



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Caracterización de los bancos sombra, su papel
en la crisis *subprime* y medidas
regulatorias recientes**

T E S I N A

PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

Amairani Sherlyn Méndez Ramos



DIRECTOR DE TESINA:

Dr. Juan Manuel Gómez Lira

Ciudad Universitaria, CD. MX., enero 2021



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

*A mis padres, mi hermana y mi sobrino,
por su apoyo incondicional.*

Agradecimientos

En este trabajo quiero agradecer a mis padres, Lourdes Ramos y Jorge Méndez, por su apoyo incondicional, por el gran cariño y esfuerzo que siempre me han demostrado. Gracias por estar ahí en las buenas, en las malas y sentirse orgullosos a cada paso. No lo hubiera logrado sin ustedes, los amo con todo mi corazón.

A mi hermana Abi, muchas gracias por quererme tanto y siempre estar al pendiente de mí, por tu apoyo y por siempre tener una palabra de aliento para mí a pesar de la distancia. A mi sobrino Ian, la persona más increíble que siempre me saca una gran sonrisa, gracias por alegrarme mis días con tus ocurrencias, por soportar mis regaños y mis bromas. Gracias por entretenerme con videos cuando me bloqueaba. Estoy segura que lograrás lo que te propongas en tu vida y te convertirás en un hombre exitoso porque eres una excelente persona, me enorgulleces.

A mis abuelitos, José, Elena y Gumara, gracias por importarles los avances de este trabajo, sus mensajes apoyo, su amor y el interés que toda la vida me han dado. A mi familia en general, mis primos y mis tías por sus consejos cuando lo necesité, gracias por esos ánimos. A mis mascotas, Lobo, Capu, Moka y Amburgueso, por solo traerme alegrías a mi vida, por desvelarse siempre que realizaba este trabajo, por cuidarme y acompañarme en casa, gracias por ese amor indescriptible.

Al Dr. Juan Manuel Gómez Lira, le agradezco la oportunidad de asesorarme, la paciencia, las facilidades y el conocimiento que me aportó para la elaboración de este trabajo. Gracias por la confianza y profesionalismo. A mis sinodales, Mtro. Rodrigo Aliphat, Mtro. Óscar García, Mtro. Manuel Otero y Dr. Héctor Díaz, les agradezco sus correcciones, comentarios y recomendaciones para concluir este trabajo, gracias por su disposición, facilidad en el proceso y por su tiempo para la revisión del trabajo.

A mi mejor amiga Lucero, gracias por siempre darme ánimos, por la confianza, por cada risa, por acompañarme y estar en los buenos y malos momentos. A las monas, Yunuen, Alexa y Monse, gracias por darme tantos consejos, por siempre tener tiempo de escucharme y platicar, además les agradezco nunca dejarme olvidar lo valioso que es la amistad en los éxitos de la vida.

A mis primeros amigos de la facultad, Angy, Marissa, Karen y David por acompañar estos años, desvelarnos, platicar en clases, apoyarnos en las tareas, exámenes, trabajos y fuera de la escuela, gracias por tantos momentos de diversión, discusiones, locuras y convivencia sana. En especial a Angy, por ser una amiga leal, por tu apoyo y cariño, gracias por cada plática y por tu incondicionalidad. A Marissa, por su calidez y apoyo, gracias por la valentía de hacer ver los errores con afecto y respeto, por contestar siempre mis dudas y por las palabras de aliento. A mis compañeros, amigos y ahora colegas, Antonio, Luis Enrique, Omar, Lalo y Antonio Gringo, gracias por amenizar las clases y hacerme reír mucho. A Max y a Pablo por poder charlar de economía y de la vida a la vez. Al Chino, por guiarme durante este proceso de titulación, gracias por ser buen amigo siempre. A Leo, por las llamadas de horas, a Alex, Nota, Solis y Veloz por los buenos momentos. A Rubén por las pláticas profundas, tus ideas, tus consejos, tu cariño y buena vibra en mis proyectos. A Fer, por toda la ayuda que me brindaste para adaptarme cuando me mudé, gracias por la confianza en tan poco tiempo y facilidad para seguir con este proceso. A Aldo, por ser mucho tiempo ese apoyo para lograr terminar esta etapa, ese amor y tiempo que compartimos fue muy feliz y divertido, gracias por acompañarme en el proceso y por tus palabras para ser mejor.

Por último, gracias a todas las personas no mencionadas, pero que en alguna ocasión me ayudaron y han pasado por mi vida dejando algo bueno porque de alguna forma influyeron en quien soy.

Gracias a la UNAM por todo lo que me ha brindado desde la preparatoria hasta la Universidad.

Índice

Introducción	1
Capítulo 1. Sistema de Bancos Sombra.....	6
1.1 Definición de los bancos sombra	7
1.2 Los mecanismos financieros de los bancos sombra y su funcionamiento.....	11
1.3 Características de los bancos sombra	14
1.4 Dimensión del sistema de bancos sombra	18
1.5 La forma de “fraude inocente” de los bancos sombra	23
1.6 Proceso de desregulación de los bancos sombra.....	27
Capítulo 2. El proceso de Titulización: Actividad principal de los bancos sombra	30
2.1 Etapa del <i>Money Manager Capitalism</i> : Contexto de la Titulización.....	31
2.2 Definición de Titulización	34
2.2.1 Instrumentos surgidos de la Titulización	37
2.2.2 Origen de la titulización en Estado Unidos y su expansión al resto del mundo .	38
2.3 Funcionamiento de la titulización antes de la Crisis 2007-2008.....	44
2.3.1 Aspectos nocivos de la Titulización.....	47
2.4 Cronología de la crisis financiera <i>subprime</i>	49
Capítulo 3. Medidas de regulación de los Bancos Sombra	58
3.1 Idea de regulación.....	59
3.2 Ley Dodd-Frank.....	61
3.3 Regulación a nivel internacional	64
3.3.1 Medidas del FSB	65
3.3.2 Medidas de la Unión Europea.....	67
3.4 Regulación de activos específicos.....	71
3.5 Importancia de la titulización y bancos sombra en México.....	72
Conclusiones	76
Referencias Bibliográficas	79

Introducción

Con la crisis financiera global de 2007-2008 se reflejó el gran problema que existe en la operación y regulación bajo el cual se desenvuelve el sistema de bancos sombra (SBS) y su papel en el sistema económico y financiero hasta hoy en día. Los bancos sombra son instituciones de los cuales hasta la crisis de 2008 se sabía muy poco o casi nada, razón por la que se ha convertido en una entidad de gran complejidad por la dificultad en estudiarlos y comprender su funcionamiento. Además, con la incertidumbre generada por la recesión, la situación de no analizarlos debidamente por sus operaciones fuera del marco regulatorio tradicional es un factor que permitió a estas instituciones actuar sin control en el sistema bancario y financiero.

La actual crisis desde la desaceleración de la economía China en 2015, no puede ser entendida sin primero conocer cómo opera el sistema de bancos sombra y los argumentos que sustentan la teoría económica dominante, el neoliberalismo, que han quedado en duda ante el colapso del sistema bancario y en permitir que el SBS existiese; razón por la cual muchos expertos aún se cuestionan cómo ha sobrevivido la teoría neoliberal con afirmaciones sobre los bancos de no tener posibilidad de crear crisis ni dinero como lo argumenta Mirowski (2013). Por este hecho recientemente se empezaron a realizar investigaciones de los bancos sombra ante la demostración de que son los mismos mega bancos quienes fueron los causantes de la crisis y por tanto su análisis de parte de las autoridades es indispensable para regularlos.

La idea de que los bancos no pueden causar crisis fue un punto de partida desencadenando que el sistema financiero y las autoridades tuvieran una posición relajada con sus actividades y los riesgos que representaban los bancos sombra, ante los pocos que advirtieron de las consecuencias, muchos más fueron los que apoyaron y promovieron el desarrollo de la burbuja inmobiliaria. No fue hasta después de la crisis donde las instituciones internacionales iniciaron un análisis crítico de las actividades financieras del SBS en relación con su papel en la crisis, el grado de depresión de la economía global, su duración y su alcance internacional, sumado a la incertidumbre económica del evento.

Así los bancos sombra simbolizan una de las muchas deficiencias del sistema financiero que terminaron en una de las peores crisis mundiales que han existido en la economía mundial. Por eso, las instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional

y el *Financial Stability Board* (FSB) o Consejo de Estabilidad Financiera se han dedicado exhaustivamente a monitorear y analizar la actividad del sistema de bancos sombra para encontrar posibles riesgos que en el futuro puedan vulnerar a la economía nuevamente.

Desde 2010 el FSB realiza una ardua investigación en coordinación con varios países para recabar toda la información que se posea sobre el SBS y cada año desde 2012 se publica el Informe de monitoreo de la banca sombra con el objetivo de medir el fenómeno, valorar sus riesgos y emitir recomendaciones para hacer posible una regulación propia para los bancos sombra, con el fin de mitigar riesgos para la economía local e internacional y la totalidad del sistema financiero para así evitar otros desajustes económicos o posibles crisis que se puedan presentar.

En la actualidad, con los últimos datos que proporciona el FSB la intermediación no bancaria representa 99 mil millones de dólares (mmdd) de activos dentro del total de las corporaciones financieras, cifra que ha ido incrementando después de la crisis de 2008 con una tendencia en promedio del 6.6% anual, alcanzando en 2014 los 92 mmdd y en 2015 los 94 mmdd. En cuanto a la actividad de los bancos sombra en 2016 representó 45.2 mmdd lo que equivale al 13% de los activos totales del sistema financiero y al 70% del PIB. Este indicador de actividad de la banca sombra también ha ido creciendo a un ritmo del 5.6% promedio anual desde 2010, por lo que se deduce que estas entidades de intermediación financiera siguen incrementando su tamaño conforme crece su actividad, punto de atención para promover lo antes posible la vigilancia financiera de estas entidades por su creciente operación fuera del sistema financiero regulado.

En esta línea de planteamiento, la discusión del trabajo consiste en presentar todo lo que se ha analizado y estudiado sobre los bancos sombra desde su definición, sus características, los mecanismos que llevan a cabo hasta las medidas que se han tomado para regular sus actividades. Para el fin de esta investigación se contempla mencionar cómo los bancos sombra generaron una dinámica nociva, oscura y fraudulenta en el sistema financiero, así como su inestabilidad deduciendo que fueron elementos clave en el desarrollo de la crisis.

La situación de por qué se menciona que el sistema de bancos sombra es “oscuro” e inestable radica en el hecho de que los bancos sombra como cualquier otro banco convencional recurre a obtener fondos de varios inversionistas, quienes en algún momento quieran recuperar su dinero en un plazo corto. Sin embargo, los bancos sombra recurrían

a la venta de activos financieros para cumplir con el pago de sus contrapartes, resultando contraproducente, ya que reducían el valor de esos activos forzando a otros bancos o instituciones ya sean sombra o bancos comerciales a reducir también el valor de activos similares. Ante esto, el problema surge cuando los inversionistas al notar el valor real de los activos a más largo plazo se inquietan provocando que retiraren los fondos de inmediato. Para pagarles, los bancos sombra vendieron activos y estas ventas forzadas se dieron a valores de remate, las cuáles obligaron a otras instituciones a igualmente reducir los precios de esos activos. Desencadenando así una gran incertidumbre dentro del sistema financiero sobre la solidez de estos activos, poniendo en gran dificultad a muchas instituciones bancarias, pues con la poca confianza que se presentaba todos los poseedores de los activos financieros buscaron deshacer posiciones y así la gran liquidez que generaron los activos se esfumó en poco tiempo. (Lavoie, 2014).

Si las operaciones hubieran ocurrido fuera del sistema bancario, seguramente los efectos nocivos de estas instituciones pudieron haber quedado aislados, pero los bancos convencionales igualmente quedaron atrapados ya que algunos bancos sombra eran controlados por bancos comerciales y para salvaguardar su reputación tuvieron que rescatarlos. En otros casos, aunque había entidades sin conexión directa a los bancos sombra, de igual forma fueron afectados puesto que este tipo de bancos tuvieron que retirarse de otros mercados (al realizar actividades con otros instrumentos financieros) por lo que el sistema bancario se dañó por completo, todo esto propiciado por la falta de conocimiento de los bancos sombra y su regulación (Kodres, 2013).

De esta forma, el objetivo general de esta investigación es proporcionar el conocimiento que existe en la actualidad sobre los bancos sombra, los análisis ya existentes de instituciones dedicadas a monitorearlos, así como los datos recabados de ellos en los últimos años para determinar cómo estas instituciones siguen creciendo en tamaño y actividades, para así mencionar las medidas que se han llevado a cabo para su supervisión y pronta regulación de dichas entidades. Como objetivos particulares se plantea:

- 1) A través de las definiciones de distintos autores e instituciones que han definido a los bancos sombra, se conceptualizará concreta y puntualmente a estas entidades especificando cada una de sus características para comprender su naturaleza y el mecanismo para su funcionamiento en el sistema financiero.

2) Dimensionar a través de la medición del sistema financiero por medio de activos de otros intermediarios financieros el tamaño y la magnitud del sistema de bancos sombra. Así como la proporción que representan dentro del mismo sistema y la medida con la que el FSB cuantifica a los bancos sombra.

3) Comprender como se genera la inestabilidad financiera en el sistema a partir del funcionamiento de los bancos sombra, de sus efectos nocivos y como se puede llegar a considerar sus actividades como financiamiento *Ponzi* o en palabras de Kenneth Galbraith “fraude inocente”, describiendo su papel y desenvolvimiento en la crisis financiera de 2007-2008 a través de las actividades financieras que llevaban a cabo mediante el mecanismo de titulización en el auge inmobiliario.

4) Conocer las medidas regulatorias y de supervisión que tanto las organizaciones internacionales como los mismos países han aplicado hacia las entidades conocidas como bancos sombra.

5) Y por último comprender la relevancia de los bancos sombra y la titulización en la economía mexicana, así como la importancia de los riesgos que se puedan dar en el sistema financiero mexicano.

El trabajo se divide en tres capítulos, más la introducción y las conclusiones. En el primer capítulo se revisa el concepto de bancos sombra mencionando algunas definiciones de distintos autores e instituciones, así como las características de las entidades y su funcionamiento dentro del sistema financiero. De igual modo se presentan datos para dar una perspectiva de la dimensión de los bancos sombra en el sistema financiero mundial presentando gráficos de su conformación. Aquí también se hablará del concepto de fraude inocente o finanzas inestables (finanzas *Ponzi*), para las actividades que desempeñan estas entidades y cómo se generó el proceso para desregular a las instituciones.

El segundo capítulo se centra en describir el mecanismo de titulización ocupado por los bancos sombra como herramienta principal para llevar a cabo sus actividades, tomando como actividad principal la titulización de activos. Así como un breve contexto sobre la etapa del *Money Mangner Capitalism* donde se desarrolló el proceso, seguido de su origen, características que lo determinan e instrumentos financieros surgidos del mismo mecanismo. Además, se describe el funcionamiento específico que tuvo esta actividad

antes y durante la crisis *subprime*, mencionando como actuaron los bancos utilizando esta herramienta y describiendo la cronología que siguió la crisis hipotecaria.

En el tercer capítulo se abordan todas las medidas y hechos que se han realizado de parte de distintas instituciones en la búsqueda de regulación de los bancos sombra, advirtiendo todos los inconvenientes por los que la supervisión no ha resultado del todo. Por último, si las medidas de intervención han resultado efectivas o se deben realizar más esfuerzos para combatir la poca regulación que tienen los bancos sombra en su operar.

Capítulo 1. Sistema de Bancos Sombra

La crisis financiera que se suscitó en 2007-2008 no fue un solo evento sino fue una serie de problemas que afectaron el sistema financiero y a su vez a la economía misma. La incertidumbre se apoderó de todas las áreas en los mercados financieros lo que condujo a fallas a gran escala en otros sectores por la interconexión existente y la vulnerabilidad que inversores, financieros y el gobierno mismo habían desestimado. Durante la burbuja inmobiliaria se emitieron hipotecas de alto riesgo, las cuales muchas de ellas no pudieron identificar los expertos por lo que empezaron a incumplir a tasas imprevistas, así el mercado al desestabilizarse no pudo contener todos los valores de inversión respaldados por créditos hipotecarios que se habían generado. Cuando el contagio se extendió, los inversionistas entraron en pánico y todo el sistema lo manifestó. Todos los mercados financieros y las instituciones quedaron en quiebra o al borde, dependientes de las acciones de los gobiernos o de otros contribuyentes para salvarse y sobrevivir. Todo esto se generó por la dinámica del sistema financiero, con nuevos instrumentos financieros, el boom del mercado inmobiliario y de ciertas instituciones que jugaron con los valores de hipotecas de alto riesgo, generando el excesivo apalancamiento y gran especulación una vez que inició el desajuste en el sistema.

Por tanto, el sistema de bancos sombra es el sistema financiero causante del origen de la crisis *subprime* por su diseño inherentemente inestable, acompañado de la fragilidad financiera de la economía que se transmitió a través de los mismos bancos, causa por la que se extendió tan rápido por todos los países desde Estados Unidos. Al ser estas instituciones clave en el surgimiento de la crisis, el análisis de toda su estructura es primordial para saber las fallas o elementos negativos que repercutieron en el sistema, pues estas entidades tampoco son del todo malas, ni siquiera ilegales porque pese a actuar fuera de la regulación del sistema bancario, las actividades que realizan son parecidas y en muchos casos iguales que los bancos tradicionales, por tanto su estudio sirve para la comprensión de todo su funcionamiento en el sistema financiero.

El objetivo de este capítulo es describir todos los aspectos que conforman a los bancos sombra los cuales guían esta investigación. El capítulo consta de seis secciones para el entendimiento completo de estas entidades. En la primera sección se define a los bancos sombra dando distintas definiciones de algunas instituciones mencionando dónde se originó el concepto de *shadow banking*. La segunda sección describe el mecanismo de

funcionamiento de los bancos sombra. En la tercera sección se muestran las características principales de estas instituciones. Para la cuarta sección se presentan todos los datos reales que el Consejo de Estabilidad Financiera ha recabado para mostrar la dimensión del sistema de bancos sombra. La quinta sección consiste en describir el fraude que estas entidades han generado por medio de sus actividades. Y en la última sección se aborda como se dio el proceso de desregulación de los bancos sombra.

1.1 Definición de los bancos sombra

Después de cualquier crisis, la comunidad académica, países y organismos internacionales tratan de dar explicaciones sobre las causas, el desarrollo y todas las características que hicieron posible las crisis que se han vivido a lo largo de la historia del sistema capitalista. La crisis de 2007-2008 no fue la excepción ya que años después y actualmente aún se analiza y se desarrolla información sobre una de las instituciones que hizo posible la gran magnitud de alcance internacional y las severas consecuencias económicas que dejó en los países. Los bancos sombra o sistema de bancos sombra (*shadow banking* en inglés) fueron el vehículo por el cual la crisis se agravara y el colapso financiero fuera tan profundo y a gran escala. Hay que entender que los bancos sombra no fueron creados para generar la crisis financiera sino su misma dinámica operativa y sin regulación fue lo que agravó y detonó la expansión de tal evento, por eso entender el papel que desempeñaron en la crisis es indispensable para conocer su funcionamiento y la mejor manera de hallar los posibles riesgos financieros que puedan surgir en un futuro.

La primera dificultad para entender el fenómeno es el problema para definirlo, a lo largo de estos años desde la crisis de *subprime* el término de bancos sombra o sistema de bancos sombra surgió, tomó fuerza y se ha tratado de definir para entender que ha ocurrido en el sistema financiero ante el colapso de 2007-2008. El concepto "*Shadow banking system*" fue acuñado por el reconocido economista Paul McCulley en el año 2007, en una conferencia del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, Wyoming puntualizando que el sistema de bancos sombra es un término referente exclusivamente en ese momento a Estados Unidos y se refiere a las entidades financieras no bancarias que transforman vencimientos y ejecutan acciones parecidas a las de un banco comercial tradicional, pero fuera de la regulación que por ley deberían tener, como lo mencionaba "*fly below the radar of traditional bank regulation*" lo que significa volar por debajo de la regulación bancaria

tradicional, es decir, actúan evitando ser regulados. Así los bancos sombra, realizan muchas actividades similares a los bancos comerciales, sin embargo, se financiaban no por depósitos convencionales sino por apelación que dependía del mercado (Kodres, 2013).

La transformación de vencimientos lo utilizan los bancos comerciales cuando usan depósitos a corto plazo para financiar créditos a largo plazo por lo tanto los bancos sombra realizan algo parecido, al captar préstamos o fondos de corto plazo los usan para adquirir otros activos, pero con vencimientos de largo plazo. Estas actividades no están sujetas a regulación por lo que ante un acontecimiento crítico no pueden pedir rescate al prestamista de última instancia, en este caso a la FED al ser el banco central de Estados Unidos, y tampoco tienen cobertura de seguro los fondos que adquieren pues sus depositantes no son los convencionales.

Para 2009, Paul McCulley seguía mencionando que la transferencia de actividades convencionales a actividades de bancos sombra podían generar desajustes en la banca tradicional ya que disminuían sus obligaciones de capital, sumado a lo mencionado por Minsky (1992) sobre la inestabilidad propia de los mercados financieros que solo podía llevar al sistema a tener graves consecuencias. Asimismo, se señalaba que la interrelación que existía entre las actividades del sistema de bancos sombra y el sistema bancario, este al actuar como participante y avalar directamente las actividades de los bancos sombra mediante créditos, activos y liquidez también podían desestabilizar el sistema bancario (Morey, 2015).

Con esto Pozsar et al. (2010) de acuerdo a lo dicho por McCulley amplía la definición atribuyendo que los bancos sombra realizan “cualquier actividad de intermediación crediticia que realice transformación de vencimientos, de liquidez y de crédito que asociáramos a un banco convencional, mediante una cadena de intermediarios muy especializados, todos los cuales usan los mercados financieros como fuente de financiación”. Consecutivamente Luttrell et al. (2012) comparan las funciones de los bancos sombra con los bancos comerciales, pues relaciona a entidades con déficit y entidades con superávit de recursos, interviniendo en el proceso y beneficiándose de las economías a escala, además de su capacidad para valorar el riesgo en el que se incurre, por lo que llevan a cabo el proceso de intermediación transformando vencimientos, préstamos y liquidez (Morey, 2015)

Con estas tres definiciones de McCulley, Pozsar y Luttrell comprendemos que los autores cuentan con un concepto similar donde los bancos sombra son instituciones no bancarias, pero realizan las funciones y actividades de un banco comercial convencional, sin embargo, las actividades están fuera de regulación bancaria por lo que son intermediarios dedicándose a la transformación de vencimientos, créditos y liquidez, donde los depósitos a corto plazo se vendían para financiar préstamos comprando activos a largo plazo. Estas acciones al no ser supervisadas y actuar por debajo de lo común provocarían inestabilidad bancaria y financiera por lo que advierten que ante un desajuste o evento catastrófico el banco central no podría actuar como prestamista de última instancia.

El *Financial Stability Board* (FSB) o Consejo de Estabilidad Financiera es una institución creada en 2009 por el G20 con el objetivo de promover la regulación y la supervisión financiera internacional, impulsando iniciativas regulatorias destinadas a contrarrestar los problemas que se suscitaban en esos momentos. Una de las primeras tareas fue definir correctamente el fenómeno de las entidades susceptibles a realizar actividades como intermediarios crediticios fuera del sistema bancario. Fue hasta el año 2011 en su informe donde el FBS define al sistema de bancos sombra como “un sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional”, por lo que estas instituciones financieras intermediarias llevan a cabo actividades bancarias, pero sin percibir garantías gubernamentales o acceso a liquidez del prestamista de última instancia.

