes crisis.

Para Toporowski (2011), Pollin y Heintz (2013) y Guttman (2016), la innovación financiera no tiene utilidad fuera de los límites de los mercados del sector. Es endógena a ellos, pues generaron instrumentos de innovación a la par de sus actividades y procesos de expansión (Toporowski, 2011). Como ejemplo, los derivados han sido parte de los complejos instrumentos financieros, resultado de la expansión de finales de los setenta, muy utilizados en los últimos años para generar ganancias, y desarrollados y negociados en gran medida por los bancos y fondos de inversión.

Este último analista argumenta que la innovación financiera se organizó en distintas etapas, en las que cada cual representa diferentes tipos de aquéllas y cada etapa conduce a la siguiente; sin embargo, estas innovaciones se conjuntaron y se volvieron más complejas en la tercera etapa, haciéndose más letales y con mayores alcances.

Tales innovaciones se originaron en sociedades ricas. El deseo de acumular una mayor riqueza da pie a la innovación monetaria, es decir, al desarrollo de nuevas formas de dinero (Minsky, 1982; 1986; Toporowski, 2011; Correa, 2004; 2012), o cuasidinero, que toman la forma de crédito y titulación para facilitar la generación y expansión de liquidez, pero que también pueden convertirse en medios de pago, para saldar deudas, por ejemplo.

La innovación financiera facilitó, en un primer momento, el surgimiento de mercados de activos, multiplicando las invenciones (o innovaciones) de crédito que financiaron la infraestructura moderna y la producción en gran escala. En su segunda fase, se desarrollaron nuevos activos financieros, como bonos del gobierno e innovaciones crediticias usadas desde finales de los sesenta. En la etapa más reciente, el mercado de dinero tomó gran impulso, al igual que el de derivados, lo que implicó la proliferación de activos financieros en forma de acciones, créditos y *stocks* (volumen de acciones); se ampliaron las posibilidades de innovación del crédito y securitización (titulación del crédito),

la cual se convirtió en una práctica común para los bancos, que comenzaron a otorgar préstamos con valores financieros (*financial securities*) como garantía.

Las innovaciones, al facilitar la expansión de la liquidez, convirtieron los plazos largos en cortos; este proceso, al generalizarse, provocó inestabilidad en los mercados de activos, pues impulsó la especulación financiera en gran escala. Cuando los precios de los activos se vuelven inestables, inicia una nueva etapa de la innovación financiera, caracterizada por la proliferación del uso de derivados financieros.

Guttman (2009) advierte que cuando emergen nuevas formas de dinero, pueden provocar cambios en los regímenes monetarios y en las estructuras financieras, y esto ha ocurrido con las del sistema estadounidense.

Desarrollo histórico de la securitización en Estados Unidos

El surgimiento de nuevos instrumentos, en particular derivados financieros, se debió al auge del sector iniciado a fines de los setenta, en las economías más avanzadas (Toporowski, 2011; Guttman, 2016), y la titulación (securitización) fue la plataforma para la innovación financiera de dichos derivados.

La titulación comenzó a principios de esa misma década, cuando los préstamos hipotecarios fueron concentrados (*pooling*) por agencias gubernamentales de Estados Unidos, que los respaldaban (Jobst, 2008). Desde los años sesenta, el gobierno federal dirigió su programa de hipotecas aseguradas con una política específica: para incrementar la vivienda militar y de defensa nacional, renovar la casa habitación urbana, los asilos, parques, entre otros. Muchos bancos hipotecarios quisieron incursionar en este programa prácticamente dominado por las instituciones de ahorro; sin embargo, éstas no contaban con los recursos para llevarlo a cabo. Algunas presiones sobre el gobierno federal condujeron a que se proveyera de una fuente de liquidez para los préstamos convencionales hechos por los prestamistas que no tomaban depósitos (Peterson, 2007; Marshall, 2008), de esta forma, el gobierno federal facilitó el desarrollo de una nueva estructura para financiar las hipotecas.

Fannie Mae, como se conoce a la Asociación Federal Nacional Hipotecaria (Federal National Mortgage Association, FNMA), fue creada en 1938 por el gobierno federal con la finalidad de otorgar préstamos y garantizar hipote-

cas. En 1968, convirtió en una corporación privada cuya función principal era comprar hipotecas sobre inmuebles a prestamistas privados; luego, tomaba préstamos a su propio nombre para financiar sus operaciones. La intención era proveer fondos de bajo costo a prestamistas de hipotecas no aseguradas por el gobierno.

En 1970 se creó Freddie Mac, es decir, la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (Federal Home Loan Mortgage Corporation), con la misma función de Fannie Mae, pero con un método diferente de obtención de fondos para préstamos: la titulación hipotecaria. Ahora, en vez de mantener hipotecas, tanto Fannie como Freddie empezaron a emitir valores de hipotecas respaldadas que generaban intereses a los inversionistas.

