

CREACIÓN DE LIQUIDEZ, INNOVACIÓN Y SECURITIZACIÓN FINANCIERA: NUEVAS DINÁMICAS, VIEJAS PRÁCTICAS*

Claudia Maya
Monika Meireles

Introducción

A partir de los años setenta del siglo pasado, el desempeño de las corporaciones no financieras estadounidenses se vio drásticamente afectado por las nuevas circunstancias propiciadas específicamente por los cambios en los mercados financieros y por la competencia de los productos que los integran. Estas nuevas condiciones incluyeron una reducción en el crecimiento de la demanda, una creciente competencia entre los diversos productos financieros y un cambio en la búsqueda de la generación de ganancias, que pasó de un sistema enfocado en el largo plazo a uno concentrado en el muy corto plazo.

De esta forma, empezaba una transformación en los métodos de operar de las empresas financieras y no financieras que alteró las estructuras del sector de las finanzas estadounidenses, basadas ahora en la creciente actividad y dominio de los mercados financieros y en la especulación, dejando en el pasado el financiamiento vía crédito para fundear la actividad económica productiva de las corporaciones de la Unión Americana. A este proceso también se lo ha denominado “financiarización” o “capitalismo conducido por las finanzas”.

El surgimiento del *money manager capitalism* introdujo nuevas formas de intermediación dentro de la estructura financiera. La lógica principal que rigió en este esquema fue la maximización del valor de las inversiones realizadas por los tenedores de fondos. Como consecuencia, la valuación o valoración de los activos de las firmas se vio enormemente afectada por el comportamiento del mercado de valores.

El alza de las tasas de interés reales alteró, a inicios de los ochenta del pasado siglo, el rumbo de los mercados financieros, lo cual ocasionó importantes

* Este artículo se escribió con recursos del Proyecto PAPIIT IA300920 “Reconfiguración bancaria, circuitos monetarios e innovación financiera: nuevos procesos de la financiarización en América del Norte”, DGAPA, UNAM.

cambios. Las corporaciones se vieron forzadas a pagar mayores recursos provenientes de sus flujos de efectivo, y en consecuencia a transferir parte de sus riquezas al sector financiero; de esta manera, las principales firmas financieras y algunas no financieras aumentaron su endeudamiento y disminuyeron la tasa de acumulación de capital, lo que significó el cambio de las estrategias de sobrevivencia de largo plazo a medidas de corto plazo.

Al modificar las estrategias de sobrevivencia y de financiamiento, las empresas también contribuyeron a la transformación de la estructura financiera estadounidense. El vehículo principal de estos cambios fue la innovación financiera, particularmente la securitización a través de la titulación de activos tangibles e intangibles y la administración del riesgo. Este proceso brindaría, en teoría, una mayor certidumbre a los mercados financieros, al crear importantes volúmenes de liquidez.

No obstante, el proceso de securitización generó el efecto contrario. Con los grandes flujos de liquidez que se crearon, los servicios, actividades y estrategias de competencia de la banca y los inversionistas institucionales se orientaron a la especulación desmedida. En sus inicios, las acciones especulativas y de arbitraje sí les generaron vastas rentabilidades a muy corto plazo y grandes comisiones; sin embargo, la generalización de estas prácticas especulativas, la creciente desregulación financiera, así como la abundante liquidez privada, pavimentaron el camino hacia una crisis financiera no experimentada desde los años treinta del siglo xx, con efectos duraderos e irreversibles para la economía global.

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

Los mercados de crédito se desarrollaron con la intención de financiar los requerimientos de la producción. El capital industrial antecede al financiero y este último, al surgir para apuntalar al primero mediante los mercados financieros, transformó el capitalismo, pues modificó sus estructuras financieras a raíz de un profundo cambio institucional, todo ello basado en las necesidades crediticias y en la creación de liquidez, lo cual dio entrada al tipo de capital que genera intereses y cobra comisiones. Las necesidades de financiamiento indujeron a la innovación en el área de las finanzas para

trasformar la deuda de corto plazo en una de largo plazo. Esta transformación introdujo inestabilidad en los mercados financieros, particularmente en los momentos de mayor incertidumbre y astringencia crediticia.

Estructuralmente, el capitalismo moderno cambió a través del capital generador de intereses. Esta última forma del capital se apoyó en la expansión y modificación del crédito, el medio por el cual las corporaciones se enfocaron en la reestructuración de sus balances como fuentes de flujos de efectivo, modificando con ello su actividad esencial hasta entonces centrada en la producción. En este sentido, la innovación financiera modificó la naturaleza y las necesidades del capital industrial (Toporowski, 2010, 2011). Ya no se utilizan las finanzas para ampliar la planta productiva, para producir y crear empleos, sino para obtener ganancias con el manejo de sus tesorerías y con la venta y recompra de acciones mediante *buybacks* apoyados en las nuevas prácticas financieras (Lazonick, 2016, 2018; Devrim y Stockhammer, 2019).

Otro factor importante debido al cual la innovación financiera adquiere relevancia es el manejo del riesgo, no siempre de forma favorable. Los instrumentos de la innovación financiera facilitan la generación de ganancias a través de la comercialización del riesgo y la cultura de la especulación en detrimento de la producción, de manera que se aumentan las condiciones de inestabilidad financiera. Por su parte, la banca, tanto la comercial como la de inversión, a través de la expansión del crédito y de las novedades en los productos financieros, se convirtió en el medio más potente para expandir la liquidez más allá de sus propios límites, pero, reiteramos, a la vez ha resultado ser también la más efectiva impulsora de crisis financieras y de estafas (Toporowski, 2010, 2011; Partnoy, 2003).

Los mercados financieros se transformaron en una fuente de liquidez y en el origen de ganancias rápidas a través de la innovación financiera. A partir del trabajo de Hyman Minsky sabemos que no surge necesariamente como una forma de saltar barreras legislativas, debido a que la mayoría de las innovaciones ocurren después de una crisis financiera, o en cada ocasión en que el crédito se paraliza, con el fin de lubricar los mercados financieros. Por lo anterior, se afirma que la principal razón de ser de la innovación financiera es proveer de liquidez a los mercados financieros, aunque, por el contrario, lo que en mayor medida impulsa es la inestabilidad y la fragilidad financieras, y por tanto es capaz de crear las condiciones para una crisis económica de grandes dimensiones.

