



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Facultad de Economía

EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESTADOUNIDENSE Y SUS CONSECUENCIAS RECIENTES (2000-2018)

T E S I S

para obtener el título de
LICENCIADA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

TAISHA NICOLETTE MONROY
ARELLANO

ASESOR: SAÚL HERRERA AGUILAR

CIUDAD UNIVERSITARIA, CDMX, 2019





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.

El presente texto y sus implicaciones pertenecen a mi familia, quienes me han amado y apoyado inclusive cuando no lo he merecido; quizás la valentía fue mía, pero el éxito es de todos. Gracias por su esfuerzo, guía y comprensión.

De igual forma, agradezco a mi asesor Saúl Herrera, cuya calidad académica fue sumamente valiosa para todas las etapas de la investigación. A él, como a los profesores Hortensia Martínez, Enrique López y Noemi Levy, les debo mi respeto y admiración ya que mantienen una calidez humana igual de significativa que su excelente nivel académico. Gracias por enseñar, guiar y motivar a todos los alumnos.

Agradezco a mis amigos por permitirme compartir su camino (Leslie Paz, Evelyn Hernández), inclusive a través de la distancia (Mijaíl Martínez, Linett Bahena y mis moritas).

Finalmente, dedico las líneas siguientes a Ivan Cruz, quien ha sabido ser mi compañero de aula, mejor amigo y fuente de amor. A ti, mi vida, gracias por la constancia de tu confianza, dulzura y apoyo; aunque, sobre todo, te agradezco por cada amanecer que decidiste abrazarnos.

Contenido

Lista de ilustraciones, cuadros y gráficas.....	5
Lista de principales siglas utilizadas.....	8
Introducción.....	10
Capítulo 1. Marco teórico	13
A. La economía Poskeynesiana y el aporte de Minsky	13
B. La financiarización de la economía	19
Capítulo 2. Marco Histórico: EUA (1970-2000)	22
A. La economía estadounidense de la década de los setenta hasta principios del siglo XXI.....	22
B. Estructura del sistema financiero estadounidense (1970-2000).....	32
B.1 Principales agentes y reguladores financieros estadounidenses.....	32
B.2 Leyes Fintech, evolución e importancia	37
B.3 Legislación financiera significativa de EUA.....	40
C. Conclusiones	43
Capítulo 3. EUA y las crisis financieras de inicios del s. XXI: la crisis Puntocom y crisis de las hipotecas <i>subprime</i>	44
A. La burbuja Puntocom de EUA o el inicio de la crisis <i>subprime</i>	44
B. Auge y estallido de la crisis hipotecaria <i>subprime</i> en EUA.....	55
B.1 La importancia de la titularización en la crisis de las hipotecas subprime	62
B.2 Ruptura de la burbuja hipotecaria: caos financiero y repercusiones en el sector real	68
C. Conclusiones	76
Capítulo 4. El impacto de La Gran Recesión en la política económica y el sistema financiero estadounidense (2009-18).....	79
A. La política económica estadounidense ante “La Gran Recesión”	80
A.1 La política monetaria no convencional de la Reserva Federal.....	82

A.2 La política fiscal y el desmesurado rescate	94
a) <i>Emergency Economic Stabilization Act of 2008</i>	96
b) American Recovery and Reinvestment Act of 2009.....	99
A.3 Estimaciones de costo y eficiencia de los programas de rescate	101
a) Estimaciones con distintos enfoques.....	103
b) Desempeño de la inversión pública después del ARRA.....	106
c) Evolución del mercado laboral y la desigualdad después del ARRA....	112
B. Implicaciones de la crisis subprime en el sistema financiero estadounidense	122
B.1 Ley Dodd-Frank: contenido y críticas.....	125
a) Regulación del riesgo sistémico y el dilema TBTF	126
b) Modificación de la conducta de los agentes financieros.....	135
c) Agrandamiento de la protección financiera.....	141
d) Últimas observaciones	148
B.2 Fenómeno Trump: principales implicaciones del retorno a la desregulación financiera.....	150
a) El camino hacia el desmantelamiento de la Ley Dodd-Frank: Crapo Bill	151
b) Consecuencias en la economía y el sistema financiero	166
C. Reflexiones finales.....	181
Referencias	185

Lista de ilustraciones, cuadros y gráficas

➤ Ilustración 1. Las estructuras financieras de Minsky y la estabilidad del sistema financiero _____	19
➤ Ilustración 2. Origen de la financiarización _____	20
➤ Ilustración 3. Principales agentes dentro del sistema financiero estadounidense ____	34
➤ Ilustración 4. Categorías de las Fintech _____	39
➤ Ilustración 5. Principales regulaciones financieras en EUA (1930-2015) _____	42
➤ Ilustración 6. Visión estadounidense de la “Nueva Economía” de principios del s. XXI	46
➤ Ilustración 7. Esquema: elementos clave para la incubación de la crisis subprime ____	56
➤ Ilustración 8. Simplificación del proceso de titularización en EUA previo a la crisis subprime _____	66
➤ Ilustración 9. EUA: Principales participantes del gobierno y sus objetivos centrales en la respuesta la crisis subprime _____	81
➤ Ilustración 10. Composición de los programas del TARP (esquema) _____	98
➤ Ilustración 11. Contenido esencial de la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor 2010 _____	124
➤ Ilustración 12. EUA: Estructura de las autoridades de regulación financiera después de la Ley Dodd-Frank _____	128
➤ Cuadro 1. Principales reguladores financieros estadounidenses _____	36
➤ Cuadro 2. EUA: evolución de indicadores seleccionados (2001-2010) _____	55
➤ Cuadro 3. Cronología de los principales eventos del estallido de la crisis hipotecaria estadounidense _____	70
➤ Cuadro 4. Rondas de la flexibilización cuantitativa estadounidense: cambios en la tenencia de activos en la hoja de balance la Fed (billones de dólares) _____	84
➤ Cuadro 5. Cuadro resumen sobre algunas estimaciones del efecto de la política monetaria no convencional en EUA _____	93
➤ Cuadro 6. Principales programas de respuesta de las autoridades estadounidenses ante el estallido de la burbuja de las hipotecas subprime _____	94
➤ Cuadro 7. ARRA: Gasto de estímulos por categoría (miles de millones de dólares) y participación porcentual _____	100
➤ Cuadro 8. EUA: balance de los principales programas de emergencia creados por la crisis de las hipotecas subprime, millones de dólares _____	102
➤ Cuadro 9. Multiplicadores de producto estimados para diferentes tipos de apoyo fiscal _____	104
➤ Cuadro 10. Evolución de la calificación de la infraestructura estadounidense según la ASCE (2001-2017) _____	110
➤ Cuadro 11. EUA: pérdidas a la economía nacional por brechas de inversión en infraestructura, billones de dólares constantes del 2015 _____	111
➤ Cuadro 12. Estudios explicando el declive de la tasa de participación de la fuerza laboral estadounidense _____	114
➤ Cuadro 13. EUA: Implicaciones incluidas en la Ley Dodd-Frank para los reguladores financieros _____	126

➤ Cuadro 14. Principales recomendaciones del Tesoro sobre el ajuste de la Ley Dodd-Frank a los “principios básicos de la regulación financiera” de Trump _____	153
➤ Cuadro 15. Modificaciones de la Ley Dodd Frank en la aplicación de los estándares prudenciales consecuencia de la entrada en vigor del Relief Act, millones de dólares estadounidenses _____	155
➤ Cuadro 16. Desempeño de la desregulación económica de la administración Trump _____	167
➤ Cuadro 17. Principales indicadores macroeconómicos de EUA, comparación entre la administración Obama y Trump, (2009-2018), porcentaje _____	168
➤ Cuadro 18. EUA: TMAC del total de activos financieros y pasivos reportados por todos los sectores nacionales y el resto del mundo, varios años, porcentaje _____	175
➤ Cuadro 19. EUA: total de activos como porcentaje del PIB, entidades financieras seleccionadas, (2000-2016), porcentaje _____	177
➤ Gráfica 1. EUA y OCDE (total): evolución de la TAC del PIB (1970-2000) _____	23
➤ Gráfica 2. EUA: evolución de la balanza de cuenta corriente, millones de dólares estadounidenses (1970-2000) _____	24
➤ Gráfica 3. EUA: evolución de la tasa de interés (1980-2000) _____	27
➤ Gráfica 4. EUA: evolución de los ingresos fiscales como porcentaje del PIB (1972-2000) _____	28
➤ Gráfica 5. Evolución de la deuda pública federal como porcentaje del PIB (1975-2000) _____	30
➤ Gráfica 6. EUA: evolución del índice NASDAQ Composite (1996-2002) _____	49
➤ Gráfica 7. EUA: índice de ventas finales y costo neto de producción de computadoras y equipos electrónicos (1990-2005) _____	51
➤ Gráfica 8. EUA: evolución mensual de la tasa de interés efectiva de los fondos federales (1991-2008) _____	53
➤ Gráfica 9. Evolución del S&P/Case-Shiller índice nacional de precios de la vivienda en EUA, 2000=1000 (1995-2010) _____	59
➤ Gráfica 10. EUA: Evolución de la participación porcentual de los principales préstamos de los bancos comerciales (2000-2017) _____	60
➤ Gráfica 11. Evolución del ratio de principales obligaciones financieras de la población estadounidense, con ajuste estacional (1995-2018) _____	62
➤ Gráfica 12. EUA: distribución de los activos financieros totales, porcentaje (1980-2016) _____	72
➤ Gráfica 13. Evolución de la TAC del PIB de EUA y los miembros de la OCDE (2000-2017) _____	74
➤ Gráfica 14. EUA: evolución de la tasa de interés de los fondos federales, porcentaje (2000-2018) _____	83
➤ Gráfica 15. Factores que afectan la hoja de balance de la Reserva Federal (2008-2018), millones de dólares _____	85
➤ Gráfica 16. EUA: evolución trimestral de la tasa de inflación esperada a 10 años (2008-2014) _____	87
➤ Gráfica 17. EUA: evolución trimestral de la deuda total de los hogares y de la deuda pública total como porcentaje del PIB _____	88

➤ Gráfica 18. EUA: evolución trimestral del índice del dólar ponderado por el comercio de bienes y servicios, (1997=100), 2008-2014, sin ajuste estacional _____	89
➤ Gráfica 19. EUA: evolución trimestral de las exportaciones netas de bienes y servicios, 2008-2014, (miles de millones de dólares)_____	89
➤ Gráfica 20. EUA: evolución del ingreso real disponible promedio de los hogares en precios del 2017 (2006-2016), miles de dólares _____	91
➤ Gráfica 21. EUA: TAC de los principales ingresos fiscales del gobierno federal (2007-2018), porcentaje _____	101
➤ Gráfica 22. EUA: distribución porcentual de los costos estimados de inversión pública debido al ARRA _____	107
➤ Gráfica 23. EUA: evolución de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB (2007-2016) _____	111
➤ Gráfica 24. EUA: evolución de la participación de la fuerza laboral civil total (2005-2017), porcentaje _____	113
➤ Gráfica 25. EUA: comparación del nivel de empleo por tipo de industria antes y después de la Gran Recesión, porcentaje _____	116
➤ Gráfica 26. EUA: evolución de la tasa de desempleo oficial y de la tasa U-6 (2000-2018), porcentaje _____	117
➤ Gráfica 27. EUA: evolución de la tasa de desempleo por raza (2005-2015), porcentaje _____	119
➤ Gráfica 28. EUA: Porcentaje de cambio en el ingreso promedio de los hogares por quintil entre 2007 y 2015 _____	120
➤ Gráfica 29. Alcance en los instrumentos financieros de la Regla Volcker 2.0, comparación con la Regla Volcker vigente hasta 2018. Miles de millones de dólares. _____	162
➤ Gráfica 30. EUA: evolución de los ingresos netos de los bancos comerciales, (2007-2017) millones de dólares _____	164
➤ Gráfica 31. EUA: evolución del total de crédito al consumo propio y titularizado, pendiente, billones de dólares ajustados estacionalmente (2009-2018) _____	170
➤ Gráfica 32. EUA: evolución del saldo total de la deuda de los hogares y su composición (2003-2018) _____	172
➤ Gráfica 33. EUA: evolución de indicadores de estrés financiero (2000-2018) _____	174
➤ Gráfica 34. Comparación del total de crédito privado como porcentaje del PIB, otorgado por el sector bancario y la banca paralela, (2000-2016), porcentaje _____	176
➤ Gráfica 35. EUA: evolución de la inversión neta directa y de cartera, (2000-2018), millones de dólares ajustados _____	178
➤ Gráfica 36. EUA: comparación de los dividendos pagados y recibidos por las entidades financieras y no financieras, (2000-2018), millones de dólares _____	179
➤ Gráfica 37. EUA: TAC del consumo de los hogares y organizaciones no lucrativas en servicios financieros y bienes durables (2001-2018), porcentaje _____	180

Lista de principales siglas utilizadas

Países y organizaciones internacionales		Entidades reguladoras	
BCBS	Comité De Supervisión Bancaria De Basilea	CFPB	Buró Financiero De Protección Al Consumidor
BCE	Banco Central Europeo	CFTC	Comisión De Comercio De Futuros De Productos Básicos
BIS	Banco Internacional De Pagos	FDIC	Seguro De Depósito Federal
CPMI	Comité De Pagos E Infraestructuras De Mercado	Fed	Reserva Federal
EUA	Estados Unidos	FHFA	Agencia Federal Del Financiamiento A La Vivienda
FMI	Fondo Monetario Internacional	FINRA	Autoridad Reguladora De La Industria Financiera
FSB	Junta De Estabilidad Financiera	FTC	Comisión Federal De Comercio
IAIS	Asociación Internacional De Supervisores De Seguros	MSRB	Junta Municipal De Reglamentación De Valores
IASB	Junta De Normas Internacionales De Contabilidad	NCUA	Administración Nacional De Cooperativas De Crédito
IOSCO	Organización Internacional De Comisiones De Valores	NFA	Asociación Nacional De Futuros
NGFS	Comité Del Sistema Financiero Global	OCC	Oficina Del Controlador De La Moneda
OCDE	Organización Para La Cooperación Y El Desarrollo Económicos	SEC	Comisión De Valores De EUA
RU	Reino Unido	Otros organismos estatales	
UE	Unión Europea	ASCE	Sociedad Americana De Ingenieros Civiles
Relacionadas al sistema financiero		BRFNY	Banco De La Reserva Federal De Nueva York
ABS	Valores Respaldados Por Activos	CFTC	Comisión De Comercio De Futuros
CDO's	Obligaciones De Deuda Garantizadas	CRS	Congreso De Servicios De Investigación
CDS	Obligaciones De Deuda Garantizadas Sintéticas	EIA	Administración De Información Energética De Los Estados Unidos
CRA	Agencias De Calificación Crediticia	Fannie Mae	Asociación Federal De Hipotecas
FSF	Foro De Servicios Financieros	Freddie Mac	Corporación Federal De Préstamos Hipotecarios
G-SIB's	Instituciones Financieras Globales Sistémicamente Importantes	FSOC	Consejo De Supervisión De Estabilidad Financiera
G-SIFI's	Instituciones Financieras Sistémicamente Importantes	FTC	Comisión Federal De Comercio
G-SII's	Aseguradoras Globales Sistemáticamente Importantes	GAO	Oficina De Responsabilidad Del Gobierno De EUA

MBS	Valores Respaldados Por Hipotecas	HUD	Departamento De Vivienda Y Desarrollo Urbano De Estados Unidos
REITs	Fideicomisos De Inversión Inmobiliaria	NBER	Oficina Nacional De Investigación Económica
SB	Sistema De Banca En La Sombra O Paralelo	NCUA	Administración Nacional De Las Uniones De Crédito
SIV	Vehículos Estructurados De Inversión	NCUSIF	Fondo De Seguro De Acciones Nacionales De Credit Union
SPE	Entidades De Propósito Especial	NRSRO	Organización De Calificación Estadística Reconocida A Nivel Nacional
SPVs	Vehículos De Propósito Especial	OFR	Oficina De Investigación Financiera
TBTF	Demasiado Grande Para Quebrar	OFS	Oficina De Estabilidad Financiera
Programas de rescate estadounidenses		OLA	Autoridad De Liquidación Ordenada
ARRA	Ley De Recuperación Y Reinversión Americana Del 2009	OTS	Oficina De Supervisión De Ahorro
CPP	Programa De Compra De Capital	Otras siglas utilizadas	
EESA	Ley De Emergencia Para La Estabilización Económica	AIG	American International Group
HELOC	Línea De Crédito Con Garantía Hipotecaria	CEO	Director Ejecutivo
HERA	Ley De Recuperación Económica De La Vivienda De 2008	CGV	Cadenas Globales De Valor
LSAP	Programas De Compra De Activos A Gran Escala	HIP	Hipótesis de la Inestabilidad financiera
PPIP	Programa De Inversión Público Privada	IED	Inversión Extranjera Directa
TARP	Programa De Alivio De Activos Problemáticos	NAIRU	Tasa De Inflación No Aceleradora Del Desempleo
S. 2155	Ley De Crecimiento Económico, Alivio Regulatorio Y Protección Del Consumidor	NINJAS	Sin Ingresos, Sin Trabajo, Sin Activos
Medidas		QE	Flexibilización Cuantitativa
LP	Largo Plazo	TIC's	Tecnologías De La Información Y De La Comunicación
mdd	Millones De Dólares	WASP	Blanco, anglosajón y protestante
TAC	Tasa Anual De Crecimiento		
TMAC	Tasa Media Anual De Crecimiento		

Introducción

La segunda guerra mundial tuvo múltiples consecuencias, siendo una de las más trascendentales la instauración de Estados Unidos (EUA) como primera potencia mundial. Primero, con la instauración de su moneda como depósito mundial de valor al aprovechar su posición de acreedor mundial e instaurar el dólar en una paridad fija al oro (Tratado de Bretton Woods, 1944); segundo, mediante la exportación de un estilo de vida que sólo el capitalismo podría conceder¹ y tercero, a través del aprovechamiento de sus *condiciones estructurales* que le facilitan la fragmentación productiva en distintos países, con la consiguiente maximización y apropiación de los rendimientos.

En vista de lo cual, las decisiones de política económica de EUA han influido de forma significativa en el resto de las economías, prácticamente desde la década de los cuarenta, sin importar la posición geográfica o el nivel de desarrollo económico. Ejemplo de ello es la última crisis financiera gestada dentro del mercado inmobiliario estadounidense, pero exportada a la economía internacional a tal grado que una década después permanecen las consecuencias nocivas principalmente en el ámbito económico, pero también en el resto de las esferas sociales y políticas; hecho que no solo da cuenta del poderío estadounidense sino también del grado de interconexión entre los sistemas financieros nacionales.

Razones por las cuales el presente texto es el resultado de una investigación con el **objetivo general** de analizar las implicaciones directas del desarrollo del sistema financiero estadounidense dentro de su economía, en el periodo comprendido entre el 2000 y el 2018; en otras palabras, se pretende describir el desenvolvimiento de la economía de EUA a través de las transformaciones en su sistema financiero. Cabe destacar que pese al reconocimiento de que existen otros elementos (internos y externos) que intervienen en el desempeño de una economía, el texto se enfoca en el sistema financiero debido a que la **hipótesis** planteada es que el desarrollo

¹ Nos referimos a la instauración del famoso “sueño americano” a consecuencia del triunfo del capitalismo en la Guerra Fría.

del sector financiero del país incentivó a la preferencia en su crecimiento respecto al sector productivo, lo que a su vez fue resultado de la rapidez en la obtención de rentabilidad.

El texto se divide en cuatro capítulos, la mayoría divididos en 2 secciones de contenido y una de conclusiones. El *primer capítulo* contiene el marco teórico elegido (**poskeynesiano**), en donde se resalta particularmente la “hipótesis de la inestabilidad financiera” de Minsky, y el concepto de “**financiarización**” tal como será entendido en la investigación, mismo que a pesar de no identificarse como poskeynesiano es particularmente requerido por el periodo de estudio, pero cuyas peculiaridades impiden limitarlo a una nota.

El *segundo capítulo* atiende al marco histórico, dividido en dos secciones, la primera a modo de contextualización económica, política y social del país, a la vez que la segunda atiende exclusivamente a los elementos que forjaron la estructura del sistema financiero estadounidense previo a las crisis financieras.

El periodo propuesto en ambas secciones es de la década de los setenta hasta principios del siglo XXI, mismo que a pesar de involucrar dos grandes décadas de recesión y crisis mundial, se considera vital para la investigación debido a que los setenta traen consigo un fenómeno monetario y productivo nunca antes experimentado (estanflación), lo cual derivó en el comienzo de la desestabilización económica de EUA (particularmente en las finanzas públicas) y en consecuencia, inició las condiciones políticas, económicas y sociales para la posterior desregulación financiera. Mientras que en el los ochenta se experimenta el apogeo de la *embestida neoliberal*² y el proceso globalizador³, elementos sumamente

² El **neoliberalismo** es un modelo económico caracterizado por la priorización del mercado como único capaz de asignar eficientemente los recursos escasos pero siempre que no existan fuerzas que entorpezcan su funcionamiento; en otras palabras, el pensamiento neoliberal, postula la reducción de intervención estatal en todas sus formas y esferas (productiva y financiera), lo cual **se retradujo en un significativo proceso de desregulación y apertura.**

³ La **globalización** es un proceso de **aceleración de la integración mundial**, facilitado en general por los desarrollos tecnológicos pero particularmente por la **evolución de las TIC's**. En definitiva, las innovaciones tecnológicas complejizaron el sistema financiero, y con ello la regulación financiera y el comportamiento de los agentes.

importantes para la evolución del sistema financiero de EUA y del resto de la economía mundial.

Ahora, el **sistema financiero** es la estructura mediante la cual se otorga financiamiento a los agentes que lo solicitan y cumplen con los requisitos (agentes deficitarios), recursos que son proporcionados por otros agentes superavitarios que prefieren posponer su consumo con tal de obtener una ganancia de ello (tasa de interés); entre ambos, existe una entidad intermediadora que facilita la realización del financiamiento, labor que anteriormente bastaba por ser ejecutada por los bancos pero que en la actualidad es materia también de otro tipo de entidades, surgidos a raíz de la evolución del sistema capitalista, aunque en particular por los elementos anteriormente mencionados (nota 1 y 2). Con ello, la sección B del capítulo 2 describe a los principales agentes y reglamentaciones financieras que dan forma a la **estructura básica** del sistema financiero de EUA.

El *tercer capítulo* aborda en dos secciones el desenvolvimiento de la economía estadounidense (entre la década de los noventa y principios del siglo XXI) a la luz de los cambios en la política económica y su efecto en el sistema productivo y financiero. La primera sección acentúa la conexión entre la “Nueva Economía” estadounidense (resultado del optimismo generalizado de la década de los noventa), y el estallido de la **burbuja Puntocom**; mientras que la segunda puntualiza la relación de dichos elementos con la **crisis de las hipotecas subprime**, haciendo particular énfasis en la importancia de las innovaciones y desregulaciones financieras experimentadas.

Finalmente, el *cuarto capítulo* es el único dividido en tres secciones muy entrelazadas pero que vale la pena diferenciar. La sección A aborda las implicaciones de la Gran Recesión en materia de política económica pero excluyendo las consecuencias en materia financiera, mismas que se atienden en la sección B y acentúan principalmente los aspectos regulatorios; todo ello para concluir con una serie de reflexiones resultado de la investigación en conjunto (sección C).

Capítulo 1. Marco teórico

Tal como se adelantó en la introducción, el marco teórico elegido para guiar la investigación es heterodoxo, específicamente **poskeynesiano**, ya que si bien existen muchas diferencias dentro de las corrientes ortodoxas y heterodoxas,⁴ la base de construcción de cada una se encuentra en los límites y alcances de los agentes económicos al momento de tomar decisiones, es decir, en la presencia o ausencia de **incertidumbre**.

Los heterodoxos consideran que los agentes económicos actúan de acuerdo a sus intereses, pero dentro de ciertos límites establecidos básicamente por la presencia de decisiones de carácter institucional y de información asimétrica; las primeras modifican las decisiones de optimización de los agentes por medio de alteraciones al comportamiento económico, mientras que información asimétrica en esencia da cuenta de cierto nivel de **especulación** incluido, por la presencia de costos y distorsiones de la información, en las decisiones de los agentes económicos.