Así se creó este nuevo vehículo de inversión llamado coeficiente de transferencia (*pass-through*), con el que los inversionistas podían mantener una participación de un gran lote (*pooling*) de hipotecas respaldadas o aseguradas por el gobierno, o garantizadas por algunas empresas patrocinadas por el gobierno (*government-sponsored enterprises*, GSE). Los ingresos de estas agencias tenedoras de acciones (valores) hipotecarias estaban protegidos ante una situación de *default* o impago. Estos valores mantenían un bajo riesgo, aún sin ser evaluados por alguna agencia calificadora, como Standard & Poors o Moody's. Los inversionistas interesados podían fácilmente revenderlos, de acuerdo con sus estrategias. Estos valores de hipotecas respaldadas daban estabilidad y liquidez a sus poseedores y eran comparables con las obligaciones del tesoro.

Éste fue el inicio de la titulación en Estados Unidos, que permitió a los mercados de capital directamente invertir en la tenencia de propiedad hipotecaria, a un costo reducido en comparación con el anterior modelo de depósitos y préstamos (Peterson, 2007; Marshall, 2015).

Todo este desarrollo en innovación financiera fue aprovechado por las instituciones privadas del sector, en particular los bancos de inversión que, a principios de los setenta, movilizaron capitales para satisfacer la gran demanda de créditos. En 1977, Bank of America y Salomon Brothers realizaron operaciones de titulación, en las que los préstamos por cobrar eran tenidos en entera confianza, una completamente pasiva, es decir, sin ningún colateral aparte de la hipoteca respaldada por el gobierno; sin embargo, este tipo de titulación pronto presentó algunos problemas tanto legales como de valuación para los inversionistas. Éstos y los *brokers* (algunos bancos de inversión) tuvieron

dificultades para comparar el valor presente con el valor futuro de las hipotecas a treinta años, a fin de evaluar su rendimiento. En el transcurso de la titulación, se tuvieron que desarrollar métodos para estimar el valor presente y así saber la proporción de ingresos esperables de cierto lote de préstamos o hipotecas. El segundo factor por evaluar era el riesgo en las diferentes divisiones del *pool* de valores titulados (*partitioned securities*).

Posteriormente, se creó el modelo *pass-through mortgage backed securities* (bonos de garantía hipotecaria), pero no resultó muy atractivo para entidades dispuestas a asumir mayores riesgos y en busca de una mayor ganancia, de ahí el relevante papel de los valores subdivididos o fraccionados (*partitioned securities*), creados por la banca de inversión. El ingreso devengado por préstamos hipotecarios en *pool* se dividía en diferentes corrientes de ingresos y se vendía por separado. Esta corriente de ingresos dependía de distintos plazos y riesgos, así fue como los bancos de inversión aprendieron a diseñar valores o instrumentos financieros, en virtud de las necesidades y particularidades de los inversionistas, cada vez más diversificados.

En un principio, las GSE podían adquirir préstamos en los mercados de crédito privado para fondear sus operaciones. Después de 1970, ya no recibieron el respaldo explícito del gobierno respecto de sus pasivos. Este cambio en el fondeo requirió fuentes alternativas de recursos y consiguió una a través de la venta de bonos a inversionistas privados, bonos respaldados por hipotecas específicas; no obstante, este tipo de fondeo demandaba una sobrecolateralización, la cual resultó relativamente alta y no proporcionó una respuesta definitiva a las necesidades de las GSE. Para solucionar esta dificultad, se creó un bono de garantía hipotecaria (*mortgage-backed security* o *passed through*), que vendía los flujos de efectivo generado por los lotes de hipotecas a inversionistas privados, como compañías de seguros o inversionistas institucionales. Esta estructura sentó las bases para nuevos instrumentos financieros (Kregel, 2008; 2014).

La estabilidad y seguridad del sistema hipotecario estadounidense cambió radicalmente cuando el Congreso desreguló las tasas de interés, flexibilizando el sistema de regulación Q, que fijaba la tasa máxima que los bancos comerciales podían pagar sobre los depósitos. Con esta desregulación, los bancos comerciales y las instituciones de ahorro y préstamo (S&L) se lanzaron a la competencia de depósitos. En 1980, se aumentó de cuarenta mil a cien mil dólares la cantidad máxima de los depósitos asegurados.

En relación con las entidades de ahorro y préstamo, en las legislaciones de 1980 y 1982, el Congreso dispuso que éstas podían ofrecer hipotecas a tasas variables (*adjustable-rate mortgage*, ARM),¹ además de ofrecer préstamos para automóviles, préstamos comerciales sin garantía y tarjetas de crédito, también a tasas variables (White, 1995). A la par, las instituciones de ahorro empezaron a invertir en bonos corporativos, activos financieros de mayor rendimiento. Este proceso fue alentado por los bancos de inversión, quienes negociaban depósitos asegurados por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).²

Muchas de las entidades de ahorro con problemas, comenzaron a ofrecer altas tasas de interés para hacerse de fondos adicionales, que eran invertidos en bonos corporativos de alto riesgo, o en préstamos de bienes raíces especulativos. De acuerdo con Kregel, con la debacle de estos bonos corporativos de alto riesgo, que afectaron terriblemente al sector de ahorro y préstamo a principios de los ochenta y a las instituciones de ahorro, debido a la excesiva oferta de unidades habitacionales que no encontró compradores, se terminó el periodo de estabilidad financiera en Estados Unidos. El gobierno federal tuvo que establecer la Resolution Trust Corporation para deshacerse de los activos malos, principalmente de casas habitación en manos de los bancos hipotecarios (Kregel, 2008; 2014).