En este sentido, las crisis recientes son resultado de los procesos de liberalización financiera, así como del predominio de la *securitización* en las últimas décadas, bajo la hegemonía de los capitales rentistas generadores de intereses en la lógica del *manager capitalism*, o financiarización, fundado en el uso extensivo de innovaciones financieras tanto por los bancos como por diversas corporaciones no financieras. Por lo tanto, se aprecia que los nuevos procedimientos para la obtención de las ganancias (financieras) de las corporaciones y conglomerados financieros son el corazón de las crisis económicas de los últimos tiempos, así como el motor de su desarrollo (Vidal, 2010).

Gregorio Vidal sostiene que esta crisis de dominación de las finanzas no se trata únicamente de la existencia de un mayor volumen de colocaciones, ni de la expansión de los mercados donde se negocia una gran cantidad de instrumentos financieros por parte de las tesorerías de las grandes corporaciones, bancos y fondos de inversión. La novedosa forma de producir ganancias la constituyen las prácticas de fusiones y adquisiciones, que se imponen en detrimento de la inversión productiva. Las nuevas empresas, constituidas a partir de las mencionadas fusiones y adquisiciones, cambian constantemente de propietarios y se transforman en nuevas operaciones de compra que utilizan crédito, emisiones de títulos y acciones para financiarse (Vidal, 2010, 2011; Serfati, 2013).

De esta manera, la innovación financiera reflejada en títulos, operaciones de arbitraje, opciones, *swaps* y demás productos derivados, ha sido el vehículo a través del cual las tesorerías de las corporaciones se han provisto de liquidez y, a partir de ésta, el instrumento para la obtención de mayores ganancias (Vidal, 2010), pero al mismo tiempo ha sido la causa de una cada vez mayor inestabilidad del sistema financiero mundial.

El proceso de financiarización de las corporaciones se ve reflejado en la acción de convertir activos físicos en líquidos en los mercados financieros y generar así nuevos instrumentos (innovaciones financieras) productores de liquidez y de ganancias inmediatas. La innovación financiera tiene un papel central en este proceso.

El caso de Enron, en marzo de 2002, es un claro ejemplo de lo anterior: la empresa ya no enfocaba su actividad en la industria energética, como su razón social lo expresaba, sino que, por el contrario, resultó ser una corporación sumamente rentable que “traficaba” con productos derivados y otras herramientas financieras. En este famoso fraude, que cimbró a los mercados

financieros y tuvo gran responsabilidad en la crisis punto.com, los bancos de inversión fueron los primeros responsables al proveer sus servicios de consultoría mediante la organización de un esquema fraudulento de ofertas públicas iniciales de acciones (Initial Public Offerings, IPO), innovaciones financieras enormemente lucrativas en comisiones, pero igualmente riesgosas. El banco de inversión CS First Boston fue el líder principal en este negocio, pues realizó una colocación de más de 100 000 000 de dólares, con lo cual amasó una fortuna y llevó a Enron al colapso por el nivel de riesgo y apalancamiento (GAO, 2003).

Bajo la lógica del *money manager capitalism*, cuando las corporaciones financieras y no financieras buscan obtener mayores ganancias de manera inmediata mediante los procesos de titulación, de fusiones y adquisiciones, así como a través de la administración de activos y pasivos en los mercados financieros, alteran la forma tradicional de operar del capitalismo de forma tal que reestructuran las industrias financiera y no financieras, además de incidir en la generación y distribución de las ganancias, al mismo tiempo que establecen las bases para provocar una gran crisis económica global.

La nueva competencia entre banca comercial y banca de inversión

A principios de los ochenta y hasta fines de los noventa del siglo pasado, los bancos comerciales trataron de incursionar en el campo de la banca de inversión. Gracias a las innovaciones financieras tales como la “securitización” y el creciente acceso de sus clientes más grandes a los mercados de capitales de forma directa, muchos de los bancos comerciales empezaron a experimentar presiones en sus márgenes de ganancia, lo cual posteriormente se reflejó en una pérdida de participación en el mercado accionario. Fue entonces cuando la banca comercial comenzó a incursionar en los negocios de la banca de inversión de manera acelerada, particularmente en aquéllos con altos rendimientos (Maya, 2020).

Como consecuencia, algunos corporativos bancarios crearon sus propias subsidiarias de bancos de inversión; sin embargo, el proceso de fusiones y adquisiciones tomaría mayor fuerza entre instituciones de naturaleza diversa, de manera particular mediante la apropiación de algunos bancos de

inversión exitosos por parte de la banca comercial. Este fenómeno ocurrió principalmente durante la década de los ochenta. Hay quienes afirman que la creciente competencia causada por el desarrollo de los mercados financieros estrechó los márgenes de ganancia en cada uno de los mercados y sus actividades tradicionales. Ello sucedió no sólo en el mercado de créditos, sino también en los de valores y aseguradoras.

Aunque incluso se llegó a especular sobre la posible desaparición de la banca comercial, y se puso en duda su supervivencia, algunos autores afirman, sin embargo, que esta tendencia a la desintermediación de los activos bancarios no es un fenómeno nuevo y aislado, sino que va acompañado de los procesos de desregulación y auge de los mercados financieros, en donde las instituciones financieras y los mercados se transforman y adaptan a las nuevas condiciones de competencia y rentabilidad; así fueron los casos de la banca comercial y de la banca de inversión.

En la etapa de posguerra en el siglo XX, se podía reconocer que la banca y las finanzas estaban al servicio de las firmas y de la industria. Este fenómeno se revirtió con los procesos de financiarización que iniciaron en la década de los setenta, acompañados por una creciente inestabilidad y por la desregulación económica y financiera. Tal situación se gestó con el rompimiento de la relación banca-industria, lo cual dio origen al predominio de los servicios financieros especulativos en detrimento del sector industrial y de la economía tradicional en su conjunto.

De este modo, más que una desintermediación de la banca, lo que aconteció fue un cambio en la manera de realizar la intermediación, debido al cual las instituciones financieras no bancarias se tornarían muy activas desde entonces (Seccareccia, 2012).

La banca de inversión ha sido la encargada de crear y alimentar burbujas con ciertas estrategias, gracias al uso directo de la innovación financiera, en particular con la creación de sofisticados instrumentos derivados que colocan en los mercados financieros a través de los distintos fondos y luego venden a las corporaciones no financieras que buscan especular para obtener ganancias y liquidez.