De esta manera, la corriente heterodoxa brinda las herramientas para atender la siguiente **pregunta de investigación**: ¿Cuáles han sido las consecuencias del desarrollo del sistema financiero estadounidense entre el 2000 y el 2018?, pues nos parece pertinente la aceptación de la presencia de incertidumbre y especulación como elementos explicativos fundamentales en la formación de burbujas financieras incluidas en el periodo elegido.

A. La economía Poskeynesiana y el aporte de Minsky

El **poskeynesianismo** es una escuela de pensamiento heterodoxa plagada de matices empezando por el mismo concepto, pues además de incluir distintas

⁴ Para mayor precisión de los contrastes y semejanzas entre las corrientes de pensamiento ortodoxas y heterodoxas, referirse a Ponsot (2017) y Mántey (1994).

versiones gramaticales,⁵ es debatible su origen y alcance. Para algunos autores como Ponsot (2017) la corriente poskeynesiana surge en la década de los cincuenta como un conjunto de distintas reacciones a los trabajos de Keynes, pero reconocida como escuela de pensamiento económico dos décadas después (setenta).

Otros autores como King (2009) consideran que en realidad no existe un punto de partida plenamente distinguible del origen de la corriente poskeynesiana, ya que las características de su pensamiento se encuentran inclusive antes de 1936 – cuando surge la *Teoría General* de Keynes–, además de que algunos de sus representantes más importantes no se reconocían a sí mismos como poskeynesianos⁶.

Ello es sumamente importante ya que, detrás de la discrepancia sobre el origen de la corriente poskeynesiana se encuentra la pertenencia de los autores, y como resultado una dificultad de distinción los principales postulados poskeynesianos.⁷ Aunque Boyer (2011) y León (2007) aportan que esta versatilidad le brinda al pensamiento poskeynesiano mayor amplitud de interacción con otras teorías no estrictamente económicas; aunado a que la mayoría de los historiadores económicos reconocen que los principales representantes son: Roy Harrod, Richard Kahn, Joan Robinson, Nicholas Kaldor y Michael Kalecki (Lavoie, 2004; León, 2007).

Existen también distintas versiones sobre los alcances en la definición de la corriente poskeynesiana. Por mencionar algunas:

“La teoría postkeynesiana es un antídoto contra el <<pensamiento único>>, y ofrece un útil apoyo teórico a quienes desean cuestionar la economía dominante y oponerse a las políticas de austeridad. La teoría postkeynesiana, al igual que la teoría neoclásica, posee unos fundamentos microeconómicos [...] más realistas. Las teorías macroeconómicas que se derivan de ellos se plasman en políticas económicas que difieren radicalmente de aquellas

⁵ Dependiendo del idioma y del estilo en el uso de mayúsculas y guiones. Por ejemplo: postkeynesiano, post-keynesiano, Pos Keynesiano, Pos-Keynesiano, etc.

⁶ En sus palabras:

“[...] aunque Kahn, Kaldor, Robinson y sus colegas no usaban una única etiqueta para describir sus esfuerzos y no se veían a ellos mismos encabezando una ofensiva contra la síntesis neoclásica.” (King, 2009, pp. 241-242)

⁷ Aunque esto no significa que sea imposible, de hecho, Lavoie (2004; p. 24) indica que la preferencia de las condiciones de demanda sobre las de oferta y la existencia de incertidumbre dentro de la toma de decisiones son algunas de las principales características del pensamiento poskeynesiano.

políticas que se inspiran en los fundamentos microeconómicos neoclásicos.” (Lavoie, 2004: 9)

Por otra parte, Howells (2014) apunta:

“[...] puede considerarse que la PKE (*economía postkeynesiana*) ofrece una crítica de la economía convencional u ortodoxa (neoclásica) y por ello se la alinea con otras escuelas de pensamiento heterodoxas, en concreto con los institucionalistas, pero también, en lo que se refiere en algunos temas, con la economía marxista.” (Howells, 2014: 16) *Cursivas añadidas.*

Mientras que Lee (2000) indica:

“En la década de 1950, el término "postkeynesiano" se usó en un sentido cronológico para describir libremente una amplia gama o desarrollos de la *post-Teoría General* en macroeconomía y teoría monetaria. También se usó más específicamente en los Estados Unidos para denotar la síntesis entre la macroeconomía keynesiana y la microeconomía neoclásica.” (Lee, 2000: 5) Traducción propia.

De forma que es posible decir que la corriente poskeynesiana es una escuela de pensamiento heterodoxa formada por distintas posiciones y difícilmente ubicada en el tiempo, pero cuyos esfuerzos en conjunto representan una alternativa a la teoría dominante, pues utilizan supuestos acotados a la realidad económica para analizar el efecto de los postulados keynesianos en el largo plazo.

Ahora bien, aunque existen distintas corrientes poskeynesianas,⁸ la investigación se guiará por la de los **poskeynesianos americanos**, también llamados *poskeynesianos marshallianos, fundamentalistas, keynesianos financieros*. Son conocidos así debido a que sus representantes iniciales surgieron en Estados Unidos: Sidney Weintraub, Paul Davidson, Hyman Minsky, etc. (aunque sus representantes actuales pertenecer a otras partes del mundo), siendo los aportes de éste último la base del marco teórico.

Hyman Minsky se graduó en economía en la Universidad de Chicago, ejerció como docente en la Universidad de Brown (1949-57), la Universidad de Berkeley (1957-65) y en la Universidad de Washington de San Luis hasta concluir su carrera.

⁸ Las cuales también son objeto de discusión y se encuentran detalladas en Ponsot (2017).

Aunque sus publicaciones comenzaron en la década de los cincuenta, fue hasta 1992 en el texto "*Schumpeter and Finance*" cuando se dio a conocer su principal aportación: la "**hipótesis de la inestabilidad financiera**" (HIF), misma que para Levy (2013) surge como una explicación alternativa a los planteamientos de Keynes sobre el comportamiento de los mercados de capitales en relación a la preferencia por la liquidez, en sus palabras:

"Minsky [...] sostiene, primero, que los mercados de capitales no financian directamente a los prestatarios, función que asume la banca, y que dichos mercados otorgan liquidez a los activos no líquidos, sean estos títulos financieros bancarios o no bancarios. El incremento de liquidez se realiza a través de **innovaciones financieras**, que crean títulos sobre diversos activos subyacentes. La particularidad de Minsky es que supone un comportamiento cíclico del mercado de valores, en cuya fase de auge aumentan los precios de los títulos financieros ("**inflación financiera**"), y en cuya fase descendente caen, o sea, tiene lugar una deflación financiera. La tendencia cíclica se explica con base en diversos factores, entre los cuales destacan los niveles de apalancamiento." (Levy, 2013: 131) Resaltado (negritas) propio.

Aunque Minsky (1992) considera que la HIF es una interpretación surgida de la *Teoría General* de Keynes y de la visión crediticia del dinero y las finanzas de Schumpeter. *Su particularidad es romper con el equilibrio en el mercado financiero supuesto por la visión convencional.* Expliquemos:

Minsky indica que las empresas requieren de financiamiento para ejercer sus actividades, ello implica que al tomar las decisiones de inversión necesarias para ejercer la producción, lo que hacen es comprometer el "dinero presente" por "dinero futuro", es decir, por un determinado monto de ganancias futuras.

En términos de las hojas de balance de las empresas, lo anterior implica que los pasivos financian a los activos, lo que en otras palabras significa que el desarrollo del sistema financiero (en particular de las **innovaciones financieras**) incentivó que las empresas prefiriesen la obtención de recursos por medio de operaciones en la bolsa, que con fondos propios o bajo créditos bancarios.

Los créditos bancarios tienen la gran dificultad de ser obligaciones intransferibles y estar sujetos a las expectativas de los banqueros sobre la seguridad de cumplimiento del prestatario, mientras que las innovaciones financieras según

Minsky, han logrado el otorgamiento de liquidez a aquellos activos que inicialmente eran no líquidos, lo cual implica que las empresas tienen mayores opciones de financiamiento tanto en tipo (los subyacentes que pueden ser utilizados para generar distintos títulos financieros) como en duración, pues las operaciones en la bolsa no imponen una fecha de cumplimiento ligada específicamente a un acreedor (créditos) y las deudas de corto plazo pueden ser aplazadas al revenderse los títulos financieros. El lector no debe perder de vista que, en esencia, *la HIF de Minsky denuncia la existencia un nivel de interconexión entre los ciclos financieros debido a la naturaleza del sistema capitalista, cuya consecuencia es la ausencia del tan supuesto equilibrio neoclásico.*

Al exponer su HIF Minsky (1992) hace hincapié en dos puntos centrales: por una parte, las **expectativas** son determinantes en el desarrollo del sistema capitalista, ya que mientras los “estados de confianza” sean optimistas (y por ende las expectativas de los agentes económicos), el sistema generará un flujo favorable de contratos o compromisos financieros futuros (mediante los cuales se financiará la inversión presente) y los contratos financieros presentes mantendrán precios adecuados, inclusive con una ligera tendencia a la “**inflación financiera.**” De forma que todo lo anterior se revierte ante la presencia de expectativas negativas, y si como acabamos de señalar, existe una interconexión entre los ciclos financieros, entonces los estados de ánimo negativos generarán que existan mayores dificultades de recuperación ante un declive económico.

Por otra parte, al ser HIF una expresión del impacto del origen y cumplimiento de las deudas en el sistema financiero (Minsky, 1992), entonces las entidades que conforman dicho sistema se vuelven de vital importancia. Para Minsky, existen tres tipos de **estructuras de financiamiento**, dadas por la conducta de las empresas con respecto a sus hojas de balance:

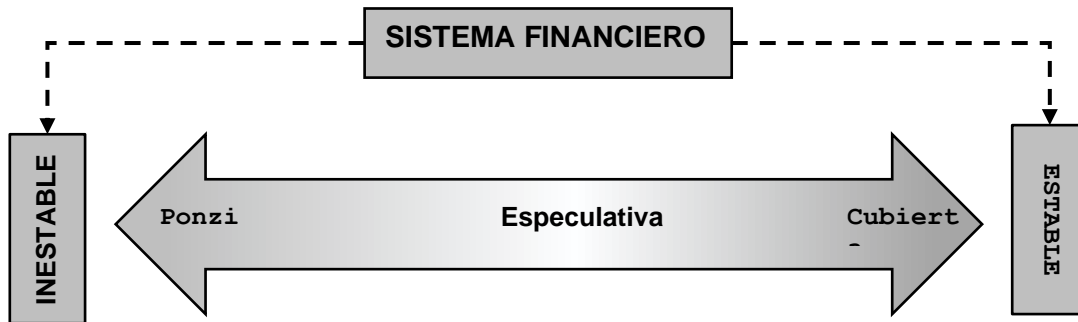
- Las cubiertas (*hedge financing units*): aquellas cuyos activos permiten generar ingresos suficientes como para “cubrir” sus compromisos financieros en cualquier punto del tiempo.

- Las especulativas (*Speculative finance units*): aquellas que durante algunos periodos enfrentan deficiencias de ingreso provenientes de los activos, las cuales les impiden cumplir con sus obligaciones, aunque en conjunto sí serán cubiertos los compromisos (Toporowski, 2016). En otras palabras, ello implica que de las deudas adquiridas son capaces de cumplir con el pago del capital pero no así con los intereses, mientras que las estructuras financieras cubiertas sí pueden cumplir con ambos elementos.
- Las Ponzi (*Ponzi finance units*): aquellas cuyos flujos de caja no son suficientes como para cumplir con ninguna de sus obligaciones, ante lo cual las entidades se ven orilladas a aumentar sus deudas (lo cual intensifica el problema) o bien, a vender sus títulos financieros en posesión. Sin embargo, esta última acción puede provocar una **deflación financiera** si es que el sistema financiero en su conjunto se encuentra comprometido con estructuras tipo Ponzi.

La Ilustración 1 muestra una ejemplificación visual de lo anteriormente señalado, con la característica de relacionar el tipo de estructura financiera prevaleciente con la estabilidad del sistema financiero. En efecto, Minsky (1992) indica que entre mayor sea el predominio de entidades bajo una estructura Ponzi o especulativa, mayores serán las probabilidades de que el sistema financiero en general enfrente un problema de inestabilidad, la cual puede trasladarse al sector real.

Recuérdese que la inversión presente depende, entre otros factores, de las expectativas de ganancia futuras las cuales, al verse ensombrecidas desincentivan las decisiones de inversión. Además, Minsky señala que aquellas economías que se vean agobiadas por dificultades inflacionarias, muy probablemente verán colapsar su sistema financiero si las autoridades impulsan una restricción monetaria a modo de control de precios, ya que ello generará que las estructuras especulativas se conviertan en tipo Ponzi, y que las que ya estaban en dicha etapa, “se evaporen rápidamente” (Minsky, 1992).

Ilustración 1. Las estructuras financieras de Minsky y la estabilidad del sistema financiero



Fuente: elaboración propia.

Por último, de la HIF se rescata que los ciclos económicos se componen de dos elementos (que varían según la corriente de pensamiento): la dinámica interna y del tipo de sistema regulatorio y de intervención que mantienen las economías capitalistas (Minsky, 1992).

B. La financiarización de la economía

Aunque el concepto de “financiarización” fue utilizado por primera vez en 1994⁹, la academia aún no ha logrado llegar a un consenso sobre sus fronteras. Su origen se sitúa según Levy (2013) entre la década de los cincuenta y los sesenta, cuando una combinación de distintos factores conllevó al aumento de las actividades bursátiles, así como del número y tipo de agentes económicos involucrados en ellas. Ante lo cual surgió un incentivo hacia la **desregulación financiera**, lograda finalmente en la década de los ochenta, creándose así las condiciones para la supremacía del capital financiero sobre el productivo, es decir, para la financiarización de la economía (Ilustración 2).

⁹ Por Giovanni Arrighi en su libro “*The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times.*”

Ilustración 2. Origen de la financiarización



Fuente: elaboración propia con base en Levy (2013: 201).

Ahora bien, para Epstein (2005), la financiarización se refiere al aumento de la importancia de la esfera financiera respecto a sus mercados, instituciones, motivos y élites, por sobre el comportamiento de las economías. Mientras que para Boyer (2000) la financiarización de la economía, se refiere a la creación en el sistema financiero de una tasa de rendimiento mínima (“norma financiera”) del sector productivo, la cual condiciona el desplazamiento del capital desde la producción hasta las finanzas¹⁰.

Por último, Stockhammer (2008) aporta al concepto de financiarización el reconocimiento de que la economía reacciona en todos sus niveles ante variaciones en el mercado de valores, es decir que si bien perturbaciones en la esfera financiera incidirán de primera mano en el sistema financiero, así mismo habrán efectos colaterales a nivel económico, social, político y hasta cultural.

En las definiciones anteriores se observa que el concepto de financiarización puede abordarse desde distintos enfoques, pero con la constante de considerar a la creciente dominación del sector financiero sobre el sector productivo, como la

¹⁰ Esto debido a que, al verse por debajo de la rentabilidad en el sector financiero, los agentes prefieren realizar operaciones en la bolsa de valores que aumentar su inversión, lo cual tiene implicaciones en la economía en general pero particularmente en el nivel de empleo y el salario.

“financiarización de la economía” donde los asalariados son los más afectados.

Sobre esto Levy (2013) aporta:

“[...] la financiarización de las relaciones de producción [...] supone que el mercado de valores tiene como principal función la redistribución del ingreso en favor de los tenedores de las acciones, provocando un efecto negativo sobre el volumen del empleo y la participación de los salarios y sueldos en el valor agregado. Tiene lugar una redistribución del ingreso en detrimento de los dueños de la fuerza de trabajo.” (Levy, 2013: 202).

Finalmente, los efectos de la financiarización de la economía aún son objeto de estudio, sin embargo, vale la pena señalar que dentro de los más importantes se encuentran la reconfiguración de las decisiones de inversión (en particular en situaciones de supervivencia)¹¹ y del modo de producción, mismos que están presentes en la evolución de la economía estadounidense, tal cual se demuestra en el capítulo siguiente.

¹¹ Pues durante el auge del mercado de capitales en el periodo de posguerra, tuvieron lugar bastas fusiones y adquisiciones empresariales, particularmente en EUA (Levy, 2013), lo cual llevó a las empresas a **desviar capital de la inversión productiva hacia la bolsa** de valores (financiarización), a fin de aumentar el valor de sus empresas y evitar fusiones y adquisiciones forzosas, o bien fortalecerse para adquirir a la competencia.

Capítulo 2. Marco Histórico: EUA (1970-2000)

Existe una abundante cantidad de elementos que mediante su combinación, generan las peculiaridades de cada país, mismas que determinan su forma de inserción dentro de la economía mundial (Dabat, 2017) aunque particularmente sus decisiones de política económica. Por ello, antes de emprender el desarrollo de la pregunta de investigación, en el presente capítulo se presenta el contexto histórico estadounidense previo a la crisis *subprime*: desde los elementos económicos, políticos y sociales que gestaron la política económica (sección A), hasta lo referente a la conformación de la estructura básica del sistema financiero de EUA (sección B), ante lo cual se advierte al lector que el objetivo no es ser exhaustivos, sino presentar un bosquejo simplificado de forma que se obtengan los elementos fundamentales para comprender la crisis hipotecaria.

A. La economía estadounidense de la década de los setenta hasta principios del siglo XXI

Después de la segunda guerra mundial EUA atravesó por un periodo temporal de auge económico¹² hasta la década de los setenta. La gráfica 1, muestra una comparación de la tasa anual de crecimiento (TAC) del PIB de EUA y del total de los miembros de la OCDE entre 1970 y el 2000 (por periodo presidencial y partido político estadounidense),¹³ en donde se observa primero, el efecto negativo mundial de la crisis del petróleo (1973-75), la “década perdida” de los ochenta y la recesión

¹² Hecho que según Marichal (2010) respondió entre otras cosas, a que la transformación de una “economía de guerra” a una de paz permitió la recuperación de industrias que habían estado marginadas (de “línea blanca”, automotriz, construcción, etc.) gestándose así los “años dorados” del país.

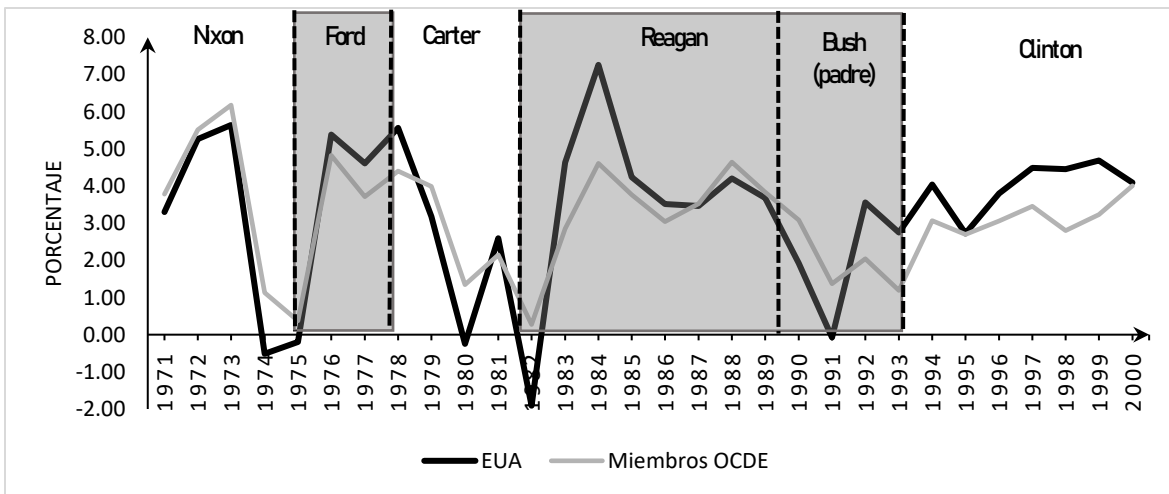
¹³ En lo siguiente las gráficas serán ilustradas de esta forma (salvo algunas excepciones) puesto que se considera que el factor **político** es decisivo en tanto a las decisiones de política económica; componente que según Levy (2013) suele dejarse de lado por algunos economistas y que será un elemento explicativo considerable en el resto de la investigación.

de principios de los noventa. Segundo, que los periodos con mayor dinamismo coinciden con una Administración republicana, aunque el promedio es del 3%.

Tercero, se ilustra el periodo de **estanflación** desde 1973 hasta principios de los ochenta donde país se enfrentó una crisis productiva (que azoró a la mayoría de los países capitalistas en dicho momento) pero combinada con un fenómeno monetario, lo cual generó desconcierto teórico pues las medidas de política económica tradicionales incentivaban la inflación o empeoraban la crisis productiva (Rodríguez, 2005), es decir que la política de *stop-and-go* no resolvía la situación.

De ahí la llegada de Nixon a la Casa Blanca y su política monetarista pura, la cual responsabilizaba por el desajuste económico a las medidas de corte keynesiano utilizadas hasta el momento. No obstante, la estanflación se prolongó casi una década (entre administraciones demócratas y republicanas), expresándose en incrementos en el desempleo (del 4% al 6%), alta inflación (de hasta el 8%), desindustrialización y pérdida de competitividad internacional (Rodríguez, 2005).

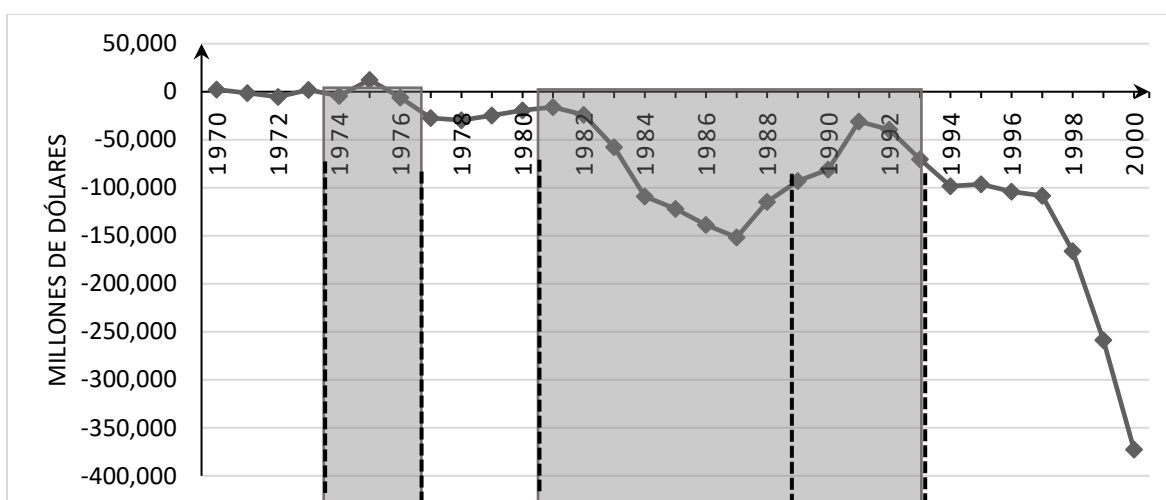
Gráfica 1. EUA y OCDE (total): evolución de la TAC del PIB (1970-2000)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.
Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por el BM (2019) y The White House (2019).

También es durante la década de los setenta que comienza a gestarse el déficit de cuenta corriente estadounidense del cual ya nunca se recuperaría –a pesar de experimentarse algunas recuperaciones (gráfica 2)–, y que sería reflejo de la situación del sector industrial del país y del mundo (relaciones comerciales afectadas negativamente), principalmente por *la subvaluación del yen y del marco alemán frente al dólar estadounidense*, y a la significativa *diferencia de productividad* entre dichos países.