Aún antes del fracaso de los bonos corporativos, los bancos de inversión estuvieron interesados principalmente en la creación de activos hipotecarios que pudieran ser negociables. Desafortunadamente, las hipotecas no eran uniformes y cada tomador de crédito tenía diferente historial crediticio; al igual que variaba el colateral que sustentaba cada hipoteca.

El problema era cómo homogenizar un grupo de diferentes lotes de distintas hipotecas en un instrumento que se negociara como un bono. Se requería un vehículo para financiar la vivienda sin que involucrara una decisión de crédito y éste fue el inicio de la completa titulación de las hipotecas. La primera titulación privada de *pass-through* (transferencia) estuvo a cargo de Freddie Mac y Salomon Brothers y fue para el Washington D.C. Thrift, con un vencimiento menor a treinta años y tasa de interés variable; no obstante, dependía de un número de hipotecas previamente pagadas o refinanciadas

¹ De acuerdo con White (1995), hasta 1979 no se permitían las hipotecas de tasas ajustables para las instituciones de ahorro y préstamo, excepto en algunos estados, como Wisconsin.

² Organismo encargado de supervisar los depósitos asegurables.

como resultado de la reducción de las tasas de interés, lo que requería una sobrecolateralización (Gorton, 2010; 2012).

La creación de los tramos (*tranches*) para enfrentar los riesgos en los movimientos de las tasas de interés se hizo de la siguiente manera: se separaron los ingresos provenientes de las hipotecas subyacentes (*underlying mortgages*) en flujos específicos. A diferencia de los *pass-through securities* (valores de transferencias de recursos), en los que todos los inversionistas compartían el mismo riesgo de prepago con base en un prorrateo, las obligaciones hipotecarias colateralizadas (CMO) redistribuyeron el riesgo de prepago entre las distintas clases de tramos con diferentes rangos de riesgo. Esta estructura secuencial de CMO fue diseñada para proveer plazos de vencimientos más precisos y cortos (por lo regular de quince a veinte años) en relación con el modelo anterior (de transferencias) o *securities* (valores) de hipotecas respaldadas; sin embargo, esa arquitectura era todavía muy sensible al riesgo de prepago. La solución fue un plan de amortizaciones para proteger los flujos de efectivo de cada tramo de los cambios en los prepagos dentro de cierto límite. A este invento se lo llamó *support bond* (bono de soporte), pero sería un instrumento aún más volátil. Éste fue el desarrollo histórico de la titulación que dio paso a la securitización en Estados Unidos en sus inicios.

Securitización, titulación, bursatilización: financiamiento estructurado como nuevo modelo de negocios bancario

Una muy sencilla definición de titulación tradicional es la de Allen (1997), para quien aquélla es una agrupación de valores financieros no negociados que son transformados en un nuevo título o valor financiero para negociarse con la asistencia de un *broker* (emisor) o *dealer* (comprador-vendedor) (banca de inversión), quien conjunta compradores y vendedores, creando un mercado para este nuevo título o valor. Con el tiempo, la definición y uso del término titulación cambia, haciéndose mucho más compleja y opaca para las instancias reguladoras, hasta convertirse en lo que hoy, en el sector financiero, conocemos como securitización.

La titulación tradicional de la deuda implica colateralizar (es decir, garantizar con algún bien) bonos, obligaciones y papel comercial mediante el

crédito general de las empresas, bienes raíces, maquinaria o algún otro activo. Otra modalidad es la venta de préstamos por parte de un originador. Aunque estas operaciones han logrado reasignar algunos riesgos de los préstamos originales otorgados por la banca comercial, todavía deja al inversionista expuesto al riesgo de pagos retrasados o a la pérdida del crédito (Mansell, 1992).

La banca de inversión es relevante en una operación de financiamiento estructurado, ya que éste toma prestamos originales (hipotecarios o autofinanciamientos) u otras cuentas por cobrar, los engloba o empaqueta (*pooling*) y los vende a una entidad con cometidos o fines especiales (*special purpose vehicle*, SPV), un fideicomiso creado por el banco que originó el préstamo, aunque legalmente independiente. Esta SPV reestructura el paquete de préstamos, realiza una suscripción que evalúa el riesgo de los créditos y otorga mayores garantías de pago por medio de una prima; de esta manera, un banco de inversión suscribe la emisión de las obligaciones y las vende a los inversionistas. El instrumento crediticio emitido y colocado entre inversionistas está garantizado por los créditos o cuentas por cobrar que quedan englobados en el nuevo instrumento.

El elemento novedoso del financiamiento estructurado (FE) es la completa separación legal entre los flujos de efectivo de los activos conjuntados en el nuevo instrumento y el acreedor original. Dicho flujo constituye la garantía para la nueva obligación y se destina directamente al inversionista sin tener que pasar a través de la institución emisora o acreedor original. La securitización representa, para los bancos, una forma de fondeo en la que determinados préstamos bancarios son conjuntados en lotes y eliminados de las hojas de balance. Los valores respaldados por este conjunto son vendidos en el mercado abierto con el fin de levantar nuevos fondos que eventualmente pudieran ser más baratos o generar más ganancias que el fondeo tradicional (Gorton y Souleles, 2005; Klee y Butler, 2002), pero se asumen grandes riesgos y pérdidas en momentos de inestabilidad financiera.