No obstante, el Fondo Monetario Internacional no concuerda con el concepto que presenta el FSB mencionando ciertas debilidades al generalizar las actividades que no realizan los bancos sombra, pero entran en la definición anteriormente planteada como las actividades que hacen empresas de arrendamiento. Inclusive pone en duda el planteamiento de la existencia de los bancos sombra dentro de los mismos bancos puesto que la titulización que se da en los bancos sombra también es una operación que realizan dentro del sistema tradicional por lo que la definición se desajusta. Finalmente, el FMI concluye que son instituciones que realizan cualquier actividad financiera en la que se requiera un respaldo ya sea público o privado para su operar (Morey, 2015). Las discrepancias que se llegan a encontrar en cuanto a definir a los bancos sombra solo es un reflejo de la complejidad y la dimensión que alcanzan estas entidades y su forma de operar tan parecida a los bancos comerciales

En la actualidad, el sistema de bancos sombra es un competidor del sistema bancario tradicional debido a que ambos tienen como actividad principal ser intermediarios de crédito, la diferencia es que a pesar de ser la misma actividad solo la banca tradicional pasa por un proceso de regulación y ciertos requisitos al realizar operaciones cuando la banca sombra no necesita ninguna supervisión para actuar por lo que representa un serio problema por sus actividades sin control. En muchos casos la banca común está realmente conectada con la banca sombra por lo que entra en duda la situación si los bancos sombra son parte de la banca tradicional, aunque la confusión perdurará por la realización de actividades en común. Cabe aclarar que los bancos sombras al ser intermediarios financieros no necesariamente llevan a cabo operaciones ilegales o fuera del marco legal, si es cierto que no son reguladas como ya se precisó con anterioridad o supervisadas al nivel que la banca común, no dejan de ser actividades que se puedan borrar del sistema ya que forman parte del mercado financiero y bancario.

Finalmente, Gómez (2019) por el acercamiento a la realidad del fenómeno define a los bancos sombra como instituciones con funciones de bancos que actúan como tal, pero su diferencia radica en no estar sujetos a regulación bancaria tradicional, además de no tener el respaldo de prestamista de última instancia. Otra característica es que no poseen depósitos ni reservas y a veces ni capital “lo que pone a estos bancos literalmente en las sombras”. Con esta definición más completa, se comienzan a vislumbrar las características específicas de los llamados bancos sombra, por tanto, definiremos un concepto propio tomando todas las definiciones ya mencionadas para entender puntualmente qué es un banco sombra.

Los bancos sombra son entidades, los cuáles actúan como bancos, pero como tal no son instituciones bancarias al no estar regulados como la banca común, por lo que no tienen un respaldo de prestamista de última instancia, son entidades que no necesitan el capital para operar ni los depósitos necesarios para llevar a cabo sus actividades de intermediación crediticia realizando especialmente la transformación de vencimientos, de liquidez y de crédito bancarias como su principal actividad, generando así una de las particularidades más relevantes para el estudio de estas instituciones. Estas entidades además son especialistas en la titulización ya que, al no estar bajo la regulación del sistema bancario, son proveedores de servicios de intermediación financiera al igual que los bancos comerciales. Otra de las principales características de los bancos sombra es el financiamiento de tipo *Ponzi*, es decir, es una posición financiera donde los flujos de efectivo

no son suficientes para cubrir con el pago principal de la deuda ni con los intereses de la deuda, por lo que generan un proceso de endeudamiento cíclico al adquirir deuda para pagar deuda.

Los bancos sombra adquieren préstamos de corto plazo para usarlos y adquirir activos con vencimientos a largo plazo, así logran transformar los vencimientos, como en su momento fueron valores respaldados por activos o créditos hipotecarios; además los activos que tienen poca liquidez los pueden transformar en activos con gran liquidez. Aunado a esto el punto importante de estas operaciones es su realización con altos niveles de endeudamiento y la obtención de transferencia de riesgo. Las actividades de los bancos sombra estaban en perfecta sincronía con el estado de confianza en los negocios y el desarrollo de los instrumentos financieros en el mercado de deuda.

1.2 Los mecanismos financieros de los bancos sombra y su funcionamiento

Desde las últimas dos décadas se ha observado cómo se han propagado las instituciones financieras que actúan como bancos, pero sin ser regulados como tales, entidades conocidas como bancos sombra tienen como principal función transformar vencimientos, lo logran tomando préstamos financiados a corto plazo del mercado de dinero, todos los fondos que adquieren los utilizan para comprar activos con vencimientos a largo plazo como los son los valores respaldados por activos hipotecarios. Esta misma operación la realizan los bancos tradicionales con la gran diferencia que al transformar los vencimientos lo hacen con sus propios depósitos obtenidos de sus operaciones bancarias, situación contraria para los bancos sombra los cuales obtienen los depósitos mediante el financiamiento. Esta falta de cobertura y respaldo que no poseen los bancos sombra debido a su falta de regulación y por ende sus depósitos son inexistentes es la razón por la cual se encuentran totalmente fuera de la mira tradicional del sistema financiero, es decir, como se ha enunciado literalmente se encuentran en las sombras.

Así los bancos sombra jugaron un papel muy importante en la propagación de la crisis *subprime* de 2007-2008 que comenzó en Estados Unidos y se transmitió por todo el mundo. El sistema de bancos sombra se apoyó del mecanismo de titulización y con los elementos surgidos de este proceso fue como se pudieron extender las relaciones financieras al ámbito internacional, puesto que a través de la dinámica de generar portafolios internacionales se aprovechó la capacidad de operar como un agente crediticio sin la

necesidad de ser un banco ni de recurrir a uno. Situación que provocó que estas instituciones propagaran la fragilidad financiera.

El sistema financiero y la economía en general de Estados Unidos antes de la crisis hipotecaria se encontraban en un periodo de gran liquidez, situación conocida como la “paradoja de la liquidez”, cuando posteriormente de una etapa de gran liquidez esta se evapora con gran velocidad y sin darse cuenta la economía queda sin liquidez cuando más se necesita, provocado cuando la confianza financiera se pone en duda y termina por colapsar ante el incremento de la incertidumbre. En este sentido se muestra la idea de las finanzas endógenas de Minsky, además de la paradoja de la liquidez y la fragilidad financiera, todas relacionadas al desarrollo de los valores financieros con los que trabajan los bancos sombra que son valores altamente líquidos, pero no son dinero propio sino cuasi dinero, y este cuasi dinero se define como los pasivos que son emitidos por los mismos bancos sombra (Blancas y Gómez, 2017).

Siguiendo con la relación de los bancos sombra y las finanzas endógenas de Minsky, cuando estas instituciones poseen una cantidad importante de activos en forma de instrumentos financieros al incrementar el valor de estos instrumentos, el valor de las mismas instituciones también incrementa provocando la confianza para seguir expandiéndose y aumentar sus hojas de balance. Para conseguir esta expansión los bancos sombra buscan obtener mayores fondos para financiar los nuevos pasivos que se generan a través de encontrar nuevos prestatarios que, así como ellos quieran aumentar su hoja de balance, por lo que solamente lo logran modificando su capacidad de apalancamiento (Blancas y Gómez, 2017).

En cuanto a la capacidad de apalancamiento en la teoría si sube el precio de un activo, disminuye el nivel de apalancamiento de la institución. En la realidad sucede algo contrario, la tendencia expone que el apalancamiento de las instituciones aumenta cuando el valor de sus hojas de balance también lo hacen o cuando el valor de sus hojas de balance disminuye el apalancamiento también disminuye. Esto quiere decir que al final las instituciones toman sus propias decisiones a discreción con el objetivo de incrementar el nivel de préstamos cuando el precio de sus activos aumenta. Ante esta situación se entiende que el valor de apalancamiento es procíclico por lo que se deduce cómo es que los bancos sombra crean mucha liquidez (Lavoie, 2014). Conseguir liquidez es fácil si los precios de los activos financieros aumentan, ya que los prestatarios son atraídos por tomar ventaja en la inercia de la deuda al tomar el precio más alto del subyacente. Este mecanismo de apalancamiento

fue lo que ocurrió durante el auge de la titulización, proceso al que los bancos sombra se dedicaron desarrollando un papel esencial con la transformación de vencimientos y de liquidez, incitando que las transacciones de créditos y deudas se salieran de control con el crecimiento exponencial de estas actividades.

Lo anterior enfocado a la importancia de estudiar el sistema de bancos sombra se sitúa en las herramientas de las cuales se apoyan para llevar a cabo todas sus actividades financieras, permitiéndose pasar inadvertidos al funcionar como instituciones bancarias sin serlo mismos que dinamizaron el proceso de auge de la liquidez, endeudamiento y crédito antes del colapso financiero. Básicamente los bancos sombras se dedican a realizar trabajos de intermediación crediticia entre agentes superavitarios y deficitarios mismos que requieren financiación, utilizando el mecanismo de titulización de activos para llevar a cabo sus actividades; la diferencia con los bancos convencionales radica en que la intermediación no es ejecutada por una sola entidad financiera, sino por una cadena de intermediarios especializados que llevan a cabo una serie de transformaciones donde no necesariamente existe en sus balances una contrapartida de los depósitos o de un referente como el banco central o un prestamista que garantice un respaldo en caso de dificultades, como su sucede con los bancos tradicionales que funcionan en el mercado financiero.

Estas transformaciones son una de las características propias de las actividades bancarias como se ha mencionado, las entidades financieras tradicionales transforman los depósitos a corto plazo en créditos a largo plazo, pero con riesgos altos ya que no se puede vender tan fácilmente en el mercado dependiendo de la solvencia del mismo depósito, así los bancos transforman vencimiento, liquidez y crédito teniendo la garantía del depositante de su propio depósito y solvencia de la entidad. Contrario a esto el sistema de bancos sombra, aunque realiza la misma dinámica de transformar vencimientos, liquidez y crédito, no las lleva a cabo de la misma manera que la banca convencional, puesto que en su caso no se realizan mediante depósitos sino con la emisión de activos financieros. Para comprender este funcionamiento se debe entender las actividades específicas de intermediación que realizan los bancos sombra.

1.3 Características de los bancos sombra

Para poder reconocer a los bancos sombra se debe conocer los cuatro principales aspectos de sus actividades de intermediación crediticia:

- 1) Transformación de vencimientos: cuando la entidad adquiere financiamiento o fondos a corto plazo para invertirlo en activos de largo plazo. Lo realizan mediante la emisión de activos parecidos a los depósitos, sin embargo, el intermediario se expone a riesgos altos por la necesidad de renovar periódicamente su financiamiento al vencer los instrumentos.
- 2) Transformación de liquidez: cuando la entidad usa pasivos con mucha liquidez para adquirir activos con poca liquidez o casi nula, por ejemplo, los flujos derivados de un crédito (bonos de alto rendimiento, hipotecas directas).¹
- 3) Apalancamiento: cuando la entidad emplea ciertas técnicas para adquirir préstamos y con eso comprar activos fijos para así aumentar las ganancias de una inversión o en cierto momento pérdidas.
- 4) Transferencia del riesgo crediticio: cuando la entidad provoca que el riesgo de impago de un prestatario se transfiera de la entidad originaria a una entidad tercera, por ejemplo, a través de la titulización sintética) (Kodres, 2013; *Financial Stability Board*, 2012 - 2017).

Incluso con las características descritas, estimar la magnitud del sistema de bancos sombra es una tarea complicada puesto que estas entidades operan en el mercado *over the counter* al no tener que reportar operaciones a la regulación del gobierno. Desde el año 2010 la FED comenzó a publicar información acerca del sistema de bancos sombra, pero fue en el año 2012 cuando internacionalmente a través del *Financial Stability Board* se dio una importante recolección de información y datos de estas entidades con la publicación del *Global Shadow Banking Monitoring Report*, un estudio donde se recopila la investigación de intermediaciones crediticias no bancarias en 25 países y en la Eurozona. Este reporte estuvo a cargo del G20 quien ordenó al FSB a realizarlo junto con las economías emergentes más importantes, así el Fondo Monetario Internacional (FMI) también inició el monitoreo de los bancos sombra.

¹ Esta liquidez la otorgan los bancos convencionales, por lo que la existencia del sistema bancario tradicional juega un aspecto importante en las actividades de los bancos sombra.

Tomando el enfoque del FSB que se utiliza para el estudio de los bancos sombra, al considerarse a estas entidades desde una perspectiva de intermediación crediticia no bancaria, lo que representa medir los activos de las instituciones que no son bancos, ni fondos de pensión, ni instituciones financieras públicas, ni instituciones de seguros, ni los fondos de inversión que participan en el mercado de capitales. Dejando fuera a las instituciones acabadas de mencionar, las entidades financieras que pueden ser consideradas como bancos sombras son:

- a) Fondos Mutuos (fondos que participan en el mercado de dinero)
- b) Compañías financieras
- c) Vehículos de Inversión Estructurada (el ejemplo más claro es el Vehículo de Propósito Especial)
- d) Fondos de Cobertura (*Hedge Funds*)
- e) *Brokers–Dealers*
- f) Fondos de Inversión Inmobiliaria
- g) Sociedades Fiduciarias (*Trusts Companies*)

Siguiendo con estas características y las diferentes entidades acabadas de mencionar, los bancos sombra añaden a operadores o agentes bursátiles que financian sus activos a través de convenios de recompra conocidos como repos, donde una institución que requiera un préstamo al vender un título se hace de fondos y promete recomprar el título a un precio y fecha específicos, es decir, como rembolsar el préstamo. En el mercado de dinero los fondos mutuos que concentran los fondos de inversionistas para comprar pagarés de empresas ya sean papeles comerciales o valores con respaldo hipotecario, también son considerados bancos sombra. Además, las entidades o compañías financieras de igual forma se consideran parte del sistema de bancos sombra ya que venden papeles comerciales y usan el producto de la venta para otorgar crédito a los hogares (Kodres, 2013).

Uno de los más grandes ejemplos de bancos sombra es el Vehículo de Propósito Especial (SPV por sus siglas en inglés), como se ha mencionado previamente, se afirma la existencia de vínculos entre los bancos comerciales y los bancos sombra, donde el punto clave de su relación es la ejecución del proceso de titulización mediante los SPV, además de la compra de esa misma deuda dividida según su tipo de riesgo, determinando que los bancos participan activamente en la compra de activos con alto nivel calificativo. Los SPV realizan

tres funciones esenciales en el proceso de titulización (Castro, 2015), el cual será abordado detalladamente en el siguiente capítulo:

1. Agrupación de activos.
2. Establecer y mejorar la calificación crediticia.
3. Venta de los activos respaldados a diferentes agentes y entidades financieras.

Sin embargo, para entender su actuación en el proceso de titulización (agrupamiento de diferentes activos no negociables o tipos de deuda como arrendamientos, préstamos o hipotecas, que se consideran activos ilíquidos y generan flujos de crédito futuros), donde los activos al titularlos se convierten en instrumentos intercambiables y son vendidos a una institución intermediaria que no tiene personalidad jurídica propia, estas instituciones son los SPV. En este caso, una determinada SPV retiene la deuda agrupada o flujo de crédito como activo y en el pasivo los bonos que emitirá o valores a mediano plazo para que sean comprados por diferentes inversores que quieran financiar la deuda y obtener un interés futuro. Estos valores son adquiridos tanto por bancos tradicionales como otras entidades SPV (Castro, 2015). Con la descripción anterior se determina como el SPV es un claro ejemplo de banco sombra y cómo actúa en el sistema financiero.

También desde el enfoque del FMI, hay ciertas actividades elaboradas por los bancos comerciales que pueden entrar como actividades tipo banco sombra. Por lo que los bancos comerciales también pueden realizar actividades financieras no tradicionales como puede ser la titulización reflejada en una proporción de sus hojas de balance. En esta línea de análisis, el financiamiento convencional son pasivos esenciales que se traducen en depósitos bancarios desde las corporaciones no financieras como las empresas y familias, mientras el financiamiento no tradicional llamados pasivos no esenciales incluye todas las fuentes de financiamiento restante, principalmente las provenientes del mercado de dinero. Con esto se entiende otra importante fuente de crédito y ejemplo de cómo los bancos comerciales se inclinan hacia los pasivos no esenciales cuando necesitan financiar una expansión de crédito (Blancas y Gómez, 2017).

Hay que mencionar las fuentes de financiamiento no convencionales (pasivos no esenciales) pueden ser determinadas con base en tres dimensiones:

1. Instituciones financieras que emiten los pasivos no esenciales
2. Poseedores de los pasivos no esenciales (contraparte)

3. Instrumentos financieros que forman parte de los pasivos no esenciales.

Las instituciones financieras que se dedican a emitir los pasivos no esenciales se consideran los bancos sombra entre ellos se identifican:

- Bancos comerciales que titulizan porciones de sus hojas de balance
- Fondos Mutuos del Mercado de Dinero
- Vehículos de Propósito Especial
- Todas las instituciones financieras no bancarias, excepto los Fondos de Inversión que participan en el mercado de capitales, Compañías Aseguradores, Fondos de Pensión y Auxiliares Financieras (estas instituciones no se involucran en la intermediación crediticia ni en la transformación de activos ni de vencimientos).

Los poseedores de los pasivos no esenciales siendo la contraparte son los proveedores de financiamiento hacia los intermediarios financieros y entre ellos están:

- Fondos de Inversión que participan en el mercado de capitales
- Fondos Mutuos (Fondos que participan en el mercado de dinero)
- Compañías de seguros
- Fondos de Pensión
- Auxiliares Financieras
- Corporaciones no financieras
- Hogares
- El Estado a través de gobiernos locales y estatales
- Bancos
- No residentes.

Y por último los instrumentos financieros que forman parte de los pasivos no esenciales se refieren a:

- Instrumentos de deuda
- Préstamos
- Participaciones de Fondos Mutuos en el mercado de dinero
- Depósitos restringidos (depósitos de ahorro obligatorio)
- Financiamiento obtenido de los no residentes es también incluido en los pasivos no esenciales.

Asimismo, los pasivos no esenciales se pueden denominar como procíclicos ante el apalancamiento reflejado en las hojas de balance del sistema financiero concordando con lo descrito anteriormente para así asociarlo fácilmente con la inestabilidad financiera y la crisis económica. Por lo tanto, conocer los datos o información sobre las hojas de balance de los bancos sombra se convierte en un aspecto con gran relevancia, puesto que el crecimiento de dichas hojas se interrelaciona con otros bancos sombra. Y el incremento de la actividad financiera de los bancos sombra está fuertemente relacionada con el crecimiento de la fragilidad financiera.

1.4 Dimensión del sistema de bancos sombra

Estimar el tamaño del sistema bancario sombra es sustancialmente difícil porque muchas de sus entidades no declaran ninguna información a las entidades reguladoras oficiales, es complicado obtener cifras y datos de sus actividades realizadas fuera de la supervisión. Aunque el sistema de bancos sombra es mayor en Estados Unidos, la intermediación no bancaria existe en otros países y va en aumento. Es por eso que para conocer la dimensión que poseen los bancos sombra dentro del sistema financiero, las autoridades internacionales han trabajado en conjunto para recabar todos los datos disponibles para analizar su volumen y alcance en el sistema financiero internacional. En 2010 la FED comenzó recopilando datos de una parte del sistema de bancos sombra que opera con distintos tipos de repos; para 2012 se realizó un nuevo monitoreo, pero a nivel mundial de toda la intermediación bancaria en 25 países o jurisdicciones más la zona euro, ahora a cargo del FSB, esto establecido por el G20 (principales economías avanzadas y mercados emergentes), todos los resultados son aproximados al utilizar la categoría general de otras instituciones financieras u otros intermediarios financieros, pero sí muestran como estas entidades siguen incrementado sus actividades y su tamaño.

El FSB desde 2012 lleva realizando los informes de monitoreo de la banca sombra, el último reporte presentado en 2018 corresponde a los resultados del ejercicio de monitoreo anual de 2017 donde se evalúan las tendencias y los posibles riesgos globales del sistema bancario sombra. El reporte presentado cubre datos hasta el año de 2016 contando con 29 jurisdicciones², incluida Luxemburgo por primera vez y en conjunto representan el 80% del

² Los países que comprende el informe son Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Islas Caimán, Chile, China, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, México,

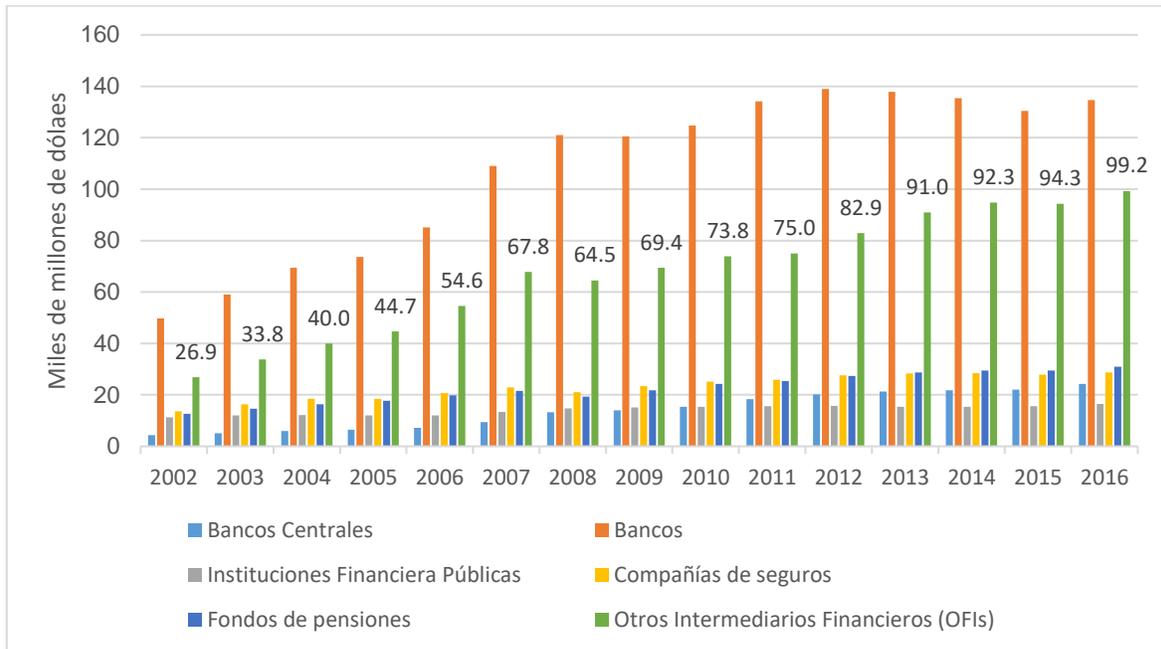
PIB mundial. Además, en este reporte se presentan las estimaciones del FBS en cuanto al tamaño de los activos del sistema financiero de las jurisdicciones que participaron en el ejercicio de monitoreo en 2016, el total de activos financieros alcanzó la cifra de 336 miles de millones de dólares (mmdd), de los cuáles el MUNFI (*Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation* sus siglas en inglés), también referido como una medida de todas las actividades de intermediación financiera no bancarias que comprende empresas de seguros, fondos de pensiones, otros servicios financieros intermediarios (OFIs) y auxiliares financieros. Esta medida representó 184 mmdd de toda la intermediación financiera no bancaria teniendo un crecimiento, ya que en 2015 tuvo un total de 160 mmdd. La participación de MUNFI en los activos financieros mundiales (representando 48%) aumentó por quinta vez consecutiva en los cinco años en que se han realizado los reportes (FSB, 2012 – 2018).