Gráfica 2. EUA: evolución de la balanza de cuenta corriente, millones de dólares estadounidenses (1970-2000)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.
 Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por BEA (2019) y The White House (2019)

Lo anterior surgió principalmente por la estrategia de EUA ante la *Guerra Fría* pues su pericia se basó en la creación a alianzas geopolíticas, que en los hechos fueron una propagación del modelo capitalista estadounidense a fin de fortalecer su hegemonía frente a la “amenaza comunista.”¹⁴ Así, se creó el Plan Marshall (1948), oficialmente llamado “*European Recovery Program*” porque precisamente su

¹⁴ Cabe señalar que de acuerdo a Hobsbawm (1998), si bien no está claro cuál de dichas naciones originó el conflicto, lo que sí es cierto es que la connotación política fue estadounidense. De forma que dicho autor considera que el objetivo implícito del Plan Marshall fue evitar que los países en precariedad económica se adhirieran al régimen comunista

objetivo explícito fue la recuperación económica europea (y japonesa) de los estragos de la segunda guerra mundial.¹⁵

Es así que Alemania y Japón experimentaron un auge económico trascendental¹⁶ que sin duda no hubiese sido posible sin la intervención estadounidense; ambas economías fortalecieron su sector industrial y optaron por un *modelo de crecimiento guiado por exportaciones*, hecho que aunado a los “años dorados” de EUA engendró el anteriormente mencionado déficit de cuenta corriente. También, el cambio del modelo de producción fordista al japonés,¹⁷ la incursión en la Guerra de Vietnam, la crisis mundial del petróleo y el incremento en la competencia comercial derivado del repunte de Asia Oriental,¹⁸ son otros factores explicativos de la decadencia en la productividad estadounidense y bonanza de las otras naciones.

En este orden de las cosas surge la “**Nueva Política Económica**” en 1971, la cual pretendía a grandes rasgos combatir el desempleo, controlar la inflación y rectificar los desequilibrios de la balanza de pagos mediante: reducción de impuestos (gráfica 4), control de precios y salarios, y **liberalización del tipo de cambio**¹⁹ (Rodríguez, 2005). En general, el resultado de dichas medidas fue positivo puesto que la economía se reactivó y se logró el control temporal de los precios, pero a costa de mantener altos niveles de desempleo y descontrolar las finanzas públicas (al reducir los impuestos, fue necesario aumentar la deuda fiscal para la deseada recuperación económica). Sin embargo a tan solo 3 años, el *escándalo Watergate* y la retirada de

¹⁵ Palazuelos (1990) destaca que los beneficiarios utilizaron gran parte de los fondos en la compra de productos de EUA (lo cual implica crecimiento económico para el país) y que el monto de rescate (\$12 mil mdd) no solo incrementó con el tiempo, sino que también se condonó cerca del 80%

¹⁶ Por ejemplo, durante los cincuenta Alemania experimentó el mayor crecimiento del PIB dentro de los países de la OCDE. Mientras que el periodo entre 1960-80 fue denominado “milagro japonés”, ya que se registra una considerable bonanza para el país.

¹⁷ Según Piñero (2014) se basó en la combinación del *sistema kab-ban* o *just in time* (producción limitada para facilitar la adecuación a la demanda y reducir los inventarios), y el *auto-ativação* (reducción de la especialización del obrero).

¹⁸ Esto se explica por la estrategia de bajos precios en aras de acaparar el mercado internacional vía exportaciones (Palazuelos 1990), en donde la participación del Estado fue fundamental al promover entre otras cosas, un fuerte proteccionismo comercial, abaratamiento del financiamiento y la contención de costos laborales.

¹⁹ En 1971 EUA decide romper con el Tratado de Bretton Woods con el objetivo de permitir que las fluctuaciones libres se ajustaran a sí mismas en el mercado. Pero el resultado fue un significativo **desajuste financiero internacional**.

la Guerra de Vietnam, llevaron a la renuncia de Nixon a la silla presidencial, dando cuenta de una crisis económica y política.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expresado la presidencia de Gerald Ford (1974-77) tuvo un inicio y desarrollo insatisfactorios, sobre todo porque la breve recuperación del PIB de 1976²⁰ se vio opacada por los efectos retardados de la crisis del petróleo. Además, según Rodríguez (2005), Ford se enfrentó a la recesión más grave y la inflación más alta desde la década de los treinta, ante lo cual (olvidando las estrategias de política básicas del partido republicano), Ford utilizó la estrategia clásica de “freno y aceleración” del modelo keynesiano. De hecho, en las siguientes líneas veremos que el discurso político republicano, por lo menos del periodo entre 1970 y el 2000 no se vio reflejado en la política económica efectivamente aplicada, sobre todo en el periodo presidencial de Ronald Reagan.

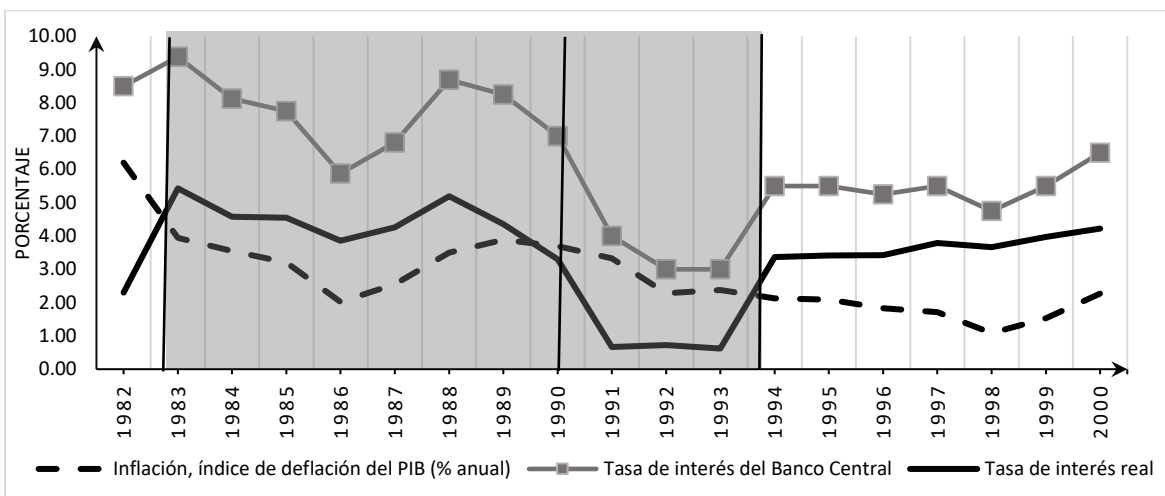
Es así como Brenner (2009) señala la década de los setenta como un periodo de crisis de sobreproducción, siendo EUA, Alemania y Japón los países más afectados; países que ante las dificultades de la década, ejecutaron el mismo plan de acción: sacrificar la rentabilidad con tal de que el abaratamiento de las exportaciones estimulara el crecimiento económico. Pero, al efectuar las tres naciones la misma estrategia, el efecto final fue una prolongación del proceso de declive hasta principios de los ochenta.

De ahí que la Reserva Federal (Fed) decidiera abandonar la política monetaria pura y optar por una relajación parcial de la oferta de crédito (gráfica 3) a fin de fortalecer el sector industrial por medio del incentivo a la inversión; además de ser un complemento de lo que Rodríguez (2005) describe como “la mayor transformación estructural y superestructural desde los treinta,” liderada por el partido republicano bajo la administración Reagan (1981-89). Aunque Brenner (2009) advierte que por lo menos durante la primera mitad de los ochenta, dicha política monetaria no fue beneficiosa para el país, pues elevó la fuerza del dólar y con ello perjudicó la balanza

²⁰ En 1975 el PIB tenía un valor de \$5,471 mdd constantes del 2010 (indicando un decrecimiento de 1.18% comparado con el año anterior); después, en 1976, el PIB ascendió 4.39% al alcanzar un calor de \$5,745 mmd.

de cuenta corriente, lo cual se expresó en un empeoramiento del déficit y de la industria estadounidense.

Gráfica 3. EUA: evolución de la tasa de interés (1980-2000)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.

Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por el FMI (2019) y el BM (2019)

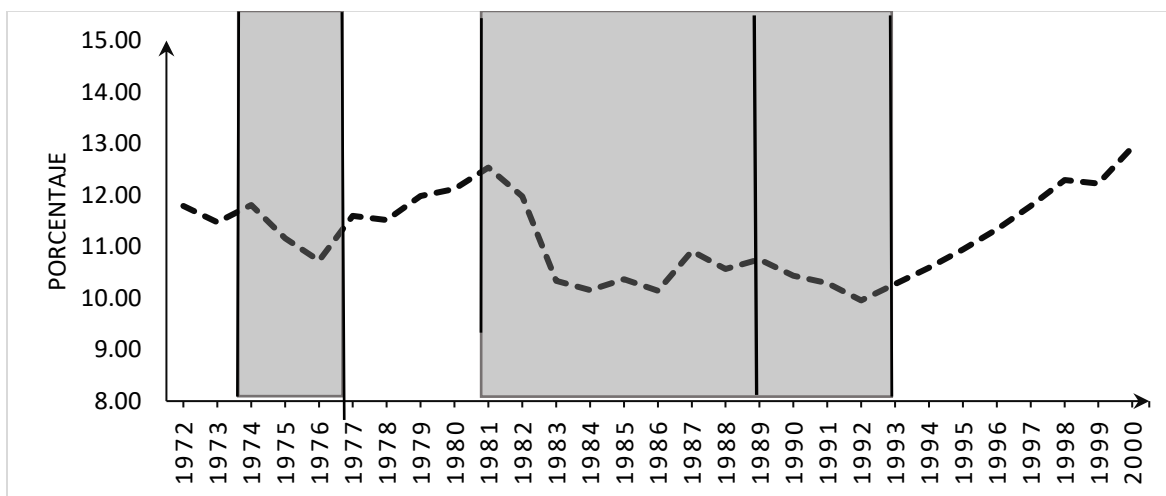
En su campaña Reagan identificó al grado de intervención estatal (herencia de la política económica de Roosevelt) y a la inflación como los grandes problemas del país; por consiguiente, una vez en la silla presidencial los pilares de su administración (también conocida como *Reaganomics*) fueron la adopción de la política económica ofertista y la reforma tributaria (Rodríguez, 2005).

El primer elemento se expresó en el establecimiento de: el mercado como único capaz de asignar eficientemente los recursos (siempre que no haya intervención estatal que entorpezca sus mecanismos), la inflación como principal objetivo de política económica, y el fomento a la producción mediante estímulos a la inversión que permitan recuperar el crecimiento económico. Todo lo cual fue reflejo del cambio de paradigma económico del monetarismo puro al neoliberalismo, hecho que impactó tanto a EUA como al mundo, no solo por el desempeño de dicha economía sino también porque por el progreso simultáneo de la globalización a la

luz de los avances tecnológicos, especialmente del sector de comunicaciones e información.

La nueva teoría económica consideraba que el derroche del gobierno, desincentivaba a la inversión privada (*crowding out*) y por ende a la formación de capital, creando una dependencia del comercio internacional. Ante lo cual se llevaron a cabo dos *reformas tributarias* la de 1981 y 1986, las cuales en resumen consistieron en la reducción de las tasas impositivas (incluyendo las marginales), el ajuste de niveles impositivos a la inflación y la eliminación de subsidios y exenciones. La gráfica 4 muestra la evolución de los ingresos fiscales como porcentaje del PIB para los años entre 1972 y el 2000; en donde se observa claramente el efecto de la política republicana pasando de un total de 12.12% de ingresos fiscales recaudados en 1980, a 9.96% (tan solo un año antes de concluir la administración de Bush padre).

Gráfica 4. EUA: evolución de los ingresos fiscales como porcentaje del PIB (1972-2000)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.
Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por el BM (2019) y The White House (2019)

No obstante el discurso político y la importante reforma fiscal, autores como Brenner (2009) y Saturdino (2006), señalan que en los hechos la administración Reagan

utilizó más políticas de corte keynesiano que neoliberales, lo cual fue mejor percibido en la evolución de la deuda fiscal, en palabras de Saturdino:

“Cuando Ronald Reagan llegó a la Casa Blanca la deuda pública de Estados Unidos no llegaba a un billón de dólares, equivalente [...] a un escaso 32 por 100 del PIB. Al finalizar sus primeros cuatro años de mandato, los grandes déficits fiscales provocados por su irresponsable política fiscal incrementaron la deuda pública en otro billón adicional. Cuando abandona la Casa Blanca en 1988, los nuevos déficits fiscales adicionales de su segundo mandato supusieron otro billón más de deuda pública. Cuando su sucesor George H. W. Bush abandona la Casa Blanca en 1989, completando así tres presidencias republicanas sucesivas, se vuelve a añadir un tercer billón a la deuda pública, acumulándose por entonces la nada despreciable cifra de 4 billones de dólares, equivalente a 60 por 100 del PIB norteamericano, prácticamente el doble del ratio que heredó Ronald Reagan de su predecesor, el presidente Carter”. (Saturdino 2012: 5).

Sobre lo cual hay que decir que Brenner (2009) indica un importante papel de los financieros japoneses respecto al financiamiento de semejante déficit fiscal, ya que se veían estimulados por la sobrevaloración del dólar con respecto a su moneda. De hecho, Saturdino (2012) menciona que entre 1980-85 el dólar estadounidense se apreció en términos reales un 40%; situación que a su vez se vio reflejada en el importante crecimiento del déficit de cuenta corriente (gráfica 2), culminando en la firma del Acuerdo de Plaza²¹ en 1985 como medida desesperada de controlar las importaciones estadounidenses.

El problema de fondo de la política económica de EUA durante la década de los ochenta y mitades de los noventa es que las perspectivas de los agentes económicos (en particular hacia el sector industrial) no se habían recuperado tras el declive económico de los setenta. En otras palabras, la vigorosidad en las reducciones fiscales y el aumento en la liquidez no bastaban para incentivar la inversión porque aún proliferaban las expectativas negativas (incertidumbre).

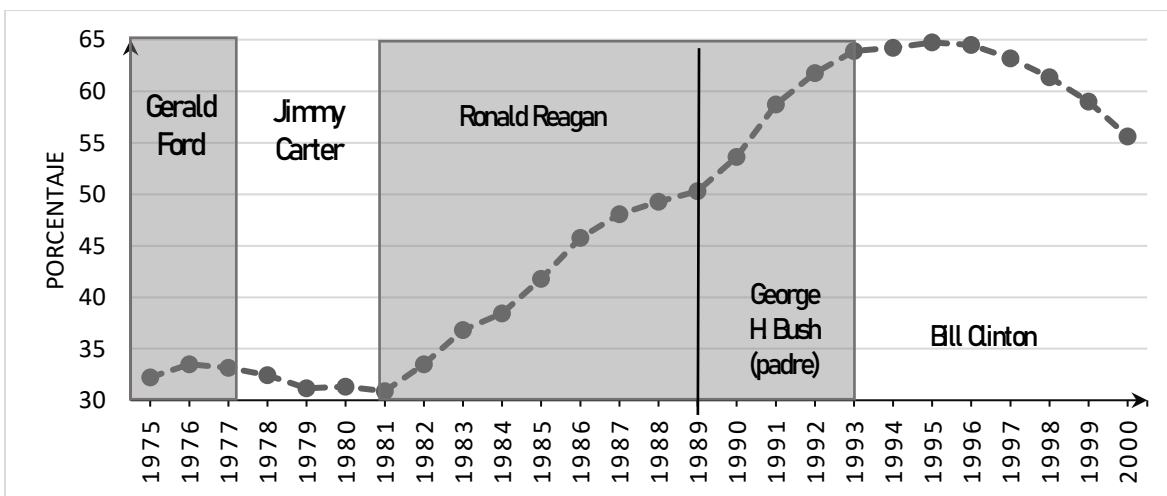
²¹ Reunión convocada por EUA en el *Hotel Plaza Athénée* de Nueva York el 22 de septiembre de 1985 con los cinco países más industrializados del momento, en donde se acordó devaluar el dólar (especialmente con respecto al yen y al marco alemán), para que EUA pudiese superar su crisis de Balanza de Pagos.

Es así como la administración demócrata de Clinton (1993-2001) se enfrentó a una encrucijada económica, principalmente con respecto al colosal tamaño del déficit estadounidense:

“Hay más que un toque de ironía en el hecho de que, [...], fuera un presidente demócrata el que realizó el **primer esfuerzo importante desde la década de 1950 por equilibrar el presupuesto federal**, haciendo caso omiso de sus consecuencias deflacionarias. Sin embargo, Clinton se enfrentaba a una doble situación aparentemente irresoluble: a menos que mantuviera el déficit federal para estimular la demanda, cabía esperar que el repunte cíclico se agotara; pero si incurría en nuevos déficits presupuestarios emitiendo más deuda pública, los tipos de interés podrían dispararse como cohetes.” (Brenner, 2009: 360) Resaltado propio.

Cabe destacar que es precisamente en la década de los noventa, cuando la economía japonesa comienza su más larga recesión económica hasta el momento (*burbuja kamikaze*) por lo que redujeron sus divisas de los bonos del tesoro de EUA. Ello implicó una merma en los mecanismos de financiamiento del desmesurado consumo estadounidense (gráfica 2) lo que, aunado a lo descrito en las líneas previas, se tradujo para la administración Clinton en la “elección” (entre comillas porque en realidad no había otra solución viable) de una política económica basada en la austeridad (gráfica 5).

Gráfica 5. Evolución de la deuda pública federal como porcentaje del PIB (1975-2000)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.
Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por FRED (2019)

Por otra parte, entre 1979 y 1990, la economía de EUA experimentó una inversión desacelerada a la par de un aumento en la productividad laboral, lo que para Brenner (2009) se explicó por el cambio en las condiciones de los trabajadores (contención salarial y de huelgas obreras) y porque los “manipuladores financieros” lograron utilizar las condiciones coyunturales del país²² a su favor, incrementando la demanda crediticia para la adquisición de acciones de empresas con mayor explotación laboral. Nótese que en el trasfondo de esta situación se encuentra la preferencia en la búsqueda de rentabilidad en la esfera financiera en lugar del sector industrial; como resultado:

“[...] el incremento de la productividad [...] provenía tanto de la eliminación de instalaciones y equipo atrasados e ineficientes – y de los trabajadores los manejaban– como de la incorporación de instalaciones y equipo mucho más modernos y de aumentos no medidos del trabajo efectivamente realizado, ya fuera mediante su intensificación o mediante mejoras reales en la eficiencia, esto es, en la producción por unidad de trabajo”. (Brenner 2009: 367).

Lo anterior indica que EUA experimentó un *proceso de destrucción creativa* al eliminar las empresas ineficientes que habían sobrevivido gracias a las políticas keynesianas y no por sus aportaciones a la economía (Brenner, 2009). También, es en este proceso en donde la *subcontratación* o relocalización del trabajo en áreas con menores niveles salariales y/o condiciones de trabajo obligadas, se vuelve una estrategia empresarial distintiva.

En resumen, es aproximadamente en la década de los ochenta es cuando se fortifican las actividades de las empresas transnacionales en cuanto a la relocalización del trabajo (hecho que sería sumamente relevante en la encrucijada del país a principios del s. XXI); pero es hasta la segunda mitad de los noventa que EUA finalmente experimenta un progreso significativo y conjunto en su economía, es decir que la recuperación económica estadounidense demoró poco menos de tres décadas.

²² Entre otras cosas, destacan la precariedad laboral, la desregulación financiera, la reducción fiscal –que implicaba mayores rendimientos en rentas de propiedad y ganancias de capital– y la relajación de las *leyes antitrust*.

B. Estructura del sistema financiero estadounidense (1970-2000)

Según Banxico (2019) un *mercado financiero* es aquel espacio en donde el intercambio de activos se genera con el principal propósito de movilizar recursos a través del tiempo. Mishkin (2008) indica que existen dos principales tipos: el *mercado de dinero y el de capitales*, en ambos se negocian deudas, pero el primero se centra en el corto plazo, mientras que el segundo lo hace en el largo. También existe el *mercado primario*, en donde se realizan las nuevas emisiones de títulos financieros, las cuales suelen ser a “puerta cerrada” con la participación de la *banca de inversión*. Dicha primera emisión es la que otorga el financiamiento deseado al prestatario, pero el título financiero resultante puede ser revendido en el *mercado secundario*, el cual se formuló para otorgar mayor liquidez al sistema y es donde se realizan las mayores transacciones y se encuentra el resto de los agentes financieros.

B.1 Principales agentes y reguladores financieros estadounidenses

Los principales agentes que intervienen dentro del sistema financiero de EUA pueden dividirse en las siguientes categorías (presentadas en la ilustración 3), las cuales se realizaron con base en la información proporcionada por Pollin y Heitz (2013) y por la guía de las cuentas financieras de la Reserva Federal (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2018), aunque de forma sintetizada pues el objetivo no es ser exhaustivos sino reconocer los elementos que integran el sistema financiero del país:

A. Instituciones de depósito

Son aquellos recintos autorizados para recibir depósitos por parte del público (bancos), pero que también obtienen fondos de préstamos de otras instituciones de

crédito y los contratos de recompra de seguridad (*security repurchase agreements*). Con los recursos obtenidos los bancos se enfocaban significativamente en la realización de préstamos (modelo bancario tradicional); no obstante, la academia considera que a raíz de la política monetaria expansiva, el crecimiento del sistema bancario paralelo en la sombra (*Shadow Banking System*)²³ y la aceleración en la desregulación e innovación financiera, generaron las condiciones para el cambio en el modelo de negocio bancario: los bancos diversificaron sus operaciones adoptando un comportamiento más arriesgado al preferir actividades que generasen mayores rendimientos en menor tiempo, lo cual no podían hacer bajo el modelo bancario tradicional (otorgamiento de créditos a largo plazo).

Esta clasificación está formada por instituciones de depósito fletadas en EUA (cerca de 6,500 en el 2014), oficinas bancarias extranjeras en EUA²⁴ y los bancos en EUA y áreas afiliadas.²⁵ Finalmente, cabe destacar que dentro del sistema financiero estadounidense se distinguen cuatro tipos de bancos: comerciales, de ahorro, de ahorros y préstamo, y las uniones de crédito, diferenciándose básicamente por el tipo de público al que están dirigidos pero cumpliendo las mismas funciones.

B. Compañías de seguros y fondos de pensiones

Según la Reserva Federal, las compañías de seguros de vida explican el 98% de las pólizas de seguro efectivas en el país, mientras que el resto corresponde a otras instituciones como los bancos de ahorro. Los fondos de pensión se dividen en públicos y privados, en donde cada categoría considera los planes de beneficios y

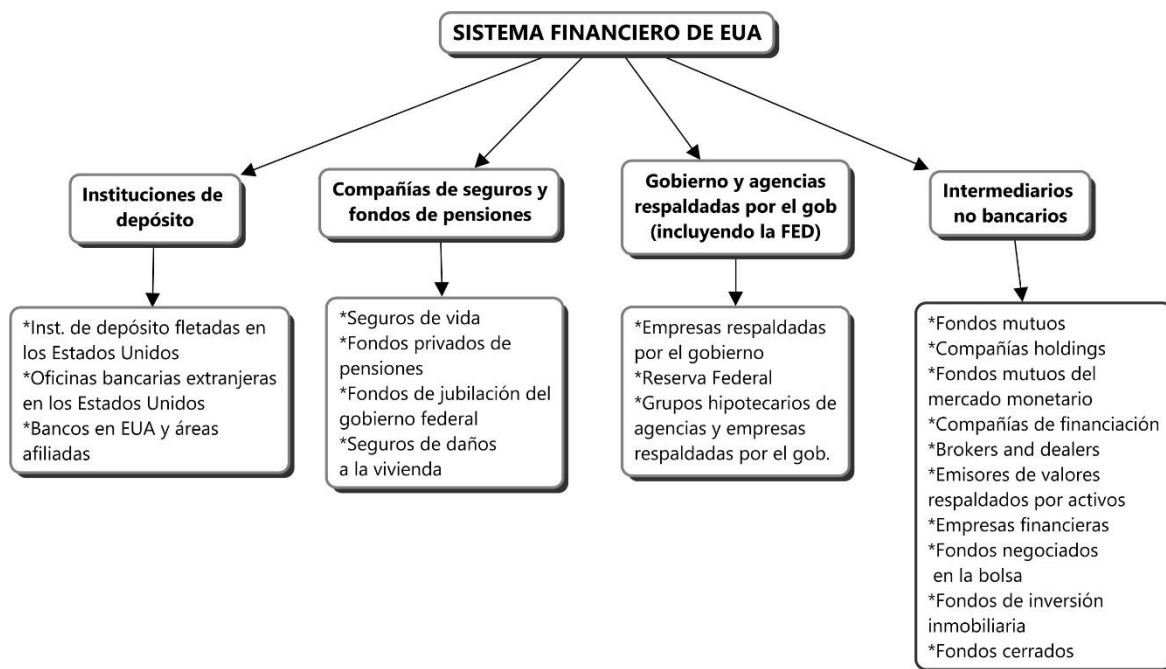
²³ El *shadow banking system* es un término que nace por primera vez en el 2007 en un texto de Paul McCulley (Fraga, 2017); básicamente se refiere a **toda actividad financiera realizada fuera de la regulación** estatal. No obstante, dentro de la academia aún no existe un consenso sobre la definición ya que **se ha ido complejizándose con el tiempo**.