El financiamiento estructurado (FE) implica la realización de cálculos más complejos. A diferencia de la titulación tradicional, aquél beneficia a los bancos y a otras instituciones que originan el préstamo subyacente, al permitir que dichos créditos salgan de sus balances contables, lo cual representa ahorros significativos por concepto de costos de capitalización obligatoria y eliminar cualquier riesgo asociado con cambios en las tasas de interés. A su vez, por medio del FE, la institución acreedora original puede fondear los crédi-

tos con recursos provenientes directamente de los inversionistas, en vez de hacerlo a través de la captación financiera o de capital propio.

En su momento, Gorton y Souleles (2005) y Gorton y Metrick (2010) afirmaron que la securitización es un proceso mediante el cual se comercian activos no líquidos en el mercado de capitales mediante la venta de un gran portafolio de préstamos a una SPV, una entidad legal que emite seguros calificados ligados al portafolio de créditos.

La titulación funciona de la siguiente manera: una empresa originadora presta dinero a un número de prestatarios; después, se selecciona un portafolio que contiene un lote de préstamos que se venderá a una SPV. Ésta financia la compra de estos préstamos, por medio de la venta de valores calificados en el mercado de capitales. Estos valores, denominados tramos (*tranches* o partes), son evaluados por alguna calificadora de riesgo.

El proceso entero toma préstamos que tradicionalmente se habrían mantenido en las hojas de balance de la empresa originadora (un banco) y crea seguros o valores negociables que pueden ser vendidos o negociados vía operaciones fuera de balance a través de un SPV. De esta manera, la securitización o titulación no tradicional es una de las formas más visibles del uso de las operaciones fuera de balance como SPV (Gorton y Tallman, 2018); usa complejas SPV que involucran ventas registradas y valores calificados en los mercados de capital. La securitización se ha hecho sumamente compleja y opaca, siendo casi imposible saber con exactitud la calidad, cantidad y exposición de los activos implicados (Girón y Chapoy, 2010a), lo que trae aparejada mucha más inestabilidad financiera con riesgos potenciales.

En resumen, la securitización implica que los intermediarios financieros que conceden préstamos ilíquidos posteriormente los agrupan, diversifican los riesgos y los convierten en activos líquidos o valores respaldados por activos (*asset-backed securities*, ABS), que se venden a inversores externos, como, por ejemplo, fondos de inversión, a cambio de un financiamiento mayor. Aunque la mayor parte de los ABS cubren los préstamos hipotecarios para viviendas, también se han titulado de otros tipos como el crédito para automóviles, los préstamos estudiantiles o los corporativos.

A finales de 2007, el mercado estadounidense de préstamos hipotecarios alcanzó los 6.42 billones de dólares, lo que representaba un gran riesgo para los mercados y tenedores.

Crédito y securitización: innovación financiera y creación de liquidez privada

SECURITIZACIÓN: TITULACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

De acuerdo con Minsky (2008), la *securitización* nos refiere a la naturaleza del dinero: en términos estrictos, el dinero es un instrumento financiero, una deuda, que se desarrolla fuera del financiamiento de actividades productivas y de las posiciones de balance. Lo más importante es que el dinero se convierte en un medio para liquidar deudas, como ya se explicó con anterioridad, “por lo que los valores derivados de la securitización se utilizan también para saldar deudas” (Minsky, 2008: 2). La securitización implica que no hay límite en la iniciativa bancaria de crear créditos (y, por lo tanto, en la creación de liquidez), ya que no se requiere recurrir al capital ni a las reservas bancarias, manteniendo los lineamientos exigidos por los Acuerdos de Basilea a los intermediarios financieros. La securitización actual, la doble titulación de activos financieros, un tipo de innovación financiera que desarrolló novedosas formas de dinero a través de instrumentos vinculados a los valores de los portafolios de acciones, que convierten un tipo de instrumento de deuda (como los préstamos bancarios) en obligaciones de deuda con colateral (Toporowski, 2011; Botta *et al.*, 2016; 2019) enfatizan que cuando la inestabilidad empezó a afectar a los bancos, éstos comenzaron a utilizar estas innovaciones para eliminar la inestabilidad en el valor de los activos, o lo que es lo mismo, para el manejo del riesgo, facilitar grandes ganancias y evitar o transferir pérdidas.

En años recientes, el mercado de títulos y seguros ha crecido de forma drástica. Un creciente número de empresas utilizan la titulación para transferir el riesgo crediticio de los activos que originan de sus hojas de balance hacia aquellas instituciones financieras como bancos, compañías de seguros y fondos de cobertura (Andreas, 2008).

Según Minsky (2008), la securitización conduce a la creación de papel financiero (titulación de valores o *securities*), necesario para una estructura global. La titulación requiere de instituciones adecuadas con habilidades de alto perfil para hacer que los acreedores reúnan activos que sean el subyacente o garanticen el valor de los nuevos instrumentos titulados.