Evidentemente dentro de los OfIs, los cuales se encuentran dentro de la categoría MUNFI se localizan las instituciones llamadas bancos sombra, en los resultados de los monitoreos aquí presentados no existe una categoría tal cual de bancos sombra pero a través de las entidades contempladas mencionadas anteriormente tanto en los MUNFI como por los OFIs pueden presentarse cualidades e instituciones en el análisis del sistema de bancos sombra, de aquí la relevancia de estas dos categorías toma importancia para lograr tener un acercamiento y comprensión de la dimensión en el sistema financiero a través de la contabilidad de los activos del sistema.

Asimismo, uno de los datos relevantes es la proporción de activos de intermediarios financieros respecto a todas las corporaciones financieras del sistema. Las OFIs (Otros intermediarios financieros), comprenden todas las instituciones financieras que no son bancos centrales, bancos generales, compañías de seguros, fondos de pensiones, instituciones financieras públicas o auxiliares financieros. En el Gráfico 1 se muestra el nivel de activos totales de las instituciones que forman parte del sistema financiero mundial respecto a los 29 países.

Países Bajos, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, España, Suiza, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos.

Gráfico 1. Activos totales de las entidades que conforman el sistema financiero de las 29 jurisdicciones (miles de millones de dólares).



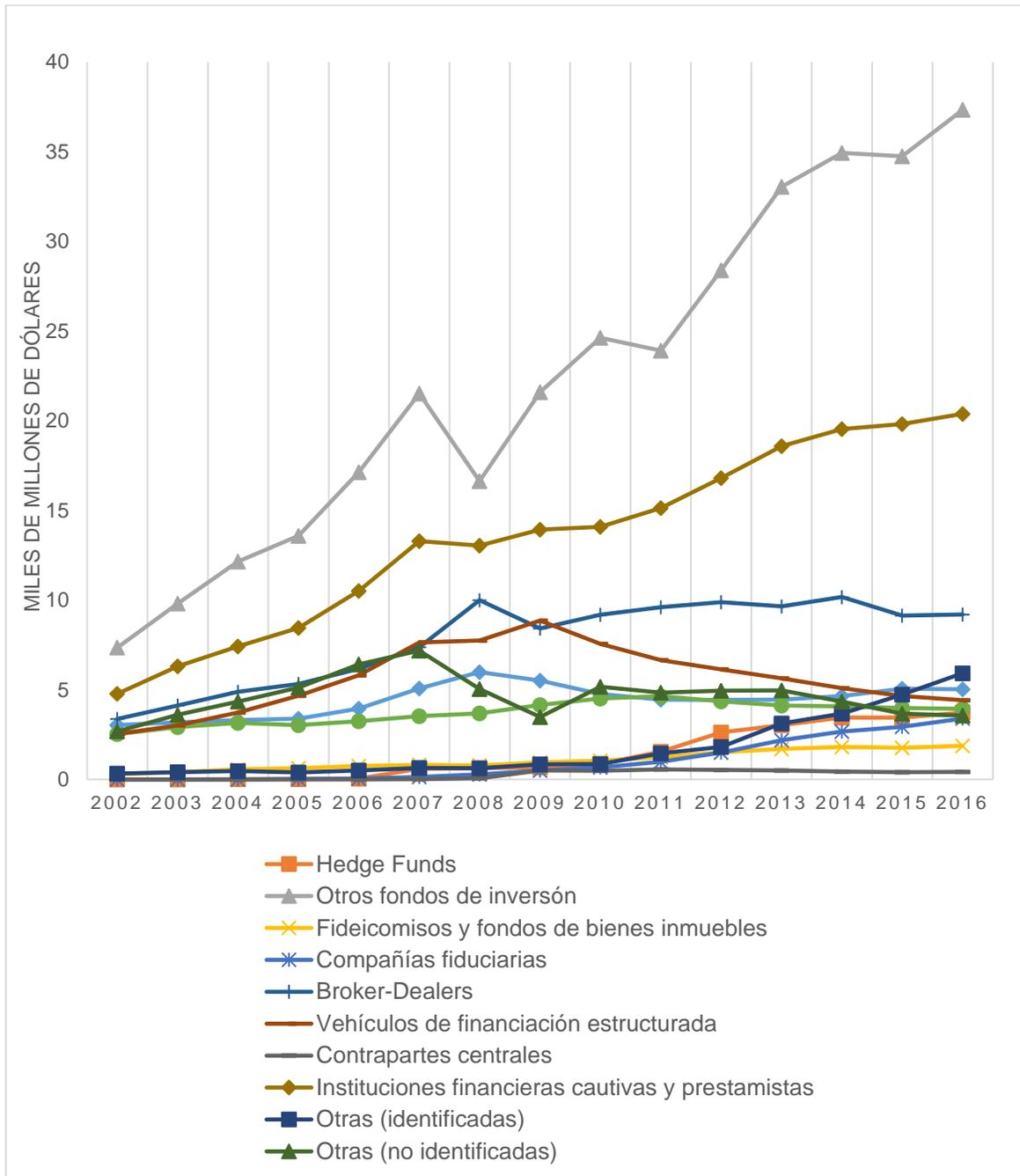
Fuente: Elaboración propia con datos de FSB 2018.

Lo que se observa en el gráfico es la gran proporción diferenciada que existe entre bancos y OFIs de las demás instituciones que conforman el sistema financiero. Aunque en cifras los bancos superan a todas las instituciones, el dato relevante es la tendencia de los activos que han tenido las OFIs, de 2002 hasta 2007 tuvieron un crecimiento en promedio de 20% anual hasta la crisis en 2008, donde los activos disminuyeron en casi 5%, pero de 2009 a 2014 volvieron a crecer en promedio 7% anual con una pequeña caída de 0.5% en 2015 y para 2016 volver a crecer 5%. Lo que se rescata es que después de la crisis de 2008 los activos de las instituciones intermediarias siguen creciendo a un ritmo promedio del 5% anual, en 2014 alcanzando los 92 mmdd, 2015 los 94 mmdd y para 2016 sus activos ya comprenden los 99 miles de millones de dólares. Las OFIs según el FSB crecieron más rápido que el PIB en la mayoría de los países, específicamente en las economías emergentes.

Dentro de las OFIs existen varias entidades que lo conforman, el FSB contempla en el rubro fondos del mercado monetario, *hedge funds*, otros fondos de inversión, fideicomisos y fondos de bienes inmuebles, compañías fiduciarias, compañías financieras, *broker-dealers*, vehículos de financiación estructurada, contrapartes centrales, instituciones financieras

cautivas y prestamistas, otras instituciones identificadas y otras no identificadas. En el Gráfico 2 se presentan los activos que cada entidad tiene dentro de las OFIs y su tendencia desde 2002 a 2016 en el sistema de intermediación.

Gráfico 2. Activos de Otros Intermediarios Financieros (OFIs)
(miles de millones de dólares).



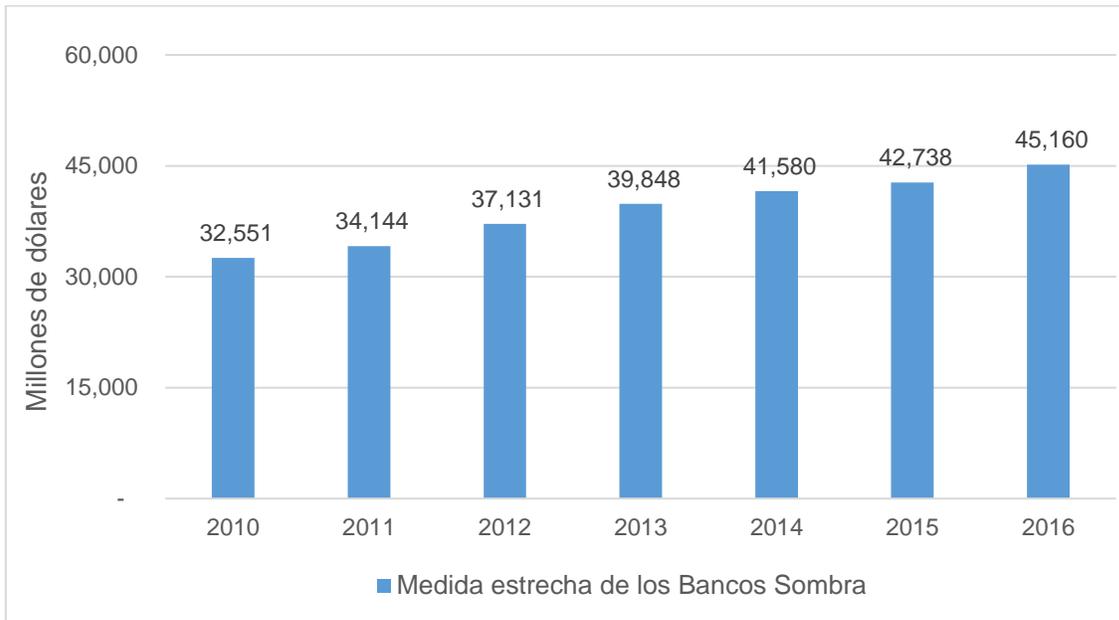
Fuente: Elaboración propia con datos de FSB 2018.

El gráfico 2 muestra a detalle la evolución de activos que ha tenido cada institución dentro de las OFIs, encontrando que cada uno crece y decrece a un ritmo totalmente diferente, muchos de ellos manteniéndose constantes como los casos de los fondos del mercado monetario y las compañías financieras, otros como *hedge-funds*, compañías fiduciarias, fideicomisos y fondos de bienes inmuebles y vehículos de financiación estructurada de 2009 hacia 2016 tienden a incrementar anualmente. En cuanto a los más destacables por mucho son los denominados otros fondos de inversión con una tendencia creciente del 24% hasta 2008 y que en 2009 nuevamente crecen en promedio al 12% anual, teniendo para 2016 37.3 mmdd en activos, representando el 37% del total de las OFIs. Las instituciones cautivas y prestamistas es otro rubro que tiene activos por encima de los demás como se nota en la gráfica, también su tendencia fue creciente pero aun ritmo menor que los otros fondos de inversión, creció a un 6% en promedio anual después de la crisis de 2008 generando 20.4 mmdd en 2016. Con esto podemos deducir lo complicado de la estructura de los OFIs y dentro de los cuales hay presencia de actividades de bancos sombra, para esto el FSB determina qué entidades son las que tienen presencia de ser parte del sistema de bancos sombra.

Por otro lado, el Consejo de Estabilidad Financiera de igual manera mediante su investigación en los últimos reportes han presentado una medida llamada "*Narrow measure of shadow banking*" en inglés, esta categoría es la más acertada y cercana para el cálculo de los bancos sombra ya que incluye tipos de entidades financieras no bancarias que las autoridades han evaluado como involucradas en el crédito de intermediación y pueden plantear riesgos a la estabilidad financiera, mediante una función realizada por la FSB.

La medida estrecha basada en la actividad de los bancos sombra que puede presentar riesgos de estabilidad financiera en 2014 fue de 41.5 mmdd, frente a 39.8 mmdd de 2013. Para 2015 la medida fue de 42.7 mmdd por lo que aumentó en un 2.7% en comparación con el año anterior, y equivalente al 13% de los activos totales del sistema financiero y al 70% del PIB. Para 2016 la medida estrecha creció un 5.6% generando 45.2 mmdd, que representan el 28% de MUNFI y el 13% del total activos financieros globales. Más del 75% de los activos incluidos en la medida restringida residen en seis jurisdicciones. En la Gráfica 3 se muestra el crecimiento que ha tenido esta medida de actividad de bancos sombra desde 2010 que en promedio hasta 2016 ha crecido 5.6% anual por lo que se considera que los bancos sombra siguen realizando e incrementando sus actividades en el sistema financiero mundial.

Gráfica 3. Medida estrecha de los bancos sombra, 2010-2016
(miles de millones de dólares).



Fuente: Elaboración propia con datos del FSB 2018.

1.5 La forma de “fraude inocente” de los bancos sombra

Los bancos sombra llamaron la atención del mundo y sobre todo de expertos por su creciente papel en la crisis financiera, pero en específico por la actividad de transformar hipotecas en títulos. El mecanismo para llevar a cabo esta transformación fue la titulización. La llamada “cadena de titulización” inicia cuando se originan las hipotecas, las cuales son compradas y vendidas por entidades financieras, aunque estas son empaquetadas (paquetes de préstamos hipotecarios) y utilizadas para respaldar títulos colocados entre inversionistas. El valor de los títulos se relacionaba con el valor de los préstamos hipotecarios que forman el paquete, en cuanto a los intereses que generaban se liquidaban con intereses y capital que los propietarios de las casas pagaban por sus préstamos (Kodres, 2013). Durante todo el proceso desde el origen de la hipoteca hasta la venta del título que se emitía ocurría fuera de la regulación bancaria. Además, la dinámica del mercado hipotecario, el cual se expandía con gran rapidez, consistía en vender casas a cualquier persona a pesar de que fueran insolventes, por lo que desde el principio las ventas hipotecarias fraudulentas se incrementaban, igualmente se amañaban los contratos

hipotecarios generando un incremento en los títulos y mayores flujos de intereses por hipotecas con distintas calificaciones, estas respaldadas por instituciones prestigiosas y las principales hipotecarias.

El punto esencial de los efectos nocivos que se derivaron del empaquetamiento por la titulización eran todos los activos tóxicos que se mezclaban con los activos no tóxicos y se les daba una buena calificación, aunque el proceso de titulización se explicará a detalle en el capítulo dos, lo que se debe entender antes es el fraude que se generaba en el proceso, el cual lo realizaban las entidades que llevaban a cabo la titulización, en tal caso los bancos sombra. No obstante, no se menciona que los bancos sombra se dediquen a realizar fraudes, pero la misma dinámica fue generando que se dieran las ventas fraudulentas y las calificaciones dudosas que daban las instituciones a pesar de estar conscientes de los activos tóxicos en los paquetes, apoyado por la falta de regulación y la confianza en las instituciones del sistema financiero.

Ante este proceso de titulización realizado por los bancos sombra el sistema se vuelve potencialmente inestable debido a su papel de incrementar el proceso especulativo y a su vez la fragilidad financiera, estas instituciones desarrollaron el financiamiento *Ponzi* a mayor escala llevando a sus límites el proceso de endeudamiento y especulación por el apalancamiento excesivo pagando deuda con deuda misma, gestándose una transición de unidades cubiertas financieras a unidades especulativas hasta las unidades *Ponzi*. Esta situación agudizó los problemas en el mercado de deuda donde la incertidumbre se apoderó del sistema financiero y fue tarde para recuperar las posiciones cubiertas provocando aumentara la preferencia por la liquidez ante un mercado de crédito congelado. Sin embargo, con la fragilidad financiera del sistema lo cuestionable hacia las instituciones fue la dinámica especulativa que propiciaron y la autoridad con la que fueron manejando las calificaciones de los activos ante el boom hipotecario.

En la economía contemporánea Galbraith nos advierte del poder que poseen las empresas y como ese poder se transfiere a los demás agentes económicos como los propietarios, accionistas e inversionistas quienes son aquellos que llevan la dirección de la dinámica del sector financiero. “Lo que predomina en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario. La confusión es tan irresistible que, como sostengo(...) incluso ha afectado a la forma en que comúnmente se describe el sistema económico vigente” (Galbraith, 2004). Con lo dicho anteriormente se recalca que a lo largo del sistema capitalista este mismo forma su propia verdad con base en problemas contemporáneos,

“modas políticas” e imposiciones monetarias, y no precisamente tiene que ver con el entorno real, es decir, el sistema crea lo que le es útil ante los intereses económicos políticos y socialmente dominante.

Galbraith hace énfasis en las personas que dirigen los corporativos, es decir, los directivos empresariales son aquellos quienes realmente se apropian del poder de una empresa y no los que poseen el capital. Por tanto, el poder corporativo vive en la dirección quienes deciden el rumbo de las empresas. Estos directivos de los grandes corporativos dedicados especialmente al mundo de las finanzas, además de dirigir se encargan de predecir lo desconocido dando resultados lucrativos, al ser sus actividades tan redituables por tal conocimiento de lo desconocido (conocimiento derivado de investigar) los demás confían en sus acciones. De ahí que las personas dependientes de sus predicciones les creen, pero es aquí donde los mismos directivos se aprovechen de lo que quieren oír los clientes y ocultan cierta información, como Galbraith lo llama el “error esencial”.

Este error donde los que exponen el devenir del desempeño financiero futuro en realidad no lo conocen al cien por ciento, aunque de qué manera pones en duda las predicciones de un financiero experto, o de un asesor de la bolsa de valores o de un corporativo financiero reconocido cuando reflejan un conocimiento financiero cualificado, por lo que es difícil desmentir la previsión de un experto. Por ejemplo, cómo se podía poner en duda las calificaciones de los activos y paquetes que dictaban las mismas calificadoras con el respaldo que tenían de las mismas entidades; o cómo se podía dudar de las mismas empresas o inversionistas con el éxito que estaba teniendo el mercado hipotecario. A raíz de esta idea se entiende que los encargados de pronosticar conscientemente, lo que en realidad hacen es hacer predicciones que benefician a los que les solicitan ese pronóstico por lo que al difundir sus predicciones favorecen tanto a sus clientes como a ellos mismos.

Ya no cabe duda de que en cualquier gran corporativo los accionistas o los propietarios y los miembros del consejo administrativo son completamente subordinados por la dirección, a pesar de que a simple vista los propietarios son los que tienen el control, es de resaltar que no tienen en realidad ningún poder. Por lo que queda claro la división total entre los dueños de los corporativos y los encargados de administrarla debido a que la dirección es labor muy exigente, técnica y así el poder queda en manos de los administradores más cualificados.

El argumento de que los directivos poseen tanto poder se relaciona en la cuestión del sistema de bancos sombra en el punto en el que no hacen sus predicciones para estafar a sus inversionistas como ya se mencionó, su interés es porque les es redituable lo que predicen aunque no sea del todo real, no lo hacen a propósito (como se dice de forma coloquial), no es el simple hecho de engañar conscientemente, sino ven las mejores posibilidades para sus inversionistas y proyectan lo favorable y no lo real.

Insistir en este punto se debe a que desde hace años y en varios análisis se mantiene la idea o hipótesis de que en los bancos sombras, las operaciones de los directivos y los instrumentos financieros que utilizan no se crearon para engañar a las personas, inversionistas ni clientes. Como se plantea al llevar a cabo la titulización o los financiamientos que se encuentran fuera del balance de las hojas, no son formas para mentirle a los inversionistas (Shwarcz, 1994). Entonces, los bancos sombra a pesar de ser aquello en utilizar la titulización para actuar y llevar a cabo sus operaciones no buscan engañar a las personas, sin embargo, la dinámica provoca el fraude.

En este sentido es a lo que el autor Galbraith llama el “fraude inocente”, una denominación de que el objetivo de los directivos no se basa en engañar como se ha repetido tantas veces, pero de alguna manera lo terminan haciendo, muy criticado ya que las retribuciones recibidas por los directivos son muy grandes por lo que no pareciera del todo inocente. Es aquí el punto de que sigue siendo un fraude y se convierte en un sistema fraudulento porque consiguen hacer el fraude, aunque no lo deseaban.

Para el autor Galbraith esta concepción es una forma de fraude muy sofisticado y evidente, porque si bien la venta con conocimiento de paquetes titulizados tóxicos realmente se llevaba a cabo, pero las entidades con el conocimiento nunca se decidieron a parar el proceso por la lógica de que era un negocio muy rentable, que otorgaba grandes beneficios y que el mercado no presentaba al principio desajustes ante la creciente dinámica de las hipotecas. Ante esto es lo que Galbraith también menciona como fraude aceptado, si las entidades y calificadoras comprendían que el empaquetamiento de los activos tóxicos se calificaba por medio de acuerdos entre entidades dependiendo del prestigio monetario sin evaluar realmente la situación, son conscientes del fraude que se estaba gestando sin imaginar las consecuencias y la magnitud de la situación.

Con esto podemos deducir que, de alguna manera si existe el fraude por parte de los bancos sombra, ya sea fraude inocente o aceptado como ya se ha explicado con

anterioridad, sin dejar de tener claro que no era un objetivo de estas entidades o estaba previsto o de ningún modo es su fin, pero si se originó mediante el procedimiento de titulización y sus actividades llevadas a cabo durante el boom hipotecario, permitido por la falta de regulación de estas instituciones y la credibilidad corporativa que poseen las entidades.

1.6 Proceso de desregulación de los bancos sombra

Como Wesley Marshall (2016) menciona los mismos grandes bancos presionaron al Congreso estadounidense para la desregulación de sus actividades buscando formas de operar para evitar regulaciones bancarias. La creación de fraude que generó el sistema de bancos sombra en la economía global no fue sino una de las grandes consecuencias que dejó con la crisis, a pesar de que en un inicio las actividades que llevan a cabo no se crearon para engañar a los inversionistas, aunque es absurdo dejar a un lado que el manejo de sus acciones y organización crean la posibilidad para realizar fraudes financieros. De tal manera, aceptar que el sistema de bancos sombra fue un elemento que profundizó y prolongó la crisis y criticar su funcionamiento y falta de regulación no es más que una justificación en reconocer como causó y dio paso a la peor crisis financiera en la actualidad.

Los escándalos corporativos han provocado la discusión sobre una regulación oportuna y acciones convenientes para garantizar una contabilidad honesta y hallar ejercicios efectivos que permitan contrarrestar el poder directivo y disminuya el fraude empresarial. Se necesita una regulación independiente, honesta y profesionalmente competente. Algo extremadamente difícil de conseguir en un mundo dominado por el sector empresarial, pero por esa misma razón debe ser contrarrestada. Quedando claro que el proceso de regulación es difícil ante la supremacía corporativa.

Desde la década de los años 70 en Estados Unidos el sector financiero comenzó a adquirir nuevamente gran relevancia en la economía con el deterioro de las reformas creadas en el New Deal, las cuales en su momento fueron medidas de resolución y recuperación económica ante el crack de 1929, en donde con una política intervencionista y una serie de medidas restablecieron el sistema bancario y el equilibrio del mercado financiero para subsanar la economía y combatir las consecuencias de la depresión. En el ámbito financiero fue la Ley Glass-Steagall o *Banking Act*, la cual determinó la separación en su totalidad entre la banca comercial y la banca de inversión con la finalidad de controlar la especulación

del dinero en los bancos y que a su vez contribuyó a la limitación respecto al tamaño de los grupos bancarios. Así el proceso de desarticulación de esta ley dio inicio al proceso de desregulación de los bancos para nuevas prácticas sin tantos limitantes para generar mayores utilidades y creando influencia económica de las instituciones financieras para continuar con el proceso de esquivar subsecuentes regulaciones.

Otro de los efectos que se derivó del agotamiento de la Ley Glass-Steagall fue la gran participación de los bancos en el mercado de capitales ante la creación de filiales permitiendo la expansión de varios conglomerados bancarios. Así para 1988 con la autorización de la FED surgió el primer vehículo de Inversión en Títulos creado por Citibank. Posteriormente 10 años después se creó en Estados Unidos una nueva ley de regulación bancaria referente a los servicios financieros conocida como Ley Gramm-Leach-Bliley la cual sustituiría a la ley Glass-Steagall y de donde nacieron las entidades bancarias conocidas como *bank-holding* con un objetivo muy ambicioso, realizar toda clase de actividades financieras (Gómez, 2019).