Las bancas comercial y de inversión cuentan con la posibilidad de trabajar en conjunto, pues los préstamos de la primera pueden venderse a la segunda, la cual los convierte en *securities* y los coloca en mercados domésticos o internacionales. Es en este momento cuando el papel tradicional del

crédito y de la banca comercial cambia. Ya no financia la actividad industrial y el crecimiento económico, sino que más bien contribuye al apalancamiento de la banca de inversión y al avance de la securitización.

Es por estos motivos que el papel actual de la banca de inversión se ha orientado a generar innovaciones financieras, como los derivados, para garantizar mayores rendimientos en los mercados de deuda. Estas transformaciones también han sido impulsadas por la aparición de grandes fondos de inversión y de cobertura. Sin embargo, el factor más importante que contribuyó a este cambio fue el surgimiento del sector no financiero como prestamista neto, lo cual, por cierto, ha contribuido a los excesos especulativos (Guttman, 1994; Crotty, 2003).

La innovación financiera cambió la naturaleza de las finanzas y de la propia economía moderna, particularmente en el proceso de la generación de ganancias a raíz de la estructura de los activos y pasivos de las corporaciones financieras y no financieras. El incremento en la disponibilidad del financiamiento en forma de securitización, es decir, titulación de activos, a través de una nueva red de intermediación financiera, va aunado a procesos especulativos mediante el desarrollo y uso de innovaciones financieras con el propósito de crear liquidez en los mercados y maximizar el volumen de créditos en inversiones realizadas por los tenedores de fondos de inversión, la banca de inversión y las corporaciones no financieras, entre otros jugadores en la materia (Maya, 2020).

La innovación financiera, en especial la securitización mediante las actividades de la llamada “banca sombra” y el uso de derivados, repos (se trata de acuerdos de recompra, que son instrumentos de gran liquidez a corto plazo, aparentemente de muy bajo riesgo) y otras formas de innovación, es el fenómeno financiero más importante del siglo XXI. De hecho, estos procesos revolucionaron los mercados y las estructuras financieras de Estados Unidos y del mundo en general (D’Arista, 2010, 2018; Caverzasi y Tori, 2018).

La desregulación del dinero bancario privado, ahora apoyado en nuevos instrumentos financieros, fue el inicio de la desintegración del régimen monetario del New Deal y el punto de partida para una nueva forma de gestionar el dinero y la liquidez. El colapso del sistema monetario de la posguerra, reflejado en el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, dio paso al surgimiento de mayores cambios en el sistema crediticio y en los mercados financieros, al liberalizarse las tasas de interés y los tipos de cambio.

Estos cambios se observan con una mayor disposición y preferencia por la titulación más sofisticada, o securitización, como el principal canal de financiamiento y manejo del riesgo, en sustitución del crédito tradicional desde finales de los ochenta. Esta práctica se enmarca en una creciente desregulación financiera y como estrategia para la obtención de ganancias de los grandes corporativos, financieros y no financieros (Guttman, 2016), además de constituirse como el mecanismo de creación de liquidez privada más importante en los mercados financieros.

Este capítulo tiene por objeto profundizar en la naturaleza de la innovación financiera como una forma de expansión de la liquidez privada con un fuerte impacto en la inestabilidad del sistema financiero y como una de las causas principales de las recurrentes crisis económicas de nuestros días; se pretende explicar cómo las innovaciones generan una mayor fragilidad y, por lo tanto, significan más inestabilidad para el sistema financiero global.

Innovación financiera: su naturaleza

Los mercados financieros se han convertido en la principal fuente de ganancias a través de las innovaciones que conciben y que los grandes conglomerados de las finanzas han desarrollado, utilizado y difundido de manera extensa, cambiando así el modelo de negocios del sector bancario y también las estrategias de competencia de las corporaciones, tanto de las financieras como de las no financieras.

La innovación financiera es muy diferente de la industrial, pues esta última está muy articulada con la innovación tecnológica y ha avanzado a pasos agigantados hasta alcanzar la forma del *high frequency trading* y propiciar el auge de las criptomonedas, todo lo cual ha transformado por completo los mercados financieros globales (Guttman, 2016; Botta *et al.*, 2019). En la literatura tradicional se menciona que la innovación financiera se desarrolló principalmente para evadir las regulaciones impuestas a las actividades financieras; no obstante, Minsky argumenta que más bien es el resultado de las recurrentes crisis en las finanzas públicas y privadas, que conducen a la astringencia del crédito y de la liquidez a nivel global, así como a la toma de decisiones de política monetaria contraccionistas.

De acuerdo con Minsky (1986, 2008), las principales razones de ser de la innovación en el sector de las finanzas es proveer de liquidez a los mercados financieros y, en menor medida, sortear las barreras legislativas que restringen las operaciones de las instituciones financieras. En este sentido, la innovación solucionó el problema de la falta de liquidez en los mercados, aun cuando la autoridad financiera central, la Reserva Federal de Estados Unidos (Federal Reserve, Fed), no pudo o no quiso proveerla en la crisis de las firmas financieras de los años ochenta.

El proceso de securitización

La innovación financiera facilitó el surgimiento de los mercados de activos, lo que a su vez significó la expansión de las distintas formas de financiamiento contemporáneas para la infraestructura moderna y la producción a gran escala; de este modo, la innovación en productos e instrumentos en el área de las finanzas implicó el desarrollo de nuevos activos financieros.

A raíz de lo anterior, los mercados financieros gozaron de gran impulso, al igual que los de derivados y de repos, lo que implicó la proliferación de activos financieros en diferentes formas: acciones, créditos y *stocks*, que facilitaron la expansión de la masa crediticia y el financiamiento no tradicional a través de la securitización o titulación de los activos. Ésta se convirtió en una práctica común para los bancos, al otorgar préstamos con *financial securities* como garantía de respaldo.

Así, las innovaciones facilitaron la ampliación de la liquidez, convirtiendo los plazos cortos en largos y los activos poco líquidos en muy líquidos. Es importante señalar que esta práctica generalizada provocó inestabilidad en los mercados de activos, ya que impulsó la especulación financiera a gran escala con acciones cada vez más opacas y riesgosas, al mismo tiempo que ocasionó también cambios en los regímenes monetarios y en las estructuras financieras; tales han sido los casos de los sistemas financieros estadounidense y canadiense, e incluso del sistema global, dominado por los mercados financieros en detrimento del crédito bancario, el principal vehículo de financiamiento para la industria y la economía productiva.