La securitización refleja el cambio en las fuentes y uso del financiamiento al pasar del crédito a los mercados financieros echando mano de una innovación

cada vez más compleja y opaca. Lo anterior es resultado de políticas antiinflacionarias y monetarias restrictivas que limitan el crecimiento de la oferta monetaria, abriendo así la oportunidad de desarrollar tácticas de financiamiento no bancarias, pero de manera muy apalancada (Minsky, 2008), como resultado de una constante búsqueda de ganancias corporativas y financieras. En parte, la securitización es una respuesta a la estructura de costos de los bancos y una nueva fuente de ganancias. La participación de los bancos comerciales en la titulación fue una acción para complementar sus ingresos de intermediación o fondeo con recursos provenientes de comisiones.

El desarrollo del mercado de dinero, el continuo crecimiento de los fondos mutuos y de pensión, así como las entidades *extraterritoriales (offshore)*, fueron la base para crear un mercado de títulos que dieron vida y sentido a la securitización, enormemente utilizada y propagada por los bancos de inversión como principal estrategia de competencia y de ganancias, con mucha fuerza desde los años ochenta, empleada también como plataforma de especulación con productos derivados.

Como se ha subrayado, la liquidez se destina fundamentalmente para afrontar las deudas o pasivos de una empresa o institución financiera, pero también para la especulación. Cada instrumento financiero es un compromiso de pagar en efectivo en un determinado momento. Este efectivo puede obtenerse a través de la compra o venta de instrumentos, o de préstamos, y representa el cumplimiento de los contratos o negociaciones con otros agentes.

En un esquema Ponzi o especulativo, en el que las salidas de efectivo superan a las entradas, es necesario “hacer posiciones”³ para allegarse liquidez y financiar activos a fin de no caer en insolvencia. A los instrumentos financieros utilizados para tales propósitos se los denomina deuda “para hacer posición” (*position-making assets*).

La promesa de pagar efectivo (título de deuda) de un agente económico será reconocida casi como “efectivo”, o como un activo monetario líquido, si es que el agente puede probar que es solvente y puede crear flujos de efectivo o tiene acceso a liquidez. Éste es el principio de la creación de dinero privado mediante innovación financiera. El problema es que, como se explicó, una gran generación de liquidez en un sistema de pagos pavimenta el camino hacia una nueva crisis financiera.

³ Término usado por Minsky, que alude al acto de adquirir liquidez para financiar activos.

Minsky (1982; 1986) y Minsky, Dabgel y Kregel (2005) afirman que cualquiera puede crear liquidez, siempre y cuando ésta sea aceptada como medio de pago. En los ochenta, el gran crecimiento de los mercados de fondos y de cuentas de manejo de efectivo expandió la liquidez a través de obligaciones de deuda que hacían las veces de dinero y que fueron emitidas por entidades financieras no bancarias. El inconveniente es que, cuando la confianza se desvanece, se presenta una abrupta astringencia de la liquidez, ocasionando severas contracciones o crisis crediticia (*credit crunch*). Cabe mencionar que el gran número de alternativas para “hacer posiciones” con innovaciones financieras, así como su uso extensivo, fomentaron la inestabilidad financiera y la recurrencia de crisis, incluyendo las modernas (Minsky, 1986; Bertocco y Kalajzić, 2019).

En el caso de los bancos comerciales, éstos necesitan obtener liquidez sin afectar sus líneas o posiciones de crédito. Los instrumentos para hacer posiciones usados por los bancos estadounidenses después de la segunda guerra mundial fueron los bonos del tesoro, posteriormente los certificados de depósito, eurodólares y un sinfín de innovaciones financieras que se diversificaron, haciéndose cada vez más complejas, como los derivados y la securitización, fuentes de liquidez en sustitución de los créditos bancarios en las hojas de balance de corporaciones financieras y no financieras. Por su parte, los bancos y fondos de inversión se encargaron de crear y administrar mercados dinámicos en expansión para colocar toda esta innovación.

En tiempos recientes, la securitización ha permitido a los bancos ampliar el aprovisionamiento del crédito a los hogares y a las empresas, sean o no financieras. El desarrollo de activos financieros, uno de sus productos, después de los ochenta se acompañó de una creciente expansión de repos, (*repurchase agreements*, acuerdos de recompra) como instrumentos de gran liquidez y aparente bajo riesgo, generada por la confianza en que son instrumentos de corto plazo y que producían ganancias aun en caso de que el prestatario entrara en bancarrota (Caverzasi y Russo, 2018).

La securitización, como principal innovación dentro de los mercados del sector, ha surtido otro efecto: la transformación de la deuda crediticia en activos, lo que implica generar nuevos productos financieros (*financial commodities*) —cuya posesión es de corto plazo—, solucionar la falta de liquidez y evadir las regulaciones estatales en los mercados, mientras se obtienen intereses o rendimientos a partir de estos productos extremadamente líquidos.

Los repos son activos muy líquidos a corto plazo; sin embargo, no son sustitutos perfectos de los depósitos bancarios, pues no pueden utilizarse para un pago final. Además, su liquidez depende en gran medida del grado de seguridad percibido que caracteriza a la garantía subyacente (Caverzasi y Russo, 2018).