Con la nueva ley que rompió con la independencia que existía entre las actividades de la banca comercial y la banca de inversión, junto con la existencia de las filiales ya creadas con anterioridad se instauró una nueva organización en el sector financiero con un conjunto de instituciones bancarias que se caracterizaban por libre acción de generar distintos tipos de instrumentos financieros, su capacidad para evitar regulaciones, y la destreza de enviar transacciones fuera de balance; todas estas funciones interrelacionadas al realizarse por los mismos grupos bancarios que ya no tenían división de acción.

Ante esta libertad de funciones y aprovechando las economías a escala, el comercio internacional y el avance tecnológico que trajo las redes como Chips, Swift e internet se desprendió una actividad financiera con alcance global, donde la movilidad financiera era eficaz en velocidad y alcance; fenómeno que permitió la expansión de portafolios internacionales y división del riesgo a nivel mundial debido a esta interconexión.

Otro de los cambios que se desencadenó con origen en las propias instituciones financieras fue en su estructura organizacional tanto en la administrativa como operativa por la división entre el consejo administrativo y los accionistas, separación relevante porque generó nuevos intereses, es decir nuevos incentivos, pero con un vínculo específico, el precio de las acciones, siendo el lazo con el que evaluaban los dueños el desempeño del consejo administrativo. Así el precio de las acciones fue la variable clave para determinar el estado

de salud de una empresa o compañía, ya que daba información para el mercado como para los inversionistas y dueños; es decir, el precio de la acción al alza dio un parteaguas para determinar que una entidad gozaba de buena salud financiera. Por otro lado, el consejo administrativo también fue recompensado en sus ingresos con opciones en sus acciones, de aquí la importancia que generó este vínculo al beneficiar a ambas partes (Gómez, 2019).

Con el nuevo incentivo que generaba el desarrollo financiero, la poca regulación y la importancia que generaban los bancos de inversión adquirió fuerza el creciente nivel de apalancamiento que producía el mismo sistema, lo que estimuló comportamientos de alto riesgo que poco a poco fue incrementando como un círculo vicioso y contagioso, de esta manera la especulación financiera fue penetrando en las actividades económicas en su conjunto. Fue así como los bancos sombra lograron realizar sus actividades sin la debida regulación que necesitaban, ya que al estar fuera del marco de la supervisión no tenían límite en sus operaciones permitiendo las grandes cifras de apalancamiento que generaron.

Capítulo 2. El proceso de Titulización:

Actividad principal de los bancos sombra

El sistema de bancos sombra tiene partes esenciales para funcionar, la titulización es una de ellas, al ser la herramienta clave para llevar a cabo sus operaciones fundamentales de intermediación como la transformación de vencimientos, liquidez y riesgo de crédito, así como el apalancamiento el cual se explicó en el capítulo anterior. La titulización fue el instrumento que sirvió de canal de transmisión para propagar y en su momento dar una explicación de la crisis hipotecaria al extenderse de manera vertiginosa y con efectos devastadores en el sistema financiero internacional.

Hay que tener claro que ni la titulización, ni los instrumentos surgidos de este proceso son los causantes de la crisis financiera *subprime*, sino fueron las instituciones detrás de ejecutar el proceso de titulización y llevarlo a niveles escandalosos, por lo que el entendimiento de los bancos sombra es la manera de comprender la crisis sin dejar de lado que la titulización y sus instrumentos son importantes en el análisis al ser ocupados por el sistema de bancos sombra y estas mismas crearon un mercado para su propagación a otros países.

Así los bancos sombra utilizaron la titulización ante el argumento de la necesidad de colocar activos fuera de la hoja de balance, es decir, Shawarcz (1994) planteó la titulización como el financiamiento o la venta de activos que no se registran como un pasivo en la transacción y no se ve reflejada en el balance por lo que, el capital aumenta sin incrementar el apalancamiento. Esta práctica se traduce en como los bancos creaban enormes cantidades de dinero con las actividades que desempeñaban transformando vencimientos dejando atrás las reglas contables que tenían que seguir, razón por la cual funcionaba el sistema de bancos sombra al dar créditos sin ningún respaldo y sin mantener reservas contra préstamos especulativos.

El objetivo de este capítulo es abordar el proceso de titulización, siendo su análisis parte esencial como la actividad principal de los bancos sombra en su dinámica frente a la crisis, desde su contexto ubicado en la etapa del sistema financiero llamado *Money Manager Capitalism*, en el cual se sientan las bases para el desarrollo de la titulización hasta su funcionamiento durante la crisis hipotecaria. El capítulo se divide en cuatro apartados para desarrollar el proceso de la titulización y su actuar en la crisis. El primero describe la etapa

en donde surge y se desenvuelve la titulización. El segundo apartado consta de su definición, las características que determinan el proceso, los instrumentos surgidos del proceso y su origen en Estados Unidos y en los países europeos. En la tercera sección se menciona el funcionamiento de la crisis *subprime* y, por último, en el apartado cuatro se hace la descripción paso a paso de la cronología de la crisis hipotecaria.

2.1 Etapa del *Money Manager Capitalism*: Contexto de la Titulización

A lo largo de la historia capitalista, las relaciones financieras han cambiado drásticamente de un periodo a otro tanto por el contexto histórico como por las nuevas relaciones que se crean entre agentes, sumado a los avances tecnológicos que se van generando con el paso del tiempo. Es por eso por lo que el desarrollo de los bancos sombra y sus mismas actividades financieras surgieron en un momento determinado sin el cual no hubieran podido desenvolverse ni mucho menos tener un papel relevante en la crisis de 2007-2008.

Por tanto, el aporte que realiza Minsky sobre la evolución que han tenido tanto los mercados financieros, sus instrumentos y su estructura determinan la conducta financiera y es un parteaguas para analizar, en este caso específico los bancos sombra, comprendiendo claramente las características de la época que permitieron el endeudamiento sin fronteras que causaron estas instituciones.

Desde el punto de vista de Minsky, el sistema financiero ha tenido una evolución dividida en tres etapas. En este enfoque de etapas, la primera es a la que el autor llama Capital Comercial y Capital Financiero, y esta etapa es antes de la entrada en vigor del *New Deal*. En la etapa de Capital Comercial, el factor importante fue que el sector empresarial acudía a los bancos comerciales por créditos para inversión productiva. Poco después, esta etapa comenzó a declinar y se observó el surgimiento de la etapa del Capital Financiero que tiene como característica relevante el incremento de la participación en inversiones por parte de las instituciones financieras en el mercado de bonos y en el bursátil (Wray, 2009).

Siguiendo con este enfoque la segunda etapa que ubica el autor es la de Capitalismo Paternalista que inició justo durante el *New Deal*. Aquí la característica principal fue el surgimiento del modelo intervencionista donde el Estado a través de su gasto debe priorizar los empleos, ingresos y ganancias ya sea que recurra a endeudarse.

Por último, Minsky hace distinción de la tercera etapa llamada Capitalismo administrador del dinero (*Money Manager Capitalism* en inglés) y del cual se derivó la actual crisis internacional. El inicio de esta etapa puede ubicarse durante la década de los ochenta, periodo cuando el mercado crediticio tuvo un incremento importante en las innovaciones financieras, y donde los niveles de endeudamiento comenzaron a ser asimilados de forma importante por parte de empresas y familias. Periodo donde la idea de regular los mercados financieros se dejaba atrás por la sustitución de las leyes del *New Deal* y ante políticas neoliberales donde la liberalización tomó gran relevancia y el Estado ya no tenía ese papel intervencionista.

En el mercado financiero, este nuevo orden siguiendo con la tercera etapa de Minsky el *Money Manager Capitalism* tuvo como factor relevante los Fondos Fiduciarios y los Fondos Mutuos a lo que se refiere el nombre de administrador del dinero. Este tipo de fondos se crearon cuando se dejó a otra entidad la administración del dinero de los individuos, es decir, se volvieron atractivos porque las personas dejaban en manos de expertos financieros su riqueza ya que ellos se encargarían de maximizar sus rendimientos. Así los Fondos Fiduciarios, Mutuos y los Fondos de Pensiones cobraron relevancia puesto que los administradores se dedicaron a incrementar al máximo el retorno de los portafolios en lo que se invertía a través de valorar los activos que aumentaban así los flujos de efectivo. Recordando que antes los mismos inversionistas o administradores eran quienes invertían su propio capital en los mercados de bonos y acciones, pero ahora se dedicaban a la inversión de dinero ajeno cambiando completamente el comportamiento de las actividades de las entidades financieras (Minsky, 1988).

Esta nueva dinámica donde los ahora administradores de dinero que realizaban inversiones sin dinero propio en el mercado internacional de las finanzas, cobró importancia en el desarrollo de las economías, ya que la inmersión del libre mercado donde los mercados financieros tan interconectados tenían un peso mayor se fue avocando a la priorización de bonos, bolsas de valores y nuevos instrumentos que fueron surgiendo, los propios bancos se fueron rezagando ante esta tendencia. Así los bancos al ver la relevancia de las actividades de los administradores de dinero se inclinaron a que ellos mismos también se dedicaran a la administración de todo tipo de fondos.

Una de las características de la administración de este dinero es el grado en que puede cambiar debido a la variedad de portafolios que se generan como a los instrumentos tan sofisticados que se expanden internacionalmente. Esto se debe por la creciente relevancia

que adquirió el Capitalismo administrador del dinero, ya que al elevar los flujos de efectivo los portafolios de inversión cada vez se diversificaban más y más, agregando la tendencia internacional donde todos los involucrados tanto administradores, inversionistas y ahora los mismos bancos veían al proceso como algo indispensable y favorable para generar ganancias así como seguir invirtiendo por la recurrente dinámica que se presentaba, puesto que no importaba en donde se encontrara el dinero con el que se invertía si la interrelación financiera provocaba el alcance mundial de los instrumentos financieros relevantes para la administración de los fondos.

Es aquí donde entendemos que los bancos comerciales ya no solo desarrollaban actividades de un banco comercial común, sino que por el entorno de la época se habían volcado a tener otras actividades como administradores de portafolios, momento en que se empieza a vislumbrar cómo fueron ejecutando acciones distintas a un banco común en el mercado financiero, ya que a través de capitalismo administrador del dinero el maximizar ganancia con el retorno total de los fondos era un mercado demasiado atractivo y dejaba beneficios sorprendentes tanto para los que otorgaban el dinero como para los inversionistas en este caso los administradores del dinero o fondos y el proceso cada vez se retroalimentaba al ser innovador y próspero.

Ante el entendimiento de la etapa en que se desarrollan las instituciones concisamente los bancos sombra con base en lo ya mencionado en la visión de Minsky podemos deducir que al entrar al *Money Manager Capitalism* las condiciones de política de libre mercado, el inicio de la desregulación de los bancos ante la caída de políticas del *New Deal*, la interrelación financiera mundial que vivían las economías y el crecimiento de los portafolios que igualmente incrementaban su variedad, otorgaron a los bancos sombra un terreno ameno para además de realizar grandes actividades financieras, crearan nuevos instrumentos para llevar a cabo operaciones a gran escala.

Un elemento importante que surgió en esta etapa y sirvió a los bancos sombra para llevar a cabo sus actividades fue el proceso de la titulización, específicamente un fenómeno que se empezó a efectuar en los años setenta en Estados Unidos y con las bases del *Money Manager Capitalism* tuvo un gran desarrollo en ese país donde poco a poco se volvió una de las actividades más importantes del sistema financiero para así expandirse al ámbito internacional.

2.2 Definición de Titulización

Con la nueva dinámica del *Money Manager Capitalism* los ahora administradores de fondos ante el gran crecimiento y diversificación de portafolios se dieron a la tarea de crear nuevos instrumentos que permitieran aún más obtener mayores beneficios por el retorno total que generaban los mismos portafolios. Así la titulización se convirtió en un efecto del proceso de capitalismo administrador del dinero permitiendo la obtención de ganancias en el corto plazo, demostrando que los flujos de efectivo al mezclarlos con compromisos generarían otros instrumentos nuevos que podrían crear mayor liquidez, razón por la cual serían más atractivos en el mercado financiero.

Primeramente, definir el concepto de titulización es punto clave para el entendimiento de cómo los bancos sombra o el sistema de bancos sombra funcionan, al ser la herramienta específica con la que comenzaron a ser tan atractivas sus actividades y por la cual se extendió tan rápido su utilización internacionalmente.

Actualmente se tiene una gran cantidad de definiciones sobre qué es la titulización. Hay que puntualizar que el término titulización se empezó a utilizar por primera vez en los años setenta, específicamente se ocupó en uno de los titulares del reconocido periódico *The Wall Street Journal* llamado "*Heard on the Street*" en 1977 escrito por Ann Monroe quien utiliza el término en inglés *securitization* (Sardá, 2005), sin embargo, en el sector financiero y en el mundo se le conoce también como bursatilización, valorización y comúnmente como lo hemos utilizado titulización. Mencionando las definiciones más relevantes de algunos autores:

Para Alonso (2001),

"Si tuviéramos que dar una definición de lo que es la titulización, necesariamente deberíamos hacer referencia a términos tales como respaldo, cesión o transformación. (...) Podríamos definirlo como un mecanismo de obtención de fondos mediante la agrupación y venta a un tercero independiente de parte de nuestros activos, financieros o no. Tales activos se caracterizan por ser de naturaleza homogénea, aunque presentan diferencias en sus características financieras, además de ser difícilmente negociables por separado y presentar distintos niveles de riesgo. Este tercero emite valores negociables, homogéneos y con riesgo mejorado para

conseguir los fondos necesarios para pagar esos activos, siendo los rendimientos de éstos los que servirán para hacer frente al servicio financiero de los bonos creados.”

Para Morrissey (1992), define a la titulización como un proceso para convertir préstamos de las personas en instrumentos los cuales se negocian en el mercado de crédito. Lo que concede que activos con dificultad para negociar ya sea por distintas características como su solvencia de crédito, puedan volver a convertirse en nuevos activos con mayor liquidez para ser nuevamente negociados con facilidad, ya que ante la mejora en el crédito lo hacen más atractivo, ya que no se distinguía los flujos financieros de respaldo de donde provenían. Por otro lado, Blanco y Carvajal (1999), mencionan que la titulización ante la idea de convertir activos heterogéneos que se caracterizan por ser riesgosos, con valores bajos y por ende difíciles de negociar, en activos que al contrario tenían mayor cuantía, mejor riesgo crediticio y con más facilidad transferencia.

Para Sardá (2005), en su tesis doctoral define a la titulización como la actividad que da al sector empresarial ya sean financieras o no el poder de externalizar activos o derechos de crédito y conseguir préstamos. Estos activos los obtiene un fondo de titulización, el cual logra financiar las adquisiciones de activos emitiendo bonos titulizados. Así el mecanismo transforma a los activos en títulos altamente negociables con gran liquidez cuando no lo eran o tenían bajos niveles. Es decir, “Transforma activos ilíquidos en activos financieros perfectamente negociables.”

En cuanto a Almoguera (1995), señala a la titulización como un proceso por el cual se integran activos financieros mediante operaciones de crédito donde resultan flujos que son convertidos por las empresas en valores altamente negociables que se emiten de los mismos flujos.

La última definición que aludiremos según los autores Blancas y Gómez (2017), concretan la titulización como “el proceso de transformación de un activo financiero en un nuevo instrumento para que pueda ser negociado en el mercado de deuda”.

Con estas definiciones precisaremos a la titulización como el proceso o mecanismo de transformación de un activo financiero proveniente de un flujo predecible que, sí se encuentre contabilizado en el balance de una empresa y que no es un activo muy líquido para así ser convertido en un instrumento totalmente nuevo con gran capacidad de ser negociado en el mercado de deuda, por ser ahora altamente líquido con los fondos

obtenidos a través de agrupar o empaquetar activos para luego así venderlos a un tercero. Los activos agrupados se identifican por ser homogéneos. Así es el caso de un crédito hipotecario.

Ante esta definición podremos entender que significa el proceso de titulización y contempla 3 características relevantes que sin ello un activo financiero no puede ser titulado:

- 1.- Debe estar registrado en la hoja de balance de una institución.
- 2.- Debe tener un flujo de efectivo predecible de una entidad financiera.
- 3.- El activo debe tener un activo subyacente con respaldo.

Con estas 3 características un activo puede ser titulado sin ningún inconveniente, algunos ejemplos de activos que pueden ser titulizados son los créditos hipotecarios, los créditos de automóviles y los créditos educativos o estudiantiles que cumplen con las particularidades mencionadas.

Con la titulización se crean instrumentos nuevos mayormente conocidos en inglés como *Asset backed securities* (ABS) y en español como Valores Respaldados por Activos (VRA), son aquellos valores con interés fijo como los bonos y los compromisos de pagos de los VRA se compensan con los flujos de efectivo de los activos subyacentes como lo son los créditos hipotecarios. Así esta operación la realiza una figura legal específica conocido como Vehículo de Propósito Especial (VPE) que en inglés se ubica como *Special Purpose Vehicle* (SPV), los cuales son mejor conocidos como los bancos sombra abordados en el capítulo anterior. Estas instituciones son aquellas creadas especialmente para llevar a cabo la administración de los ya mencionados VRA. Además, el VPE al administrar los activos titulizados asimismo es responsable al tomar los riesgos que se crean del subyacente del activo financiero como lo es el crédito hipotecario.

El mecanismo de titulización como ya se mencionó provoca la transferencia de activos provenientes de una entidad financiera donde se originó el activo al Vehículo de Propósito Especial. A la par se realiza una transferencia, pero de fondos del VPE a la entidad original por la adquisición de dichos activos titulizados, este mecanismo es un modelo financiero distinguido como “originar y distribuir”; estos dos rasgos son principales para que se lleve a cabo la titulización y a lo que se denomina como operaciones fuera de balance, punto clave del funcionamiento de los bancos sombra, ya que la entidad originadora al transferir por la

venta de los activos subyacentes a los bancos sombra o VPE, este los da de baja de su hoja de balance.

Este concepto de realizar operaciones fuera de balance se debe recalcar al ser un punto de quiebre y una característica esencial del sistema de bancos sombra porque fue así como funcionaron a lo largo de la crisis y cómo fue que tuvieron éxito en llevar a cabo sus operaciones bajo este esquema por un largo tiempo.

2.2.1 Instrumentos surgidos de la Titulización

Al tener claro el concepto de titulización, en qué consiste y como es su proceso para que los activos se titulicen se debe hablar de los instrumentos que necesita para funcionar. Del mecanismo de titulización nacieron ciertos instrumentos específicos, pero antes hay que aclarar que la titulización se divide en dos tipos que son las titulizaciones de activos tradicionales y las titulizaciones sintéticas.

El primer instrumento proveniente de la titulización de activos más común, es el *Collateralized Debt Obligation* (CDO) en inglés, conocido como CDO clásico el cual significa obligación colateralizada por deuda y su particularidad es ser un producto que empaqueta Valores Respaldados por Hipotecas en inglés mejor conocidos como *Mortgage Backed Securitization* (MBS), por tanto, los CDO están conformados por miles de MBS. Así los CDO son la herramienta principal de la titulización ya que surgen del empaquetamiento de activos específicamente de créditos hipotecarios.

Del segundo tipo de titulización llamada titulización sintética en la cual no se transfieren activos sino solamente se da el traspaso de riesgos, es decir, al realizarse la venta se da la transferencia del riesgo de crédito proveniente del subyacente. En la titulización sintética los activos subyacentes si se localizan en la hoja del balance donde se originan, pero se transfiere el riesgo de impago a otra entidad como ya se mencionó puede ser a un VPE o banco sombra. Así se logra transferir un activo sintético y esta operación es posible a través de los 2 principales instrumentos financieros conocidos como derivados de crédito llamados *Credit Default Swap* (CDS) en inglés y los *Collateralized Debt Obligation* sintéticos (CDO sintéticos).

Los *Credit Default Swaps* significan permutas de incumplimiento crediticio en español y son un contrato de seguro sobre una deuda u obligación, este contrato garantiza al acreedor un

pago reembolsable en el caso de que el deudor llegue a incumplir su pago sobre el colateral titulizado (Fabozzi, 2008). Especialmente los contratos se daban entre las instituciones financieras y en un sentido teórico se crearon para protegerse del riesgo de impago o falta de pago de un subyacente, pero muy rápidamente se convirtieron en instrumentos especulativos.

Por otro lado, los CDO sintéticos solo son una variación del CDO tradicional y su diferencia radica en que este tipo de instrumento es también un “seguro” ante la posibilidad de impago del subyacente que da respaldo a un CDO tradicional, es así como el CDO sintético se entiende como un producto derivado de un crédito puro, pues lo que realiza es el cubrir el riesgo de impago del subyacente. Por lo que este tipo de instrumentos no se basan en el proceso de titulación común, puesto que son instrumentos que consisten en transferir solamente el riesgo de crédito de una institución a otra. (Blancas y Gómez, 2017).

Con estos 3 principales instrumentos surgidos del proceso de la titulación (CDO clásico, CDS y CDO sintético), podemos vislumbrar las herramientas específicas con las que titular activos y derivados de crédito se convirtió en uno de los mecanismos más usados en el mercado financiero y permitieran esparcirse tan rápidamente dentro del sistema ya que los mismos CDS y CDO sintético originados como simples seguros ante un impago crediticio pero que pronto se convirtieron de igual manera en un negocio tan rentable y con gran atractivo para las instituciones financieras especialmente para las aseguradoras y las instituciones enfocadas a los derivados. Todo esto procedente de la dinámica de los créditos hipotecarios, un mercado en auge y con crecimiento sin precedentes hasta antes de la crisis.

Para entender en qué consiste el proceso de titulación además de la parte teórica que ya se ha descrito y los elementos con los que funciona titular activos, se debe describir cómo se dio el surgimiento en Estados Unidos, al ser el país donde se inició el mecanismo de titulación y cómo se fue desarrollando hasta iniciarse en otros países a partir del contexto que permitió su desarrollo años antes de que estallara la crisis de 2007-2008.

2.2.2 Origen de la titulación en Estado Unidos y su expansión al resto del mundo.

Concebir el contexto en el cual se desarrolló uno de los mecanismos que permitió a los grandes corporativos generar redituables beneficios, además de cambiar las relaciones financieras de todos los agentes involucrados en el sistema de las finanzas, es el inició para

entender como la actividad de titularizar activos era un proceso tan rentable, razón por la que se esparció a mercados internacionales, así como fue un instrumento sobreutilizado por instituciones que administraban el dinero de otros, y al no tener un límite en sus actividades por la poca vigilancia que se empezó en la etapa del *Money Manager Capitalism* derivó a grandes problemas en el sistema financiero mundial hasta la crisis *subprime* de 2007 que detonó en Estados Unidos y se propagó en el mundo dejando grandes secuelas en las finanzas del mundo.

El surgimiento del proceso de titularización se sitúa en la década de los años 70 en el mercado hipotecario de Estados Unidos, la situación en esos años comprendía una alta demanda en la adquisición de bienes inmuebles por lo que el mercado de viviendas se encontraba al alza, así como los precios de estas. En Estados Unidos existía un desequilibrio territorial en cuanto a la demanda y oferta de los financiamientos hipotecarios entre estados. Existía un exceso de oferta en el este del país con un exceso de demanda en el sur y oeste, sumado a todas las problemáticas legales que existían entre estados para transferir fondos de un estado a otro. Adicional a que el mismo sistema no daba las herramientas para que los inversionistas de instituciones financieras participaran en las operaciones de préstamos hipotecarios. Así se forma la idea y necesidad de que de alguna manera se una el mercado de capitales como el mercado de vivienda (Sardá, 2005).