²⁴ Categoría integrada de instituciones bancarias relacionadas con el extranjero o enfocadas exclusivamente al mercado internacional, pero que operan dentro del sistema financiero de EUA. Por ejemplo, las compañías de inversión de Nueva York, las cuales son oficinas bancarias pertenecientes a bancos extranjeros pero que están fletadas en el estado de Nueva York.

²⁵ Algunas de las áreas afiliadas en EUA son las Islas Vírgenes, Guam y Puerto Rico.

contribuciones definidos para los empleados del sector público y del gobierno federal.

Ilustración 3. Principales agentes dentro del sistema financiero estadounidense



Fuente: elaboración propia con base en la información proporcionada por Pollin y Heintz (2013).

C. Gobierno y agencias respaldadas por el gobierno (incluyendo la Fed)

La **Fed** es el banco central de EUA surgido en 1913, cuya peculiaridad es que funciona como un sistema de bancos centrales.²⁶ El Congreso está en constante comunicación con la Reserva Federal, pero el funcionamiento de ésta es independiente y guiado por el cumplimiento de sus *propios objetivos*, dentro de los cuales resalta el conducir la política monetaria del país para promover el *pleno empleo, la estabilidad de precios* y la moderación de las tasas de interés del largo plazo (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017).

²⁶ Esto debido a que se compone de 12 bancos que operan de manera independiente, aunque bajo la supervisión de una autoridad de la **Junta de Gobernadores**, la cual se ubica en la capital del país y se encarga además de proporcionar orientación general al sistema de la Fed y responder ante el Congreso.

Las empresas respaldadas por el gobierno (*Government-sponsored enterprises*), son corporaciones de servicios financieros creadas por el Congreso para asegurar o garantizar la disponibilidad de crédito para ciertos sectores de la economía (como el agrícola). Se compone de las siguientes entidades, diferenciadas por su misión y la forma en que interactúan con el gobierno federal: *Federal Home Loan Banks*, *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*, *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)*, *Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac)*, *Farm Credit System, Financing Corporation (FICO)*, *Resolution Funding Corporation (REFCORP)*.

D. Intermediarios no bancarios

- a) Fondos mutuos.²⁷ Su objetivo es la adquisición de activos financieros mediante el uso de recursos obtenidos principalmente a través de la emisión de acciones. Pueden ser cerrados o abiertos, los primeros se caracterizan por invertir en activos específicos acordes a sus principales objetivos, mientras que los segundos se refieren a compañías de inversión que generalmente no emiten acciones adicionales después de la oferta inicial, y no están obligadas por ley a canjear las acciones en circulación. Además, sus acciones se cotizan en la bolsa de valores o en el mercado extrabursátil (*over-the-counter market*).
- b) Fondos negociados en la bolsa (*Exchange-traded funds*). Compañías de inversión cuyas acciones se negocian intradía en las bolsas de valores a precios de mercado.²⁸
- c) Fondos de inversión inmobiliaria (*Real estate investment trusts, REITs*). Empresas que gestionan una cartera de activos inmobiliarios para el beneficio de los accionistas; existen dos tipos: los que invierten y obtienen propiedades (*equity REITs*) y los que invierten en hipotecas (*mortgages REITs*).

²⁷ Compañías registradas en SEC bajo la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

²⁸ Ejemplo de este tipo de compañías son los fondos mutuos y los fondos comunes de inversión (*unit investment trust*).

- d) Fondos del mercado monetario (*money market funds*). Fondos mutuos que invierten en activos líquidos a corto plazo y pagan las tasas de interés reflejadas en dicho periodo.
- e) Compañías de financiación (*finance companies*). Compañías financieras e hipotecarias²⁹.
- f) Security brokers and dealers (agentes de seguridad y corredores). Son firmas que compran y venden acciones a cambio de una tarifa y/o tienen un inventario de valores para la reventa; también envían información a la SEC.
- g) Compañías holdings (sociedades de cartera). Entidades cuyo objetivo es el control de otras compañías por medio de la adquisición de sus acciones.³⁰
- h) Emisores de valores respaldados por activos (*issuers of ABS*). Son vehículos de propósito especial (SPVs) que mantienen conjuntos de activos en fideicomiso y los utilizan como garantía para la emisión (colaterales)³¹

Ahora bien, la arquitectura financiera estadounidense se ha basado históricamente en múltiples agencias reguladoras y no en una sola entidad (Murphy, 2015), por lo que dentro de su **sistema regulatorio** encontramos diversas entidades diferenciadas por sus objetivos y limitaciones para cumplirlos. En el cuadro 1 el lector encontrará una síntesis de los que se consideran los principales reguladores financieros del país, las entidades que supervisan y sus capacidades más notorias.

Cuadro 1. Principales reguladores financieros estadounidenses

REGULADOR	ENTIDADES REGULADAS	CAPACIDADES IMPORTANTES
<i>Fed</i>	Bancos miembros de la Reserva Federal, bancos estadounidenses en	Prestamista de última instancia

²⁹ No incluye a las instituciones de depósito fletadas en EUA, los bancos corporativos, las cooperativas de crédito, los bancos de inversión o las corporaciones de crédito industrial.

³⁰ En las cuentas financieras de EUA, esta clasificación incluye las sociedades bancarias de primer nivel, las sociedades de cartera de ahorro y préstamo, las sociedades de cartera intermedias de los Estados Unidos, etc.

³¹ La mayoría de estos emisores se conforman de instituciones de depósito, fondos de inversión en bienes raíces y compañías financieras que transfieren activos en sus balances a entidades remotas de bancarrota.

	el extranjero, compañías holding y ciertas subsidiarias	
OCC	Bancos nacionales e instituciones de ahorro a nivel federal	Examinar los bancos y cajas de ahorro federales, emitir reglas y regulaciones, interpretaciones legales y decisiones corporativas
FDIC	Instituciones de depósito aseguradas federalmente, incluyendo bancos estatales y cajas de ahorro que no son miembros del sistema de la FED	Asistencia a instituciones de depósito en situaciones de riesgo
NCUA	Uniones de crédito aseguradas federalmente	Otorgamiento de liquidez a cooperativas de crédito en dificultades
SEC	Bolsa de valores, corredores, agencias de compensación, fondos de inversión, asesores de inversión, calificadoras reconocidas nacionalmente, corporaciones que venden valores al público y hacen revelaciones financieras	Puede cerrar los mercados o suspender el comercio por periodos limitados
CFTC	Intercambios de futuros, corredores.	Puede suspender el comercio de valores en situaciones de emergencia
FHFA	Fannie Mae, Freddie Mac y Bancos Federales de préstamos para la vivienda	Actuar como conservador
CFPB	Hipotecas no bancarias relacionadas con empresas, prestamistas privados para estudiantes, prestamistas <i>payday</i>	Redactar normas, supervisar el cumplimiento de las leyes financieras federales de protección al consumidor

Nota: significado de las siglas en la página 5.

Fuente: elaboración con base en los datos proporcionados por Murphy (2015), CFPB (2018) y OCC (2018).

B.2 Leyes Fintech, evolución e importancia

Habría que decir también que las ***Fintech*** han modificado sustancialmente el comportamiento de los reguladores y del sistema financiero en general. Según Chen y Zhang (2018) el término *fintech* surge de la contracción empleada por el FSB para referirse a la tecnología financiera, entonces las *fintech* son las innovaciones financieras surgidas a partir de la aplicación tecnológica. El lector podría pensar que es un descubrimiento reciente de la humanidad, empero Arner y otros (2015) indican que la relación entre las finanzas y la tecnología se remonta a los sesenta; aunque lo que sí es novedoso es la *revolución* que han marcado a partir de la crisis

financiera del 2008, ya que dicha catástrofe engendró sentimientos de desconfianza mundial hacia las instituciones financieras tradicionales: los bancos (capítulo 3).

Para Chen y Zhang (2018) las fintech pueden dividirse en seis grandes categorías presentadas en la ilustración 4³². Mientras que Arner y otros (2015) aportan que su evolución puede integrarse en tres grandes etapas:

1. Fintech 1.0 (1866-1967)

En esta etapa la relación entre las finanzas y la tecnología se expresó principalmente en el dinero fiduciario (los billetes se realizan con la tecnología del papel), los registros y herramientas contables como el ábaco, y las vías de comunicación que facilitaron el comercio y la interconexión global, dando inicio a la primera oleada globalizadora. Después de la Gran Guerra, las finanzas se estancaron un poco, pero la tecnología siguió prosperando, surgiendo así los cajeros automáticos, las tarjetas de crédito, las calculadoras de mano y el fax. En resumen, durante esta etapa las fintech se expresaron en la evolución de lo tradicional a lo digital, pero aún con importante participación de las instituciones financieras tradicionales.

2. Fintech 2.0 (1967-2008)

Durante esta etapa las instituciones financieras intensificaron el uso de los avances tecnológicos dentro de sus operaciones; acción incentivada por el *desarrollo del internet* en los noventa, de forma que para el 2001, ocho bancos de EUA ya tenían al menos un millón de usuarios en línea (Chen y Zhang, 2018). Además, fue el periodo en el que los reguladores comenzaron a observar los riesgos del aumento de las interconexiones financieras (ocasionadas por las fintech), primero con el colapso del *Herstatt Bank*, y después con el *Lunes Negro*. También, al establecerse el índice NASDAQ en 1971 se rompe el modelo tradicional de la bolsa de valores por uno más digitalizado.

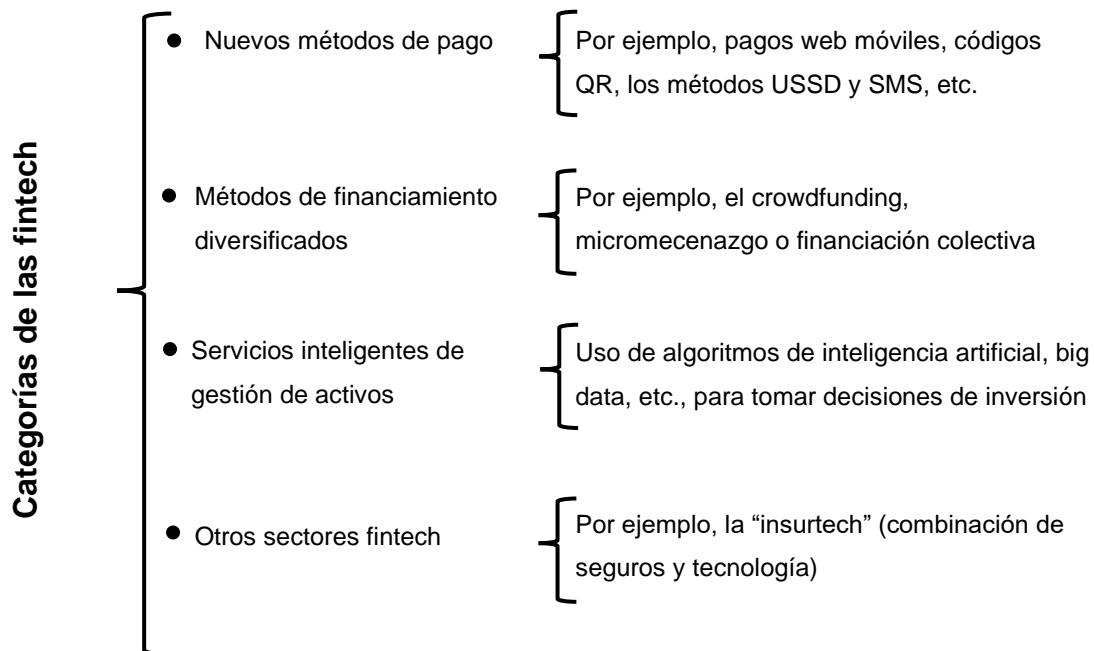
3. Fintech 3.0 (2008-presente)

³² Aunque hay otras categorías por ejemplo, Arner y otros (2015: 18) ubican seis: financiamiento e inversión, operaciones y manejo de riesgo, pagos e infraestructura, seguridad de datos y monetización e interfaz del consumidor.

Una de las mayores consecuencias de la crisis *subprime* fue el cambio de percepción del público hacia los bancos; anteriormente, las instituciones financieras tradicionales eran vistas como agentes confiables para el resguardo del dinero, además de ser las únicas que podían otorgar financiamiento. Sin embargo, su desempeño dentro de crisis financiera creó en la sociedad sentimientos de recelo tanto por la desconfianza³³ entorno al manejo de los recursos como por la gravedad de la Gran Recesión y el rescate financiero (que finalmente soportaron las familias).

En otras palabras, se experimentó una pérdida de confianza generalizada sobre los bancos a la par de la aceleración en el crecimiento de la tecnología financiera, de forma que nuevos agentes pudiesen suplir las necesidades de servicios financieros que las familias ya no deseaban obtener exclusivamente de los bancos.

Ilustración 4. Categorías de las Fintech



Fuente: elaboración propia con base en la información proporcionada por Chen y Zhang (2018:5).

³³ Ejemplo de esto es que en el 2015% alrededor del 30% de los estadounidenses preferían no tener relaciones bancarias (FDIC, citado por Chen y Zhang, 2018).

Como vemos, el sistema financiero se ha diversificado, ante lo cual, los reguladores financieros se enfrentan a la dificultad de ir desfasados con respecto al avance tecnológico y financiero, ya que debe pasar cierto tiempo para que las innovaciones encuentren su aplicación final aunado a que no existe una seguridad de que dichas innovaciones sean extensamente adoptadas; como resultado, una regulación precoz puede desincentivar las innovaciones futuras (Arner y otros, 2018).

B.3 Legislación financiera significativa de EUA

Por último, la ilustración 5, muestra una línea del tiempo con aquellas regulaciones que se consideran relevantes para el sistema financiero del país, pero esta vez partiendo del periodo entre 1930 y el 2015, pues el *Crack* del 29 trajo consigo una fuerte reglamentación financiera, misma que si bien se fue desmantelando a través del tiempo lo cierto es que se mantuvo hasta buena parte de los noventa, además de fungir como referente para las modificaciones en la reglamentación financiera de principios del s .XXI. Los principales elementos de dichas leyes son:

- **Glass-Steagall Act**³⁴ (1933). Estableció la separación radical entre los bancos comerciales y de inversión,³⁵ el aumento en la regulación de los bancos de la Reserva Federal,³⁶ la creación de la FDIC³⁷ y la “**Regulación Q**”.³⁸

³⁴ También conocida como *Banking Act of 1933*.

³⁵ A los **bancos comerciales** se les prohibió realizar actividades con valores, limitándoseles a lo que podría considerarse la “actividad bancaria tradicional” (manejo de cuentas de cheques, la recepción de depósitos y el préstamo empresarial). Mientras que a los **bancos de inversión** se les exigió la pérdida de cualquier conexión con los bancos comerciales. Se otorgó un plazo de 10 años para que decidieran en qué giro deseaban permanecer (comercial o de inversión).

³⁶ Se exigió la creación de tres informes anuales para el Consejo de la Reserva Federal (supervisión periódica); también, se prohibieron los préstamos bancarios entre sus ejecutivos.

³⁷ La **FDIC** es una institución encargada de asegurar los depósitos en los bancos de EUA mediante un fondo creado por ellos mismos. Sus límites se han ido modificando con el paso del tiempo, en particular después de su participación en los rescates financieros consecuencia de la crisis *subprime*.

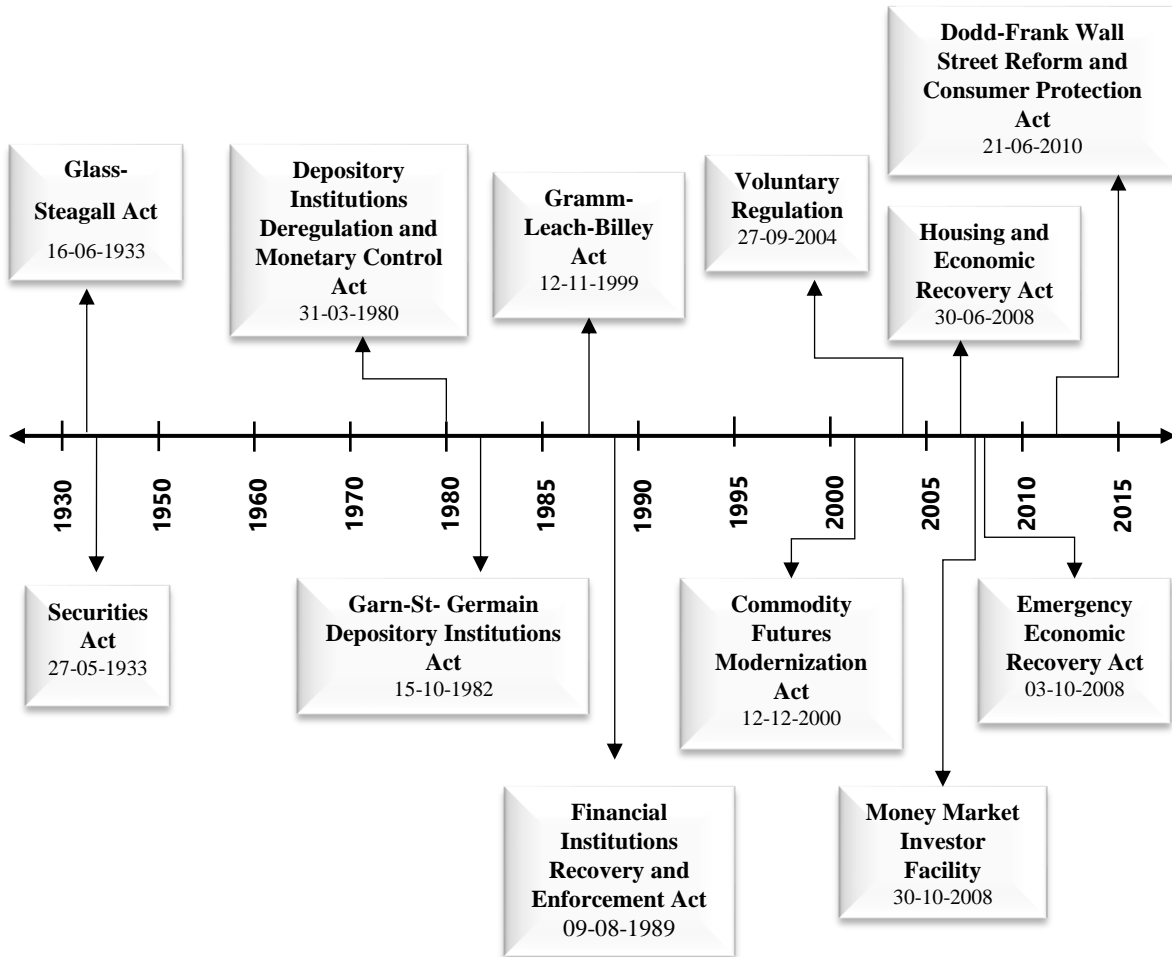
³⁸ Herramienta de control de la Fed sobre las tasas de interés pagadas por parte de los bancos, ya que se consideró que la extrema competencia bancaria orilló a dichos agentes a participar en actividades riesgosas.

- **Securities Act** (1933). Implicó un aumento en la transparencia respecto a las actividades bursátiles de las empresas.
- **Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act** (1980). Ley creada con la intención de facilitar la competencia de los bancos con respecto a los fondos mutuos, ya que eliminó el “techo” de tasa de interés, ante lo cual se permitió que las instituciones de depósito ofrecieran cuentas con tasas competitivas (Sherman, 2009).
- **Garn-St Germain Act** (1982). Incentivó a que las instituciones de ahorro actuaran más como bancos que en su giro original, ya que les permitía obtener préstamos de hasta el 10% de los activos, ello con la intención de que compitieran con los fondos mutuos (Sherman, 2009), hecho que estaría directamente relacionado con la crisis de las instituciones de ahorro y préstamo estadounidenses durante la década de los ochenta.
- **Financial Institutions Recovery and Enforcement Act** (1989). Creó la Oficina de Supervisión del Ahorro para regular a las instituciones de ahorro y préstamo.
- **Gramm Leach-Bliley Act**³⁹ (1999). Removió las restricciones a la comercialización entre bancos y compañías holding, es decir, la *Ley Glass-Steagall*,⁴⁰ con lo cual incentivó la formación de nuevas instituciones financieras muy grandes anteriormente separadas, por ejemplo, *Citigroup* y *J.P. Morgan Chase* y *Bank of America* (Pollin y Heitz, 2013).
- **Commodity Futures Modernization Act** (2000). Esta ley destaca por haber sido aprobada sin debate ni revisión (Sherman, 2009); en esencia estableció la desregulación de los derivados.
- **Voluntary Regulation** (2004). Tal como su nombre lo indica, dicha ley establecía las condiciones para la autorregulación de la banca de inversión, permitiéndoles mayores niveles de apalancamiento (Sherman, 2009).

³⁹ Oficialmente nombrado “*Financial Services Modernization Act of 1999*”.

⁴⁰ Cabe destacar que Sherman (2009) menciona que si bien dicha ley fue el culmino en la derogación de la Glass-Steagall, lo cierto es que el desmantelamiento fue paulatino, por lo menos desde 1986 cuando la Fed reinterpretó la ley y permitió a los bancos tener hasta el 5% de ingresos brutos relacionados con la banca de inversión.

Ilustración 5. Principales regulaciones financieras en EUA (1930-2015)



Fuente: elaboración propia con base en Sherman (2009).

En respuesta a la crisis financiera de las hipotecas *subprime*, surgieron una serie de reglamentaciones financieras significativas, mismas que se abordan a detalla en los siguientes capítulos, caracterizadas por otorgar al Estado un papel determinante en cuanto al sostenimiento de la economía estadounidense, nos referimos a:

- *Housing and Economic Recovery Act* (2008)
- *Emergency Economic Recovery Act* (2008)
- **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act** (2010)
- *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* (2018)

C. Conclusiones

El recorrido histórico que hemos desarrollado brevemente en el presente capítulo, nos deja varios puntos que resaltar: primero, tal como apunta Levy (2013) el factor político es erróneamente olvidado por la mayoría de los economistas, ya que si bien no puede ser el sustento de las decisiones de política económica (pues éstas dependen significativamente de la estructura económica de los países), no hay duda de que inciden de manera destacada, sobre todo en materia internacional. Hecho que quizá antes de los ochenta no tenía mayor peso, pero que después de la embestida neoliberal, el proceso globalizador y la *cuarta revolución industrial* (también llamada industria 4.0), es erróneo minimizar.

Segundo, precisamente la evolución tecnológica y el cambio en la teoría económica dominante, han llevado a una modificación del modelo de producción internacional, ahora guiado por empresas transnacionales quienes prefieren fragmentar sus actividades en distintos países en lugar de restringirla en uno solo (CGV). Situación que en mi opinión intensifica la competencia internacional, pero de manera desacertada por lo menos en materia de desarrollo económico y desigualdad, ya que las principales estrategias para aumentar la competitividad se recargan del lado de los asalariados, dada la subyugación de los países emergentes ante la necesidad de capital extranjero con el cual impulsar el crecimiento económico; es decir que la globalización, el neoliberalismo y las TIC's ensanchan las brechas de desigualdad entre los países mediante la modificación en el modelo de negocios de las empresas productivas.

Tercero, la desregulación financiera estadounidense estuvo directamente ligada con el cambio de paradigma económico, pero también con la globalización e innovación financiera; elementos que en conjunto han formado un sistema financiero muy complejo, que parece haber rebasado los límites de la economía nacional en varias ocasiones. Finalmente, y a consideración de la autora, no es posible comprender la evolución económica internacional sin las acciones internas y externas de Estados Unidos.