Según Minsky (2008), la securitización conduce a la creación de papel financiero (titulación de valores o *securities*), el cual es necesario para mantener

la actual estructura financiera global. La titulación requiere de instituciones adecuadas con habilidades muy sofisticadas para conseguir que los acreedores reúnan activos que sean el respaldo subyacente, o garanticen el valor, de los nuevos instrumentos titulados.

La securitización es un esquema de finanzas estructuradas que refleja el cambio en las fuentes y en el uso del financiamiento, al pasar del crédito a la utilización generalizada de los instrumentos propios de los mercados financieros, entre los que sobresalen aquéllos provenientes de una innovación financiera cada vez más sofisticada y opaca. Lo anterior es una consecuencia de las políticas públicas antiinflacionarias y monetarias restrictivas, que limitan el crecimiento de la oferta, abriendo con ello la oportunidad a las corporaciones de desarrollar tácticas de financiamiento no bancarias, pero de una manera muy apalancada con ese sector (Minsky, 2008), como resultado de una constante búsqueda de ganancias corporativas y financieras.

El surgimiento de nuevos instrumentos financieros fue ocasionado por el auge de las finanzas que inició a finales de los setenta del siglo anterior en las economías más avanzadas (Toporowski, 2011; Guttmann, 2016). No obstante, la titulación o securitización fue la plataforma para los productos derivados y los repos. Todo este desarrollo en innovación financiera lo aprovecharon las instituciones financieras privadas, en particular los fondos de inversión y todo tipo de inversionistas institucionales, así como de la propia banca de inversión, que ya desde principios de esa misma década movilizaron capitales para satisfacer la gran demanda de créditos, con lo cual desarrollaron un nuevo modelo de negocios bancario basado en la titulación y, posteriormente, en la securitización.¹

En la securitización moderna, el flujo de efectivo de los activos financieros agrupados constituye la garantía para la nueva obligación y se destina directamente al inversionista, sin tener que pasar por la intermediación de la institución emisora o del acreedor original. La securitización representa, para los bancos, una forma de fondeo mediante la cual determinados préstamos

¹ Una definición básica de titulación tradicional es la de Berger (1999). Para este autor, la titulación hace referencia a la agrupación de valores financieros no negociados que son transformados en un nuevo título o valor financiero para ser colocado con la asistencia de un *broker* o *dealer* (banca de inversión), cuya principal tarea es conjuntar compradores y vendedores y crear un mercado para este nuevo título o valor. Esta definición hace alusión sólo a la titulación tradicional. Con el tiempo, la noción misma y la utilización de la titulación cambiaron, haciéndose mucho más compleja y opaca para las instancias reguladoras y para los usuarios, hasta convertirse en lo que ya hemos descrito como securitización.

bancarios son reunidos en lotes (*tranches*) y removidos de las hojas de balance. Los valores respaldados por este conjunto de préstamos se venden en el mercado abierto con el fin de capturar nuevos fondos que, eventualmente, pudieran ser más baratos o generar más ganancias. Estos fondos pueden producir mayores ingresos que el fondeo tradicional, a la vez que se asumen grandes riesgos e importantes pérdidas en los momentos de inestabilidad financiera.

El financiamiento estructurado (FE) es parte del proceso de securitización e implica la realización de cálculos más complejos y sofisticados para la valuación de los activos financieros. A diferencia de la titulación tradicional, el FE beneficia a los bancos y a otras instituciones en donde se origina el préstamo subyacente, al permitir que dichos créditos y pasivos salgan de sus balances contables, evadiéndose así cualquier supervisión o regulación relacionadas con las obligaciones de capitalización o los límites al apalancamiento.

De esta manera, la securitización o titulación no tradicional es una de las formas más visibles del uso de las operaciones fuera del balance. El proceso de securitización se ha convertido en uno sumamente complejo y opaco, siendo casi imposible saber con exactitud la calidad, cantidad y exposición de los activos implicados (Girón y Chapoy, 2009), lo que implica mayor inestabilidad para el sistema financiero en su conjunto.

En parte, la securitización es al mismo tiempo 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 en un momento en que las tasas de interés tenían un tope máximo, por un lado, y por el otro cuando enfrentaban una gran competencia de la banca de inversión. El desarrollo del mercado de dinero, el continuo crecimiento de los fondos de pensión y de los fondos mutuos, así como las entidades *off-shore*, fueron la base para la creación de un mercado de títulos que dio vida y sentido a la securitización, enormemente utilizada y propagada con mucha fuerza por la banca de inversión como su principal estrategia de competencia y de obtención de ganancias desde la década de los ochenta.

Según Botta *et al.* (2019) la securitización, como una innovación financiera moderna muy sofisticada, consiste en la transformación de los activos crediticios de un banco en valores financieros, para venderlos en el mercado financiero. Esta práctica permite al emisor vender activos mientras recauda

dinero y ajusta sus balances, mediante la sustitución de activos de largo plazo por otros de más corto plazo que le proporcionen liquidez, de manera que los bancos también puedan eludir los requisitos regulatorios de capitalización mínima.

De esta manera, la securitización implica que no hay límite en la iniciativa bancaria de generar créditos (y, por lo tanto, en la creación de liquidez) para financiar la actividad económica o la financiera especulativa, ya que no se requiere recurrir al capital propio ni a las reservas bancarias, tal como lo establecen los lineamientos exigidos por los Acuerdos de Basilea a los intermediarios financieros.

Creación de liquidez e innovación financiera

De acuerdo con Jan Kregel (2012), la liquidez es un concepto que varía según su ámbito de aplicación, y se la puede relacionar con la facilidad de convertibilidad de un activo (liquidez monetaria), fundamentalmente en moneda pública. La liquidez es fundamental para el funcionamiento de la economía y de los mercados financieros en su conjunto. Se utiliza primordialmente para hacer frente a los compromisos de deuda, o pasivos, de una empresa o institución. Por lo tanto, se establece que un instrumento financiero es un compromiso de pagar en efectivo en un momento determinado en el tiempo; así, el efectivo concebido como liquidez puede obtenerse a través de las ganancias, de los ingresos provenientes de ventas, del dinero generado por la compra o venta de instrumentos financieros y, también, por medio de préstamos. No obstante, la liquidez necesaria para saldar posiciones (deuda) igualmente puede generarse recurriendo a los instrumentos financieros. El efectivo producido por estos últimos representa el cumplimiento de los contratos o negociaciones con otros agentes.