En el año de 1970 la dependencia pública *Government National Mortgage Association* o mejor conocida como Ginnie Mae (GNMA siglas en inglés), entidad creada para dar financiación de vivienda estadounidenses más accesible, fue la primera entidad en garantizar y emitir la primera titularización respaldada por préstamos hipotecarios. Desde el inicio las instituciones estatales han tenido un papel primordial en el desarrollo del proceso de titularización. Al estar involucradas en la titularización actúan como emisoras o aseguradoras provocando que los inversores no estén implicados en la complejidad del mecanismo admitiendo la presencia de estas agencias y de sus acciones como garantía válida, dejándolas actuar con gran libertad.

La dimensión del mercado hipotecario estadounidense al igual que su mercado de capitales, de igual manera forjaron el surgimiento, desarrollo y auge de las emisiones, para que estas emisiones sean favorables deben ser capaces de soportar una serie de costes y esto solo se consigue a base de emitir grandes volúmenes importantes. Solamente la magnitud del mercado americano fue el único que consiguió claramente el tamaño de estas emisiones. Otro aspecto que permitió la dinámica fueron las normas fiscales que se

presentaban en ese tiempo, ya que la transferencia de los flujos de efectivo de los créditos hipotecarios a los bonos titulizados quedaba libre de impuestos.

Fue hasta el año de 1977 cuando la empresa conocida como Salomon Brothers diseñó la primera emisión de bonos de titulación de créditos hipotecarios fuera de balance, como lo conocemos actualmente, adicionalmente tenían una calificación triple A y no contaban con respaldo de las agencias gubernamentales. Ahí se inició la titulación de créditos hipotecarios de carteras del Bank of America, del San Francisco Bank y del First Federal of Chicago principalmente, por lo que en ese momento ya se hablaba del término *securitization* o titulación. Específicamente el columnista Ann Monroe tras la consulta de las operaciones de Salomon Brothers publica un artículo en The Wall Street Journal mencionando el término *securitization*.³ Al principio los editores no se muestran muy convencidos de la expresión ya que la palabra nunca se había utilizado por ende no existía, a pesar de esto se aceptó y fue el que sigue ocupándose actualmente (Sardá, 2005).

En los últimos años de la década de los setenta, la titulación se vio como una herramienta para combatir los problemas de las entidades financieras pues se incrementaron los costes de los pasivos al iniciarse un traspaso de recursos de estos mismos pasivos a fondos monetarios provocando desbalances en las instituciones.

Cuando el mercado hipotecario ya se encontraba consolidado al igual que el proceso de titulación, se iniciaron las emisiones de titulación de activos no hipotecarios. Sin embargo, no fue hasta el año 1985 donde se ejecuta la primera emisión pública de ABS o valores respaldados por activos, pero no basados en hipotecas, la empresa Sperry Lease Finance Corporation titula derechos de arrendamiento de ordenadores por una cifra de 192 millones de dólares. En ese mismo año se titulan también por primera vez créditos de automóviles y para 1986 se da la primera emisión respaldada por cobros de tarjetas de crédito.

Ante las normas de solvencia creadas para las entidades financieras y sus recursos propios impulsados por la resolución del Comité de Basilea en 1988 se da una nueva promoción a la titulación. Uno de los estímulos más notables para seguir con la titulación en la década de los noventa fue la imposición a las entidades financieras de contar con un nivel suficiente de recursos propios para llevar a cabo sus actividades. Punto importante para que las

³ Lewis S. Ranieri también fue implicado en este término consultado por el mismo Ann Monroe véase Lewis S. Ranieri, 1996. "The origins of Securitization, sources of its growth, and its future potential"

entidades buscaran y siguieran titulizando. El crecimiento de estas emisiones en el mercado norteamericano comenzó a ser imparable y el volumen de emisiones realizadas durante 2001 fue de 350 billones de dólares (Sardá, 2005).

Por otro lado, en Europa, el desarrollo de la titulización se da posterior a lo ya realizado en el mercado norteamericano, pues ante la variedad de mercados existentes y sus mismas legislaciones aún no se fomentaba el proceso de titulización, añadiendo la falta de instituciones que permitieran esta práctica, así como había sucedido en Estados Unidos. Ante el entorno internacional se afianzaban las relaciones financieras entre países las cuales se hacían más fuertes y continuas al paso de los años, fue como prontamente se expandió la titulización al mercado europeo. Los países pioneros en llevar a cabo la titulización en Europa fueron Francia e Inglaterra además de que sus mercados financieros eran los más desarrollados en el contexto europeo.

Fue en Inglaterra donde se emitieron por primera vez las titulizaciones en 1985; pero hubo bastantes problemas procedentes de las sociedades de crédito a la construcción o mejor conocidas como *Buildings Societies* referentes del mercado hipotecario inglés. Fue hasta que se liberalizó el sistema bancario en los años ochenta que se dio el impulso a la titulización en el continente europeo, por lo que en 1987 ya se realizaban titulizaciones sin problemas. Especialmente en este caso no existían normas para el tema de la titulización o el incentivo gubernamental no lo favorecía. (Deacon, 2000).

En los años noventa el mercado inmobiliario de Inglaterra promueve en definitiva la titulización de hipotecas y de cualquier activo, es aquí donde se realizan las primeras emisiones de VRA no hipotecarios como la titulización de créditos de autos y de alquiler. Con esto el mercado de Inglaterra fue distinguiéndose como uno de los más innovadores, pues derivados de las recaudaciones por tarjetas de crédito, servicio telefónico, programas televisivos, cinematografía, discografías e internet se titulizaron diferentes colaterales. Para el año 2001 en el mercado de la titulización 35% de las emisiones provenían de Europa (Sardá, 2005).

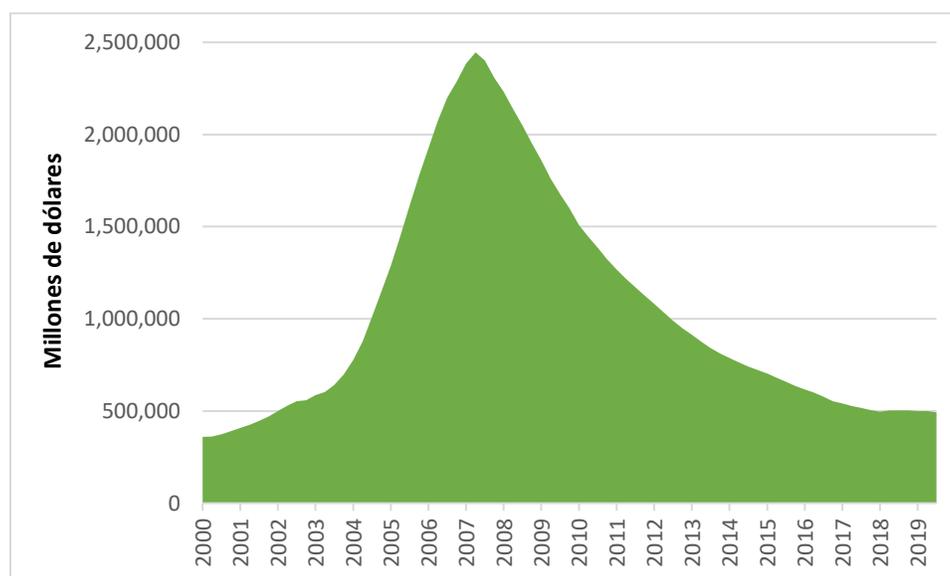
En el caso de Francia en 1988 se inicia la titulización bajo ciertos parámetros, ya que ante una normativa especial se gestionan los balances para facilidad de las entidades financieras y fortalecer el mercado hipotecario, los *Fonds Communs de Créances* o créditos comunes para cuentas por cobrar, se regulaban y servían como vehículos para la emisión de bonos de titulización. Aquí podemos deducir que fue el gobierno francés que le dio el impulso al

proceso de titulización debido a su condición como accionista de varios bancos franceses y no como el caso inglés.

Esta primera ola de titulización se llevó a cabo con cierta regulación que era restrictiva ya que impedía titular activos que no provenían de entidades de crédito e impedían el surgimiento de fondos abiertos. Los subyacentes de las primeras emisiones de titulizaciones eran créditos no hipotecarios. Las hipotecas en Francia se concedían a entidades demasiado bajas para rentabilizar la titulización y las regulaciones que existían no eran muy eficaces pues jurídicamente tenían problemas para canalizar las titulizaciones de hipotecas. Posteriormente en el año 1997 el sistema se flexibiliza y se autorizan las titulizaciones de activos no originados de entidades financieras. Para el año 2001 las titulizaciones de créditos no hipotecarios llegaron a los 3.3 billones de dólares y la titulización hipotecaria era de 1.94 billones de dólares (Sardá, 2005).

Así como en el capítulo 1 se abordó la dimensión de los bancos sombra, al ser la titulización la herramienta de actuación de los mismos se mostrará el tamaño que han alcanzado las titulizaciones de activos hipotecarios en la última década. En el gráfico 4 muestra la tendencia de la titulización de hipotecas de viviendas de Estados Unidos (*securitized home mortgages* en inglés) desde el año 2000 hasta el año 2019, los datos recolectados son trimestrales por año donde se contemplan emisores de valores respaldados por activos de hipotecas de viviendas titulizadas.

Gráfico 4. Nivel de Titulizaciones Hipotecarias en Estados Unidos 2000-2019 (Millones de dólares).



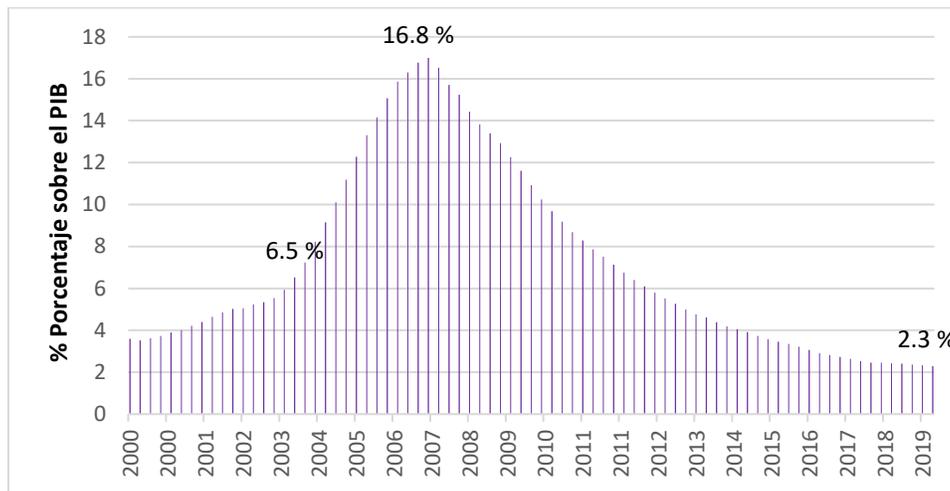
Fuente: Elaboración propia con base en la base de datos de la FRED St. Louis Economic data, Issuers of Asset-Backed Securities.

En el gráfico anterior observamos el comportamiento de las titulaciones realizadas en Estado Unidos sobre las hipotecas de vivienda, resaltando desde el año 2004 como las titulaciones se dispararon de 777,159 mdd llegando a su máximo en el segundo trimestre de 2007 con 2,445,705 mmd iniciando así una reducción notable que hasta 2019 han seguido disminuyendo aunque en menor medida los últimos 3 años representando en el último trimestre de 2019 492,428 mmd.⁴ Con esto se revela la gran importancia y el impacto que tuvo la realización de las titulaciones en especial del sector hipotecario, el cual representaba un mercado en auge en esa época y que después de la crisis *subprime* descendió drásticamente pero representaron uno de los elementos clave en la generación de la crisis y de la forma de actuar de los bancos sombra.

Otro de los datos importantes para entender el peso que representaban las titulaciones antes, durante y después de la crisis hipotecaria es la participación que posee respecto al PIB estadounidense. En el siguiente gráfico 5 se observa la tendencia de la proporción de las titulaciones trimestralmente de 2000 a 2019. Mostrando que la proporción de las titulaciones para el primer trimestre de 2004 cuando se incrementó la actividad de titular fue de 6.5% respecto al PIB y para el segundo trimestre de 2007 fue del 17.7% del PIB de Estados Unidos, actualmente para el último trimestre de 2019 la participación tan solo es del 2.8% una proporción menor a la de 2004, en conclusión, la participación de las titulaciones ha disminuido en buena proporción, aunque se siguen realizando de forma constante.

⁴ Datos consultados en la base de datos FRED St. Louis <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL673065103Q>

Gráfico 5. Participación de las Titulizaciones Hipotecarias en Estados Unidos 2000-2019 respecto al PIB estadounidense (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con base en la base de datos de la FRED St. Louis Economic data, Issuers of Asset-Backed Securities.

2.3 Funcionamiento de la titulización antes de la Crisis 2007-2008

El estudio de los bancos sombra cobra relevancia en la comprensión del desarrollo y estallido de la crisis *subprime* de 2007- 2008 como ya se ha mencionado, ya que la titulización y sus instrumentos CDO, CDO sintéticos y CDS son los mismos instrumentos utilizados por los bancos sombra para llevar a cabo sus actividades y fueron clave en el impacto de la crisis. El denotar de la crisis no podría ser entendida sin las herramientas que se utilizaron para desembocar en dicho evento ya que sus consecuencias de llevarlos al límite fueron catastróficas, la importancia de ver como estos instrumentos ya definidos anteriormente se desarrollaron en el mundo antes de la crisis nos da la idea de cómo los bancos sombra actuaron como un canal para propagar dicha crisis internacionalmente.

Cuando el sector hipotecario entró en auge una de las características que determinó la crisis *subprime* fue otorgar hipotecas a personas que no podían comprobar ingresos o realmente no tenían trabajo ni otro tipo de ingresos o activos; fueron los *brokers* o administradores del dinero quienes además de manipular y convencer a las personas de adquirir una deuda inmobiliaria, amañaron los mismos contratos aún después de ser firmados colocándolos en los peores términos posibles. Con las crecientes ventas

fraudulentas de casas que seguían realizando los *brokers* y el respaldo que le daba la hipotecaria principal que lo apalancaba fue mucho más fácil crear las titulizaciones.

La misma dinámica de vender casas a personas insolventes fue preciso en la obtención de utilidades mayores que generaba la titulización, puesto que fueron las mismas hipotecas quienes le dieron respaldo ante el auge hipotecario que se vivía en esos años. Cuando la titulización se expandió los certificados que daban derecho sobre un flujo de intereses principalmente de las hipotecas *supprime* se empaquetaron con otras hipotecas bien calificadas (Gómez, 2019).

Recordemos que los instrumentos que se derivaron del empaquetamiento fueron denominados *Collateralized Debt Obligation* o mejor conocidos como CDO; además de este paquete titulado se anexaron al proceso especulativo otros dos instrumentos los cuales aseguraban a los mismos CDO y con los que se permitió especular con el riesgo de impago. Estos instrumentos denominados CDO sintéticos que se aseguraban por medio de derivados de crédito y CDS por medio de derivados de crédito. Al surgir los CDO sintéticos y los CDS su venta por sí sola ya proporcionaba utilidades generando un negocio muy rentable y atractivo para las instituciones financieras especialmente las aseguradoras y las instituciones enfocadas a los derivados.

Este empaquetamiento fue el motor clave del proceso innovación financiera al lograr que los instrumentos fueran altamente comercializados en el mercado ya que en conjunto conseguían buena calificación a pesar de que dentro del paquete existían hipotecas *subprime*. El objetivo de formar paquetes con distintas hipotecas (ya sea con buena calificación o mala calificación) fue de alcanzar como se mencionó una buena ponderación que a su vez se transformaba en confianza y proveía de buenos ojos a los inversionistas que los adquirirían con mayor facilidad. Como se vislumbra esta práctica tenía una trampa en la calificación del paquete, aunque no clara debido a su mismo empaquetamiento de contener valores tóxicos que en la lógica humana no debían agruparse con los no tóxicos solo para obtener la calificación que permitía su rápida y fácil transacción. Ante el desconocimiento de la conformación de los paquetes bien calificados pero que realmente contenía productos tóxicos el esparcimiento de los instrumentos alcanzó niveles globales sin precedentes y sin tener conocimiento del verdadero riesgo que conllevaban los valores tóxicos terminarían contaminando a los restantes dentro del sistema.

Debemos puntualizar que Minsky en su momento ya había mencionado lo nocivo que podría ser el uso de la titulización, en la llamada “la ola del futuro” donde destaca que llevar a cabo titulaciones mermaba las relaciones habituales entre la comunidad financiera ya que provocaba un fallo en el conocimiento real de la información de los instrumentos por lo que fomentaría desconocimiento, mal control de los datos y poca regulación (Minsky, 1986). Por tanto, la dinámica internacional, la inmersión del mundo en un sistema con grandes avances tecnológicos y relaciones económicas sólidas entre países, el sector financiero y sus actividades se convirtieron en un fenómeno global, razón por la cual no solo los valores empaquetados se quedaron en Estados Unidos donde se generaron, sino desembocó en que llegaran al mercado global y cuando la crisis estalló se extendiera en todo el mundo.

Punto importante, para que el esparcimiento de los paquetes titulizados tuviera éxito fue la calificación, ya que sin la buena calificación que le era otorgada no hubieran sido tan rentables y fácilmente comerciables, es aquí en donde las calificadoras jugaron un papel primordial en el proceso de endeudamiento y alcance de la crisis *subprime*. Hay que entender que las agencias calificadoras estaban encargadas de evaluar el riesgo de impago de los instrumentos empaquetados y sus utilidades se derivan de las instituciones que piden calificar sus riesgos financieros, por tanto, si la calificación era buena las utilidades también lo serían, así la sobrevaloración de las calificaciones fue un gran error en el mercado financiero, porque la evaluación quedaba sujeta a lo atractivo que era la generación de utilidades y no con base en realmente valorar bien o mal el riesgo de impago.

Es de resaltar la gravedad del error, pues el precio de cualquier activo financiero da una pauta para determinar o saber el riesgo que realmente conllevan los activos para que los inversionistas lleven a cabo sus operaciones de venta o compra con toda la información necesaria que requieren para actuar. Ante la poca ética de las agencias calificadoras y su dudoso procedimiento para evaluar y dar calificaciones triple A al ser la máxima calificación para los instrumentos financieros de largo plazo, lo que quiere decir que el riesgo de impago es nulo ya que la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros es enormemente fuerte, sin embargo, esta calificación se otorgaba a los paquetes tóxicos. Con la forma de calificar era poca la transparencia de la composición de los paquetes tóxicos, aunque respaldados por las hipotecas, mercado que se encontraba en auge por lo que nadie desconfiaba de la calificación triple A de estos instrumentos, idea que se esparció entre los inversionistas de forma masiva y cuando se agravó el sistema financiero internacional colapsó.

A medida que incrementaba el negocio de CDO, CDO sintéticos y CDS ante la gran rentabilidad que seguían generando, se ingresó a la dinámica de un apalancamiento sin control, los que participaban no les importó endeudarse cada vez más, los mismos especuladores tuvieron un mayor endeudamiento sin tener que contar con el capital necesario porque sus tasas de retorno se veían incrementadas ante cualquier movimiento en los precios financieros lo que propició que el sistema mismo fluyera y se retroalimentara por si solo con el aumento del apalancamiento había manera de saldar las deudas por el incremento de las utilidades que generaban que permitía volver a endeudarse y elevaban así mismo el precio de los activos formando un ciclo vicioso de endeudarse sin límite.

2.3.1 Aspectos nocivos de la titulización

Al explicar el mecanismo que conlleva la titulización podemos dar cuenta de cómo su proceso tiene varios inconvenientes nocivos que llevaron a todo el sistema financiero a colapsar, pues al seguir con la capacidad de apalancamiento sin control y con la emisión de los instrumentos que utiliza la titulización pero no solo fueron estas las consecuencias que se derivaron de titularizar activos, existieron ciertas causas que desde el principio se consideran nocivos para el sistema y que las entidades encargadas e inmersas en realizar titulizaciones lo veían normal en su accionar.

El primer aspecto nocivo de titularizar activos financieros se encuentra en la institución que origina esta operación, puesto que la entidad al dar de baja créditos otorgados de su hoja de balance no realiza una evaluación apropiada del riesgo que conllevan los activos titulizados, el punto es la valuación del riesgo al no tomarse con la misma rigurosidad si la entidad originadora tuviera que retener esos créditos que otorga en su hoja de balance. Así la valoración que se realiza del riesgo no habla verdaderamente del riesgo que implica tener los créditos, es una simple valoración positiva para que los créditos sean otorgados más fácilmente.

Minsky tiempo atrás en su teoría ya había visualizado el problema del proceso de la titulización, ya que el problema de la falta de verdadero conocimiento en las relaciones financieras era una falla y gran deficiencia de realizar titulizaciones que solo provocaría una mala inspección.

De aquí surge el segundo aspecto nocivo que es la falta de vigilancia y atención de este tipo de operaciones por parte de las entidades a cargo de la regulación, así como de la

garantía eficaz del prestamista de última instancia. Esto sucede porque el mecanismo de titularizar desajusta varias etapas del proceso de financiamiento de la deuda, estableciendo un desbalance entre la capacidad de crear créditos y la destreza para dar fondos de las participaciones financieras. Una de las desventajas de este aspecto nocivo es que en la titularización hay distintas partes involucradas y ante el entorno internacional pueden estar en otros países provocando formas regulatorias totalmente diferentes, supervisiones diferentes, inclusive distintos grados de moralidad de las instituciones. Así la titularización al ser de carácter internacional debe crear flujos de caja necesarios para mantener los activos internacionales a pesar de que el subyacente no se encuentre en otro país como fue el caso de las hipotecas (Minsky, 1986).

La titularización se convirtió en una cadena muy larga donde si se creaba la oportunidad para el deterioro del subyacente esto no provocaría primariamente ninguna alerta. Sumado a que la posibilidad de fraude o la incapacidad pueden introducirse en la cadena de la titularización y no ser percibidas (Blancas y Gómez, 2017). Conjuntamente el titularizar activos también puede ser entendida por quienes participan en los mercados financieros como un proceso en donde los mandos regulatorios no accederán a que la fragilidad financiera se presente en el mecanismo, por lo que buscarán nuevas formas financieras con la idea de mejorar las perspectivas futuras de los flujos de efectivo con un respaldo de las entidades regulatorias.

En 2007 se inició la crisis *subprime* que se agudizó en el año 2009, los diferentes instrumentos que se utilizaron desempeñaron diferentes papeles. Muchos de estos instrumentos ya mencionados con anterioridad se encontraron en el foco de la crisis ante la poca certidumbre que empezaba a brotar debido a su exposición en el mercado de hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Esto provocó que todo aquel inversionista que poseyera posiciones en ese mercado se empezara a deshacer de ellas de una forma rápida y masiva. La incertidumbre generó se propagara en varios sectores del mercado financiero estadounidense y en muchos otros mercados como el mercados de divisas, el mercados de capital y en los bancos de inversión, donde todos estos instrumentos estaban expuestos significativamente.

No fue sino gracias a los bancos sombra que habían generado un mercado muy amplio con estos instrumentos causando se propagara la crisis financiera a gran escala llegando además a los mercados internacionales. Así el entendimiento y estudio de la conducta de los instrumentos ya mencionados (CDO, CDS Y CDO sintéticos) solamente es una parte

de la explicación de cómo se fue dando la crisis. Otra parte de la explicación y una de las más importantes fue el seguimiento que se le dio a las instituciones que comenzaron a crear, utilizar y distribuir estos instrumentos por todo el sistema financiero mundial y que fueron los bancos sombra.