Por otra parte, el desarrollo de los productos derivados también genera liquidez, pero a más largo plazo; sin embargo, dependen más de una cuestión netamente fiduciaria, pues la liquidez de este tipo de activos se basa en la confianza por el bajo riesgo. Estos productos financieros, a diferencia de los repos, no cuentan, en principio, con el respaldo de un banco central (Caverzasi y Tori, 2018).

En una economía con un sistema financiero tan complejo como el estadounidense, se advierte el proceso de innovación e inestabilidad financieras después del surgimiento de la securitización, pues ésta permite contar con nuevos activos de alta liquidez (*asset-backed securities of high liquidity*), desarrollados a raíz de la idea de que los activos respaldados, principalmente hipotecas y garantías, aumentan la cobertura del fondo y disminuyen los riesgos, junto con un complejo entramado de normatividades y la evaluación de calificadoras de activos según los criterios AAA.

La liquidez de este tipo de productos se respalda en una compleja arquitectura de calificaciones y venta de deudas, que en un principio podían estar cubiertas, pero, debido a la demanda de los ahorradores y corporaciones de estos instrumentos, se dio paso a la creación de activos de alto riesgo, lo que desembocó en una crisis de la magnitud como la de 2007-2008 (Caverzasi y Russo, 2018; Caverzasi y Tori, 2018).

La innovación y la inestabilidad financiera van de la mano cuando el objetivo principal es producir ganancias, con base en el modelo de capitalismo financierizado o *money manager capitalism*. En momentos de astringencia de liquidez, esa búsqueda suele venir acompañada de la necesidad de evadir las barreras del mercado, ocasionando mayor fragilidad e inestabilidad, que eventualmente acaban en grandes crisis económicas.

Derivados financieros y banca en la sombra

El mercado de derivados se fortaleció a partir de los años ochenta, pero fue en la década siguiente cuando se generalizó su uso entre las grandes empresas

fueran o no financieras en Estados Unidos. De mediados de los ochenta a inicios de los noventa, los grandes bancos de ese país comenzaron a desplazar sus actividades hacia el mercado de derivados de productos básicos (*commodity derivatives*), tanto en el comercio de mercancías, como en las operaciones fuera de balance (*over the counter*), gracias a que la Oficina del Contralor de la Moneda (Office of the Comptroller of the Currency, OCC), principal regulador de los bancos federalmente asociados en el marco de la Ley del Banco Nacional de 1863 (National Bank Act), autorizó a los bancos comerciales negociar con derivados, con base en el principio de equivalencia funcional (*functional equivalency*).

Este principio legal hizo caso omiso de la *naturaleza nociva* de los activos subyacentes que sustentaban a los derivados, y sólo se enfocó en la forma y riesgo de la transacción financiera, ignorando tácita y conscientemente el riesgo inherente a los activos subyacentes (Omarova, 2009; Kregel, 2009). De acuerdo con Correa y Soto (2008), los bancos comerciales y de inversión incurrieron de manera creciente con esta innovación financiera con el fin de ampliar sus negocios sin afectar directamente los requerimientos de capital en un mercado caracterizado por un crecimiento lento y concentrado de la demanda, con sucesivas crisis y sobreendeudamiento que limitan la renovación y expansión del crédito.

Las grandes instituciones financieras y las corporaciones son las principales participantes en el mercado de productos derivados como los OTC, operando como consumidores finales y como *dealers*; éstos son intermediarios que participan en las transacciones, ganan un diferencial por negociar con la contraparte, y por lo general son miembros de un banco de inversión; sin embargo, los derivados pueden provocar efectos macroeconómicos devastadores y manipular las variables fundamentales, como el tipo de cambio y la tasa de interés, afectando así el volumen de la liquidez en los mercados del sector (Correa y Soto, 2008; Epstein y Hubbard, 2012; Guttman, 2009; 2012; 2016).

Estas innovaciones financieras han sido, en parte, las grandes responsables de las frecuentes y cada vez más severas crisis financieras a partir de la década de los ochenta; tan espectaculares como la asiática de 1997, el colapso de Long Term Capital Management, de gobiernos locales como el de Orange County, en California, y la crisis *subprime* (2008), que provocó la caída de Lehman Brothers. Hay quienes catalogan a los productos como una especie de armas financieras de destrucción masiva (Omarova, 2009), al

ser sumamente nocivos y sin ningún valor para las sociedades (LiPuma y Lee, 2004), pues además introducen un gran riesgo que puede hacer colapsar el sistema bancario global, con lo que eso implicaría para los gobiernos y sus monedas. Electrónicamente amplificados y sin la posibilidad de regulación, los flujos de capitales son capaces de comprometer la soberanía de las economías nacionales.

Los derivados son instrumentos complejos y se mueven casi exclusivamente en un cerrado círculo de grandes conglomerados. Son manejados sobre todo por bancos de inversión, fondos de cobertura y corporaciones transnacionales interconectados muy estrechamente a través de sus balances (D'Arista, 2011; 2018).

El volumen de derivados manejados por las veinticinco mayores corporaciones financieras estadounidenses en 2017 alcanzó los 234.2 billones de dólares, más de trece veces el PIB de su país en ese mismo año.