Capítulo 3. EUA y las crisis financieras de inicios del s. XXI: la crisis Puntocom y crisis de las hipotecas *subprime*

Las burbujas financieras se han presentado a lo largo del capitalismo desde el siglo XVII (Duran, 2012), por ejemplo la *tulipomanía* (1673) en los Países Bajos, el *Crack* de 1929 en EUA o la *burbuja kamikaze* en Japón (1990); cada cual a pesar de sus peculiaridades histórico-económicas comparte la característica de haber emergido más como manifestaciones de expectativas optimistas generalizadas, que como reflejo del desarrollo en el sector real, de forma que tan pronto las especulaciones se tornan negativas el capital se refugia en otra esfera (productiva o financiera) o bien sale de circulación. En otras palabras, la historia económica demuestra que las crisis financieras son parte de la evolución del sistema capitalista y por lo tanto inevitables; empero, su surgimiento depende de condiciones particulares gestadas según la coyuntura económica, de ahí la importancia de que las políticas económicas consideren en su construcción el impacto intertemporal de su ejecución.

A. La burbuja Puntocom de EUA o el inicio de la crisis *subprime*

La característica esencial de la década de los noventa en EUA fue el optimismo generalizado tanto en la población como en los *policy makers*, puesto que se consideraba que el país había llegado a una “Nueva Economía” (ilustración 6), basada principalmente en la innovación tecnológica, la política económica y los cambios en el modelo de negocio estadounidense (CEA y Presidente de EUA, 2001).

Según la visión de las autoridades estadounidenses, durante los noventa se creó un ambiente propio para las innovaciones tecnológicas y financieras, que resultó en

una productividad más elevada⁴¹, principalmente en el sector tecnológico-informático pero también en el resto de la industria, ya que los negocios tradicionales supieron asimilar y adaptarse a la evolución tecnológica. Específicamente, cambiaron las relaciones del productor con los proveedores y los clientes puesto que la nueva gestión de la información permitió:

- Disminución de costos de transporte e inventarios.
- Ampliación de ventas (comercio electrónico).
- Acentuación del proceso productivo “*just in time*” (adecuación a la demanda).
- Nuevas formas de financiamiento (innovación financiera).
- Intensificación en la competencia.

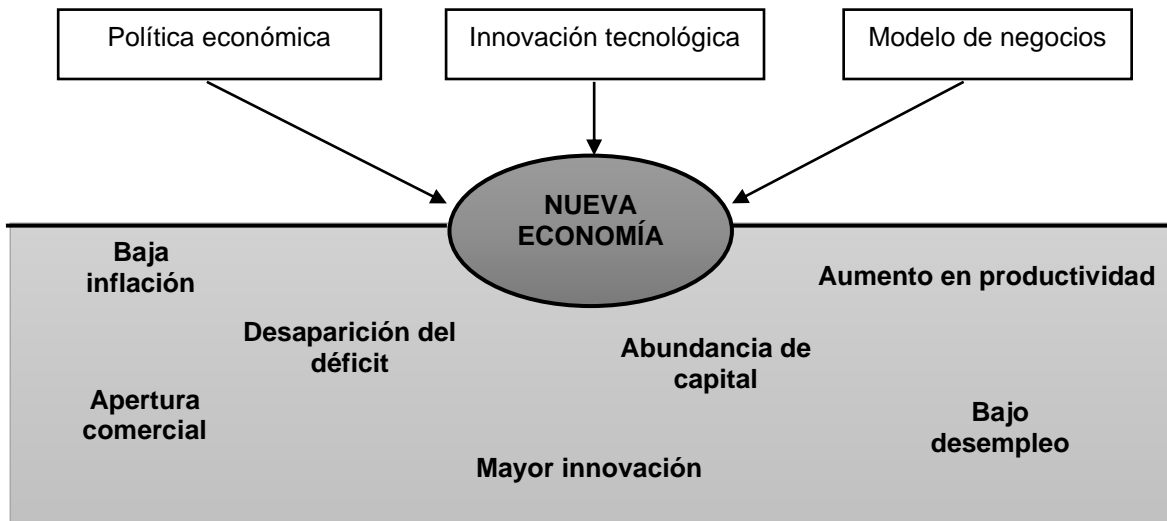
Lo anterior no pudo concebirse sin la política económica ejecutada, basada principalmente en la disciplina fiscal (reducción del déficit), la apertura comercial (desregulación)⁴² y la “inversión en la educación y en las personas” (CEA y Presidente de EUA, 2001). Según el mismo *Reporte*, en indicadores económicos la *Nueva Economía* se expresó en:

- ➔ Un crecimiento económico constante (4% anual entre 1993 y 2001).
- ➔ Reducción del desempleo (a un nivel no visto desde los setenta), y creación de nuevos empleos (más de 22 millones de empleos creados entre 1993 y el 2001).
- ➔ Baja inflación.
- ➔ Crecimiento de la productividad (3.9% en promedio entre 1999 y 2001).
- ➔ Aumento en el ingreso familiar promedio (de US\$ 6,338 en 1993 a US\$ 48,950 en 1999).

⁴¹ Las autoridades atribuyeron la aceleración de la productividad al aumento de: monto de capital por hora-trabajador, las habilidades medibles del trabajador, y de la productividad total de los factores de la industria de producción de computadoras y de las otras industrias (CEA y Presidente de EUA, 2001: 34).

⁴² Como resultado de estas dos medidas aumentó la competencia en el sistema financiero; en particular por la presencia de las **venture capital estimuladas por el sector tecnológico-informático**.

Ilustración 6. Visión estadounidense de la “Nueva Economía” de principios del s. XXI



Fuente: elaboración propia con base en CEA y Presidente de EUA (2001).

En resumen, la *Nueva Economía* fue significativa para el desarrollo del país pero especialmente en el sistema financiero, pues concibió las condiciones económicas idóneas para un despliegue simbiótico de innovaciones tecnológicas y financieras. No obstante, dicho auge tecnológico-financiero también generó en las empresas estadounidenses un **modelo de negocios guiado por la priorización de la rentabilidad a corto plazo**, a través del aumento de las actividades bursátiles y de la creación de instrumentos contables “ingeniosos” surgidos por la gran desregulación y apertura comercial.

Silicon Valley comenzó a incursionar en la TIC's aproximadamente a finales del siglo XIX, a partir de lo cual se ha mantenido como precursora en el desarrollo de las mismas; con ello, se convirtió en la cuna de la creación del procesador de las computadoras, del internet y de empresas tecnológicas mundiales como *Facebook*, *Twitter*, *Google* y *Apple*. Es claro que requiere de financiamiento para llevar a cabo dichas invenciones lo cual crea, un **vínculo estrecho con el sistema financiero**⁴³,

⁴³ Esto mediante el uso de cotizaciones bursátiles como fuente de recursos (crédito).

especialmente con **Wall Street** en donde los agentes se basan en la especulación de las operaciones con mayor rentabilidad.

Durante los noventa el capital prefirió concentrarse en las empresas tecnológicas de la zona sur de San Francisco, dejando de lado las industrias de la economía tradicional; la explicación de dicho comportamiento se encuentra en una aceleración de la rentabilidad en el sector tecnológico en comparación con el resto de la industria y en la situación anteriormente descrita, sobre lo cual Stiglitz (2003) aporta:

“Las nuevas ideas necesitan capital que las convierta en rentables y Silicon Valley había desarrollado una nueva institución – la empresa de capital riesgo – especial para ello. Las empresas de capital riesgo sólo podían financiar nuevas empresas si conseguían obtener ganancias con el éxito de empresas previas. Y aunque Wall Street podía llenarse los bolsillos volviendo a colocar las piezas de la <<vieja economía>>, la verdadera riqueza se encontraba en la Nueva Economía [...]” (Stiglitz, 2003: 187-188).

Tal como indicamos en el capítulo 2, un elemento clave de los *Reaganomics* de los ochenta fue la desregulación especialmente en el sector financiero pero también en el de las telecomunicaciones, de forma que en dicho sector aumentó ferozmente la competencia, sobre todo una década después cuando el desarrollo tecnológico permitió la destrucción de los que hasta entonces se habían considerado monopolios naturales; en concreto, el problema consistió en la “**fiebre del oro**” desatada por la perversión de la contabilidad (Stiglitz, 2003) y en el ya mencionado cambio de modelo de negocios.

Principalmente en el sector tecnológico-informático, las empresas estadounidenses comenzaron a practicar durante los noventa el pago de opciones sobre acciones (**stock options**) a sus ejecutivos; dicho instrumento tenía la ventaja contable de no reconocerse como costo hasta que se ejerciera la opción (ya que hasta entonces se emitía la acción correspondiente). Ello implicó la creación de distorsiones en la información del mercado de valores pues nadie el verdadero valor de la empresa era desconocido (Stiglitz, 2003).

Además, si bien las opciones sobre acciones son reconocidas como un instrumento para incentivar a los directores al crecimiento de la empresa (de forma que se

unifiquen los objetivos de la dirección con los accionistas), en los hechos dicho mecanismo de compensación tiene un efecto contrario, ya que *los directores se ven más incentivados en elevar el valor de la empresa dentro del sistema financiero*, sin que ello esté necesariamente relacionado con el desempeño de la entidad en la economía real. De ahí que Stiglitz (2003) denuncie a las *stock options* como “robos empresariales”, pues los accionistas además de desconocer la situación real de la empresa, creían verse beneficiados con su crecimiento en la bolsa cuando la situación era la contraria⁴⁴.

Aun cuando las innovaciones y desregulación tecnológicas fueron un factor clave, lo que verdaderamente incentivó la especulación y desvío de capital hacia *Silicon Valley* fue la **política monetaria** de la Fed durante los noventa, puesto que la tasa de interés de referencia se situó en **niveles históricamente bajos** como respuesta a la crisis de las entidades de ahorro y préstamo en la década pasada.

Por ejemplo, el promedio de la tasa de interés de la Fed en los ochenta, fue de casi el 8%, en los noventa del 5% y en la primera década del 2000 fue de poco más del 2%, pero si consideramos la tasa de interés real⁴⁵ obtenemos que en la década de los ochenta el promedio fue del 4.32%, en los noventa del 2.69% y entre el 2000 y el 2010 fue de tan solo el 0.29%. Cabe mencionar que detrás de dicha política se encontraba la visión neoclásica, específicamente el establecimiento de la tasa de interés acorde a la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU).⁴⁶

Fue así como la política monetaria laxa combinada con bajos niveles de desempleo (5.6% en promedio durante los noventa) e inflación, se reflejó en el incremento de

⁴⁴ Cabe destacar que las opciones sobre acciones no fueron el único mecanismo contable para aumentar el valor en bolsa de las empresas, pero sí las más importantes.

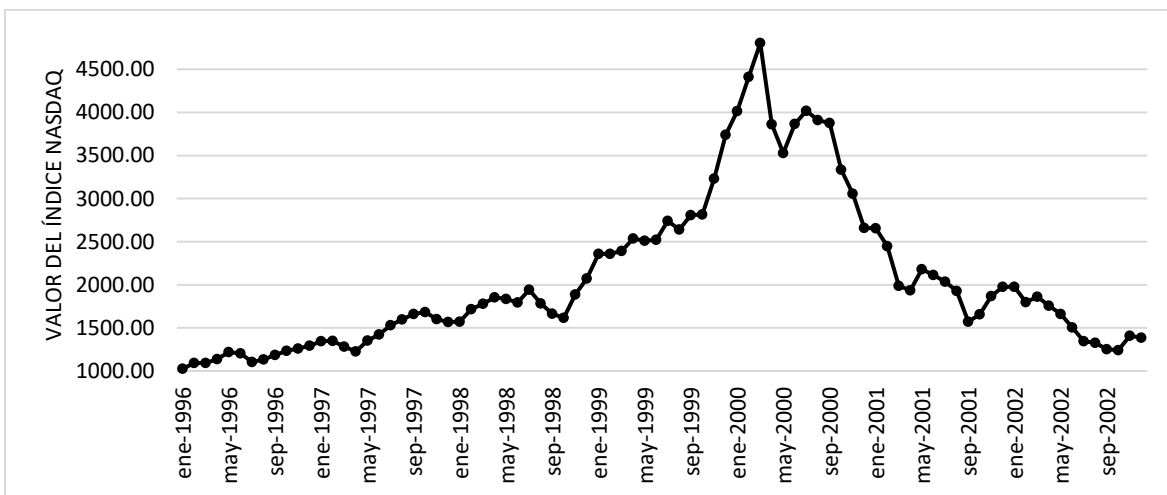
⁴⁵ Descontando la inflación a la tasa de interés de los fondos federales.

⁴⁶ Se refiere al nivel de desempleo necesario para que la economía no enfrente dificultades inflacionarias; la teoría convencional indica que cuando la tasa de paro cae por debajo del nivel NAIRU, los agentes aumentan el nivel de precios gracias al incremento de su demanda.

las actividades bursátiles. El índice NASDAQ⁴⁷ duplicó su tasa media anual de crecimiento (TMAC) pasando de 11.18% en los ochenta a 24% en los noventa.

La gráfica 6 presenta la evolución del índice *NASDAQ Composite* para el periodo entre 1996 y el 2002, mostrando claramente el proceso de gestación de la burbuja financiera que más tarde se reconocería como “**burbuja Puntocom**” o “crisis del NASDAQ,” llegando a su máximo a mitades de marzo del 2000.

Gráfica 6. EUA: evolución del índice NASDAQ Composite (1996-2002)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.

Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019)

Sobre esto Tejedor (2012) aporta:

“En el periodo comprendido entre 1995 al año 2000 el índice de valores tecnológicos NASDAQ paso de los 600 puntos a los 5,000 puntos, subió un 24% desde finales de 1999 mientras que el índice industrial Dow Jones (DJ) había caído un 13%. Las empresas puntocom eran el motor de este índice con desmesuradas capitalizaciones bursátiles, precio por acción muy alejado a la realidad y empresas con planes de negocios poco viables.” (Tejedor, 2012: 12).

⁴⁷ La segunda bolsa de valores más grande de EUA, caracterizada por comprender empresas de la industria informática y tecnológica; sus principales índices son el NASDAQ-100, NASDAQ Composite y NASDAQ de Biotecnología (Santander, 2018).

Aseveración sumamente importante para nuestros fines pues, por un lado destaca que la **abundancia de capital** en EUA no se dirigió al sector industrial, sino que **prefirió reproducirse en el sistema financiero** –lo cual también es señalado por Stiglitz (2003) –, y por el otro, induce que efectivamente se crearon un conjunto de expectativas que guiaron el comportamiento de los inversores hacia esquemas de financiamiento inestables en el tiempo.

Alan Greenspan fue presidente de la Reserva Federal entre 1987 y el 2006, de forma que atravesó dos crisis financieras (e incubó la tercera). Durante su mandato la inflación se contuvo, la bolsa prosperó y el desempleo declinó, otorgándosele con ello la consideración de “gurú de la economía” (Krugman, 2009). Pero tiempo después, él mismo reconoció que sus acciones no fueron las apropiadas para las necesidades de la economía estadounidense, ya que *se basó excesivamente en la perfección de los mercados y la racionalidad de los agentes* (enfoque neoliberal).

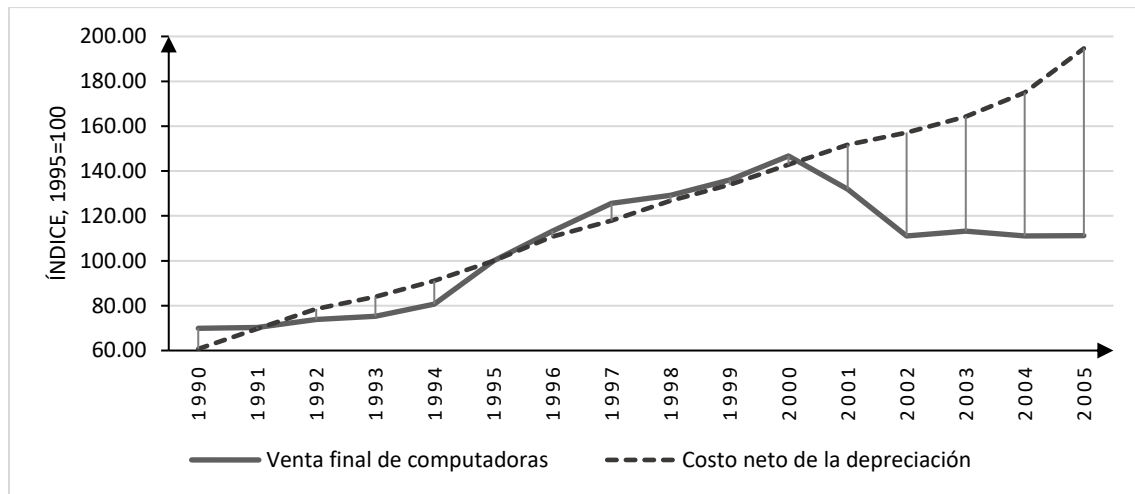
En su momento justificó la baja tasa de interés con el aumento de la productividad estadounidense derivado de las innovaciones tecnológicas, también, explicó que un incremento en el precio del dinero traería consigo la ralentización de la economía (Stiglitz, 2003). Empero, la productividad de EUA no se vio especialmente modificada, los agentes financieros no se autorregularon y la lentitud en el alza de la tasa de interés llevó al país a una crisis financiera.

Por otro lado, la intensificación de la competencia influyó de forma notable en el comportamiento de las empresas, pues además de verse forzadas a un abaratamiento de los precios, también enfrentaron la necesidad de acelerar los procesos de innovación que les permitiesen permanecer en el mercado.

Considerando que a lo largo de los noventa, el costo neto de depreciación de las computadoras y equipos electrónicos mantuvo un valor mayor con respecto al valor de las ventas finales (gráfica 7), entonces es aceptable suponer que los recursos utilizados por las empresas para la inversión, surgieron en su mayoría de operaciones bursátiles, mismas que a su vez se materializaron gracias a la malversación de datos con respecto al desempeño y valor de las empresas.

Entonces, el auge bursátil fue ilusorio, ocasionado por la sobrevaloración de las empresas y las condiciones monetarias del país.

Gráfica 7. EUA: índice de ventas finales y costo neto de producción de computadoras y equipos electrónicos (1990-2005)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.

Fuente: elaboración propia con base en el BEA (2019)

Cabe apuntar que la burbuja Puntocom se desarrolló durante la administración Clinton, la cual priorizó la reducción del papel del Estado dentro de la economía, característica destacable proviniendo de un partido demócrata; sobre ello, Pollin (2005) indica:

“El núcleo de la clintonomía era puro neoliberalismo: integración económica global y austeridad presentaría, con **mínimas intervenciones para promover la equidad en el mercado laboral o la estabilidad en el sistema financiero**. Los gestos hacia los menos favorecidos fueron tímidos y ambiguos, mientras que **los salarios de la mayoría permanecieron por debajo del nivel de la generación anterior**, incluso después de los tres años en que registraron aumentos salariales al calor de la burbuja bursátil y el crecimiento de la productividad. Mientras, la riqueza de los más ricos se multiplicó, pero el ascenso meteórico de las cotizaciones bursátiles y *boom* del consumo y de la intervención financiados mediante el recurso al endeudamiento dejaron un legado hipotecado.” (Pollin, 2005: 82-83) Resaltado propio.

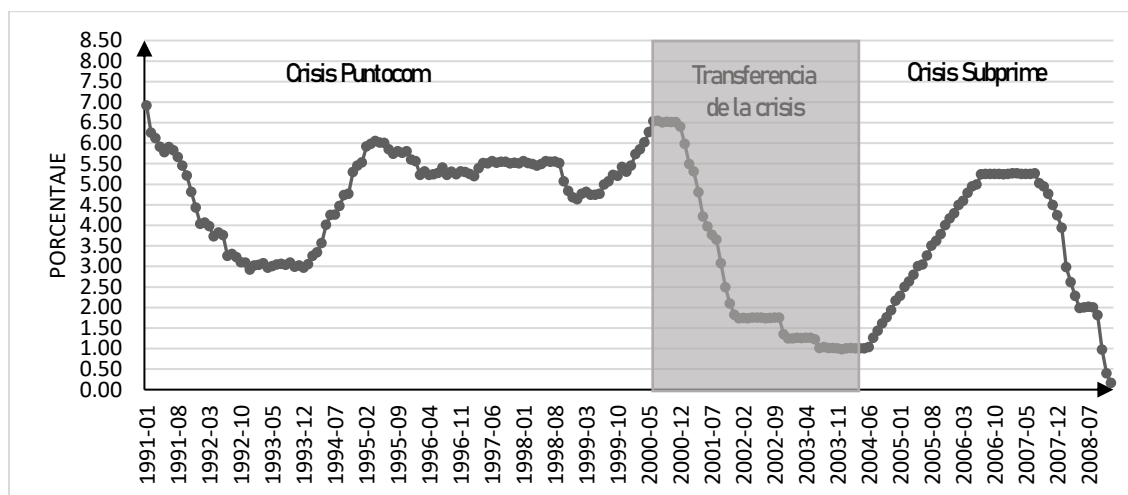
A pesar de que la administración Clinton consideró los superávits fiscales (gráfica 5) como un éxito del comportamiento del gobierno dentro de la economía, en el fondo dicha política económica se transformó en uno de los elementos a favor de una *política monetaria de dinero fácil*, pues la reducción del gasto público en el sistema financiero implica una disminución en la demanda de crédito y la creación de expectativas positivas sobre la capacidad adquisitiva (Pollin, 2005). Es decir que la política fiscal del presidente Clinton fomentó el exceso de liquidez a través de la disminución de las presiones inflacionarias y la creación artificial de expectativas positivas, cuyo efecto final fue el auge bursátil.

Ahora bien, la gráfica 8 muestra el proceso de gestación y transferencia de la burbuja Puntocom a través de la política monetaria de la Fed. Entre 1994 y 1998, la tasa de interés de los fondos federales creció constantemente, proceso interrumpido por un breve lapso, pero retomado hasta el estallido de la burbuja. Dicho comportamiento fue adoptado con la intención de “enfriar la economía”, es decir que los tipos de intereses se habían mantenido bajos por tanto tiempo que el país comenzó a experimentar crecimientos más pronunciados de los esperados, así como el inicio de procesos inflacionarios.

De hecho, Bradsher (1994) señala que la decisión de aumentar la tasa de interés fue tomada tan solo 5 horas después de conocerse que las fábricas estaban operando alrededor del 85% de su capacidad (cifra no vista desde 1979). Así, la burbuja Puntocom se pinchó en **marzo del 2000**, cuando el índice *NASDAQ Composite* alcanzó un valor de 4802.99 puntos según los datos de FRED (2019) (gráfica 6), a partir de lo cual comenzaron las quiebras de empresas relacionadas con el sector tecnológico.⁴⁸

⁴⁸ Según Stiglitz (2003) debido a la burbuja puntocom, quebraron 23 empresas de telecomunicaciones (incluye mdo. telefónico, fabricantes de equipo y cable).

Gráfica 8. EUA: evolución mensual de la tasa de interés efectiva de los fondos federales (1991-2008)



Nota: el área sombreada corresponde a la presidencia del partido **republicano** y el resto al partido **demócrata**.
 Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por el Board of Governors of the Federal Reserve System (2019)

En resumen, al comenzar las denuncias de casos de corrupción contable (como el de la empresa *WorldCom*) las **expectativas** optimistas que habían hecho crecer la burbuja financiera se tornaron seriamente negativas (puesto que la confianza se derrumbó), acto seguido se derrumbó el índice NASDAQ, quebraron múltiples empresas y el país enfrentó una *muy* breve recesión económica gracias a la política monetaria laxa adoptada por la Reserva Federal (gráfica 8), la cual buscó esencialmente aliviar las presiones inflacionarias y el pánico bursátil.

La **recesión económica** fue oficialmente declarada en marzo del 2001 pero tan solo ocho meses después ésta ya se había resuelto, siendo la segunda recesión más corta en la historia del país desde la segunda guerra mundial. No obstante, ello no debe interpretarse como una restauración de la economía – lo cual es expresado por el mismo Comité del NBER⁴⁹ (Berry, 2003; NBER, 2003)–, sino como la recuperación de algunos de los indicadores esenciales, principalmente del PIB.

⁴⁹ Organismo público estadounidense encargado de dictaminar el inicio y término de las recesiones económicas.