Ante la problemática financiera que fue apareciendo por el subyacente de las titulaciones que surgieron de las hipotecas *subprime*, todo el sistema de los instrumentos creados y distribuidos por el sistema de bancos sombra empezó a sacudirse a ser cada vez más inestable, por lo que se presentó una nueva forma especial de corrida financiera con el propósito de deshacerse de todos los instrumentos antes de que ya no valieran nada y así no asumir las pérdidas. Este intento para deshacerse de todos los instrumentos tóxicos y eliminarlos de los balances solo provocó que la valoración de los activos cayera de forma sorprendente. Muchas de las entidades financieras estaban consientes de las pérdidas que tendrían si permanecían con los instrumentos tóxicos y no lograban venderlos y sacarlos de sus libros. Cuando se llegó al punto más severo de la crisis *subprime* a todos los involucrados en los mercados financieros y las mismas autoridades del gobierno de Estados Unidos aceptaron que el mercado de estos instrumentos tóxicos desaparecería por tanto solo quedaba aceptar las grandes pérdidas que se habían generado era irreversible.

Para entender cómo se fue dando toda esta desarticulación del sistema financiero generado por la masiva utilización y distribución de los instrumentos tóxicos que crearon los bancos sombra al nunca advertir de los grandes riesgos que involucraban y la mala valuación de los activos por parte de las mismas financieras, se debe indagar como el sistema financiero colapsó cuando se dieron los indicios de que ya no funcionaba la dinámica de estos instrumentos así de cómo poco a poco se desarrolló la crisis.

2.4 Cronología de la crisis financiera *subprime*

El inicio de la crisis *subprime* se sitúa en el año 2006 en el momento en que los precios del mercado de vivienda comenzaron a declinar y el sistema poco a poco empezó a resentir la baja de esos precios, al siguiente año en agosto de 2007 el desplome de los precios de las viviendas era del 7%, mientras el inventario de viviendas no vendidas se situaba en el 39% logrando un máximo histórico. Para el caso de las personas que ya contaban con una deuda hipotecaria comenzaron a comprender que necesitarían pedir prestado nuevamente o conseguir un refinanciamiento para seguir sobrellevando los pagos de su deuda. Pero el

punto crucial se dio cuando el valor monetario de las hipotecas excedió el valor de venta de las viviendas provocando se iniciara una serie de impagos y de acciones hipotecarias. Así comenzó el descontrol del sistema financiero pues todas aquellas entidades que poseían instrumentos financieros que tenían subyacentes de hipotecas *subprime* pronto vieron sus balances en serios problemas (Sakbani, 2009).

Los inversionistas de las instituciones y los mismos bancos que adquirieron CDO que además habían generado derivados de estos instrumentos, se toparon en la situación donde los deudores regresaron las hipotecas o que la misma hipoteca fue ejecutada, convirtiendo los valores hipotecarios en paquetes huecos. Manera en la cual la crisis se desarrolló de forma rápida y con gran alcance.

Para resumir como se fueron dando los acontecimientos de la crisis *subprime* se presenta el siguiente cuadro en donde se describen los sucesos que se fueron generando en el sistema financiero ante el desarrollo de la crisis y como se fueron desencadenando los problemas financieros de grandes corporativos hasta el colapso de la economía.

Cuadro 1. Desarrollo de la crisis *subprime*. Acontecimientos relevantes de 2007 a 2008.

2007	Acontecimientos
8 de febrero	Primera señal de la crisis <i>subprime</i> , el banco británico HSBC anuncia que el aumento de los impagos en sus créditos inmobiliarios estadounidenses cortarán su beneficio 10,500 millones de dólares.
2 de abril	New Century, número dos del crédito a la vivienda en Estados Unidos, se declara en quiebra.
18 de julio	La agencia de calificación Standard & Poor's baja la calificación de casi quinientas emisiones obligacionistas sobre créditos <i>subprime</i> . Bear Stearns, uno de los bancos más antiguos de Wall Street, anuncia la quiebra de dos de sus fondos especulativos.
31 de julio	El banco alemán KfW (banco de crédito para la reconstrucción) debe acudir urgentemente en auxilio de IKB Deutsche Industriebank. A la mañana siguiente el Estado Alemán anuncia la inyección de 3,500 millones de euros en el rescate.

9 de agosto	BNP Paribas (banco francés) anuncia la congelación de tres fondos que contienen créditos <i>subprimes</i> y desencadena el pánico mundial. El mercado monetario se bloquea. El Banco Central Europeo reacciona muy rápido e inyecta 94,800 millones de euros en liquidez.
17 de agosto	La Reserva Federal baja su tasa de 6.25% a 5.75% por primera vez desde junio de 2006. Es el principio de una serie de bajadas.
22 de agosto	Acción concertada de los bancos centrales estadounidense, europeo y británico, que aportan 330,000 millones en liquidez al sistema monetario.
14 de septiembre	Riada de clientes en las ventanillas de Northern Rock, un importante banco del norte de Inglaterra fragilizado por la sequía del mercado interbancario. Las autoridades deciden proporcionarle financiamiento con carácter de urgente, pero los depósitos no están garantizados más que hasta 2,000 libras esterlinas, y los clientes se asustan. La intervención pública no consigue detener la hemorragia de los depósitos.
29 de octubre	Dimisión de Stanley O'Neal, director general del banco de negocios estadounidense Merrill Lynch después del anuncio de unas pérdidas de 2,240 millones de dólares.
4 de noviembre	Dimisión de Charles Prince, director general de Citigroup.
2008	
8 de enero	Dimisión de James Cayne, director general de Bear Stearns.
24 de enero	Société Générale uno de los principales corporativos europeo de servicios financieros revela que un trader falto de tacto, Jérôme Kerviel, le ha hecho perder 4,900 millones, y la crisis de las <i>subprime</i> 2,000 millones.
11 de febrero	La Fed anuncia que las pérdidas ligadas a las <i>subprimes</i> alcanzarán los 400 millones de dólares en lugar de los 50 mdd previstos un año antes.
17 de febrero	El Gobierno Británico nacionaliza el banco Northern Rock.
12 de marzo	Las pérdidas ligadas a las <i>subprimes</i> se evalúan en 2,000 millones de dólares.

14 de marzo	Bear Stearns está falto de liquidez. La Fed organiza el salvamento. JP Morgan recibe un préstamo de 30,000 millones y una garantía pública para comprar Bear Stearns.
1 de abril	Marcel Ospel, responsable de que el banco suizo UBS se haya convertido en uno de los grandes de Wall Street, se ve forzado a dimitir. UBS ha perdido unos 8,000 millones de euros en cada uno de los dos últimos trimestres transcurridos.
9 de junio	Lehman Brothers anuncia unas pérdidas de 2,800 millones de dólares durante el segundo trimestre. Richard Fuld, el presidente, pide a su director general, Joe Gregory, que dimita.
1 de julio	Bank of America compra Countrywide Financial por 2,500 millones de dólares.
30 de julio	El presidente George W. Bush promulga un plan de rescate inmobiliario de 300,000 millones de dólares.
26 de agosto	La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que garantiza los depósitos de 8,600 bancos estadounidenses, publica una lista negra de 117 instituciones que atraviesan graves dificultades.
7 de septiembre	La Reserva Federal debe garantizar la deuda de Fannie Mae y de Freddie Mac (compañías que otorgaban financiamiento de viviendas) por una cantidad de 100,000 millones cada una. Se trata prácticamente de una nacionalización.
9 de septiembre	JP Morgan exige más garantías a Lehman Brothers para una serie de préstamos corrientes.
10 de septiembre	Lehman Brothers anuncia unas pérdidas de 3,900 millones de dólares para el tercer trimestre y cede su división de gestión de activos. El cuarto banco de Wall Street ya no encuentra financiación en el mercado.
14 de septiembre	El banco británico Barclays está a un paso de comprar Lehman Brothers. Pide una garantía pública, como JP Morgan en el caso de Bear Stearns. La Fed y el Tesoro se niegan. Como consecuencia, el domingo por la tarde Lehman Brothers se ve obligada a declararse en quiebra.

15 de septiembre	Lehman Brothers abandonada a su suerte por la Fed. Esta sorprendente noticia desencadena un pánico mundial que supera en amplitud al 9 de agosto de 2007. Los bancos centrales inyectan liquidez sin conseguir calmar los mercados ya nadie quiere comprar ni prestar. Los índices bursátiles caen en picada, el mercado interbancario queda bloqueado. En dos días el Banco Central Europeo inyecta 100,000 millones de euros en los mercados europeos.
16 de septiembre	La aseguradora estadounidense AIG, que cubre los riesgos de falla en los créditos de centenares de establecimientos en todo el mundo, se encuentra sin liquidez. Considerando que es un actor vital para el sistema financiero, la Fed aporta 85,000 millones de dólares a cambio del 79.9 por ciento de su capital.
18 de septiembre	Actuación concertada entre la Fed, el BCE, el Banco de Inglaterra y los Bancos Centrales de Canadá y Suiza. Para atajar la bajada de las cotizaciones se prohíbe provisionalmente la venta al descubierto en la bolsa de Londres y luego en Wall Street.
19 de septiembre	El Secretario del Tesoro, Henry Paulson, anuncia un plan de 700,000 millones de dólares para comprar los créditos tóxicos a los bancos.
21 de septiembre	La Fed concede el estatus de banco de depósitos a Goldman Sachs y a Morgan Stanley para darles acceso a las ayudas públicas.
24 de septiembre	Goldman Sachs obtiene 5,000 millones de dólares del legendario inversor Warren Buffet, lo que le permite recabar 5,000 millones más.
25 de septiembre	Quiebra Washington Mutual, la mayor caja de ahorro estadounidense. Sus activos son recuperados por JP Morgan, que se convierte en el primer banco de depósitos de Estados Unidos.
28 de septiembre	Bélgica, Holanda y Luxemburgo se reparten los activos del banco belga Fortis, al borde de la quiebra, y aportan 11,200 millones de euros.
29 de septiembre	El Congreso estadounidense rechaza el plan Paulson o mejor conocida como Ley de Estabilización Económica de Urgencia de 2008.

2 de octubre	Reino Unido nacionaliza la caja hipotecaria Bradford & Bingley y cede algunos activos al Banco Santander. En Alemania, Hypo Real Estate obtiene 35,000 millones de euros de un consorcio bancario. Wells Fargo compra Wachovia, el cuarto banco estadounidense. El banco franco-belga Dexia sufre un descalabro en la bolsa. París, Bruselas y Luxemburgo le aportan una ayuda de 6,400 millones de euros. Su presidente, Pierre Richard, y el director general, Axel Miller, dimiten.
3 de octubre	El plan Paulson modificado para que funcione como un plan anticrisis es adoptado por el Congreso estadounidense y promulgado por George W. Bush. El plan ya no fue para comprar activos tóxicos, sino para que el gobierno se volviera accionista de los bancos con dificultades financieras.
5 de octubre	El Estado Alemán salva al banco de dicho país Hypo Real Estate.
6 de octubre	Las bolsas viven una caída histórica que se prolongará durante días.
8 de octubre	Bajada concertada de las tasas de interés en Europa y Estados Unidos. Gordon Brown anuncia un plan de apoyo a los bancos británicos que se imitará en otras partes del mundo. El Gobierno Francés crea una estructura para gestionar participaciones del Estado en los bancos.
9 de octubre	Islandia concluye la nacionalización de sus tres bancos y pide ayuda financiera a Rusia. En Japón, quiebra la aseguradora Yamato Life Insurance.
10 de octubre	Nueva caída histórica de los índices bursátiles.
11 de octubre	El G7 toma medidas para tranquilizar a los depositantes y desbloquear el crédito.
12 de octubre	Cumbre exitosa de la zona euro, que adopta finalmente un enfoque coordinado.
13 de octubre	Reino Unido recapitaliza el Royal Bank of Scotland, HBOS y Lloyds Banking Group por una suma de 37,000 millones de libras, es decir, 46,000 millones de euros. Alemania adopta un plan de 500,000 millones de euros (de los que 400,000 son garantías). Italia autoriza

	la conversión de 40,000 millones de deuda en obligaciones del Estado.
15 de octubre	Recaída de los índices bursátiles.
16 de octubre	El Banco Central Europeo (BCE) flexibiliza sus reglas de refinanciación para los bancos. Suiza autoriza a UBS a crear un mecanismo de reestructuración para sus activos tóxicos.
19 de octubre	Las cajas de ahorro francesas descubren unas pérdidas de 690,000 millones de euros en las operaciones de mercado.
20 de octubre	El Gobierno Francés inyecta 10,500 millones de capital en seis grandes bancos.
23 de octubre	Nicolas Sarkozy anuncia la creación de un fondo estratégico de inversión para recapitalizar las empresas.
24 de octubre	El FMI concede préstamos de urgencia a Islandia. Le seguirán Ucrania, Pakistán, Argentina, Hungría. Trece países de Extremo Oriente deciden crear un fondo común de intercambio de divisas para hacer frente a la crisis.
28 de octubre	Bélgica aporta 3,500 millones de euros al banquero-asegurador KBC.
3 de noviembre	Barclays desestima pedir ayuda al Estado Británico, prefiriendo el concurso de fondos soberanos del Golfo.
4 de noviembre	Barack Obama es elegido presidente de Estados Unidos.
10 de noviembre	La ayuda pública a AIG pasa de 85,000 a 152,000 millones de dólares.
15 de noviembre	En la reunión del G-20 en Washington participan países de todos los continentes que, juntos, representan el 85 por ciento del PIB mundial. Se asientan las bases de una reforma de la regulación financiera.
23 de noviembre	El Tesoro estadounidense aporta 20,000 millones de dólares en capital a Citigroup.
28 de noviembre	Nacionalización en un 58% de Royal Bank of Scotland.
11 de diciembre	Bernard Madoff, antiguo presidente del Nasdaq, es detenido en Nueva York acusado de haber estafado 50,000 millones de dólares

	(65,000 millones con los intereses) a miles de inversores en Estados Unidos y en todo el mundo. Es el mayor fraude piramidal de la historia.
16 de diciembre	La Fed vuelve a fijar su tipo de interés de referencia entre el 0 por ciento y el 0.25%, el más bajo de la historia.
19 de diciembre	General Motors y Chrysler reciben un préstamo público de urgencia de 17,500 millones de dólares.
31 de diciembre	Al terminar el terrible año, el Dow Jones ha bajado el 33.8%.

Fuente: Elaboración propia con base en Roche, Marc. (2011). El Banco. Cómo Goldman Sachs dirige el mundo. Grupo Planeta. Barcelona, España.

En resumen, al final del 2008 el Citibank necesitó una inyección de 27,000 millones de dólares provenientes de fondos soberanos, los que fueron complementados por el gobierno de Estados Unidos por 40,000 millones de dólares. Para marzo de 2009, la Fed intervino dando soporte financiero a los colaterales de Bear Stearns como una garantía para que fuera comprada por JP Morgan Chase a solo 10 dólares la acción. Merrill Lynch, el segundo banco de inversión estadounidense más grande, fue adquirido por Bank of America a un precio mínimo. Fannie Mac y Freddie Mac los dos gigantes hipotecarios que se hicieron de 550 mil millones de dólares en hipotecas bien calificadas mezcladas con activos tóxicos, también fueron salvados y adquiridos por el gobierno. La situación de Morgan Stanley y Goldman Sachs resultaron menos catastróficos, aunque al no poder obtener compradores privados, acabaron operando bajo el respaldo de la FED (Sakbani, 2009).

La etapa más crítica de la crisis financiera internacional se desencadenó en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, un hecho histórico que marco al mundo financiero y a la economía internacional al presenciar la fractura de uno de los corporativos más grandes de Estados Unidos que en su momento fue el cuarto banco de inversión más importante después de Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch. Ante el anuncio de Lehman Brothers de quedar en bancarrota la FED no tuvo opción que dejar a la entidad a su suerte argumentando que la institución carecía de los colaterales convenientes para un posible rescate. Un año después, la aseguradora más grande del mundo AIG, la cual participó activamente con instrumentos CDOs y CDS durante el auge especulativo hipotecario, reveló que necesitaba de 85 mil millones de dólares para poder salvarse de la quiebra, pero en tal caso la FED sí aportó para hacer el rescate (Gómez, 2019).

Dejando de lado el caso de Lehman Brothers, los rescates selectivos que se dieron a lo largo de la crisis *subprime* no sirvieron de mucho ya que los mercados financieros estaban conscientes de que la razón principal del colapso financiero seguía sin resolverse, fue así como el mercado de crédito, tanto al interior de Estados Unidos como a nivel internacional, literalmente quedó congelado ante la incertidumbre total del sistema con respecto a sus contrapartes.

Ante estas dificultades, lo conveniente era un plan de rescate estructural para intentar subsanar directamente los instrumentos que contenían las hipotecas tóxicas y fue implementado por el gobierno de los Estados Unidos, que aprobó un programa de 700 mil millones de dólares para conseguirlo. Aunque este programa tuvo como primera intención comprar la totalidad de los activos tóxicos, se optó por la opción de recapitalizar a las entidades financieras a través de la compra de sus acciones después de vislumbrar que se necesitaría una cantidad mucho mayor para poder realizar la maniobra prevista. Sin embargo, esto tampoco fue suficiente ya que la crisis continuó escalando a través del colapso de los valores estructurados, convirtiendo a la crisis *subprime* en una crisis estructural sistémica con alcance internacional (Sakbani, 2009).

El reto ahora eran las medidas que se debían tomar para que las instituciones financieras ya no tuvieran ese alcance en cuanto al endeudamiento sin control que se generó por lo que las acciones se situaban en como regular al sistema financiero en general y específicamente a los bancos sombra. Entidades internacionales se han dado a la tarea de recoger cada vez más información por posibles riesgos sistémicos futuros o vulnerabilidades que podrían surgir dado el seguimiento de operaciones de los bancos sombras. Además, se han desarrollado medidas designadas para tener un mayor control en la supervisión de sus actividades, tema de gran complejidad por la dificultad que conlleva regular entidades que se han dedicado a operar fuera de las reglas bancarias tradicionales, así en el siguiente capítulo se abordarán las acciones que se han implementado para tratar de regular a estas entidades.

Capítulo 3. Medidas de regulación de los Bancos Sombra

Desde la crisis financiera más reciente las autoridades de todos los países miembros, junto con el FSB han intentado realizar una serie acciones que permitan controlar los desajustes provocados por el sistema de bancos sombra en el sector financiero internacional, para así mitigar y evitar posibles crisis financieras causadas por este tipo de instituciones. El punto elemental para que la regulación de los bancos sombra sea posible y efectiva es el conocimiento amplio de sus actividades, hojas de balance y operaciones, así como el comportamiento que han tenido en los últimos años. Ante esto, la recolección de información acerca de estas entidades es primordial para evaluar los datos y realizar las medidas necesarias tanto de regulación como de supervisión. Para esto la coordinación de todos los países debe ser eficaz.

Toda la legislación creada después de la crisis *subprime* por los distintos organismos internacionales y los mismos gobiernos fue con el único objetivo de regularizar todas las actividades de los bancos sombra que desataron la misma crisis y por lo que se agudizó la propagación de incertidumbre y pánico bancario. A pesar de que las normativas se van reformando al paso de los años, el avance en tema de regulación ha sido lento sin poder abarcar todas las entidades consideradas como bancos sombra, así como sus actividades, por lo que muchos siguen funcionando fuera del marco regulatorio. Con esto no se debe pensar que las medidas implementadas no han servido, al contrario, con las normas y la mayor supervisión de estas entidades se pueden prever contingencias tanto en el sistema financiero como bancario. Por tanto, su importancia radica en evitar nuevos desajustes por actividades de bancos sombra.

El objetivo de este capítulo es mencionar todas las medidas que se han llevado a cabo por ciertas entidades internacionales y locales para conocer todas las normativas efectuadas en distintas partes del mundo para supervisar y regular el sistema de bancos sombra hasta las más actuales. El capítulo se divide en cuatro apartados donde se abordan diferentes puntos que contemplan las medidas de regulación. En el primer apartado se identifica la idea del por qué es tan necesaria una regulación a estas entidades, mencionando fundamentos teóricos que le dan sustento al pensamiento. Para el segundo apartado se aterriza la Ley Dodd-Frank, reforma específica de Estados Unidos y la primera en combatir el problema de las actividades de bancos sombra. En el tercero se indica cómo ha sido la regulación internacionalmente, precisando las reformas del FSB y las realizadas en Europa.

Por último, en la cuarta sección se puntualizan las reformas para activos especiales del sistema financiero.

3.1 Idea de regulación

La idea de regulación de los bancos sombra es un ámbito fundamental en la economía actual para impedir un nuevo periodo de desequilibrio e inestabilidad como la que se presentó en la crisis de 2007-2008. Recientemente se ha determinado que solo con un buen conocimiento del tipo de instituciones a las que se les puede denominar bancos sombra y con la información sobre el registro de los datos de sus balances, además como se presentó esos datos han seguido incrementando, aunque en menor medida, se puede comenzar a tratar los aspectos para su pronta supervisión, así como las medidas para regularlos.

Organismos como *Financial Stability Board* y el Fondo Monetario Internacional se han dedicado a recabar más y mejor información sobre el sistema de bancos sombra con el fin de localizar vulnerabilidades de estas instituciones. Así como se supervisa a los bancos convencionales de todos los países, también se han examinado los riesgos que pueden provocar los bancos sombra, por lo que las autoridades encargadas contemplan la expansión de reportes con información regulatoria para el ámbito local y mundial. Aún el conocimiento acerca de este tipo de instituciones se sigue perfeccionando ante la poca información recabada que se tiene por los datos incompletos para saber sobre el riesgo sistémico causado por las mismas (Blancas y Gómez, 2017).

El enfoque de Minsky da razón a la forma y al motivo de regular el sistema financiero altamente desarrollado y de gran complejidad, partiendo de un proceso inherente al sistema capitalista llamado inestabilidad financiera. Se plantea entonces que la regulación parte de la teoría donde las crisis financieras son inherentes al mismo sistema. Por lo que Minsky también advierte que, si la economía tiene tendencia al caos o desajustes en ciertos momentos, aunque no es una regla general, es preciso explicar cómo las intervenciones y regulaciones pueden contener o generar vías hacia la inestabilidad (Minsky, 1986).

Los momentos en los que las economías (cómo se ha observado en Estados Unidos y en la economía internacional) se encuentran en una etapa de estabilidad financiera, se debe al fundamento de una estructura sólida de las entidades regulatorias. En la década de 1930 con la ley Glass-Steagall y varios de los acuerdos definidos en Bretton Woods (reformas definidas en el proceso de desregulación en el primer capítulo), se mostró la eficacia que

otorga la estabilidad financiera iniciada en ese periodo, en el cual no debe rechazarse esa estabilidad hasta los años setenta en el que fue posible un ambiente financiero regulado, donde las intervenciones gubernamentales eran frecuentes y convenientes (Minsky, 1986, 1982).

Cuando existen autoridades regulatorias, estas pueden intervenir en el ciclo de los negocios para mantenerlos en ciertos parámetros y límites, induciendo un ambiente de tranquilidad financiera, además de comportamientos ordenados reflejando un mayor control ante un desajuste. Pero cuando se abandona la regulación en el sistema financiero y conforme se fue consolidando la postura teórica y económica dominante, se hizo a un lado la importancia de una estructura financiera sólida para las economías capitalistas altamente desarrolladas por lo que los resultados de inestabilidad se fueron presentando poco a poco hasta los conocidos en la crisis *subprime* (Minsky, 1986, 1982). La historia ha demostrado que entre más reformas de mercado y desregulación se efectúen, más será la tendencia hacia el caos. Entonces, seguir considerando que del sistema monetario tiene un comportamiento exógeno es un gran error ya que desemboca en un desastre financiero.