Se los llama así porque su valor se deriva del activo subyacente que representan, es decir, no poseen ningún valor intrínseco. Un derivado parece ser sólo un contrato en el cual no hay movimiento o desplazamiento de capital hasta su liquidación.⁴

Los derivados son un eficaz vehículo de la especulación debido a su gran apalancamiento, ya que un monto dado de capital puede controlar una cantidad mucho mayor de activos subyacentes. El riesgo de apalancamiento implica que el adherido al derivado tiene un efecto multiplicador, pues la inversión es un porcentaje muy pequeño, a veces sólo representa el 1 por ciento del valor del contrato. El mercado de derivados ejerce una gran influencia en el valor del dinero debido a que tiene el poder de manipular las tasas de interés y los tipos de cambio independientemente de los mercados y de las políticas monetarias nacionales (LiPuma y Lee, 2004; Baigent, 2005; 2009).

Desde una perspectiva más sociológica e institucional, los productos derivados son el principal componente de la especulación a la que recurre el capital financiero en los mercados globales. Los derivados son básicamente *apuestas* a los cambios en el costo del dinero —llámese tasas de interés, tipos de cambio—, anulando el alcance y efectividad de las políticas monetaria y fiscal de los gobiernos locales.

⁴ No hay movimiento de capital o intercambio de principal, en el sentido de que ninguna de las partes del convenio se compromete a prestar o aceptar depósitos.

Para el mercado, estos instrumentos parecen necesarios y naturales ya que son promovidos por el riesgo adyacente a la globalización, el cual se convierte en el fundamento para la generación de derivados (LiPuma y Lee, 2004; LiPuma, 2017). De esta manera, puede decirse que son importantes porque adquieren la forma funcional del capital especulativo que circula en los mercados y globaliza el riesgo (LiPuma y Lee, 2004; LiPuma, 2017; Soto y Correa, 2008).

Vistos de manera superficial, los derivados parecen ser sólo un contrato que permite a los involucrados especular o cubrirse contra el riesgo; no obstante, implican toda una transformación en la manera de operar de los mercados financieros. Su uso cambió el panorama del gobierno corporativo, particularmente la operación de los bancos y otras instituciones sean o no financieras (Partnoy, 2003; Partnoy y Skeel, 2007; Dymski, 2011; 2015; Guttmann, 2016) de la economía productiva, e incidiendo en el bienestar de los productores y en las necesidades políticas de los ciudadanos, incluyendo “la necesidad de decidir, la dignidad y la creación de identidades” (LiPuma y Lee, 2004: 25).⁵

Los derivados no operan en el vacío, existen compenetrados en una cultura de circulación financiera, donde el capital especulativo se halla totalmente desligado de la producción y reside en los principales bancos de inversión, fondos de cobertura y en la división de finanzas de las mayores corporaciones.

Esta especulación está vinculada con el crecimiento de los conglomerados financieros globales y la banca en la sombra (*shadow banking*), asociado a agencias calificadoras de crédito (Epstein y Hubbard, 2012; Epstein, 2018). Tradicionalmente, los bancos comerciales habían sido los principales proveedores de liquidez, pero en las pasadas tres décadas las instituciones basadas en los mercados financieros han comenzado a participar en este gran negocio.

La banca en la sombra es un sistema de creación de crédito fuera de los bancos tradicionales; sus actividades son sumamente complejas y opacas; no obstante, representa más de la mitad de los activos bancarios y un tercio del sistema financiero del mundo (Nesvetailova, ed., 2018). Se ha convertido en una parte vital de la estructura del capitalismo financiero y tiene la habilidad de crear liquidez similar a la de los bancos comerciales, aunque fuera de

⁵ La traducción es propia.

la regulación. Incluye una gran variedad de intermediarios financieros apalancados que participan en la creación de liquidez a través de su acceso a los mercados financieros y a los instrumentos que manejan, particularmente derivados sin regulación, lo que los hace particular y exponencialmente peligrosos.

Aunque la banca en la sombra, concepto sujeto a múltiples interpretaciones, ha estado presente desde fines de los años setenta, sus operaciones se expandieron de manera exorbitante a partir de finales los noventa —quedando totalmente al descubierto con la crisis financiera global de 2007-2008— y se vincularon, sobre todo, con transacciones en el mercado de dinero, de repos y derivados (Fernández y Wigger, 2017; Pozsar, 2018).

Este sistema, a nivel macroeconómico, es el canal más importante de acumulación con que cuenta el capitalismo financiarizado, mediante el reúso de instrumentos de deuda como colaterales. Lehman Brothers vendió un gran volumen de deuda a través de su inmensa red, y cuando ésta se devaluó, causó un colapso generalizado de los activos financieros respaldados y sobrevino una devastadora crisis, facilitada por la interconexión de los centros financieros extraterritoriales (*offshore*) (Guttman, 2016; Nesvetailova, ed., 2018).