Por ejemplo, entre el tercer y el cuarto trimestre del 2001, el PIB real experimentó una tasa de crecimiento positiva de 0.27% (situándolo en \$13 mil 245 mdd), la inflación disminuyó ligeramente y el nivel de empleo también se recuperó pero apenas un 0.08% efímero, para después reflejar decadencia en el mercado laboral. Cabe señalar que también existió una connotación política detrás de la velocidad en la recuperación económica, pues tras el atentado terrorista del 11 de septiembre del 2001,⁵⁰ el país se enfrentó a la urgencia de transmitir fortaleza hacia la economía internacional.

En resumen, si bien podría considerarse que la Reserva Federal fue eficaz al lograr disminuir velozmente la presión inflacionaria, en los hechos la veloz recuperación de la recesión económica fue un éxito fue pueril, cuantitativo y efímero, pues el enfoque neoclásico de la política económica elegido por los *policy makers* se concentró en el control de los precios sin atender sin atender el verdadero estado de las cosas que concibieron la burbuja en primer lugar: alta especulación, exceso de liquidez, empeoramiento de la distribución del ingreso, y preferencia en la obtención de rentabilidad en actividades bursátiles en lugar de crearlas dentro de la industria; todo lo cual alcanzaría su límite tan solo 5 años después cuando EUA y la economía internacional se enfrentaron a la peor crisis económica desde el crack del 29: la crisis de las hipotecas *subprime*.

⁵⁰ También conocido como 11-S, fue el atentado terrorista ejecutado por el grupo islámico de Al Qaeda, cuyo saldo fue la muerte de casi 3,000 personas y 6,000 heridos y alrededor de 6.5 hectáreas de terreno afectas con el fuego (que tardó más de 100 días en extinguirse); de forma que las consecuencias directas para el país fueron económicas, psicológicas y ecológicas (El País, 2017).

B. Auge y estallido de la crisis hipotecaria *subprime* en EUA

El cuadro 2 muestra la aparente solución de las dificultades creadas a partir del estallido de la crisis del NASDAQ, donde se observa que entre el 2004 y 2005 la TAC del PIB fue de alrededor del 4%, dejando atrás el 1% de crecimiento afrontado entre el 2000 y el 2001. Dicha bonanza se reflejó en el mercado laboral, puesto que la TMAC del total de personas empleadas fue casi del 2%; también, mejoró la distribución del ingreso,⁵¹ a la vez que la inflación y tasa de interés de la Fed descendieron progresivamente por lo menos hasta el 2003. Entonces, tan solo ocho meses el país se había recuperado de una recesión económica y un atentado terrorista, formándose un entorno apropiado para el consumo, la inversión y las expectativas positivas, es decir, un entorno de aparente prosperidad.

Cuadro 2. EUA: evolución de indicadores seleccionados (2001-2010)

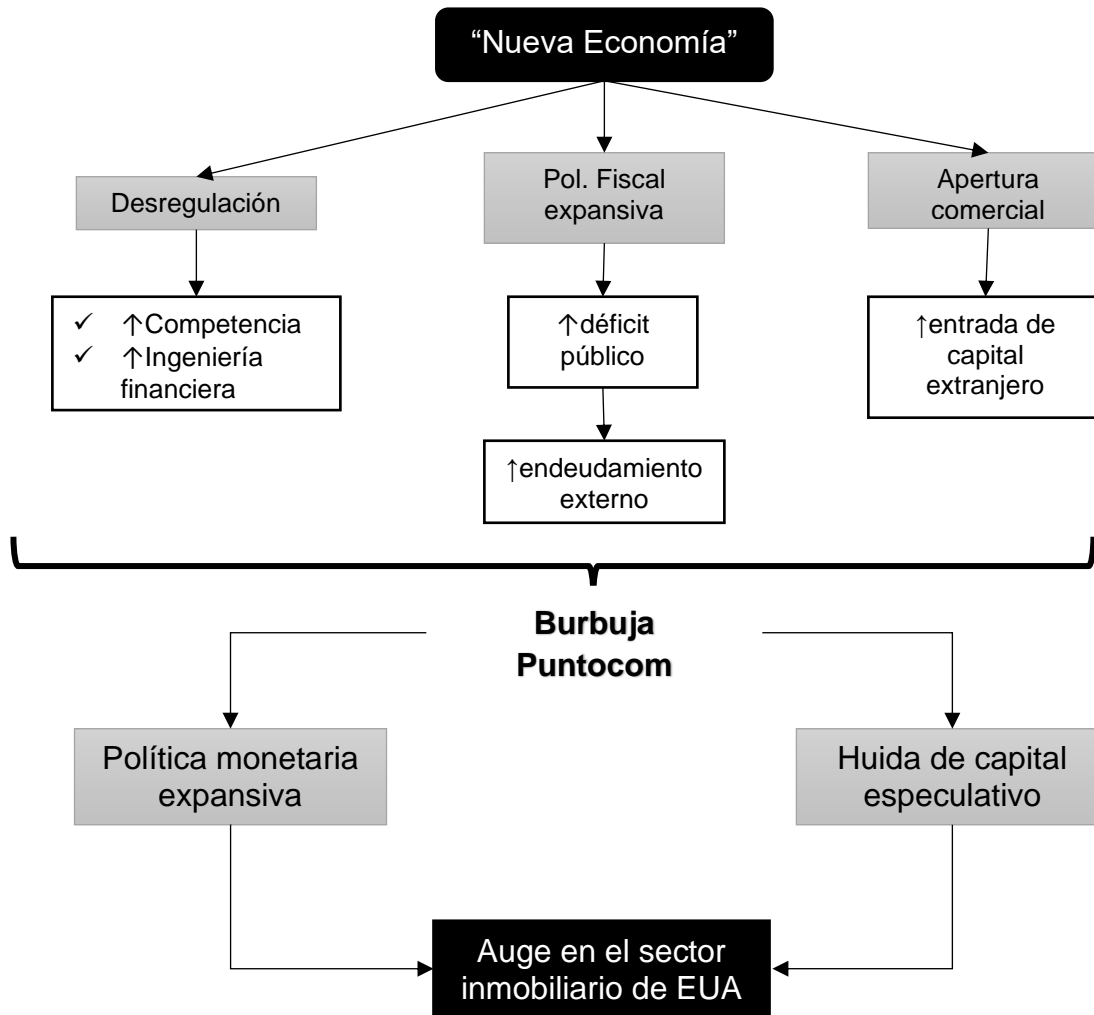
	TAC		Tasa de interés (c)	Inflación (d)
	PIB (a)	Empleo total (b)		
2001	0.98	0.03	3.89	2.28
2002	1.79	-0.33	1.67	1.54
2003	2.81	0.92	1.13	1.99
2004	3.79	1.10	1.35	2.75
2005	3.35	1.78	3.21	3.22
2006	2.67	1.90	4.96	3.07
2007	1.78	1.12	5.02	2.66
2008	-0.29	-0.47	1.93	1.96
2009	-2.78	-3.77	0.16	0.76
2010	2.53	-0.58	0.18	1.22

Notas: a) Millones de dólares constantes a precios del 2010. b) Miles de personas. c) Tasa de interés efectiva de los fondos federales. d) Inflación como deflactor del PIB

Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por BM (2019) y Board of Governors of the Federal Reserve System (2019)

⁵¹ En el 2004 el ingreso promedio de los hogares estadounidenses fue de \$57,674 dólares (ajustados a precios del 2017), un año después dicha cifra fue de US\$58,291 lo cual equivale a una tasa de crecimiento anual de 1.07%

Ilustración 7. Esquema: elementos clave para la incubación de la crisis subprime



Fuente: elaboración propia

Pero los cambios generados bajo la *Nueva Economía* (ilustración 7), mismos que contribuyeron a la creación de la burbuja Puntocom permanecieron: mínima regulación en todos los aspectos de la vida económica del país, la política fiscal siguió favoreciendo a los más ricos, el déficit público continuó ensanchándose (y con ello el endeudamiento externo) y se intensificó la apertura comercial.⁵² Como

⁵² Principalmente como efecto de los acuerdos comerciales acelerados durante la década de los noventa, pero también como resultado del incremento de las transacciones en el mercado de dinero estadounidense herencia de las crisis económicas en las periferias, ya que a partir de ellas las

resultado, el país experimentó una **abundante entrada de capital especulativo**: entre 1999 y el 2006, la TMAC del total de la inversión de cartera estadounidense fue de alrededor del 16%, mientras que para el mismo periodo la IED reportó en el mismo periodo un decrecimiento de -2.20%.

En otras palabras, cuando reventó la burbuja Puntocom el capital especulativo se refugió rápidamente hacia otro sector dentro de EUA en el que pudiera seguirse reproduciendo (acción promovida por las condiciones monetarias y regulatorias prevalecientes). Aunque guiados por la teoría convencional los *policy makers* concluyeron que el comportamiento errático de las finanzas respondía simplemente a un proceso necesario para la *asignación eficiente* de los recursos; no pudieron interpretar que los fundamentos en los que se permitió operar al sistema financiero eran erróneos pues el crecimiento económico experimentado era falaz, basado en las exacerbadas expectativas de los agentes.

Dabat (2009) indica que el capital huyó al **mercado inmobiliario** estadounidense debido a las características *muy particulares* que éste posee y lo hacen especialmente atractivo, como el alto nivel de precios del suelo, junto con el elevado nivel de ingresos de la población y la amplia difusión de la vivienda propia; se puede decir entonces que el *american dream* es la esencia de la fortaleza del mercado inmobiliario estadounidense e inclusive del enriquecimiento precoz.

Lo anterior, aunado a la aparente y veloz recuperación económica después del estallido de la burbuja Puntocom, la alta liquidez monetaria (gráfica 8), el aumento *momentáneo* de la riqueza (Marichal, 2010) y la preferencia en la inversión en bienes inmuebles (dada su durabilidad), generó entre el 2000 y el 2005 un **incremento en la demanda de vivienda** estadounidense y en el crédito hipotecario. Así, el **entusiasmo generalizado** en el sector inmobiliario de EUA se expresó principalmente en:

periferias optaron por la acumulación de dólares como medida preventiva ante dificultades económicas (Marichal, 2010; Zurita y otros, 2009).

→ La aceleración de la construcción.

El número de unidades de vivienda de propiedad privada completadas reportó una TMAC de 2.23% durante toda la década de los noventa, pero tan solo entre 2000 y el 2005 dicha cifra se elevó a un 5.14% (lo cual comprueba el estallido en la industria de la construcción).

→ La elevación del precio de la vivienda.

El S&P/Case-Shiller índice nacional de precios de la vivienda en EUA, experimentó una TMAC del 13.16% entre el 2000 y el 2005, a la vez que entre el 2005 y el 2006 el valor del índice casi se duplicó (Gráfica 9).

→ El alza en el número de créditos a la vivienda otorgados.

Durante la década de los noventa el total de bancos comerciales estadounidenses concedió en promedio 29.42% de créditos comerciales industriales y 42.38% de créditos inmobiliarios; mientras que entre el 2000 y el 2008 se otorgaron en promedio 23.32% de créditos al sector comercial e industrial y alrededor del 53% al crédito hipotecario (Gráfica 10).

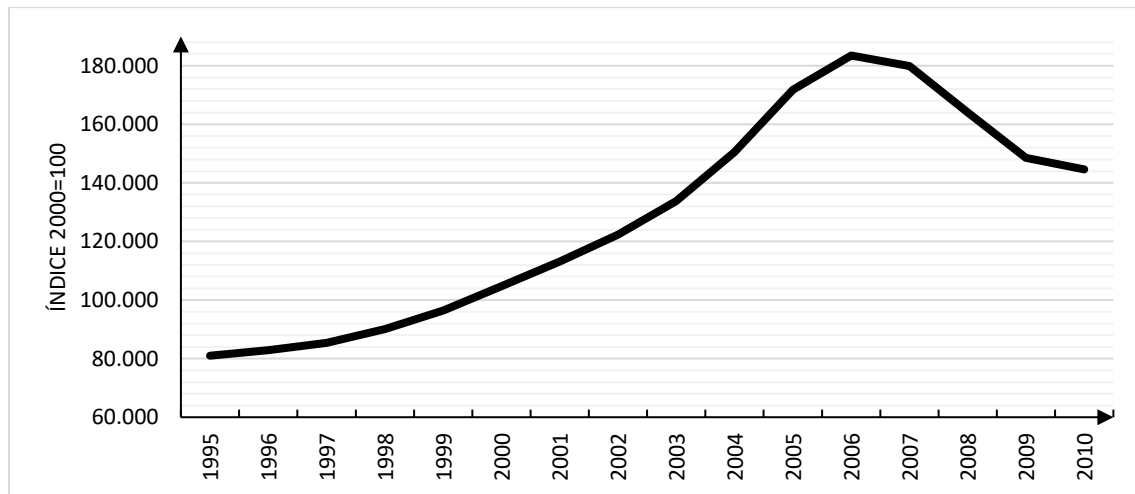
Otro ejemplo es que de las instituciones que reportan a la FDIC, los préstamos hipotecarios representaron en promedio el 52.12% del total de crédito otorgado entre el 2000 y el 2008, llegando inclusive a un valor cercano al 57% en el 2006. Todo lo cual implica que poco menos de la mitad del total de la cartera de crédito de las instituciones bancarias comerciales dependía del desenvolvimiento del mercado inmobiliario y del cumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de los prestatarios.

Ante tales circunstancias los **bancos comerciales modificaron su modelo de negocios** ensanchando el número de operaciones⁵³ y adquiriendo cada vez más riesgo, pues tomaron mano de la inclusión de **tasas ajustables** en los créditos hipotecarios a modo que la ilusión de una deuda reducida fuera atractiva para los prestatarios. Empero éstos últimos no consideraron que al permitirseles pagar poco durante los primeros años (solo los intereses), en compensación se les subyugaba

⁵³ Por ejemplo, TMAC del total de créditos otorgados por los bancos comerciales de EUA entre el 2000 y el 2008 fue de alrededor del 9%, es decir, 4 puntos porcentuales más alta que la experimentada entre 1990 y 1999.

a los efectos en las variaciones de la tasa de interés de la Reserva Federal (y con ello de la interbancaria), factor clave para el estallido de la burbuja financiera.

Gráfica 9. Evolución del S&P/Case-Shiller índice nacional de precios de la vivienda en EUA, 2000=1000 (1995-2010)

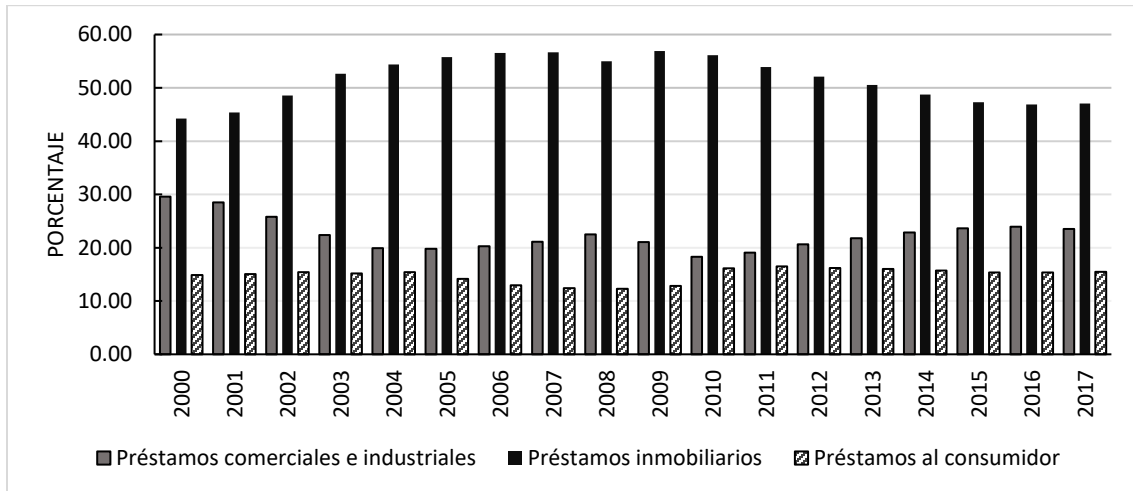


Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019)

También utilizaron como estrategia el otorgamiento de créditos hipotecarios **por encima del valor de la vivienda**, pues se especulaba que el alza en los precios de la vivienda (gráfica 9) más que compensarían dicha operación (Restrepo y Restrepo, 2009; Marichal, 2010; Venegas, 2010). Pero la **innovación financiera**, principalmente la **titularización de activos** fue el artilugio central ya que les permitió aumentar sus actividades fuera del balance (operación en banca paralela).

Por consiguiente, la academia concuerda en que durante los primeros años del siglo XXI los bancos tradicionales modificaron su conducta hacia actividades más rentables aunque ello implicara una disminución en la calidad de los créditos. A modo de ejemplo, Zurita y otros (2009) señalan que para el 2006 el monto del enganche solicitado disminuyó 17 puntos porcentuales con respecto a su comportamiento pasado (situándolo en tan solo el 3%), a la vez que se volvió opcional la comprobación de los ingresos.

Gráfica 10. EUA: Evolución de la participación porcentual de los principales préstamos de los bancos comerciales (2000-2017)



Fuente: elaboración propia con base en Board of Governors of the Federal Reserve System (2019)

Situación que a consideración de Guillén (2009) está relacionada con el fortalecimiento del modelo de negocios guiado por la norma de “**valor para el accionista**,” ya que a pesar de haber surgido en la década de los noventa, el estallido de la burbuja del NASDAQ llevó a los bancos a buscar nuevos métodos para concebir las exigencias de rentabilidad por parte de los inversionistas, es decir, el negocio bancario tradicional se estaba rezagando en términos de rentabilidad respecto a otras operaciones financieras (banca paralela).

Además, si bien es cierto que la política acomodaticia de adoptada por la Reserva Federal fue un elemento clave en la conformación de las burbujas financieras (tanto la Puntocom como la *subprime*), también hay que considerar que la única tasa que experimentó disminuciones considerables fue la tasa de interés a corto plazo, mientras que las tasas de interés a largo plazo no presentaron oscilaciones significativas.⁵⁴

No obstante, el **comportamiento de los prestatarios** tampoco fue el ideal puesto que las solicitudes de crédito también fueron especulativas como respuesta a la

⁵⁴ Por ejemplo, mientras que en mediados del 2003 la tasa de interés de la Fed se encontraba alrededor del 1%, la tasa de bonos a 20 años estaba alrededor del 4% (Machinea, 2009).

coyuntura económica y a la política estatal con respecto a la promoción de la vivienda propia.⁵⁵ Prueba de esto fue el aumento en la solicitud de segundas hipotecas (HELOC) cuando en los hechos los prestatarios no requerían de dicho servicio. También el consumo se volvió especulativo, pues los prestatarios comenzaron a utilizar el aumento financiero en el valor de sus inmuebles para adquirir bienes de consumo (Barcelata, 2010, Zurita y otros, 2009).

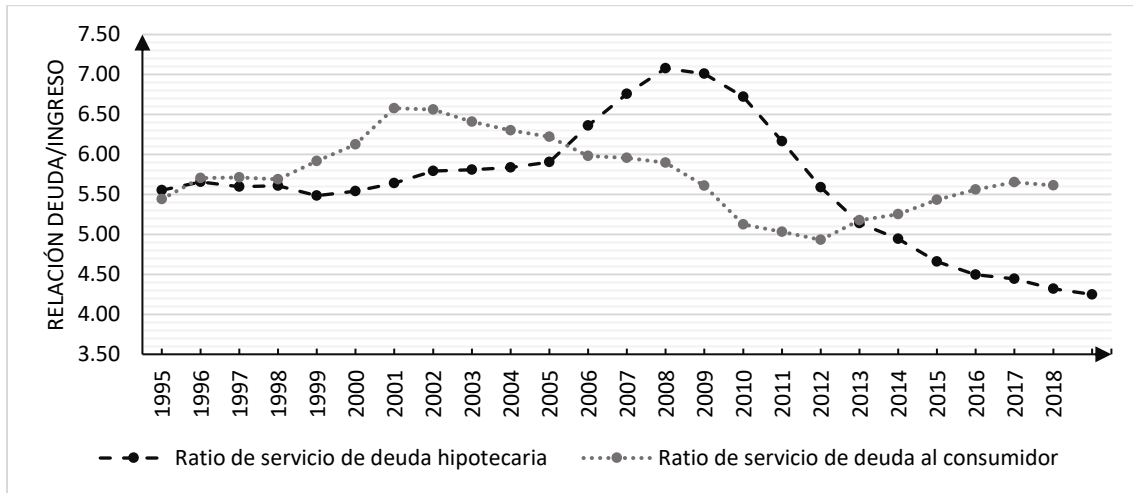
La gráfica 11 presenta la evolución de las obligaciones hipotecarias y las deudas del consumidor, indicadores que forman parte de la construcción del índice estadounidense del servicio de la deuda del hogar.⁵⁶ Se observa que durante los primeros años del siglo XXI el nivel de deuda adquirido por los estadounidenses aumentó considerablemente, llegando a representar en el 2007 el 13% del total del ingreso disponible, mientras que el ingreso real disponible decreció constantemente a partir del 2006. Así pues, **a pesar de la ralentización en el crecimiento del ingreso los norteamericanos mantenían un consumo elevado sustentado mayormente en la especulación.**

Para terminar, hay que considerar que el límite de las operaciones de crédito que puede realizar un banco es señalado por el volumen de capital propio, de forma que la conducta anterior necesariamente tuvo que respaldarse con un aumento en las reservas de capital. Pero la gran mayoría de las instituciones bancarias de EUA prefirieron solventar dicha limitante por medio del **apalancamiento externo**; lo cual debió de haber sido la primera señal de alerta para las autoridades sobre la gestación de la burbuja financiera, pues seguía profundizándose el déficit de cuenta corriente.

⁵⁵ Ejemplo de ello es la *Community Reinvestment Act* estimulaba a las instituciones bancarias a otorgar créditos hipotecarios a personas con bajo nivel de ingreso. También, Restrepo y Restrepo (2009) indican que desde finales de los noventa, el gobierno y el Congreso impulsaron a Freddie Mac y Fannie Mae a involucrarse con las hipotecas de alto riesgo.

⁵⁶ Dicho índice es construido por el *Board of Governors* e indica la relación entre el ingreso disponible total y el total de los pagos de deuda de los hogares.

Gráfica 11. Evolución del ratio de principales obligaciones financieras de la población estadounidense, con ajuste estacional (1995-2018)



Fuente: elaboración propia con base en Board of Governors (2018)

B.1 La importancia de la titularización en la crisis de las hipotecas subprime

Aun cuando el **Acuerdo de Basilea 2**⁵⁷ (al cual estaban suscritos los bancos estadounidenses) significaba un límite a los préstamos externos, el hecho de que dentro de sus lineamientos dejara sin consideración los **problemas de agencia**⁵⁸ y la aceleración en las innovaciones financieras (consecuencia de la globalización y el desarrollo tecnológico), creó un espacio en el que las instituciones bancarias pudieron accionar de forma altamente riesgosa y especulativa pero sin dejar de cumplir con los requerimientos del Acuerdo.

⁵⁷ De acuerdo a Gutiérrez y Fernández (2006) la elaboración del Acuerdo de Basilea II se caracterizó por cambiar la regulación de un modo estructural a uno prudencial, en donde se otorgó a las instituciones bancarias total libertad, siempre y cuando mantuvieran un coeficiente mínimo de capital propio (acorde al nivel de riesgo asumido y un “buen manejo” de la valoración de los activos).

⁵⁸ Gutiérrez y Fernández (2006) apuntan una contraposición de intereses entre los accionistas (que prefieren reducir al mínimo el capital para obtener retornos más elevados), y los acreedores y superiores (que se inclinan a protegerse contra posibles pérdidas elevando el capital mínimo).

Lo cual lograron mediante la innovación financiera, en concreto con la **titularización** (también conocida como securitización) puesto que les permitió la comercialización veloz de los créditos hipotecarios que creaban. Básicamente el proceso de titularización consistió en la agrupación de distintos tipos de hipotecas, sin atender a las características particulares de cada una, por ejemplo, el nivel de riesgo. El resultado fue la creación de valores respaldados en hipotecas (**MBS**), lo cual tuvo distintas implicaciones:

Primero, dio a los bancos comerciales la posibilidad de aumentar el valor (al venderlos en el mercado financiero como cualquier otro activo) y a la vez reducir de su registro el número de créditos otorgados (pues en términos contables se habían deshecho de ellos); con lo cual también aumentaron la relación capital/activos, y cumplieron los requerimientos del Acuerdo de Basilea 2 (Venegas, 2010).