De esta forma, los agentes económicos logran hacerse de flujos de efectivo, ya sea con la venta de sus activos físicos o financieros o bien mediante la contratación de préstamos. El efectivo se puede destinar al pago de las deudas o a la especulación. El problema que subyace es que la generación desmedida de liquidez en un sistema de pagos fomenta las actividades especulativas y pavimenta el camino para una nueva crisis financiera, como ya lo explicó Minsky (1982, 1986), quien afirma que cualquiera puede crear liquidez o medios

de pago, siempre y cuando éstos sean aceptados como mecanismos de liquidación de deudas o como formas válidas de pagar.

En los años ochenta fue evidente que 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 fungían como dinero y que fueron instauradas por instituciones financieras no bancarias en su forma tradicional, particularmente bancos de inversión y todo tipo de inversionistas institucionales. En la actualidad, cuando los bancos comerciales aceptan respaldar las deudas o pasivos de otras instituciones, están creando flujos líquidos de efectivo y medios de pago en todo el sistema, de manera tal que así es como incrementan la liquidez del mercado. De igual forma, las entidades financieras no bancarias toman posiciones en activos financieros menos líquidos con la práctica de emitir pasivos más líquidos. Esta capacidad de tomar continuamente posiciones en activos depende de la aceptabilidad de sus propios activos por otros intermediarios financieros.

Kregel (2012) identifica dos tipos de liquidez: la primera es la ficticia, cuya característica principal consiste en que depende de las condiciones del mercado, o del valor del subyacente (la garantía), lo que implica que se trata de una liquidez muy volátil que incluso, en tiempos de turbulencias financieras, puede llegar a esfumarse. El gran inconveniente es que cuando la confianza se desvanece se presenta una abrupta astringencia de este tipo de liquidez, lo cual ocasiona severos colapsos crediticios (*credit crunches*). Cabe mencionar que el uso extensivo de innovaciones financieras para tomar posiciones por parte de las corporaciones (*position making*²) fomentó la inestabilidad financiera en los mercados, la que eventualmente desembocó en una crisis. Las crisis financieras modernas se hicieron más recurrentes y severas debido en gran medida a la creación de liquidez por medio de las innovaciones financieras (Minsky, 1986; Bertocco y Kalajzic, 2019). Éstas constituyen la principal razón que permite explicar las constantes crisis. El sector financiero puede ser una fuente de inestabilidad mayor de lo que se considera gracias a su gran capacidad de generar liquidez ficticia: dentro del marco conceptual de Minsky, la liquidez de mercado se define como el proceso de emitir pasivos líquidos para financiar activos ilíquidos (Nersisyan y Dantas, 2017).

² Término utilizado por Minsky que hace referencia a la acción de adquirir liquidez para financiar pasivos.

La creación de liquidez por instituciones financieras no bancarias la podemos observar en las operaciones de la banca de inversión, así como en la suscripción de valores que ésta realiza como creadora de mercado (*market maker*: comprador o vendedor neto de la suscripción de los valores garantizados o patrocinados), aunque se trate de un mercado secundario. Este proceso de suscripción aumenta la liquidez de los pasivos de la firma en cuestión, creándose de esta forma un mercado para aquéllos, y aunque el banco de inversión no posea los recursos para financiar esos pasivos, sí puede aumentar su liquidez o su aceptabilidad respaldándolos y comercializándolos en los mercados financieros (como un patrocinador).

Por otro lado, el banco de inversión se compromete a comprar las emisiones de deuda restantes que no sean adquiridas en los mercados financieros a un precio determinado, asegurando de esta manera un monto mínimo de recursos al que el emisor puede acceder a través de su producto. Para comprar los valores de la emisión restante no adquirida de su cliente, el banco de inversión emite sus propias obligaciones, tales como los acuerdos de recompra, o repos, el papel comercial o los bonos, y pueden acceder directamente a líneas de crédito de los bancos comerciales.

La acción del *market maker* aumenta la liquidez de los reclamos financieros sin que exista pérdida de valor. De esta manera, los bancos de inversión pueden transformar los pasivos ilíquidos de sus clientes y *holders* en medios de pago que es posible usar en la compra de bienes y servicios o en la adquisición de otros activos financieros, sin que pierdan valor.

El verdadero problema surge cuando se presenta el proceso de securitización colateralizada o garantizada, donde la actividad de la “banca sombra” adquiere relevancia. El riesgo subyace en que el producto financiero colateral puede perder valor, y en consecuencia provocar que el activo o pasivo que respalda también lo pierda, generándose de esta manera una reducción de la liquidez.

En tiempos recientes, la securitización ha constituido la principal innovación financiera que ha permitido a los bancos ampliar la proveeduría del crédito a los hogares y a las empresas financieras y no financieras. El desarrollo de los activos financieros, consecuencia directa de la ampliación de la securitización, sobre todo después de los ochenta, se acompañó de una creciente expansión de los repos como instrumentos de gran liquidez y aparentemente bajo riesgo; una liquidez generada por la confianza de que se

trabajaba con instrumentos de corto plazo que generaban ganancias aun en el caso de bancarrota del prestatario (Caverzasi *et al.*, 2018).

La securitización, como la principal innovación dentro de los mercados financieros, ha permitido un nuevo proceso dentro del sistema financiero estadounidense: la transformación de la deuda crediticia en activos financieros, lo que implica generar nuevos tipos de *financial commodities*, o productos financieros, cuya posesión es a corto plazo y su objetivo es solucionar la falta de liquidez y evadir las regulaciones estatales en los mercados, al mismo tiempo en que se generan intereses o rendimientos a partir de estos productos extremadamente líquidos.

Los repos son, sin duda, activos muy líquidos a corto plazo. Sin embargo, no son los sustitutos perfectos de los depósitos bancarios, ya que 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 *et al.*, 2018: 25).

Por otra parte, el desarrollo de los productos derivados también causa liquidez, pero a más largo plazo; sin embargo, éstos dependen más de una cuestión netamente fiduciaria, ya que la liquidez de este tipo de activos está basada en la confianza en su bajo riesgo. Estos productos financieros no cuentan, en principio, con el respaldo de un banco central, a diferencia de los repos (Caverzasi *et al.*, 2018).