En la actualidad, las actividades de securitización de la banca en la sombra se están dirigiendo a financiar los planes de desarrollo de los países emergentes, aniquilando toda posibilidad de tener una banca pública para esos fines, con objetivos de bienestar social y aumento del gasto público (Gabor, 2018). En uno de los recientes informes de la CNUCYD se menciona que

Los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) consideran cada vez más la securitización como un medio para involucrar inversores privados en el financiamiento del desarrollo, lo que implica agrupar varios tipos de deuda contractual u otros activos no relacionados con la deuda que generan rendimientos y venden sus flujos de efectivo asociados a inversores externos. En el pasado, los BMD han vendido directamente préstamos de sus balances a inversores privados para liberar capital para aumentar sus operaciones de préstamo; sin embargo, la securitización puede tomar diferentes formas y una preocupación real es que los BMD están considerando adoptar algunas de sus formas más complejas de securitización, que pueden crear riesgos para la esfera pública, si las cosas salen mal. Esto puede entonces obstaculizar los esfuerzos de los gobiernos para mejorar (o restaurar) su capacidad de gasto público para reactivar el crecimiento (CNUCYD, 2019: 150).

Debido al desarrollo de mercados financieros más complejos, a la falta de regulación y a una economía dominada por accionistas, la dinámica y estructura

de la banca en la sombra impone la continua comercialización de la deuda y obliga a las empresas del sector a crear innovaciones financieras que satisfagan la alta demanda de activos líquidos que distribuyan el riesgo, lo que en conexión con la inestabilidad natural de los sistemas financieros aumenta el riesgo de generar esquemas Ponzi y grandes crisis (Lavoie, 2012).

Entonces, el aparente éxito de los mercados financieros contrasta con la falta de inversión en la industria. Esta innovación financiera se utiliza para dirigir recursos y sostener el crecimiento de los precios de los activos financieros (Lazonick, 2016; 2018).

De acuerdo con Toporowski (2011: 92), “en una era de finanzas, las finanzas sólo financian finanzas”. Las prácticas de los grandes conglomerados desataron la gran crisis de 2008, y ésta es su gran responsabilidad, la promoción de insondables debacles financieras, en una de las cuales todavía estamos inmersos.

* * *

La securitización de activos respaldados con deuda a través de toda la estructura de la banca en la sombra es el distintivo más claro de las finanzas contemporáneas, reformulando así la relación entre producción y financiamiento al acelerar y expandir la reproducción de capital financiero y modificar las formas de dinero mediante las finanzas estructuradas, en detrimento del financiamiento a inversiones productivas que generen crecimiento y empleo.

Podría decirse, con toda claridad que la dinámica de los mercados financieros globales y sus principales agentes no ha cambiado desde la crisis de 2007-2008. Las prácticas especulativas y el uso intensivo de derivados, repos y otros instrumentos afines siguen su curso. La labor de la banca en la sombra se extiende y fortalece de la mano de la securitización, abarcando economías que no se consideraban de mercado, como la china. Así llegamos a la segunda década del siglo XXI con gravísimos problemas, generados, en gran medida, por el avance de la financiarización, las políticas de austeridad, la desregulación y el libre mercado, que la impulsan y sostienen en todo el orbe.

Desde mediados de 2019, la economía y los mercados financieros estadounidenses presentaban signos de afectación e inestabilidad; esto obligó a la Reserva Federal (FED) a bajar la tasa de interés de referencia en sucesivas

ocasiones, lo que obviamente mandó señales negativas a los inversionistas y lo demostraron las consecutivas y fuertes caídas de los índices bursátiles en todo el mundo, en lo que va de 2020.

La cúspide del nerviosismo se alcanzó cuando, a mediados de marzo, en una reunión extraordinaria del Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee, FOMC) se decidió reducir nuevamente la tasa de interés de referencia para el mercado de Estados Unidos, pasando del 0 al 0.25 por ciento (FED, 2020) y sin posibilidad de mayores recortes futuros. A la par, en coordinación con otros bancos centrales, la Reserva Federal lanzó un paquete de estímulos de alrededor de 700 mil millones de dólares para préstamos de emergencia (Fariza, 2020).

Al día siguiente de esta declaración, evidenciando desconfianza en la capacidad de las autoridades monetarias para frenar la crisis, las bolsas de valores en todo el mundo continuaron con sus aceleradas caídas de alrededor de 12-13 por ciento, el peor escenario desde el crac de 1986, acompañado de importantes recortes en la calificación de bonos soberanos y perniciosas devaluaciones de las monedas de países emergentes, así como una ligera devaluación del dólar respecto de otras divisas fuertes.

La tensión y la volatilidad global siguieron aumentando hasta llegar a abril, cuando se acumuló una caída de más del 25 por ciento, en los índices bursátiles más importantes del mundo y devaluaciones de alrededor del 30 por ciento, como le sucedió al peso mexicano. Las recientes medidas de rescate y apoyo a los inversionistas, así como las políticas monetarias destinadas a proveer liquidez a los mercados financieros, parecen no ser suficientes para detener la debacle de la economía mundial y, en particular, de la estadounidense, quedando de manifiesto la insuficiencia de las políticas monetaria y fiscal para frenar esta gran crisis, que se agrava con la pandemia de la COVID-19, y que hace de la tan temida recesión económica generalizada un evento más complejo, acelerado, de mayor alcance y más letal en términos de destrucción de riqueza, fuerzas productivas y empleos, que la crisis de 2007-2008, y, como en cada suceso de este tipo, los más afectados son los menos favorecidos. Habrá que ver qué tan bien librados salen las grandes corporaciones y conglomerados financieros en esta ocasión.