Segundo, la atracción de mayor número de inversores, ya que los MBS juntaban hipotecas con distintos niveles de riesgo creando la ilusión de seguridad mediante la diseminación del riesgo, es decir que contenían hipotecas de distinta calidad (*prime* y *subprime*) de forma que un solo MBS fuese atractivo para distintos tipos de inversiones (Marichal, 2010) independientemente de si eran amantes u adversos del riesgo.

Las **hipotecas subprime** se caracterizan por haber sido concedidas a prestatarios altamente riesgosos, puesto que al momento del préstamo no tenían trabajo, ingresos ni activos que sirviesen de respaldo; de ahí que se les reconozca como prestatarios NINJAS. Cabe mencionar que según cifras de Barcelata (2010) entre el 2004 y el 2006 alrededor del 21% del total de crédito otorgado en el país fue del tipo *subprime*.

Tercero, la mayor evidencia del cambio en el modelo de negocio bancario, específicamente el apego al **modelo de originar y distribuir**. Las innovaciones financieras, la intensificación de la globalización, la desregulación financiera y el mayor número de agentes financieros (incremento de la competencia), han generado un nuevo contexto en el cual los bancos comerciales se ven incentivados

al relajamiento de los requisitos para préstamo, puesto que fácilmente pueden deshacerse de decisiones riesgosas mediante la creación de nuevos instrumentos que después distribuirán en el mercado financiero (titularización).

Cuarto, el empoderamiento de **calificadoras de riesgo** como agentes de referencia centrales y permanentes para las operaciones dentro de cualquier sistema financiero. En términos generales, las agencias calificadoras utilizan métodos matemáticos basados en la estadística y la probabilidad para asignar una calificación a los instrumentos financieros, de forma que los agentes puedan tomar decisiones “más informadas.”

No obstante, la crisis *subprime* dejó claro que las calificadoras tienen dos problemas inherentes a su funcionamiento, pues por un lado, los indicadores que utilizan están mayormente basados en series históricas de datos que si bien son bastas, dejan de lado los acontecimientos recientes que afectan las decisiones económicas de los agentes.⁵⁹ Y por el otro, se pueden presentar serios problemas de agencia entre dichas entidades y el resto del sistema financiero.

A continuación, se presenta una simplificación del proceso de titularización llevado a cabo por las entidades financieras estadounidenses, acompañado de un esquema en la ilustración 8 a modo de resumen.

Los **CDO's** son un instrumento financiero estructurado respaldado por un conjunto de activos que son esencialmente obligaciones de deuda (Buffet, 2016); han sido utilizados desde finales de los ochenta pero fue durante los primeros años del s. XXI cuando los bancos prefirieron estructurarlos con hipotecas (o sea, a partir de los MBS) de forma que les permitiese deshacerse de los activos riesgosos que ellos mismos habían creado.

⁵⁹ Además, Machinea (2009) apunta que los modelos utilizados por las agencias calificadoras para determinar el riesgo contienen supuestos estacionarios, lo cual dificulta la distinción entre los cambios puntuales y los movimientos sintéticos.

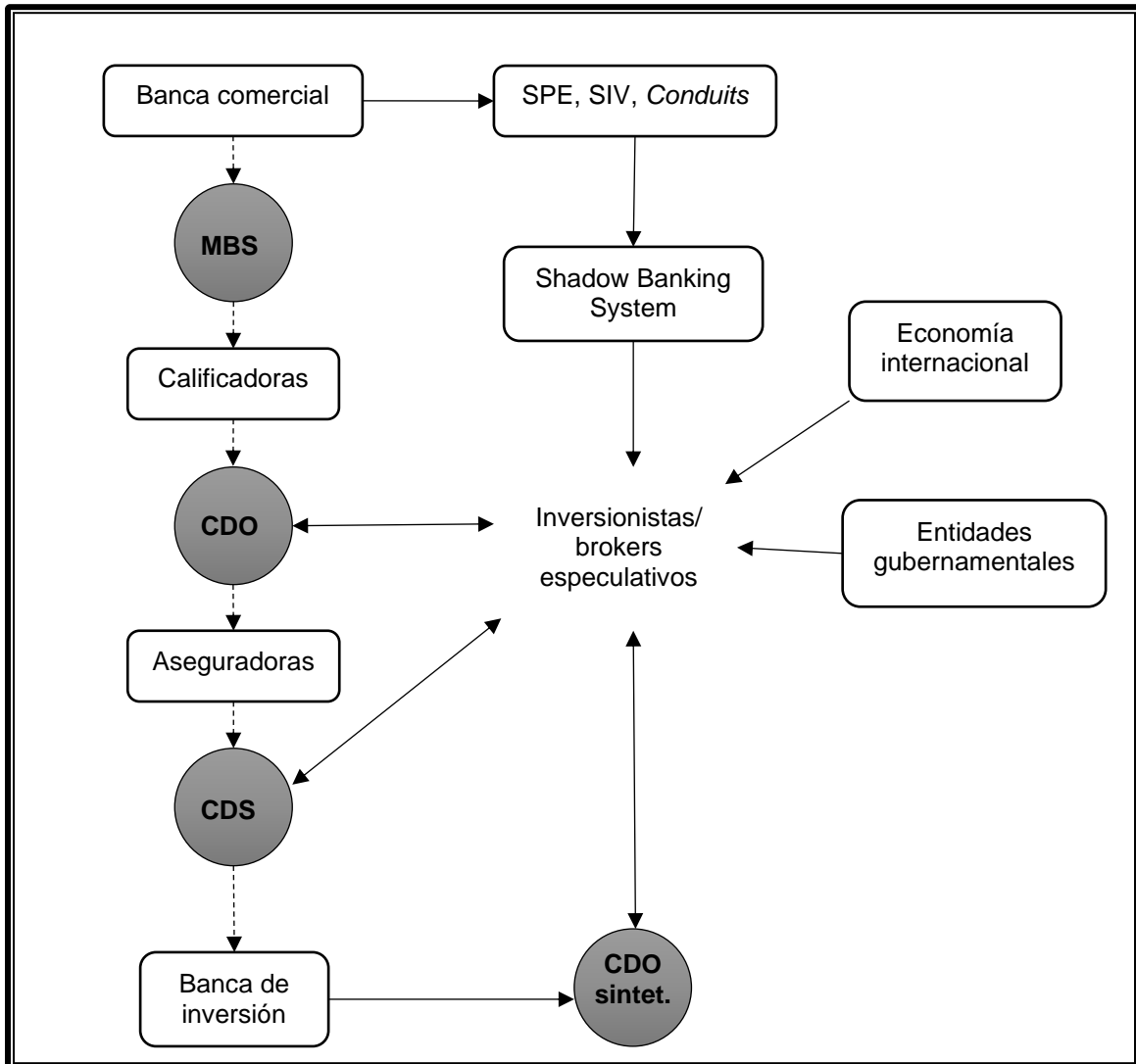
Para ello, agruparon las hipotecas y las dividieron en niveles de riesgo (*tranches*): los tramos mayores (*senior tranches*) eran los más seguros puesto que tenían la primera reclamación de activos si alguno de los préstamos subyacentes fallaba, mientras que los tramos menores (*junior tranches*) eran los más riesgosos (Buffet, 2016) pues a éstos se les asignó las primeras pérdidas de capital, pero también eran los más redituables para los especuladores (ofrecían tasas de rendimiento más altas). Así, un CDO podía contener hipotecas muy seguras con bajo nivel de rentabilidad y también hipotecas cuyo nivel de riesgo implicaba tasas de rentabilidad de hasta el 10% (Marichal, 2010).

La lógica detrás de los CDO era crear la **ilusión de seguridad** a través del apoyo de las **agencias calificadoras** por la supuesta diversificación del riesgo (ilustración 8); de hecho, Pollin y Heintz (2013) indican que los emisores de los CDO trabajaron junto con las calificadoras para formar las condiciones necesarias para obtener una buena calificación, pero solo bajo consideración de los estándares que dichas entidades utilizan y no por la creación de seguridad. Además, Pozsar (2008) apunta que, aunque los *tranches* estuvieran asociados a distintos niveles de riesgo la deuda total que construía el CDO no se modificó.

Después, la demanda de CDO creció tanto que incentivó el uso de permutas de incumplimiento crediticio (**CDS**), los cuales son un contrato de seguro entre dos entidades en la que una de ellas cubre una cuota periódica (prima) a cambio de que la otra responda en caso de que el deudor no cumpla con sus obligaciones (Zurita y otros, 2009).

Cabe destacar que los CDS se usaban desde los noventa, pero su comercialización se aceleró a tal grado que sin duda debió de haber sido otra señal del *juego perverso* de alta especulación que se estaba creando en el sistema financiero estadounidense. De acuerdo a Buffet (2016) los CDS afectaron especialmente al sistema financiero debido a que, al no ser visibles en las hojas de balance los bancos **disminuyeron la transparencia** de los mismos, generando las condiciones para la crisis de confianza en que después derrumbó el sistema.

Ilustración 8. Simplificación del proceso de titularización en EUA previo a la crisis *subprime*



Fuente: elaboración propia con base en Pollin y Heintz (2013), Pozsar (2008) y Restrepo y Restrepo (2009).

Finalmente, el aumento en la comercialización de CDS incentivó el uso de los **CDS sintéticos** los cuales tenían las mismas características que los CDO's originales pero con la peculiaridad de ser colocados principalmente por los bancos de inversión, y adquiridos mediante crédito bancario a muy bajas tasas de interés (Restrepo y Restrepo, 2009). Pozsar (2008) explica que al ser réplicas sintéticas de los valores de MBS y de su desempeño, los CDO sintéticos **umentaban exponencialmente el apalancamiento y el riesgo crediticio** en el sistema

financiero, puesto que fueron creados en el punto en el que los estándares de otorgamiento de crédito hipotecario por parte de los bancos comerciales estaban más relajados que nunca.

También es importante señalar, que la banca tradicional comercializó los instrumentos financieros anteriormente señalados de forma directa e indirecta. Esta última a través de la creación de entidades de propósito especial (**SPE**)⁶⁰, vehículos estructurados de inversión (**SIV**) y **conduits**; elementos que básicamente permitieron las actividades fuera del balance (es decir, dentro del **Shadow Banking System**) y facilitaron la exposición a la burbuja financiera tanto dentro del sistema financiero estadounidense como en el sistema financiero mundial.

Aunque también es pertinente señalar que el proceso de titularización de hipotecas no fue exclusivo del sector bancario tradicional, sino que participaron toda clase de agentes financieros, entre ellos los **corredores de bolsa** quienes de acuerdo a Guillén (2009) tuvieron parte importante en el proceso de ejecución de prácticas financieras arriesgadas.⁶¹ debido a que su accionar está también dirigido hacia la búsqueda de ganancias propias en el corto plazo, sin considerar la gravedad de las consecuencias para el sistema financiero en su conjunto. Aunque, si los bancos privados no reaccionaron al riesgo de los prestatarios *subprime* reclutados por los corredores de bolsa, fue precisamente porque la titularización les permitió diseminar el riesgo al resto de los agentes y aumentar las actividades fuera del balance (Guillén, 2009), es decir que estaban conscientes de la flaqueza en los requerimientos para otorgar las hipotecas, pero sabían que el modelo de originar y distribuir les permitiría crear ganancias veloces en lugar de atenderse al cumplimiento de los pagos de la hipoteca.

⁶⁰ Las SPE eran entidades surgidas de los bancos pero legalmente separadas, las cuales se encargaban de adquirir los activos financieros de los bancos para después revenderlos al resto de los agentes financieros; de forma que su accionar facilitó e intensificó el deslindamiento de los bancos comerciales sobre los altos niveles de riesgo asumidos por las actividades especulativas.

⁶¹ En sus palabras: “[...] se trata de corredores que no disponen de ninguna licencia y tratan de obtener una comisión otorgando un crédito a un particular (al cual le adelantan dinero en el muy corto plazo), revendiendo después el contrato a un banco bien establecido. [...] Los corredores tienen muy pocos escrúpulos respecto a la manera de convencer a los individuos de suscribir un préstamo: prometen por teléfono contratos muy interesantes y les hacen firmar otra cosa” (Guillén, 2009: 257)

B.2 Ruptura de la burbuja hipotecaria: caos financiero y repercusiones en el sector real

Para Zurita y otros (2009) los elementos que desataron la crisis *subprime* fueron:

- 1) Aumento en la tasa de interés interbancaria de la Reserva Federal.
- 2) Desaceleración de la economía estadounidense.
- 3) La oferta de viviendas nuevas y usadas comenzó a superar la demanda, generando una reducción en los precios de la vivienda.
- 4) Creación de *gran* incertidumbre en los mercados.

Debido a que entre el 2000 y el 2004 el nivel de precios en la economía dio inicios de aceleramiento, la Reserva Federal comenzó a reconsiderar su política monetaria acomodaticia; de hecho, tal como muestra el cuadro 2, la inflación experimentó una tendencia constante al alza a partir del 2002 y hasta el 2005 cuando llegó a un valor de 3.22% (cifra que no se había experimentado desde la década de los ochenta). No cabe duda de que dicho fenómeno fue consecuencia de la velocidad con que la economía estadounidense se “recuperó” de la recesión del 2001, puesto que la facilidad de liquidez monetaria incentiva el consumo y la inversión (aumento de la demanda) y eleva el nivel de precios. Así pues, a partir del 2004 y hasta el 2007 la Fed comenzó una **tendencia alcista de la tasa de interés** efectiva de los fondos federales (gráfica 8), pasando de un valor de 1.35% en el 2004 a 3.21% tan solo un año después.

Como resultado se perjudicó a todos los prestatarios pero en especial a aquellos que se habían comprometido con una tasa de interés ajustable, ya que tuvieron que afrontar **problemas de shock de pago y/o de amortización negativa** (Barcelata, 2010), es decir que su deuda aumentó de tal manera que se volvió casi imposible cumplir los pagos.⁶² De hecho, en algunos casos la deuda se elevó mucho más que

⁶² “Un “shock” de pago, que significa que los pagos pueden subir mucho, hasta el doble o el triple, después del período de interés sólo, o cuando se ajustan los pagos. [...]. “Amortización negativa”, que se presenta cuando los pagos no cubren todo el interés adeudado, de modo que el interés restante se suma al saldo de la hipoteca y el monto del adeudo aumenta por encima del monto original.” (Barcelata, 2010: 7).

el valor del inmueble ante lo cual los deudores prefirieron abandonar las casas (Christie, 2008), si no es que ya los hubiesen desalojado debido a la gravedad de su situación.⁶³ Lo cual se reflejó inicialmente en el *movimiento a la baja del precio de las casas* en EUA, lo que a su vez fue consecuencia del retraimiento de la demanda especulativa de bienes inmuebles, pues entre el 2000 y el 2004 la TMAC del índice S&P/Case-Shiller fue de alrededor del 13% mientras que para el periodo entre el 2005 y el 2009 el valor fue de -4.73% (gráfica 9)⁶⁴.

A partir del 2006 y hasta el 2013 las obligaciones hipotecarias de los estadounidenses eran más significativas que las deudas al consumidor (gráfica 11); de forma que al aumentar la tasa de interés y reducirse el precio de los inmuebles, reventó la burbuja financiera creada en el sector hipotecario.

El promedio de *préstamos totales incobrables* entre 2006 y 2010 fue cercano al 3%, (cuando entre el 2000 y el 2005 había sido tan solo del 1%); situación ante la cual los bancos comerciales estadounidenses se enfrentaron a una doble reducción: una en la calidad de su cartera y la otra el valor del colateral (Restrepo y Restrepo, 2009).

El cuadro 3 presenta una síntesis de los principales eventos ocurridos en EUA con relación al colapso del mercado hipotecario *subprime*, en donde se puede apreciar que a partir del 2007 se experimentó una preocupante interacción entre las quiebras empresariales y el apoyo monetario de la Reserva Federal, misma que reaccionó con una política monetaria sumamente laxa.

Tras el reconocimiento de las dificultades en el mercado inmobiliario, las **agencias calificadoras** modificaron drásticamente las asignaciones de los instrumentos financieros que anteriormente habían asociado con sus mejores estándares; es decir, reconocieron que la estructuración financiera realizada por los bancos comerciales estaba basada en la especulación y por consiguiente sus calificaciones eran erróneas. Acto seguido, las **expectativas de los inversionistas se tornaron**

⁶³ Barcelata (2010) indica que durante el 2007 se llevaron a cabo cerca de 180 mil embargos.

⁶⁴ Además, Marichal (2010) indica que a mediados del 2006 se demostró que la construcción de inmuebles había caído un 27% con respecto al año anterior.

negativas, dándose inicio así al **resquebrajamiento del esquema Ponzi** que se había formado alrededor de la especulación inmobiliaria.

Cuadro 3. Cronología de los principales eventos del estallido de la crisis hipotecaria estadounidense

		EUA	
		Sector privado	Sector público
2007	febrero – septiembre	<ul style="list-style-type: none"> En febrero más de 25 empresas dedicadas a los préstamos hipotecarios caen en bancarrota. <i>Ameriquest Inc</i>, mayor empresa relacionada con préstamos <i>subprime</i> cierra definitivamente. HSBC anuncia elevación en los índices de morosidad de los mds. hipotecarios de EUA <i>D.R. Horton Financial</i> anunció grandes pérdidas, y <i>New Century Financial Corporation</i> pidió una cobertura antes de ir a la bancarrota Bear Stearns anunció que necesitaba realizar un rescate de más de 3 mil mdd para resguardar sus pérdidas, además de prohibir el retiro de recursos de fondos de inversión en problemas 	<ul style="list-style-type: none"> Fed baja las tasas de interés e inyecta 12 mil millones de dólares al mercado Bernanke declara “la crisis del mercado <i>subprime</i> ha excedido nuestros cálculos más pesimistas” (31 agosto)
	oct. – dic.	<p><i>Citigroup</i>, <i>Merrill Lying</i>⁶⁵, <i>Bank of America</i>, <i>Bear Stearns</i>, <i>Barclays</i>, <i>Morgan Stanley</i>⁶⁶, <i>Freddie Mac</i> y <i>Fannie Mae</i> anuncian dificultades financieras</p>	<ul style="list-style-type: none"> Fed continúa reduciendo la tasa de interés y adopta medidas para proveer liquidez
2008	enero – abril	<ul style="list-style-type: none"> <i>J.P. Morgan</i> adquiere <i>Bear Stearns</i> tras su colapso el 14 de marzo; acción respaldada por la Fed quien se comprometió a garantizar a los compradores la liquidez sobre un máximo de 30 mil mdd de los activos tóxicos de <i>Bear Stearns</i>⁶⁷ <i>Citigroup</i> principal banco de EUA, anuncia pérdidas netas de más de 9 mil 800 mdd durante su último trimestre del 2007, y cuentas incobrables por valor de 18 mil mdd derivadas del mercado inmobiliario. 	<ul style="list-style-type: none"> Bush presenta plan de estímulo económico que incluye ayuda a <i>Freddie Mac</i> y <i>Fannie Mae</i> Fed implementa distintos programas para aumentar la liquidez en el mercado; inyecta 2 mil mdd
	mayo – agosto	<ul style="list-style-type: none"> <i>AIG</i>, <i>Lehman Brothers</i>, <i>Wachovia</i>, <i>RBS</i>, <i>UBS</i>, <i>Freddie Mac</i> y <i>Fannie Mae</i> reportan pérdidas <i>American Home Mortgage</i>, décimo banco hipotecario de EUA anuncia quiebra, para después ser adquirido por JP Morgan por 240 mdd. 	<ul style="list-style-type: none"> Fed implementa medidas conjuntas con el BCE, Inglaterra, Canadá y Suiza Bush firma el <i>Plan de Recuperación Económica</i> (30 de julio), el cual garantiza 300 mil mdd para el refinanciamiento de hipotecas

⁶⁵ Merrill Lynch siendo el mayor banco de inversión de EUA, anunció pérdidas por un equivalente de **5.500 mdd** en inversiones *subprime* (Marichal, 2010).

⁶⁶ Las pérdidas anunciadas por Morgan Stanley relacionadas con el mercado inmobiliario, ascendían a **9 mil mdd** (Barcelata, 2010).

⁶⁷ Cabe destacar que *Bear Stearns* llevaba 85 años en operación, de forma que había sobrevivido inclusive al crack del 29 (Marichal, 2010).

		<ul style="list-style-type: none"> • Fannie Mae y Freddie Mac quedan bajo control del gobierno de EUA⁶⁸
septiembre – diciembre	<ul style="list-style-type: none"> ➤ <i>Lehman Brothers</i> se declara en bancarrota tras la negativa del gobierno a rescatarlo⁶⁹. ➤ <i>Bank of America</i> adquiere Merrill Lynch en una transacción valorada en 50 mil millones de dólares ➤ <i>Washington Mutual</i> cae en bancarrota⁷⁰ ➤ Dow Jones experimenta su peor caída tras la negativa del Congreso de EUA a un plan de rescate financiero general ➤ Se descubre estafa por valor de 50 mil mdd del financiero Bernard Madoff⁷¹ 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Fed rescata a AIG con 85 mil mdd⁷². ➤ Fed inyecta 50 mil mdd a los mercados financieros ➤ Bush firma la EESA (17 de octubre) con la que el gobierno pretende comprar has 700 mil mdd en activos tóxicos ➤ Rescate financiero de <i>Citigroup</i> ➤ Tesoro anuncia plan para ayudar a la industria automotriz de EUA ➤ Fed rebaja la tasa de interés hasta un rango entre el 0 – 0.25%

Fuente: elaboración propia con base en Marichal (2010), BBC (2009) y Barcelata (2010).

Después, la negativa del gobierno estadounidense a rescatar al gigante financiero **Lehman Brothers** dio inicio a la etapa más profunda de la crisis (Marichal, 2010), puesto que las entidades financieras reconocieron que su “apuesta por la resurrección” había fracasado. Además, se creó una **crisis de confianza** por parte de los hogares e inversionistas hacia el sistema bancario tradicional, pero también entre los mismos bancos, pues desconocían el nivel de exposición que tenían entre sí a los activos tóxicos y por ello los préstamos interbancarios se dificultaron (Buffet, 2013).

⁶⁸ Ambas entidades eran responsables de más del 50% de las hipotecas del país; su nacionalización significó el mayor rescate financiero de la historia de EUA (BBC, 2009).

⁶⁹ *Lehman Brothers* era el 4to banco de inversiones del país, pero el Tesoro consideró que su rescate incitaría el riesgo moral. Su colapso implicó la pérdida de alrededor de 25 mil empleos (BBC, 2009)

⁷⁰ *Washington Mutual* era el mayor banco de ahorro y préstamo de EUA.

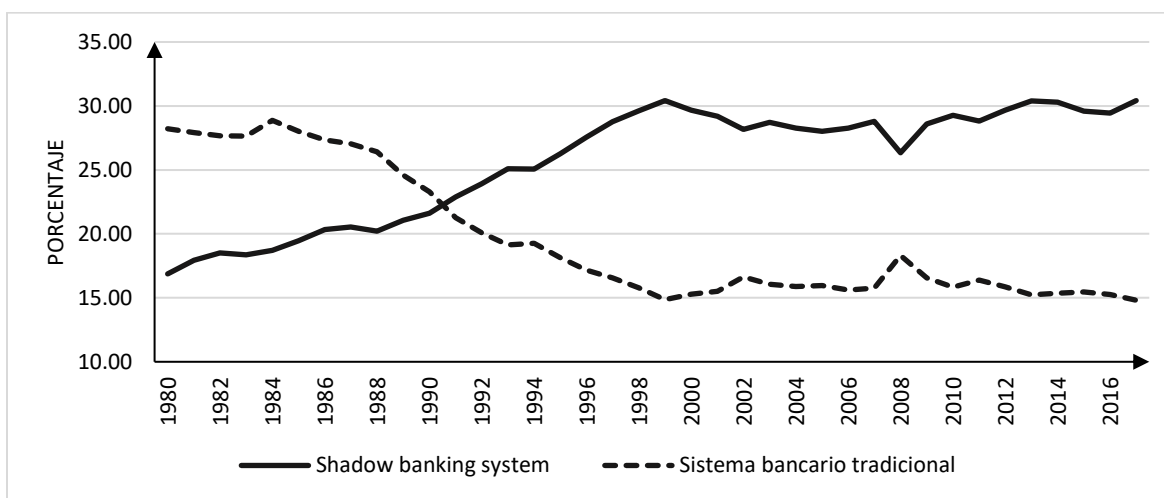
⁷¹ Bernard Madoff era presidente de la firma de inversión que lleva su nombre y además llegó a presidir el índice NASDAQ; se dice que realizó el esquema Ponzi más grande la historia de forma que fue condenado a 150 años de prisión (BBC, 2009).