En una economía con un sistema financiero tan complejo como el estadounidense se pueden observar el proceso de innovación y la inestabilidad financiera después del surgimiento de la securitización, pues este último mecanismo permite generar nuevos activos de alta liquidez, o *high liquidity of asset-backed securities*, los cuales se desarrollan con base en la idea de que los activos respaldados, principalmente las hipotecas y las garantías, aumentan la cobertura del fondo y disminuyen los riesgos, junto con un complejo entramado de normatividades y con la evaluación por parte de las compañías calificadoras de activos bajo el esquema de AAA. La liquidez de este tipo de *financial commodities* la respaldan una construcción compleja de calificaciones y ventas de deudas, que en un principio podían estar cubiertas, pero debido a la gran demanda de los ahorradores y las corporaciones por estos instrumentos, se permitió la generación de activos de alto riesgo, hasta desembocar en una crisis de la magnitud que sabemos tuvo la de 2007-2008 (Caverzasi *et al.*, 2018).

La innovación y la inestabilidad financieras van de la mano, al tener ambas el mismo objetivo principal: obtener ganancias en un modelo de capitalismo financiarizado, o *money managed capitalism*. La búsqueda de ganancias se acompaña de la necesidad de sortear las barreras vigentes del mercado en momentos de astringencia de la liquidez, lo cual provoca mayor fragilidad e inestabilidad financieras, que eventualmente desembocan en crisis económicas de gran magnitud.

Banca sombra

Los derivados son instrumentos financieros complejos y circulan casi exclusivamente en un cerrado círculo de grandes conglomerados financieros. Los manejan principalmente los bancos de inversión, los fondos de cobertura y las corporaciones transnacionales, todos interconectados muy estrechamente a través de sus balances (D'Arista, 2010, 2018). El volumen de los derivados operados por las veinticinco mayores corporaciones financieras estadounidenses en 2017 alcanzó los 234.2 trillones de dólares, más de trece veces el PIB de Estados Unidos en ese mismo año.

Los derivados pueden provocar efectos macroeconómicos devastadores y manipular las variables fundamentales como son el tipo de cambio y la tasa de interés, afectando así el volumen de la liquidez en los mercados financieros (Correa y Soto, 2008; Epstein y Hubbard, 2012; Guttmann, 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, de espectaculares quiebras corporativas y de crisis como la asiática de 1997, de los colapsos de Long Term Capital Management, o incluso de gobiernos locales tales como el condado de Orange en California, así como de la crisis *subprime*, con el derrumbe de Lehman Brothers.

Hay quienes definen a los productos derivados como armas financieras de destrucción masiva (Omarova, 2009), pues son sumamente nocivos y carecen de cualquier valor para las sociedades (LiPuma y Benjamin, 2004). Estos instrumentos introducen un enorme riesgo que puede desembocar en un colapso del sistema bancario global; lo que algo así implicaría para las monedas y los gobiernos que las emiten sería que se comprometería, dado que los flujos de capitales electrónicamente amplificadas se han convertido en

fundamentales, la soberanía de las economías nacionales, sin la posibilidad de llegar a contar con una regulación efectiva de estos flujos.

Los derivados financieros no operan en el vacío, sino que existen competidos en una cultura de la circulación financiera, donde el capital productivo se convierte en especulativo, totalmente desligado de la producción, y se aloja en las manos de los inversionistas de los principales bancos de inversión y fondos de cobertura, así como en las divisiones de Finanzas de las más grandes corporaciones no financieras. La especulación financiera está vinculada con el crecimiento de los conglomerados financieros globales y del sistema bancario sombra (*shadow banking*), este último asociado a las agencias calificadoras de crédito (Epstein y Hubbard, 2012; Epstein, 2018). Tradicionalmente, los bancos comerciales habían sido los principales proveedores de liquidez a través del crédito, pero en las pasadas tres décadas las instituciones orientadas a los mercados financieros han formado parte de este gran negocio a través de la titulación y la securitización.

La “banca en la sombra” es un sistema de creación de crédito al margen de los bancos tradicionales, cuyas actividades son sumamente complejas y opacas. La estructura de la banca en la sombra se encuentra en el corazón mismo de la economía mundial, principalmente al representar más de la mitad de los activos bancarios mundiales y un tercio del sistema financiero global (Nevestailova, 2018).

El *shadow banking* o banca sombra se ha convertido en un elemento esencial de la estructura del capitalismo financiero moderno, que tiene una habilidad de crear liquidez similar a la de los bancos comerciales, aunque en este caso sin ningún tipo de regulación. Estos bancos a la sombra incluyen una gran variedad de intermediarios financieros apalancados que participan en el proceso de creación de liquidez a través de su acceso a los mercados financieros y de los instrumentos que manejan, particularmente productos derivados sin normatividad alguna, lo que los hace particular y exponencialmente muy peligrosos.

Aunque la banca sombra ha estado presente desde fines de los setenta del siglo XX, sus operaciones sólo se expandieron de manera exorbitante en los años finales de los noventa, y quedó totalmente al descubierto con la crisis financiera global de 2007-2008. Sus actividades se vincularon casi siempre con transacciones en los mercados de dinero, de repos y de derivados, principalmente (Fernández y Wigger, 2017).

Existen muchas concepciones sobre en qué consiste la banca sombra; no obstante, se podría tener un mejor entendimiento acerca de ella al observar sus operaciones y su naturaleza, las cuales involucran sobre todo prestar dinero y tomarlo prestado, por parte de instituciones financieras no bancarias, es decir, este tipo de actividad habilita a los bancos para incrementar el apalancamiento y asumir posiciones de deuda muy altas que pudieran dar lugar a nuevas oportunidades de rentabilidad; ahora bien, estas posiciones cuando se llevan a un nivel generalizado e interconectado podrían generar otro episodio de crisis aún más dramático que en 2008 (Fernández y Wigger, 2017).

En este sentido, queda claro que el sistema de la banca sombra es, a nivel macroeconómico, el canal más importante de acumulación de ganancias dentro del capitalismo financiarizado a través de la reutilización de instrumentos de deuda como productos colaterales. El ejemplo más visible se dio cuando Lehmann Brothers vendió un gran volumen de deuda colateralizada a través de su enorme red, y esa deuda, al devaluarse, ocasionó un colapso generalizado en los precios de los activos financieros respaldados, lo cual dio como resultado una devastadora crisis financiera, misma que se gestó gracias a la interconexión de los centros financieros *offshore* (Guttman, 2016; Nevestailova, 2018).