En una economía monetaria, los pasivos de los bancos se refieren al dinero que ingresa en sus cuentas, en cuanto a sus activos son las deudas que la empresa posee. Otra de las particularidades de la economía monetaria son los diferentes niveles de precios para los activos de capital. Estas características tienen la facultad de desestabilizar ya que son endógenas al propio sistema y sin la regulación eficaz solo provocan un continuo desequilibrio. De esta manera, se considera la intervención del gobierno como un proceso dinámico que impone restricciones por la posibilidad de ocurrir un desastre financiero de no hacerlo, por lo que a parte de una asignación eficiente en la economía debe haber eficiencia regulatoria para estabilizar la misma economía (Minsky, 1986). La postura de eliminar un régimen de regulación no solo tiene que considerar si altera o no la asignación eficiente, cualquier postura de regulación debe sustentarse sobre un régimen estabilizador y su impacto positivo en la asignación eficiente

Con el argumento de Minsky se deduce que uno de los grandes puntos para evitar desequilibrios financieros se basa en la intervención de las instituciones para regularlas y supervisar su accionar, ya que sin las medidas regulatorias pertinentes el sistema tiene tendencia a irse desestabilizando. Demostrando que las medidas suaves en el sistema financiero como sucedió en los años setenta, iniciaron un periodo de desregulación, el cual fue generando inestabilidad poco a poco en todo el sistema, desestabilizando en específico

al sector financiero en cuanto a la supervisión bancaria. Como ya se argumentó en el último apartado del capítulo uno, todo el proceso de desregulación que se llevó a cabo provocó disminuir todas las medidas de regulación bancaria por el deterioro y flexibilidad de la nueva postura en la economía internacional, después de la crisis hipotecaria queda clara la idea que la regulación de los bancos sombra es preciso para combatir un nuevo desajuste en el sistema financiero y evitar posibles inestabilidades que provoquen las instituciones.

3.2 Ley Dodd-Frank

La regulación directa para los bancos sombra es una tarea de gran dificultad por la complejidad para detectar a estas instituciones, pues las operaciones que llevan a cabo se ejecutan en mercados *over the counter*, mercados no organizados. Así los importantes esfuerzos que realizan las instituciones como FMI y FBS por monitorearlos y comprender su comportamiento, operaciones y crecimiento de sus hojas de balance se ha logrado, sin embargo, el camino hacia una exitosa regulación no se ha podido concretar. Hasta después de la crisis hipotecaria se iniciaron los intentos de consolidar medidas regulatorias con la intención de prevenir otra crisis de la misma magnitud. En Estados Unidos se implementó la Ley Dodd-Frank, uno de los primeros esfuerzos significativos para comenzar una supervisión y regulación más eficaz en el sistema financiero estadounidense, después de los grandes estragos provocados por la crisis el sector bancario se encontraba muy fragmentado.

La ley Dodd-Frank es una reforma considerada como la más importante que se ha implementado en Wall Street en las últimas décadas. Con el objetivo de prevenir el surgimiento de una nueva crisis, el presidente Barack Obama implementó dicha ley en el año 2010. El consenso de las máximas autoridades estadounidense fue que la causa vital de la crisis *subprime* fue la mala regulación financiera la cual estaba fragmentada, anticuada y superada por las innovaciones financieras, lo que causó que gran parte del sistema financiero operara con casi nula supervisión, alentando a muchos agentes como prestamistas y en especial a los bancos sombra a usar condiciones ocultas y letras

pequeñas en los contratos para tomar ventaja de los consumidores e inversores (The White House, 2010⁵).

Con la crisis financiera de 2007-2008 que dejó a millones de trabajadores estadounidenses desempleados y sin hogar, razón por la que la reforma que promulgó el entonces presidente Obama evitara riesgos excesivos en el sistema bancario, lo que condujo a la catastrófica crisis financiera. Así el objetivo principal es evitar los riesgos que tomaban los bancos, no obstante, la ley proporciona protección para las familias principalmente, creando organismos de control para evitar que las compañías hipotecarias y prestamistas explotaran a los consumidores. Estas nuevas reglas fueron simples bases de la regulación que constituirían la creación de nuevos empleos.

Sin embargo, esta nueva ley no se encontraba en la regulación directa con los bancos sombra, lo que parece una carencia importante, ya que ponía énfasis a regular específicamente las acciones previas al momento de titularizar activos, por lo que la regulación de activos era susceptible a la titulización. Así con la falta de regulación como la base del problema en donde se crearon los instrumentos como CDOs, CDO sintéticos y los CDS, principales herramientas que utilizaron los bancos sombra que llegaron al mercado internacional. De esta forma, la cualidad de la ley Dodd-Frank es su importancia de prevenir la toma excesiva del riesgo como ya se mencionó, ya sea del mercado hipotecario o de los créditos personales, esto para evitar se generen instrumentos tóxicos los cuales son comerciados por el sistema de bancos sombra.

Una de las entidades creadas a partir de la reforma, para la protección de los deudores es el *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), conocida como la Oficina de Protección Financiera del Consumidor de los Estados Unidos creada para fortalecer las reglas en favor de las familias dándoles herramientas de información para que los prestamistas no tomen ventaja como bancos, hipotecarias, uniones de crédito y otras compañías de crédito. La ley fomenta los contratos simples y claros con las debidas especificaciones de costos de los préstamos y los posibles riesgos crediticios para que así los prestatarios obtengan toda la información necesaria para su toma de decisiones (*The White House*, 2010).

Se entiende que las autoridades gubernamentales estadounidenses y Wall Street fracasaron totalmente en la crisis financiera, Wall Street por asumir riesgos

⁵ La reforma está disponible en <https://obamawhitehouse.archives.gov/economy/middle-class/dodd-frank-wall-street-reform>

irresponsablemente que no se comprendían completamente y las autoridades ante la incapacidad que no tuvieron para monitorear adecuadamente a las instituciones, además de restringir la toma de riesgos por parte de las empresas financieras más grandes. Por tanto, cuando la crisis se desató, no existían herramientas de control para dividir o liquidar a las empresas financieras en quiebra sin poner en riesgo a todos los contribuyentes estadounidenses. Por eso la reforma financiera incluye una serie de prácticas para frenar la toma excesiva de riesgos por lo que la responsabilidad queda a cargo de *Wall Street*. Las tres medidas más importantes son:

1. Todos los contribuyentes no tendrán que asumir los costos ante la irresponsabilidad de Wall Street, es decir, si una empresa falla en un futuro, es responsabilidad de Wall Street pagar el precio.
2. Dividir la negociación propietaria de la negociación de la banca, llamada la “regla volcker”, la cual asegura que los bancos ya no tengan la posibilidad de poseer, invertir o patrocinar fondos de cobertura, fondos de capital privado u operaciones de negociación para su propio beneficio, sin poseer relación con el servicio sus clientes. El comercio responsable es algo bueno para los mercados y la economía, pero no se debe permitir a las empresas administrar fondos de cobertura y fondos de capital privado mientras administran un banco.
3. Acabar con los rescates financieros, se menciona en la ley que se limitará el crecimiento de las empresas financieras más grandes, restringiendo las actividades financieras más riesgosas y genera un proceso para que el gobierno cierre las empresas financieras que se sitúan en quiebra para evitar el pánico financiero para los contribuyentes y las pequeñas empresas involucradas (*The White House*, 2010).

En conclusión, con esta nueva regulación a través de la ley Dodd-Frank, los prestamistas financieros, especialmente las entidades bancarias están obligados a separar las operaciones de cuenta propia del negocio bancario. Por lo que los bancos ya no tienen permitido tener, invertir o patrocinar tanto *Hedge Funds* como fondos de capital privado, ni tampoco hacer operaciones por cuenta propia en la búsqueda de sus propias utilidades, muy parecido a lo que la ley Glass-Steagal buscaba cuando era vigente (características mencionadas en el capítulo uno del trabajo), puesto se daba prioridad a la regulación bancaria y financiera para su buen funcionamiento y control ante crisis financieras. De esa manera, las instituciones bancarias no podrán realizar operaciones financieras distintas a las acordadas con el servicio a sus clientes. Asimismo, con esta nueva regulación, se busca

restringir el crecimiento de las firmas financieras más grandes, además de crear un mecanismo que permita al gobierno desconectar quiebras de firmas financieras de un pánico financiero generalizado. Pero esta ley solo se aplicó en los Estados Unidos a pesar de que la crisis afectó al sistema financiero internacional por la interconexión bancaria que existía, por tanto, se deben mencionar otros mecanismos a nivel mundial que las instituciones internacionales efectuaron.

3.3 Regulación a nivel internacional

El principal inconveniente de la falta de regulación bancaria y financiera de los bancos sombra es que no existe una reglamentación clara, concisa y concreta acerca de las actividades que llevan a cabo, como se ha repetido, al realizar actividades similares que la banca tradicional, no tienen los mismos requerimientos de supervisión obligatoria. Ante esta situación y después de lo sucedido en la crisis *subprime*, en el año 2010 el Foro de Estabilidad Financiera (FSB) creó los acuerdos de Basilea III, una serie de propuestas de reformas para la regulación bancaria.

Los Acuerdos de Basilea III tenían como objetivo reforzar las normas internacionales de capital y liquidez, así como las medidas de supervisión, regulación y gestión de riesgos promoviendo un sector bancario más seguro y firme. Lo que se intenta es el mejoramiento de la capacidad del sector bancario para absorber posibles perturbaciones propias del capitalismo. Todo este conjunto de medidas fue acordado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y constituyen las reformas mínimas aplicables a los bancos con actividad internacional de cada país miembro, los cuales deben comprometerse a implementar y aplicar las normas establecidas en sus jurisdicciones según los plazos establecidos por el mismo Comité.

Para 2011, tras una junta de los líderes del G20 se acordó desarrollar políticas específicas para tratar el sistema de bancos sombra, pues todas las reformas creadas se dirigían a la banca convencional, es decir, las normas no eran dirigidas y mucho menos afectaban las actividades fuera de los mercados bancarios. Aunque las recomendaciones y las directrices se dirigen a los riesgos sistémicos, uno de los fines es disminuir el riesgo de contagio entre bancos. También el FSB en todos los dictámenes que realiza pronuncia una serie de recomendaciones y políticas de seguimiento para fortalecer la supervisión de las

actividades de los bancos sombra, haciendo un seguimiento anual donde evalúa los riesgos y bienes de esas actividades.

3.3.1 Medidas del FSB

Para el FSB y todos los reguladores una de las grandes preocupaciones son dos instrumentos específicos con los que el sistema de bancos sombra operaba y ante su falta de regulación, seguimiento y supervisión el sistema colapsó; los repos y los *hedge funds*. Primeramente, para los repos, el mercado de estos instrumentos financieros es muy importante en la banca tradicional y ha jugado un papel muy importante en la crisis financiera especialmente en la financiación puesto que gracias a estos instrumentos se ha mantenido el acceso a la misma.

Varias teorías señalan que este tipo de instrumentos poseen muchas debilidades como el incremento del propio ciclo problemático generado por los bancos sombra, así como el impuesto sobre activos de los vendedores que facilitan los excesivos niveles de apalancamiento y su carente transparencia. Como se sabe un repo es una herramienta que admite apalancamiento sin límites, una empresa para financiar la compra de un activo en vez de solicitar un préstamo en efectivos lo hace a través de un repo sobre un activo ya en cartera donde utilizan el dinero del repo para comprar esos activos y sobre estos activos se genera un nuevo repo y así sucesivamente sin un límite por lo que se entiende la idea original del endeudamiento excesivo (Parramón, 2014).

En Basilea III se incluyen medidas para fortalecer todas las exigencias de capital ante el riesgo de crédito por la contraparte al que los bancos se exponen en operaciones con estos tipos de instrumentos financieros. Y por si fuera poco el error de estas operaciones e instrumentos radica en las numerosas veces que las entidades mencionaban que no existían tales instrumentos. Sin embargo, la tarea de la garantía residía en permitir apalancarse con nuevos préstamos y hacer que esos préstamos fueran más eficientes en la gestión del riesgo de crédito.

Una de las metas en Basilea III es que se aplique a las entidades periodos más amplios del margen para las operaciones sujetas a reposición diaria y con valoración diaria a precios de mercado, en cuanto el supervisor impone un periodo mínimo de riesgo del margen para las operaciones de recompra. De esta manera el FSB promueve desarrollar requerimientos específicos que obliguen a las instituciones a mayor prudencia en sus operaciones y

proponiendo la idea de que el precio al que valoran sus activos sometidos a repos se encuentre afectado por una participación o un porcentaje específico y así mitigar la prociclicidad, mejorando en gran medida la infraestructura de los mercados (Parramón 2014).

La propia institución ha señalado la idea de que un repo amplifica la prociclicidad y se remite a lo sucedido en la crisis *subprime* afirmando que se dio un gran repo siendo la fuente de inestabilidad de financiación, debido a que las actividades de los bancos sombra se expanden en momentos de abundante liquidez y en un contexto de baja aversión al riesgo (Adrian y Shin 2010), permite generar grandes créditos mediante aportación de colaterales aceptables, como lo es este instrumento y otros de categoría sintética que ante colapso rápidamente pierden su valor y se recurre a sus ventas forzosas que a su vez desestabilizan más al sistema financiero.

El trabajo del FSB es muy extenso y de gran dificultad especialmente para las iniciativas regulatorias del mercado de repos al ser *over the counter*, es por eso por lo que la creación de las políticas va dirigidas a la toma de decisión de activos de renta fija y establecer descuentos aplicables al conceder créditos de dicho instrumento, ya que un agente económico que participa con títulos y obtiene un crédito poniendo estos en garantía, es claramente una actividad de los bancos sombra.

En última instancia se debe prestar atención en los *Hedge Funds* los cuales poseen políticas de inversión muy flexibles, una de las características que los describe con mayor precisión es la relación que guardan con el término de retorno de capital, además que suelen evitar vincular su política de inversión a la de un *Benchmark*. Hay varias clases de *hedge funds*, cada uno sigue una estrategia distinta al invertir en diferentes instrumentos dependiendo de su perfil de riesgos. El objetivo de los *hedge funds* es crear rendimientos medios pero estables, sin tanta volatilidad o rendimientos altos pero ajustados al riesgo, estos escenarios gracias a un análisis global del ciclo económico y de las políticas monetarias (Parramón, 2014).

Este tipo de instrumento forma parte de las actividades del *Asset Management*, usados para ofrecer a los fondos de pensiones. Sin embargo, un *hedge fund* también es un fondo de inversión privado y carece de regulación de cierta forma flexible a los fondos de inversión comunes, por lo que da paso a llevar a cabo gran número de actividades. Así las operaciones de los *hedge funds* deben ser prioridad tanto en supervisión como en la

regulación, ya que estos fondos de inversión en su mayoría apalancados forman parte del sistema de bancos sombra como ya se ha apuntado por una serie de falta para regularlos y supervisarlos adecuadamente.

Las relaciones que existen entre los bancos sombra, otros instrumentos y los *hedge funds* en la crisis financiera inmobiliaria permite precisar en qué medida estos actores gestaron el riesgo sistémico característico de la crisis y en qué medida continúan generándolo. Lo ideal es que las autoridades competentes se encarguen de tener todos los datos disponibles para garantizar que si los fondos de cobertura generan un riesgo sistémico en el sector de estos instrumentos se intervenga para regularlos debidamente.

3.3.2 Medidas de la Unión Europea

En cuanto a la Unión Europea (UE) y la crisis que algunos países europeos estaban viviendo, el plan de la UE está enfocado igualmente en regular el sistema bancario, en especial los bancos sombra. La mayoría de los requerimientos legales igualmente van encaminados al sistema bancario convencional, pero la UE ha establecido requisitos de capital a este tipo de instituciones demandando otras medidas que determinan tipos de fondos del mercado monetario (FMM) que obtienen reservas con gran liquidez. Así se establecen niveles diarios y semanales de liquidez junto con medidas que garanticen que los dichos FMM puedan resistir la presión de reembolso en condiciones difíciles. La transparencia del sector financiero es primordial para que las medidas se apliquen con éxito (Parramón, 2014). Además, la Comisión Europea adoptó propuestas para regular el sistema bancario, centrándose en regular las operaciones de financiación utilizadas por los fondos de inversión y como fin último la transparencia de las mismas.

El reto al cual se enfrentan las autoridades es que deben centrarse en identificar, recabar información y controlar a las entidades con actividades de bancos sombra especialmente. En la UE las autoridades como el Banco Central Europeo (BCE), la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) se han dado a la tarea obtener información técnica acerca de estas entidades, aunque es un reto sumamente complicado por la interconexión de los bancos y las lagunas de información sobre sus actividades a escala mundial. Así el proceso de recolección de información debe ser permanente para todas las autoridades por lo que se requiere una

gran coordinación entre todos para obtener información y detectar a tiempo problemas futuros.

La comisión de la UE considera que el método más factible para la supervisión es:

- 1.- llevarse al nivel adecuado, es decir, a nivel nacional,
- 2.- ser proporcionada,
- 3.- tener en cuenta la capacidad y conocimientos existentes e
- 4.- integrarse en el marco macro prudencial.

Ante estos elementos las autoridades deben ser capaces de entender las cadenas de intermediación crediticia ocultas, evaluar apropiadamente su importancia sistémica, reflexionar las consecuencias macro prudenciales de los nuevos productos o actividades, y fijar las interconexiones del sistema de bancos sombra con el resto del sector financiero.

En el informe del FSB ya antes mencionado se sugieren las principales medidas reguladoras para los bancos sombra, estas deben ser eficaces, selectivas y adaptables con el objetivo de evaluarlas y revisarlas. Ante esta situación la Comisión de la UE ha tratado de conseguir equilibrio entre su legislación y los principios que se deben seguir por tres vías posibles y complementarias: 1) la regulación indirecta donde se regulan los vínculos entre el sistema bancario convencional y las entidades bancarias sombra; 2) una ampliación o revisión adecuada de la normativa en vigor; y 3) una nueva normativa aplicable concretamente a las entidades y sus actividades del sistema de bancos sombra (Comisión Europea, 2012).

Las medidas regulatorias específicas de la UE son:

1. Regulación indirecta

Las medidas indirectas que presenta la UE en el libro verde de la Comisión Europea (2012) más importantes son referentes al proceso de titulización, tienen la misión de frenar a las entidades bancarias que buscan eludir requisitos de capital y otras medidas regulatorias. La medida se denomina Directiva sobre Requisitos de Capital (DRC), la cual impone a todas las entidades originadoras y patrocinadoras de activos titulizados la obligación de mantener una parte importante de los riesgos asegurados. También se fortalece la liquidez y los créditos de vehículos de titulización. Estas reformas han propiciado que los bancos eviten los capitales riesgosos.

Esta norma ha sufrido modificaciones adicionales para reforzar la supervisión en concordancia con recomendaciones publicadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Por lo que para 2011 además de lo dicho con anterioridad, los bancos que inviertan en titulaciones más complejas deben disponer de mucho más capital para cubrir los riesgos, también obliga a las autoridades de los países a realizar una evaluación de riesgo a estas entidades. Una de las últimas propuestas del DRC es la introducción de requisitos de liquidez para cualquier tipo de producto asociado al riesgo y reputación de la entidad bancaria (Comisión Europea, 2012). Con todas estas modificaciones añadidas hasta 2015 se muestra que se pone mucho énfasis en la supervisión sobre el proceso de titulación y la relación de los bancos con sus riesgos para mayor control de las operaciones complejas.

Otra regulación indirecta fue la modificación en 2011 de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), la cual mejoraba los requerimientos de información pertinentes a la transferencia de activos financieros con el objetivo de consolidar los instrumentos de titulación y su información. En el ámbito de seguros, las normas de aplicación de la Directiva Solvencia también aplican para las empresas de seguros que invierten en productos de titulación, donde se exige a las entidades originadoras y patrocinadoras el cumplimiento de retención de riesgos al igual que las normas hacia los bancos.

2. Ampliación de normativas bancarias

Especialmente para el caso de las empresas de inversión se ha enfocado ampliar las normas bancarias para la aplicación funcional y eficaz de su supervisión, el motivo es para abarcar también operadores de alta frecuencia y a más empresas de inversión en materias primas, así como aumentar la transparencia de los instrumentos no participativos, lo que mejorará la capacidad de detectar los riesgos del sistema de bancos sombra. Así las autoridades competentes tendrán más poder de intervención para controlar y evaluar riesgos que vayan presentándose.

3. Regulación directa de algunas actividades bancarias en la sombra

Las normas que se deben aplicar a los bancos sombra deben contar con una cobertura más amplia ya que el riesgo sistémico que generan es catastrófico para todo el sistema económico, ante esto su aplicación debe ser efectiva y amplia tanto en cuestión de entidades como sus actividades. Las medidas que se mencionarán son para regular directamente a las entidades con actividades en el sistema de bancos sombra.

Para los fondos de inversión los administradores de activos tienen ahora la obligación de controlar los riesgos de liquidez y contar con un sistema donde tienen la obligación de gestionar esa liquidez. Además, con el cálculo del apalancamiento y su debida información facilitan a las autoridades la supervisión de actividades con repos u operaciones de préstamos de valores. En cuanto a los FMM y a los fondos cotizados se recomienda que estos fondos restrinjan las inversiones admisibles, limiten el vencimiento medio ponderado y calculen diariamente el valor de inventario neto.

Para las agencias de calificación crediticia que no están apalancadas y no realizan directamente la transformación de vencimientos, no obstante, desempeñan un papel importante en la cadena de intermediación de crédito, al calificar productos y entidades. En la UE, las agencias de calificación ya se encuentran sujetas a una normativa y supervisión estricta para así reforzar el proceso de cualquier operación crediticia (Comisión Europea, 2012).

Por último, la normativa para las aseguradoras se fundamenta en la reforma llamada Directiva de Solvencia II, la cual se presenta igualmente con una serie de puntos relacionadas a los bancos sombra, donde se prevé una regulación exhaustiva fundada en un enfoque económico centrado en el riesgo, como lo es el principio de prudencia para las inversiones. En particular la ley aborda explícitamente riesgos de crédito en cuanto a los requisitos de capital; también anticipa un planteamiento centrado en el total del balance, cuando todas las entidades y exposiciones están sujetas a supervisión de grupo. Asimismo, se obliga a los países miembros a autorizar el establecimiento de las entidades con cometido especial en el sector de los seguros. La aplicación actualmente incluye requisitos de autorización y reglamentarios permanentes en materia de solvencia, gobernanza e información aplicables a este tipo de entidades (Comisión Europea, 2012).

Con las medidas regulatorias indirectas, ampliadas y directas anteriormente expuestas se tiene la confianza de resolver los problemas que plantean, pero aun dar solución a todos ellos es un camino difícil a pesar de los esfuerzos de aplicación, la falta de conocimiento de todo el sistema de bancos sombra es un punto que aun complica la eficacia de las medidas, por lo que las autoridades, organismos internacionales y supervisores aún siguen en la labor de revisar año con año las reformas vigentes para garantizar la supervisión global del sistema bancario mundial.

3.4 Regulación de activos específicos

El FSB ante su continua investigación del sistema de bancos sombra ha detectado un desajuste en la liquidez que se ofrece a los inversionistas de los fondos y los activos subyacentes menos líquidos. Razón por la que mucha de la normativa se centra en problemas de liquidez, ofrecidas en los préstamos de valores y operaciones de derivados como las permutas entre los proveedores de fondos de inversión cotizados y sus contrapartes donde existe conflicto de intereses. Otro de los problemas es porque no hay un límite en cuanto a los fondos de inversión cotizados, por eso las normas incluyen recomendaciones sobre la clasificación de estos fondos, así como la información que debe comunicarse a los inversionistas y las garantías.