En la actualidad, las actividades de securitización de la banca sombra se dirigen a financiar las acciones de desarrollo de los países emergentes, por lo que se aniquila toda posibilidad de contar con una banca pública que lo haga con objetivos de bienestar social y aumentos del gasto público (Gabor, 2018). En uno de los recientes informes de la Conferencia de la Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD, 2019: 150) se menciona: “Los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) consideran cada vez más la securitización como un medio para involucrar inversores privados en el financiamiento del desarrollo”.

Ello implica agrupar varios tipos de deuda contractual, o incluso otros activos no relacionados con la deuda, pero que generan rendimientos y cuyos flujos de efectivo asociados pueden venderse a inversionistas externos. En el pasado, los BMD han vendido directamente préstamos de sus balances a inversores privados para liberar capital y así aumentar sus operaciones de préstamo. Sin embargo, la securitización puede asumir diferentes formas y

una preocupación real es que los BMD están considerando adoptar algunas de las más complejas, las cuales son susceptibles de crear riesgos para la esfera pública, si las cosas salen mal. Algo que sin duda puede obstaculizar los esfuerzos de los gobiernos para mejorar (o restaurar) su capacidad de gasto público para reactivar el crecimiento.

Debido al desarrollo de mercados financieros más complejos, a la falta de regulación y al auge de una economía dominada por accionistas, la dinámica y la estructura de la banca sombra imponen la continua comercialización de la deuda y obligan a las firmas financieras a crear innovaciones que satisfagan la alta demanda de activos líquidos que distribuyan el riesgo, lo cual, aunado a la inestabilidad natural de los sistemas financieros, aumenta el riesgo de generar “esquemas Ponzi” (los que alientan las estafas y las pirámides) y de forjar crisis económicas de gran magnitud (Lavoie, 2012).

De esta manera, se observa que a la par que los mercados financieros “se inflan”, este aparente éxito contrasta con la falta de inversión en la industria. A estas alturas, lejos de para concentrar recursos en la renovación industrial, la innovación financiera, por la vía del esquema de *shadow banking*, se utiliza para dirigir dichos 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 financieras de los grandes conglomerados fueron las que desataron la gran crisis de 2008. Ésta es su gran responsabilidad, la promoción de insondables crisis financieras, en una de las cuales todavía estamos inmersos.

Conclusión

La dinámica de la rentabilidad del sistema financiero en su conjunto condujo al cambio institucional y de la estructura financiera (de *bank-based* a *market-based*), una transformación dirigida principalmente por las actividades de la banca sombra y el desarrollo de la innovación financiera. Este cambio fue el resultado de las actividades y estrategias de competencia en búsqueda de mayores ganancias de las firmas financieras y no financieras, que involucraron el uso masivo de innovaciones como los derivados y los repos.

La securitización de activos respaldados con deuda a través de toda la estructura del *shadow banking* es el distintivo más característico de las

finanzas contemporáneas, reformulándose así la relación entre producción y financiamiento a través de acelerar y expandir la reproducción del capital financiero y modificar las formas del dinero por medio de las finanzas estructuradas, en detrimento del financiamiento a inversiones productivas que generan crecimiento y empleo.

La concentración de recursos financieros debida a la compra de activos, principalmente de derivados, así como la extensión del crédito para tal propósito a través de las bancas comercial y de inversión, y de la llamada banca sombra, resultan en una inflación o burbuja financiera, que al llegar a su final genera los colapsos financieros de instituciones y gobiernos locales y globales, provocando la promoción de devastadoras crisis económicas de desconocidos alcances, en una de las cuales todavía estamos inmersos. De seguir con este mismo patrón de financiarización, apoyado en la securitización, no podrá lograrse la recuperación de la economía global ni las de las economías locales.

Fuentes

BERGER, ALLEN

1999 “The Consolidation of the Financial Services Industry”, *Journal of Banking and Finance* 23, no. 2 (febrero): 135-194.

BERTOCCO, GIANCARLO y ANDREA KALAJZIC

2019 “A Keynes+Schumpeter Model to Explain Development, Speculation and Crises”, Working Papers, no. 1916 (8 de julio): 39. Post-Keynesian Economics Society, en <<http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWPI916.pdf>>.

BOTTA, ALBERTO, ALBERTO RUSSO y EUGENIO CAVERZASI

2019 “When Complexity Meets Finance: A Contribution to the Study of the Macroeconomic Effects of Complex Financial Systems”, Working Paper, no. 1909 (abril): 1-25. Post-Keynesian Economics Society, en <<https://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWPI909.pdf>>.

CAVERZASI, EUGENIO, ALBERTO BOTTA y CLARA CAPELLI

- 2018 “The Endogeneity of Money and the Securitizing System: Beyond Shadow Banking”, *Greenwich Papers in Political Economy*, no. GPERC# 56: 1-38.

CAVERZASI, EUGENIO y DANIELE TORI

- 2018 “The Financial Innovation Hypothesis: Schumpeter, Minsky and the Sub-prime Mortgage Crisis”, Working Paper, no. 1815 (diciembre): 1-32. *Post-Keynesian Economics Society*, en <<https://www.postkeynesian.net/working-papers/1815/>>.

CORREA, EUGENIA y ROBERTO SOTO

- 2008 “Modelos de crisis y el uso de los instrumentos financieros derivados”, *Problemas del desarrollo* 39, no. 155 (octubre-diciembre): 11-27.

CROTTY, JAMES

- 2003 “The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era”, *Working Papers Series*, no. 44 (enero): 1-53. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts (PERI-UMass), en <<https://peri.umass.edu/publication/item/58-the-effects-of-increased-product-market-competition-and-changes-in-financial-markets-on-the-performance-of-nonfinancial-corporations-in-the-neoliberal-era>>, consultada en junio de 2020.

D'ARISTA, JANE

- 2018 *All Fall Down: Debt, Deregulation and Financial Crisis*. Londres: Edward Elgar.
- 2010 *A Regulation to End “Too Big to Fail” Investment Banking*. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts (PERI-UMass).

DEVIRIM, YILMAZ SAKIR y ENGELBERT STOCKHAMMER

- 2019 “Coupling Cycle Mechanisms: Minsky Debt Cycles and the Multiplier-Accelerator”, Working Paper, no. 1904 (febrero): 1-41. *Post-Keyn-*

esian Economics Society, en <<https://www.postkeynesian.net/working-papers/1904/>>.

EPSTEIN, GERALD

2018 *The Political Economy of International Finance in an Age of Inequality: Soft Currencies, Hard Landings*. Londres: Edward Elgar.