Para los FMM el principal problema es el riesgo de retirada masiva de los fondos, pues como ya ha sucedido afecta gravemente la estabilidad financiera. Estos riesgos incrementan cuando los FMM valoran sus activos mediante un criterio de costo de amortización para así mantener un valor de inventario estable a pesar de que el mercado tenga fluctuaciones.

Otras actividades que utilizan los bancos sombra para aumentar rápidamente el apalancamiento de sus fondos son los préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra, por lo que se han tomado medidas como la gestión de prácticas de reinversión de efectivo obtenido por los valores garantizados, la reutilización de garantías como rehipotecar y mejorar la transparencia de los mercados y de las autoridades supervisoras. El punto más importante es la especial atención al apalancamiento global donde se debe garantizar que los supervisores dispongan de información exacta para evaluar ese apalancamiento y prever efectos procíclicos.

Los últimos trabajos adicionales de regulación que las instituciones se han enfocado en especial el FSB son confeccionar una lista con posibles entidades que puedan incluirse al sistema de bancos sombra y detectar lagunas de información de las reformas de regulación. La recolección de datos es un aspecto primordial para las entidades supervisoras pues si carecen de la facultad necesaria para recabar datos sobre los bancos sombra las legislaciones no tienen ningún sentido, por lo que la recopilación de datos no es un tema menor y que ayuda al intercambio de datos a nivel internacional. De ahí la norma mundial LEI (*Legal Entity Identifier*) la cual contribuye a la gestión de riesgos, la calidad de datos y la supervisión. Además, el FSB ha creado un grupo de expertos encargados de coordinar

el trabajo de los organismos reguladores internacionales para seguir adecuando las recomendaciones.

Con todas las medidas mencionadas y las normativas que se han aplicado en todo el sistema financiero a lo largo del mundo encontramos la complejidad que han presentado las autoridades pertinentes para lograr la regulación efectiva de las entidades sombras por eso año con año las normas se han ido modificando conforme los mercados, el mismo sistema y las instituciones actúan o se desenvuelven en la economía internacional. La preocupación de la FSB por evaluar todas las medidas es pertinente porque solo así se puede anticipar cambios en las actividades de los bancos sombra y si hubiera cambios o desajustes se podrían evitar. A pesar de todos estos esfuerzos ya mencionados con anterioridad aun el conocimiento de estas entidades sigue escaso y con muchas lagunas informativas por lo que los riesgos en el sistema financiero persisten, tan solo la idea de regular por completo es muy ambiciosa ante el contexto de cómo se conformaron los bancos sombra, de cómo realizan sus actividades y la amenaza de que actualmente siguen creciendo a pesar de su extensa regulación durante los años siguientes a la crisis 2007-2008 hasta la actualidad. Sin embargo, esto no quiere decir que todas las acciones de supervisión y regulación no estén sirviendo, al contrario, no se deben dejar de realizar porque solo así se pueden evitar futuros desequilibrios financieros.

3.5 Importancia de la titulización y bancos sombra en México

La aparición de la titulización fue una innovación financiera notable dentro del sistema financiero estadounidense en la década de los setenta, con el paso del tiempo este instrumento financiero se ha consolidado, incluso en países con sistemas financieros menos desarrollados.

El cambio radical en la forma de concebir y de hacer finanzas, fue a través de la titulización, ya que permite transformar un activo financiero con muy poca liquidez y de largo plazo en instrumentos de gran liquidez y de corto plazo. En especial la titulización hipotecaria es el mejor ejemplo de este tipo de finanzas donde se emite un nuevo instrumento que tendrá como respaldo los flujos provenientes de los créditos hipotecarios (con garantía de respaldo que es la vivienda). Esta forma de hacer finanzas no necesita de captación de depósitos ni de aumentos de capital como en las finanzas tradicionales, pero finalmente es la generación

de un instrumento de deuda proveniente de otras deudas. La cuestión es si en México también se realizan este tipo de finanzas y que alcance han logrado.

Con el colapso financiero en 2008 originado en Estados Unidos con alcance internacional por la titulización o bursatilización de créditos hipotecarios *subprime*, se plantea si en México existe este mismo problema de finanzas estructuradas y en qué magnitud podría ocurrir un desajuste o posible crisis, además de qué tan expuesto se encuentra el mercado financiero mexicano. En México, la consolidación del mercado de deuda tardó por las crisis presentadas en los años ochenta y noventa, sin embargo, un hecho relevante del mercado fue la creación de certificados bursátiles⁶ en 2001, un instrumento financiero innovador que desplazó a muchos otros instrumentos que se utilizaban como los certificados de participación inmobiliaria, pagarés, obligaciones y otros papeles comerciales, tomando relevancia se convirtió en el instrumento más utilizado en el mercado, representando el 12% de participación del saldo en circulación del mercado de deuda corporativa en 2001 y para 2007 tenían una aportación del 95% con un crecimiento anual de 76% entre 2001 y 2007; provocando que la deuda corporativa respecto al PIB creciera a una tasa de crecimiento media anual real del 27% según el saldo en circulación de 2001 a 2007 con datos de la Bolsa Mexicana de Valores (Medina, 2009).

El certificado bursátil (CB) no sólo permitió que agentes privados se financiaran, también concedió el financiamiento a organismos públicos descentralizados, como PEMEX o el INFONAVIT y a estados y municipios, es decir, cualquier entidad privada o pública puede recurrir a este instrumento para obtener crédito en el mercado de deuda, asimismo, se ajusta a las necesidades de financiamiento del emisor, por lo que su fácil emisión y flexibilidad hacen al CB un instrumento muy atractivo. Medina (2009) menciona que los certificados bursátiles pueden utilizarse para las finanzas estructuradas (bursatilización o titulización) de derechos sobre un activo mediante el uso de un fideicomiso. Las emisiones por fideicomisos privados pueden estar respaldadas por contratos de crédito, por activos, por flujos futuros y por garantía financiera.

⁶ Un certificado bursátil es un título de crédito que representa la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de empresas o entidades de la administración pública federal paraestatal, de gobiernos estatales y municipales o de fideicomisos, definición revisada en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Existen varios tipos de titulización en México, pero el principal es relativo a créditos hipotecarios, que en 2008 representaban 30% de las bursatilizaciones totales (Medina, 2009). Hay dos aspectos relevantes que han impulsado la titulización hipotecaria en México:

a) Las Políticas públicas de promoción para que participen Bancos y SOFOLES (Sociedades Financieras de Objeto Limitado) en el mercado de vivienda.

b) La creación de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), institución de Banca de Desarrollo con el objetivo de impulsar el desarrollo de los mercados primario y secundario de crédito a la vivienda, y donde el Gobierno Federal es el garante de las obligaciones financieras. La SHF puede intervenir a través de seguros de crédito a la vivienda, garantías por incumplimiento, garantías por pago oportuno, líneas de créditos parciales y coberturas totales.

Existen tres instrumentos importantes dentro de la titulización hipotecaria mexicana: TFOVIS que son titulaciones del FOVISSSTE (Fondo de la Vivienda del ISSSTE), CEDEVIS las titulaciones del INFONATIV (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores) y los BORHIS titulaciones de entidades financieras particulares. Los tres instrumentos son Bonos Respaldados por Hipotecas (BRH) y consisten en titular créditos hipotecarios. El originador de los créditos hipotecarios transfiere estos a un Fideicomiso y lo administra cobrando una comisión, por lo que con esta estructura se aíslan estos activos de los riesgos asociados al mismo originador manteniendo al Fideicomiso creado fuera del alcance del resto de los acreedores de la empresa originadora. Tanto el FOVISSSTE como el INFONAVIT han utilizado estos instrumentos como una importante fuente de financiamiento, ya que los recursos provenientes de su colocación se reinvierten en créditos para los derechohabientes. El INFONAVIT es un emisor recurrente desde 2004, mientras que el FOVISSSTE desde 2009 (BANORTE-IXE, 2015).

Para fines de mostrar que los riesgos de mercado y volatilidades provenientes de la problemática de titular en México no son alarmantes, los BORHIS son los de mayor relevancia dadas sus características:

a) Son emitidos por las SOFOL y Bancos.

b) Tienen la característica de tener el respaldo de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF).

c) Deben tener calificaciones AAA de por lo menos dos de las tres Agencias Calificadoras más importantes (Moody's, Fitch y Standard & Poor's).

Con estas características se señala que en México no existen estructuras financieras parecidas a las hipotecas *subprime* como lo ocurrido en Estados Unidos, por lo que el riesgo de una crisis similar en este sector es menos probable, ya que gran parte de las titulaciones hipotecarias (BORHIS) tienen el respaldo de la Sociedad Hipotecaria Federal, donde la garantía financiera la otorga el Gobierno Federal.

Por último, la existencia de bancos sombra en México es un hecho ya que se ha convertido en una infraestructura, aunque no necesaria si forma parte integral del sistema financiero actual, cuyo papel consiste en soportar al sector real de la economía y al estar fuera del sistema bancario tradicional, tener poca o ninguna regulación por parte de los organismos internacionales o nacionales estas entidades que forman los bancos sombra siguen actuando como intermediación crediticia. En México, en 2006, se crearon las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES), reconocidas como la figura representante de este grupo de entidades de *shadow banking*. Surgidas por la aprobación de la reforma para los intermediarios no bancarios, con el propósito de promover la actividad crediticia, fomentar la competencia, reducir los costos de transacción y las tasas de interés, así como eliminar la supervisión de las autoridades financieras de las operaciones de estos intermediarios. Ante esta reforma las operaciones de crédito y arrendamiento y factoraje financiero quedaban aglutinadas en esta nueva figura, como ya se mencionó las SOMOFES, a las que se facultó para otorgar crédito y realizar funciones de factoraje y arrendamiento financiero sin autorización necesaria ni regulación especial, quedando sujetas sólo a la regulación que establezca la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Condusef) (ASOFOM, 2020).

En México algunas de las SOFOMES, aunque a pesar de todo son entidades reguladas mantienen relaciones patrimoniales con otras instituciones de crédito como los bancos, sociedades financieras de diferente tipo, cooperativas de ahorro y préstamo u otras como las que para fondear sus operaciones emiten valores de deuda inscritos en el Registro Nacional de Valores conforme a la Ley del Mercado de Valores. Según datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores hay 42 SOFOMES reguladas operando en el país (ASOFOM, 2020). Aunque en los países desarrollados los bancos sombra no tienen la misma magnitud que en las economías desarrolladas (específicamente como el caso estadounidense se ha desarrollado), sin embargo, en el caso mexicano los Intermediarios Financieros No Bancarios han mostrado una tendencia dinámica, por el valor del volumen de crédito otorgado y el establecimiento de nuevas instituciones de este tipo.

Conclusiones

La importancia del estudio de los bancos sombra debe ser prioridad para la economía mundial, ya que el análisis de sus actividades puede fungir como indicador para determinar si existe alguna alerta o peligro de crisis financiera o desajuste bancario que se esté gestando. La existencia de la falta de regulación y supervisión ante los mecanismos con los que operan los bancos sombra dificulta que gobiernos y entidades financieras puedan anticiparse ante una posible crisis o desajuste que sufra el sistema financiero y bancario, situación que impacta en la economía mundial por las relaciones bancarias existentes hoy en día y con ello se aumenta la inestabilidad financiera.

El objetivo principal de este trabajo consistió en proporcionar el conocimiento que existe en la actualidad sobre las instituciones financieras llamados bancos sombra. Los análisis y estudios ya existentes de instituciones dedicadas a monitorearlos, a través de los datos recabados en los últimos años se determinó cómo estas instituciones siguen creciendo en tamaño y actividades, para así mencionar el mecanismo como operan, sus actividades e instrumentos, así como las medidas que se han llevado a cabo para su supervisión y pronta regulación de estas entidades.

Para ello fue necesario conocer las definiciones de distintos autores e instituciones que han mencionado sobre los bancos sombra para así conceptualizar y concretar puntualmente a los bancos sombra, destacando en esta parte que estas entidades a pesar de actuar como bancos convencionales operan sin esquema de regulación, por ende, no tiene prestamista de última instancia y sus actividades son de intermediación crediticia, realizando especialmente la transformación de vencimientos, de liquidez y de crédito donde no poseen depósitos ni reservas y a veces ni capital. Con el concepto definido y las características de dichas entidades también se mostró la dimensión que poseen a través de la medición del sistema financiero por medio de activos de otros intermediarios financieros el tamaño y la magnitud del sistema de bancos sombra.

Los datos revelados muestran como en la actualidad a pesar de lo ocurrido en la crisis *subprime* y las medidas que se han tomado para la supervisión de sus actividades, los bancos sombra siguen creciendo en tamaño, aun con las medidas regulatorias la proporción que representan sus operaciones, sigue siendo un volumen muy amplio en el sistema financiero llegando a representar 45.2 mmdd en 2016; lo que deriva a las dificultades que

poseen las autoridades para recabar información de entidades que se encuentran fuera de cualquier supervisión regulatoria sin obligación a declarar su operaciones.

Uno de los grandes problemas del sistema fue la gran facilidad con la que los bancos sombra llevaron a cabo el proceso de titulización por su creciente papel en la crisis financiera, pero en específico por la actividad de transformar hipotecas en títulos y las grandes ganancias que generó esta actividad. El punto esencial fueron los efectos nocivos que se derivaron del empaquetamiento a través de la titulización al mezclar activos tóxicos con activos bien calificados y en conjunto obtener una buena calificación generando así fragilidad financiera. Los bancos sombra no se instituyeron para realizar fraudes como en varias ocasiones del trabajo se explica, pero la misma dinámica fue generando que se dieran finanzas *Ponzi*, hasta ventas dudosas y con calificaciones fuera de la realidad que proporcionaban instituciones reconocidas a pesar de estar conscientes de los activos tóxicos en los paquetes, apoyado por la falta de regulación y la confianza en las instituciones del sistema financiero. Se termina por mostrar el concepto de fraude, aunque inocente (como Kenneth Galbraith lo llama) que se gesta en el mecanismo con que actúan los bancos sombra y su papel relevante para potenciar el proceso especulativo en el sistema financiero y a su vez la fragilidad financiera.

Se ha expuesto que por medio de los bancos sombra se transmite la fragilidad financiera internacional, con lo que el estudio de estas instituciones toma mayor importancia otorgando ventaja en la investigación de la titulización y los instrumentos que surgieron en este proceso como los CDO, CDO sintéticos y CDS; los cuales tuvieron un papel relevante en la consolidación de la crisis hipotecaria por su naturaleza, utilización y alcance mundial. Aunque el análisis de las finanzas estructuradas es trascendental, no es punto clave para conocer a fondo la trasmisión de la inestabilidad financiera en el ámbito internacional. Por otra parte, se entiende que los bancos sombra son instituciones que comercian y crean mercado para estos instrumentos, así las causas de la crisis adquieren una explicación más amplia, ya que estas instituciones desarrollaron el financiamiento *Ponzi* a gran nivel, llevando al límite el proceso de apalancamiento y especulación por la dinámica que se crea de endeudamiento excesivo.

Al dejar claro en el presente trabajo de tesina los diferentes tipo de instituciones financieras a las que se les puede llamar bancos sombra, el más claro ejemplo es el Vehículo de Propósito Especial y teniendo detallado la interacción que poseen estas instituciones con el resto del sistema financiero como sus prestamistas y contrapartes, se puede explicar de

forma más específica la crisis financiera internacional como una crisis de desvanecimiento de liquidez desencadenada al interior del Sistema de Bancos Sombra.

Asimismo, la crisis *subprime* de 2007-2008 fue una corrida bancaria de los bancos sombra, no solo de los que decidían deshacerse de sus posiciones sino también el prestamista del banco sombra con el que se apalancaba puede también decidir dejar de serlo. Lo que significó el retiro tanto de la contraparte como del prestamista que se dio de forma masiva, con lo que se evaporó la liquidez creada, generando una crisis de gran impacto, y que se agravó aún más por la carencia del prestamista de última instancia que no poseían.

Otro de los puntos que se mostró es la interrelación que existe entre todos los bancos a nivel internacional, la cual aumenta de manera conjunta ocasionando la fragilidad financiera, ya que, aunque se de en solo una región como lo fue en Estados Unidos se pone en peligro a todo el sistema. Como ya se mencionó eso se da por la interacción financiera a través de la transformación de liquidez y apalancamiento excesivo al interior del Sistema de Bancos Sombra, sistema que se construye por sí solo pero que de un momento a otro puede colapsar rápidamente.

De esta forma el conocimiento de los bancos sombra sigue en progreso, es elemental que las instituciones pertinentes sigan monitoreándolos y amplíen sus especificaciones para saber el tipo de instituciones a las cuales se les puede considerar bancos sombra, sumado a la información de sus hojas de balance y actividades para facilitar formas de regulación más directas. Sin duda el mayor reto es la regulación de dichas entidades al reconocer las dificultades de que operan en los mercados no organizados. Y dentro de esta búsqueda de medidas de regulación, el enfoque de Minsky es puntual partiendo de la teoría donde las crisis financieras son algo inherente al propio sistema, por lo que para regularlos se necesita de intervención gubernamental para la prevención de ocurrir una crisis. Por lo que la regulación de estas instituciones se sustenta en la estabilización financiera. De esta forma se puede mantener el ciclo de negocios dentro de límites alejados del caos financiero.

Por último, la dinámica económica juega un papel fundamental como impulsora de las actividades de los bancos sombra, por lo que la regulación debe actualizarse continuamente para no rezagarse y especialmente supervisar actividades propias de los bancos sombra como la titulización o actividades de transformación de vencimientos, liquidez y apalancamiento) pues solo con información actualizada es posible una regulación y supervisión eficaz.

Referencias Bibliográficas

- Almoguera, A. (1995). *La titulización crediticia (Un estudio interdisciplinar)*. Editorial Civitas S. A., Madrid.
- ASOFOM. (2020). Intermediarios Financieros No Bancarios, Banca Paralela, Banca en la Sombra (*Shadow Banking*). Recuperado en: <https://asofom.mx/2020/10/12/intermediarios-financieros-no-bancarios-banca-paralela-banca-en-la-sombra/>
- Banorte – IXE. (2015). *TFOVIS y CEDEVIS. Tutorial de Deuda Corporativa*. Estrategia de Deuda Corporativa México. Reportes especiales. Recuperado en: http://www.cbbanorte.com.mx/analisis/DeudaCorporativa/especiales/Tutorial_TFOVISyCEDEVIS.pdf
- Blancas, A., Gómez, M. (2017). El Sistema de Bancos Sombra y la Inestabilidad Financiera Internacional. *Atlantic Review of Economics*, Vol 2
- Casarin, L. (2005). *La bursatilización de activos en la BMV como fuente de financiamiento de la cartera hipotecaria del INFONAVIT* [Tesis de Licenciatura]. Universidad de las Américas Puebla. Puebla, México. Recuperada de: http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/casarin_o_lc/
- Castro, A. (2015). *Estudio descriptivo de la banca en la sombra desde su origen hasta la actualidad*. Universidad Pontificia Icaea Icade Comillas Madrid, Madrid, España. Recuperada de: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/6598/retrieve>
- Comisión Europea (2012). Libro Verde: El sistema bancario en la sombra. Bruselas. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0102:FIN:ES:PDF>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Banco de Pagos Internacionales. Recuperado de: https://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf
- Deacon, J. (2000). *Securitisation: principles, markets and terms*. Asia Law & Practice, Hong Kong
- Fabozzi, Frank J. and Vinod Kothari. (2008). *Introduction to securitization*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

- Financial Stability Board (FSB). (2017). *Global Shadow banking Monitoring Report 2017*.
 _____. (2016). *Global Shadow banking Monitoring Report 2016*.
 _____. (2015). *Global Shadow banking Monitoring Report 2015*.
 _____. (2013). *Global Shadow banking Monitoring Report 2013*.
 _____. (2012). *Global Shadow banking Monitoring Report 2012*.
 _____. (2012). *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Financing*.
 _____. (2011). *Shadow banking: Strengthening Oversight and regulation*.
- Galbraith, J. (2004). *La economía del fraude inocente: la verdad de nuestro tiempo*. Crítica, España
- Gómez, M. (2019). El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: el caso de Estados Unidos. *Revista de Economía Política y Desarrollo* Vol. 1, No. 1, mayo - octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea)
- Kodres, L. (2013). What is shadow banking?. *Finance and development*, Vol. 50, No. 2, junio, pp. 42-43
- Lavoie, M. (2014). *Post-keynesian economics: new foundations*. Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited.
- Luttrell, D., Rosenblum, H. y Thies, J. (2012). Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lesson Learned. *Federal Reserve Bank of Dallas Staff Papers*, No. 18. December.
- Marshall, W. (2016). Economía política de la banca de sombra. *Revista Ola Financiera*, Vol. 9, No. 25, pp. 80-108, Revistas Indizadas, ISSN: 1870-1442
- Medina, R. (2009). Apuntes de Coyuntura: El mercado de deuda corporativa e México ante la crisis. *Comercio Exterior*, Vol. 59, No. 5, mayo, pp. 404-412
- Minsky, H. (1996). *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies*. Working paper No. 155, Jerome Levy Economics Institute
- _____. (1992). The financial instability hypothesis. *Levy Economics Institute*, Working Paper No. 74
- _____. (1988). *Money Manager Capitalism, Fiscal Independence and International Monetary Reconstruction*. Hyman P. Minsky Archive. Paper 431. Bard Digital Commons.

_____. (1986). *Global consequences of financial deregulation*. Working paper, No. 96. Washington University, Department of Economics.

Mirowski P. (2013). *Never Let a Good Crisis Go to Waste: How Neoliberalism Survived the Financial Crisis*. Verso Books.

Morey, G., (2015). *Banca en la Sombra: Oportunidad o Amenaza para la Estabilidad Financiera. Situación actual y Propuestas Regulatorias*. [Tesis de Licenciatura, Ejecutivo en Finanzas y Management], CUNEF 2013-2015.

Pozzar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. y, Boesky H. (2013). Shadow Banking. *Federal Reserve Bank of New York Policy Review, Staff Papers*. No. 458, December.

_____. (2011). Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. Working Paper, del FMI, No. WP/11/190.

_____. (2010). Shadow Banking. *Federal Reserve Bank of New. Staff reports*. No. 458.

Pozsar, Zoltan. (2014). Shadow Banking: The Money View. *Office of Financial Research Working Paper*, no. 14-04.

Ranieri, L. (1996). *The origins of Securitization, sources of its growth, and its future potential*. Ed. Leon T. Kendall and Fishman, Cambridge: MIT Press.

Roche, Marc. (2011). *El Banco. Cómo Goldman Sachs dirige el mundo*. Grupo Planeta. Barcelona, España.

Sakbani, M. (2009). The global financial crisis, central banking and the reform of the international monetary and financial system. En O. Hieronymi (Ed.), *Globalization and the reform of the international banking and monetary system*. Palgrave Macmillan, Nueva York

Sardá, S. (2005). *La titulización de derechos de crédito futuros: propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista*. [Tesis de Licenciatura]. Universitat Rovira i Virgili. Recuperada en: <http://hdl.handle.net/10803/8808>

Shwarcz, S. (1994). *The Alchemy of Asset Securitization*. Stanford Journal of Law, Business & Finance, California.

Torres, A. (2016). ¿Qué podemos entender por Shadow Banking (“banca en la sombra”)?. *Extoikos*, No. 18, pp. 63-66.

Wray, R. (2009). The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, Issue 4. pp. 807-828. Oxford University Press. July.