EPSTEIN, GERALD y PIERRE HUBBARD

2012 “Especulación y soberanía: una interacción insidiosa”. *Ola financiera* 5, no. 12 (mayo-agosto): 1-45

FERNÁNDEZ, RODRIGO y ÁNGELA WIGGER

2017 “Lehmann Brothers in the Dutch Offshore Financial Centre: The Role of Shadow Banking in Increasing Leverage and Facilitating Debt”, *Economy and Society* 45, no. 3-4: 407-430.

GABOR, DANIELA

2018 “Goodbye (Chinese) Shadow Banking, Hello Market Base Finance”, *Journal of Development and Change* 49, no. 2: 394-419.

GIRÓN, ALICIA y ALMA CHAPOY

2009 “Financiarización y titulización: un momento Minsky”, *Economía UNAM* 6, no. 16: 44-46.

GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO)

2003 “Investment Banks: The Role of Firms and Their Analysts with Enron and Global Crossing”, en <<https://www.gao.gov/products/gao-03-511>>, consultada en mayo de 2020.

GUTTMANN, ROBERT

2016 *Finance-led Capitalism: Shadow Banking, Re-regulation and the Future of Global Markets*. Nueva York: Palgrave-Macmillan.

1994 *How Credit-money Shapes the Economy?* Nueva York: M. E. Sharpe.

KREGEL, JAN

2012 “Financialization, Neoliberalism, and Securitization”, *Journal of Post Keynesian Economics* 35, no. 2: 215-233.

LAVOIE, MARC

2012 “Financialization, Neo-liberalism, and Securitization”, *Journal of Post-Keynesian Economics* 35, no. 2: 215-233.

LAZONICK, WILLIAM

2018 “Stock Buybacks Hurt Workers and the Economy. We Should Ban Them”, en <<https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/congress-can-turn-the-republican-tax-cuts-into-new-middle-class-jobs>>, consultada en mayo de 2020. Nueva York: Institute for New Economic Thinking.

2016 “How Stock Buybacks Make Americans Vulnerable to Globalization”, The Academic-Industry Research Network, no. 16-0301 (marzo): 1-17, en <https://www.theairnet.org/v3/backbone/uploads/2016/03/Lazonick.BuybacksAndGlobalization_AIR-WPI6-0301.pdf>.

LI PUMA, EDWARD y LEE BENJAMIN

2004 *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*. Londres: Duke University Press.

MAYA, CLAUDIA

2020 *Financiarización, securitización y crisis: la experiencia estadounidense*. México: Centro de Investigaciones sobre América del Norte, UNAM.

MINSKY, HYMAN

2008 “Securitization”, *Policy Note*, en <https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1014&context=hm_archive>, consultada en junio de 2020. Nueva York: Levy Economics Institute.

1986 *Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government*. New Haven: Yale University Press.

1982 *Can “It” Happen Again?* Nueva York: M. E. Sharpe.

NERSISYAN, YEVA y FLAVIA DANTAS

2017 “Rethinking Liquidity Creation: Banks, Shadow Banks and the Elasticity of Finance”, *Journal of Post-Keynesian Economics* 40, no. 3: 279-299.

NEVESTAILOVA, ANASTASIA

2018 *Shadow Banking Scope, Origins and Theories*. Londres: Routledge, Critical Studies in Finance and Stability.

OMAROVA, SAULE

2009 “The Quiet Metamorphosis: How Derivatives Changed the Business of Banking”, Cornell Law Faculty Publications, no. 1021 (julio): 1041-1109.

PARTNOY, FRANK

2003 *Codicia contagiosa*. Buenos Aires: El Ateneo.

SECCARECCIA, MARIO

2012 “Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience before and during the International Financial Crisis”, *Journal of Post-Keynesian Economics* 35, no. 2 (invierno): 277-300.

SERFATI, CLAUDE

2013 “La lógica financiera-rentista de las sociedades transnacionales”, *Mundo Siglo XXI* 8, no. 29 (enero-abril): 5-21, en <<https://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/7080/1/REXTN-MS2901-Serfati.pdf>>.

TOPOROWSKI, JAN

2011 “Innovación financiera y desarrollo”, *Problemas del desarrollo* 42, no. 165 (abril-junio): 161-169.

2010 *Economy Needs a Financial Crash and Other Critical Essays of Finance and Financial Economics*. Londres: Anthem Press.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD),
CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO
2019 *Informe anual*, en <<https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2019-en.pdf>>.

VIDAL, GREGORIO

2011 “Crédito y ganancia en un contexto de financiarización”, *Ola financiera* 4, no. 8 (enero-abril): 99-124.

2010 “Crisis económicas, bancos, grandes empresas y financiarización de la ganancia”, Eugenia Correa y Gregorio Vidal, coords., *Capitalismo: ¿recuperación?, ¿descomposición?* México: Miguel Ángel Porrúa.

Fuentes complementarias

BOTTA, ALBERTO; EUGENIO CAVERZASI y DANIELE TORI

2016 “The Macroeconomics of Shadow Banking”, Post-Keynesian Economics Study Group, Working Paper, no. 1611 (junio): 1-31.

CAVERZASI, EUGENIO y ALBERTO RUSSO

2018 “Toward a New Microfounded Macroeconomics in the Wake of the Crisis”, Working Paper, no. 1807 (agosto): 1-30. Post-Keynesian Economics Society, en <<https://www.postkeynesian.net/working-papers/1807.pdf>>.

KREGEL, JAN

2014 “Regulating the Financial System in a Minskyan Perspective”, en Luiz Carlos Bresser Pereira, Jan Kregel y Leonardo Burlamaqui, eds., *Financial Stability and Growth*, 127-142. Londres: Routledge.

MAYA, CLAUDIA

2017 “Financial Deregulation and the Dodd-Frank Act”, *Voices of Mexico*, no. 103 (primavera): 24-27.

MEIRELES, MONIKA y CLAUDIA MAYA

2020 “Moneda, crédito y desarrollo: reflexiones schumpeterianas”, en Monika Meireles y Claudia Maya, coords., *Finanzas desreguladas*,

financiamiento y desarrollo: un balance crítico, México: Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

TORI, DANIELE y OZLEM ONARAN

2015 “The Effects of Financialization and Financial Development on Investment: Evidence from Firm-level Data for U. K.”, Greenwich Papers in Political Economy, no: GPERC 17. Greenwich: Greenwich Political Economy Research Center, en <<https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/14068/1/GPERCI7-Tori-OnaranF.pdf>>.