⁷² AIG era la mayor aseguradora del país, de forma que se consideró que su colapso tendría graves consecuencias; su rescate fue condicionado a otorgar el 80% del control de la empresa al gobierno (Barcelata, 2010).

Hasta aquí queda claro que la esencia de las dificultades en los balances bancarios surgió primero, a partir de la **ineficiencia en la regulación bancaria**, la cual solo se enfocó a los límites de capital sin considerar los niveles de liquidez. Segundo, por la **preferencia en las transacciones financieras especulativas** con respecto a aquellas relacionadas con el sector real; situación que comenzó a partir de la ruptura de Bretton Woods (Chapoy y Girón, 2009) pero se acrecentó de forma nociva prácticamente desde mediados de los noventa (sin que las autoridades hicieran algo al respecto).

Y tercero, por el **aumento en la competencia tras el crecimiento del *Shadow Banking System***; baste mencionar que desde los ochenta, la participación de los bancos tradicionales en la captación de activos financieros ha mostrado una tendencia negativa, pasando de tener en 1980 alrededor de 28% de los activos financieros, a mantener en el 2016 tan solo 14.81%. Dicha reducción en la participación fue adquirida por el sistema bancario paralelo, puesto que en los ochenta mantuvo alrededor del 16% de los activos financieros totales dentro de EUA, pero para el 2016 le pertenecían alrededor del 31% (gráfica 12).

Gráfica 12. EUA: distribución de los activos financieros totales, porcentaje (1980-2016)



Nota: la construcción del *Shadow Banking system* considera la acción de los fondos mutuos, los fondos de inversión, las compañías de seguro, los fondos de pensión y los fondos del mercado monetario.

Fuente: elaboración propia con base en Board of Governors (2018).

En otro orden de las cosas, es claro que las pérdidas y quiebras monetarias afectaban directamente a los bancos comerciales, pero también a todos los hogares e inversionistas estadounidenses y extranjeros que había interactuado con los créditos hipotecarios *subprime* a través del *Shadow Banking System*.

Las **familias** estadounidenses fueron afectadas por la crisis principalmente a través de la pérdida del empleo. En el 2004 el total de desempleados en el país (como porcentaje de la fuerza laboral total) representó alrededor del 4% pero, en el 2008 dicha cifra alcanzó el 9.63% lo cual equivalía a 11 millones de personas sin empleo, de hecho, el 2008 fue reconocido como el peor año en crecimiento del mercado laboral estadounidense desde la Gran Depresión.

Los despidos no se limitaron al sector financiero: durante el 2008 se perdieron cerca de 800 mil empleos relacionados al sector manufacturero, así como cerca de 630 mil empleos de la rama de la construcción; mientras que en el sector servicios (además de los bancarios y financieros), se afectaron seriamente los hoteles, las compañías de transporte, las editoriales, etc.⁷³ (Uchitelle, 2009).

Del lado de los **inversionistas**, se distinguen dos canales de impacto: el directo, que responde al monto de recursos relacionados con aquellas entidades financieras seriamente comprometidas con el mercado hipotecario *subprime*, y el indirecto, el cual surgió del grado de dependencia de sus actividades comerciales con respecto al crédito bancario. Esto último debido a que el pánico bancario y la crisis de confianza desatada especialmente después de la quiebra de *Lehman Brothers*, *endureció los problemas de liquidez*, limitando con ello el otorgamiento de préstamos.

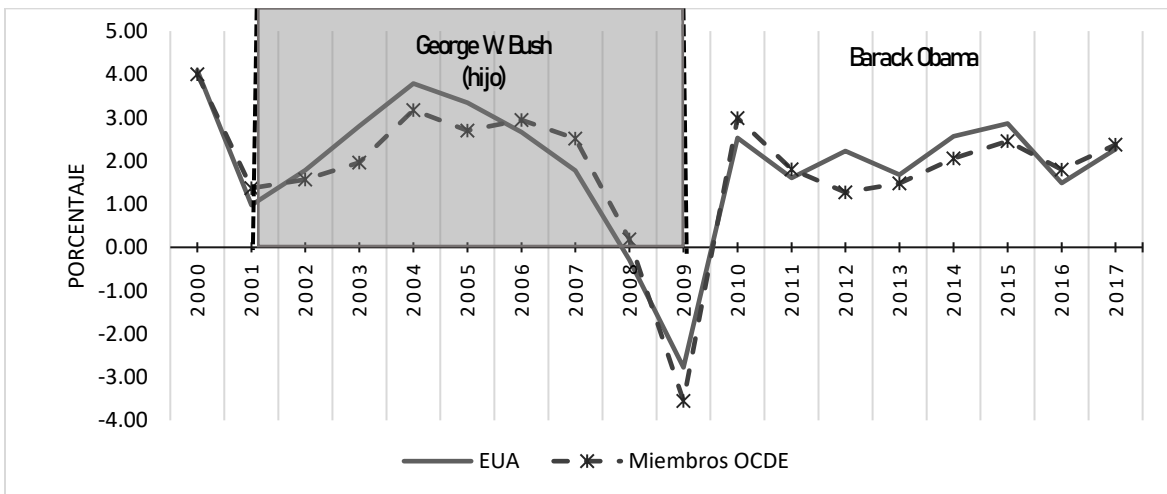
Tras la ruptura de la burbuja inmobiliaria, el sector financiero estadounidense entró en una crisis de tal magnitud que infectó al sector productivo nacional (principalmente por medio de la contracción de los créditos bancarios). Acto seguido, se desmoronó la economía en su conjunto a tal magnitud que se superaron

⁷³ Además, los estadounidenses que debieron aceptar un empleo de medio tiempo debido a que no pudieron conseguir uno de tiempo completo, aumentaron de 715 mil a 8 millones de personas, un récord no alcanzado desde 1955 (Goldman, 2009).

los peores indicadores macroeconómicos resultado del Crack del 29, de forma que la crisis de las hipotecas *subprime* se reconoció como la Gran Recesión.

Así pues, el severo impacto de la Gran recesión para la economía en su conjunto puede observarse en la gráfica 13, en donde se muestra que la tendencia negativa en el crecimiento del PIB de EUA (y de los miembros de la OCDE) se experimentó desde el 2005 y se profundizó entre el 2008 y el 2009, cuando la tasa de decrecimiento experimentada fue de alrededor del 3%. Más concretamente, en el 2007 el PIB de EUA fue de \$15 mil 55 mdd constantes del 2010 mientras que en el 2009 dicho indicador fue de \$14 mil 595 mdd, lo cual equivale a una TMAC de -1.5 % en tan solo tres años.

Gráfica 13. Evolución de la TAC del PIB de EUA y los miembros de la OCDE (2000-2017)



Fuente: elaboración propia con base en el BM (2019).

Por otro lado, un aspecto de la crisis *subprime* que le dio la consideración de un nuevo tipo de crisis (más grave y profunda que las anteriores en la historia capitalista) fue el **altísimo grado de afectación negativa en el resto del mundo**; principalmente debido a la contracción del crédito, aunque en el fondo la explicación se encuentra en el papel hegemónico de EUA y la globalización financiera, puesto que dichos factores favorecieron la integración del sistema financiero mundial con

el estadounidense, creando así una interconexión tan fuerte que la crisis afectó a países a varios cientos de kilómetros de distancia, así como a sectores económicos que no tenían una relación directa con el inmobiliario de EUA.

De hecho, Bodemer (2017) apunta que la crisis de las hipotecas *subprime* afectó primero a EUA y casi simultáneamente a la UE, después a Japón y finalmente al resto de las economías. Linde (2009) indica que dicha crisis se trasladó rápidamente a la UE debido a los grandes volúmenes de contratos de titularización adquiridos por las entidades europeas y por su participación en la emisión de CDS sin un adecuado modelo de riesgos.

Además, de igual forma que en el caso estadounidense, en Europa se formó una burbuja hipotecaria que mostró síntomas de inestabilidad mucho antes de que se desatara el pánico bancario⁷⁴. El primero en mostrar dificultades fue el banco británico *Northern Rock*, y de ahí en adelante comenzaron a mostrar afectaciones el resto de las naciones europeas, inclusive Suiza quien anteriormente había sido reconocida por la fortaleza de su sistema financiero.⁷⁵

Una vez extendida la crisis en la eurozona, la preocupación se volcó hacia los PIIGS,⁷⁶ (Bodemer, 2017) puesto que en el periodo previo a la crisis financiera en dichas naciones se experimentaron problemas de revaluación real así como de balanza de pagos (ya que los sueldos aumentaron en mayor medida que la productividad); lo cual tiene que ver con las problemáticas intrínsecas de la formación de la UE y que no son objeto de estudio en el presente texto. Empero, es importante señalar que la crisis hipotecaria estadounidense fue el detonante de la **crisis de la zona euro**, la cual presenta dificultades económicas de tal envergadura que ha llevado a problemáticas sociales y políticas trascendentales, que ponen en

⁷⁴ Bodemer (2007) indica que ya desde el 2004 la mayor parte de las naciones de la eurozona había dejado de cumplir con los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

⁷⁵ Linde (2009) señala que otros bancos británicos afectados fueron el *Bradford & Bingley*, el *Halifax*; en Alemania el *Hypo Bank* y el *Commerzbank*; en el Benelux los bancos *Fortis* y *Dexia*. También sucumbieron bancos franceses, irlandeses, italianos; así como la Unión de Bancos Suizos y todo el sistema financiero de Islandia.

⁷⁶ Portugal, Irlanda, Grecia, España e Italia.

jaque el futuro de la Unión Europea y la señalan como principal afectada externa de la evolución del sistema financiero estadounidense.

Finalmente, los países emergentes también fueron afectados por la crisis *subprime* pero solo como resultado de la recesión en las principales potencias (EUA y UE), ya que ello las orilló a una contracción de los niveles de crédito y de demanda; provocando una reducción en el precio de las materias primas, los energéticos (petróleo) y de las exportaciones totales. En el caso de América Latina, el grado de afectación dependió del nivel de integración con respecto al sistema financiero mundial, es decir, del grado del desarrollo del sistema financiero de cada nación en particular; aunque en general se experimentó una reducción en la balanza de cuenta corriente, así como presiones políticas (debido a la reducción de los programas sociales como consecuencia de la caída en el ingreso disponible), disminuciones en la entrada de remesas y caídas en la IED.⁷⁷

C. Conclusiones

En síntesis, el exceso de confianza en la exclusiva eficiencia del mercado para la distribución de los recursos, indicada por la visión convencional y materializada, entre otras cosas, en la desregulación financiera, contable, empresarial, etc. mostró inadecuaciones en el sistema financiero estadounidense desde la crisis de las entidades de ahorro y préstamo (década de los ochenta). Pero al pasar inadvertida por los *policy makers*, la continuación de dicha política económica incentivó el comportamiento especulativo de los agentes económicos.

La bonanza económica estadounidense después de la recesión ocasionada por la ruptura de la burbuja Puntocom, no solo fue precoz sino también ficticia y

⁷⁷ “[...] el PIB de la región en su conjunto se redujo en 2008-2009 en un 2.3%. La desocupación en las ciudades, por su parte, creció en un 0.6% [...] el ingreso real per cápita se redujo en 2009 en aproximadamente 3%, las exportaciones de manufacturas fueron un quinto menos que en el año anterior, el ingreso de inversiones extranjeras disminuyó en un 30% y la deuda externa agregada registró en 2009 un aumento de USD 23.3 mil millones [...]” (Bodemer, 2017: 39)

especulativa, puesto que la abundante entrada de capital al país no se dirigió al sector productivo, sino que prefirió reproducirse en el sistema financiero. Lo cual significa que, si bien las burbujas financieras de los primeros años del presente siglo se catalogaron como dos crisis distintas, en esencia fueron una sola, caracterizada por la devastación en el sector real de la economía (a pesar de haber sido completamente fruto del desarrollo del sistema financiero).

Además, ambos episodios surgieron a partir de las facilidades tecnológicas, políticas y monetarias para la preferencia en la reproducción del capital con base en decisiones especulativas, es decir que el auge financiero se creó por causas distintas a un estancamiento o pérdidas de rentabilidad en la industria tradicional. No se trató del refugio de capital de actividades económicas deplorables, sino de la preferencia por la velocidad y magnitud de su reproducción dentro del sistema financiero.

Por otro lado, es cierto que la política monetaria adoptada por la Reserva Federal fue pieza clave en cada una de las crisis financieras surgidas en EUA desde los ochenta, pero también hay que reconocer que la alta complejidad actual del sistema financiero ha rebasado las capacidades de las autoridades económicas, por lo menos en materia de regulación financiera. Sobre todo si se considera la amplitud del sistema bancario paralelo, ya que ello implica un elevado volumen de capital desregulado cuyo único fin es la reproducción con base en la especulación; esto debido a que no permanecen a un solo sector económico, sino que se trasladan constantemente hacia al que reporte mayor beneficio, inclusive aunque se sospeche que el auge es ficticio (de otra forma no podría explicarse el auge en los CDS).

Ahora bien, si existe algún sector en el que la teoría económica dominante se expresa *casí* plenamente, ese es el financiero justo porque en teoría el capital puede moverse libremente gracias a la alta competencia y a la información disponible (calificadoras). Pero en la realidad, existen barreras a la entrada plenamente reconocidas (ya el hecho de que se denomine a instituciones “tipo TBTF” habla del gran tamaño e importancia de las mismas, es decir, de monopolios financieros) y distorsiones a la información (justamente el desempeño de las agencias

calificadoras está altamente comprometido con problemas de agencia). Ello, aunado al hecho de que casi simultáneamente al triunfo de la teoría convencional, las crisis financieras comienzan a surgir de manera consecutiva y con cada vez mayores repercusiones en la economía en su conjunto, indica que la mayor responsabilidad de los recientes padecimientos, recae en la dirección de la economía política dominante.

Baste mencionar que los efectos de la crisis financiera estadounidense fueron transferidos al resto de la economía mundial, pero las repercusiones más severas fueron resentidas en en aquellas naciones altamente comprometidas con el modelo neoliberal (Europa). Es claro que también influye sustancialmente el grado de desarrollo económico de las naciones, puesto que ello está relacionado con la complejidad del sistema financiero y con el desarrollo histórico-económico que ha determinado la forma de inserción de las economías nacionales a la economía internacional (y con ello la fortaleza de sus divisas).

No obstante, la adopción de una política económica basada en la supuesta perfección de los mercados implica un escenario económico altamente desregulado, con mínima intervención estatal, idóneo para las innovaciones financieras pero subyugado a los efectos perversos de los movimientos del capital especulativo, ya que la entrada de recursos deja de ser beneficiosa cuando son superadas las necesidades productivas. En definitiva, los resultados de la crisis del NASDAQ y de la crisis de las hipotecas *subprime* indican la necesidad de una adecuación teórica y práctica a la nueva realidad económica, con especial atención al desarrollo del sistema bancario paralelo, el papel de las agencias calificadoras y la regulación de las innovaciones financieras.

Capítulo 4. El impacto de La Gran Recesión en la política económica y el sistema financiero estadounidense (2009-18)

De acuerdo a las autoridades estadounidenses, la recesión económica consecuencia de la burbuja hipotecaria oficialmente comenzó en diciembre del 2007 y terminó en junio del 2009, siendo la recesión más larga experimentada en EUA desde la segunda guerra mundial (NBER, 2010); aunque tal como sucedió en el caso de la burbuja Puntocom, la declaración del fin de la recesión no necesariamente implicó que los inconvenientes habían sido resueltos, lo cual ha llevado a la academia a tener opiniones contrapuestas sobre el verdadero fin de la crisis *subprime*.

El 2008 fue un año histórico para EUA ya que fue el punto álgido de la severidad de la crisis *subprime* (tanto en dicho país como en el resto del mundo). En términos **económicos**, el PIB decayó abruptamente (gráfica 13), la inversión privada bruta total pasó de \$2 mil 463 mdd constantes del 2012, a mil \$942 mdd en el 2009, lo cual equivale a una TAC del -21.15%, y el número de desempleados fue de tal magnitud que para el 2009 había casi 12 millones de estadounidenses sin empleo (CEA y Presidente de EUA, 2010).

De forma que en términos **sociales** el país se enfrentó a una severa crisis, misma que una década después no ha dado muestras de recuperación, (tal cual se demuestra en las siguientes líneas) y fue reflejada en el sector **político**, específicamente en las elecciones presidenciales del 2008, de cuyo resultado fue elegido el candidato demócrata Barack Obama, quien no solo fue el primer afroamericano en ocupar el cargo sino que también obtuvo la tasa de participación de votantes más alta desde 1908 (US News, 2008), de forma que las elecciones del 2008 reflejaron un descontento generalizado dentro de la población estadounidense con respecto al desarrollo de la economía real y financiera bajo la administración republicana.

A. La política económica estadounidense ante “La Gran Recesión”

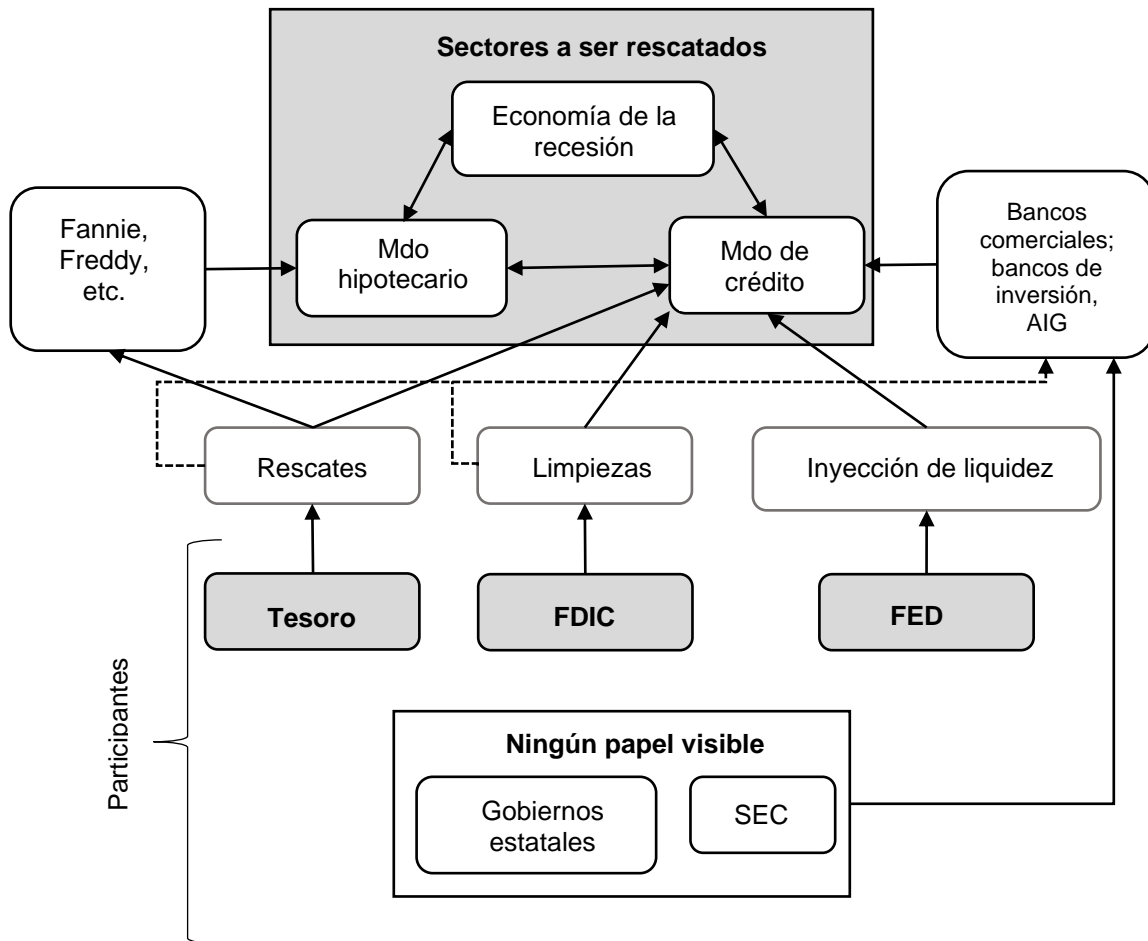
La política económica estadounidense inicial ante la crisis de las hipotecas *suprime* se basó en la gestión agresiva de la demanda agregada mediante estímulos fiscales, planes de rescate y una política monetaria expansiva (CEA y Presidente de EUA, 2017). Aunque pueden señalarse dos momentos a partir de la quiebra *Lehman Brothers*,⁷⁸ diferenciados por el cambio en la consideración de la crisis: de crisis de liquidez (política monetaria convencional) a crisis de solvencia (desapego a la teoría convencional).

La ilustración 9 presenta un bosquejo de Wood (2013) sobre la forma de acción y objetivos de las principales entidades gubernamentales de EUA ante la crisis *subprime*, en donde resalta un papel activo de la Reserva Federal, el Tesoro, y la FDIC, mientras que la SEC y los gobiernos estatales se mantuvieron al margen. Se observa además que para rescatar a la economía de la recesión, fue necesario intervenir el mercado hipotecario y crediticio. De hecho, en su segundo reporte económico Obama indicó que la salvaguarda del ciudadano americano fue el objetivo central detrás de cada acción gubernamental, aunque para ello fuese necesario estabilizar a las instituciones financieras, en sus palabras:

“En resumen, **el objetivo de las políticas para estabilizar el sistema financiero no era ayudar a las instituciones financieras**. El objetivo era ayudar a los americanos comunes. Cuando el sistema financiero no funciona, los individuos y las empresas no pueden obtener crédito, la demanda y la producción se derrumban y las pérdidas de empleo se disparan. Por lo tanto, **un paso esencial para sanar la economía real es sanar el sistema financiero**. La alternativa de dejar que las instituciones financieras sufran las consecuencias de sus errores habría llevado a un colapso de los mercados crediticios y un sufrimiento mucho mayor para millones y millones de estadounidenses” (CEA y Presidente de EUA, 2010: 46) Traducción y resaltado propios.

⁷⁸ Inclusive Marichal (2010) considera que la quiebra de *Lehman Brothers* marcó el “fin de una era de la historia financiera de EUA.”

Ilustración 9, EUA: Principales participantes del gobierno y sus objetivos centrales en la respuesta la crisis *subprime*



Fuente: Wook (2013: 69) Traducción y estilo propios.

De acuerdo al Guynn y otros (2010) las principales medidas de emergencia gubernamentales ante la crisis hipotecaria fueron:

- ✓ El *Programa de Alivio de Activos Problemáticos (TARP)* creado en la *Ley de Estabilización Económica de Emergencia del 2008 (EESA)*, rectificado por la *Ley de Recuperación y Reinversión Americana del 2009 (ARRA)*.
- ✓ Varios programas implementados por la Fed bajo su ventana tradicional de descuento para bancos comerciales y la sección 13(3).
- ✓ Uso del fondo de seguro de depósitos por parte de la FDIC para brindar asistencia crítica a las entidades del sistema financiero estadounidense;

además de ampliar temporalmente la cobertura del seguro y establecer el *Temporary Liquidity Guarantee Program* (TLGP).

- ✓ Rescate de Fannie Mae y Freddie Mac por parte del Departamento del Tesoro, a través de: *Housing Economic Recovery Act of 2008* (HERA).

Es decir que se creó el fundamento legal para la integración y coordinación de las principales entidades gubernamentales.

A.1 La política monetaria no convencional de la Reserva Federal

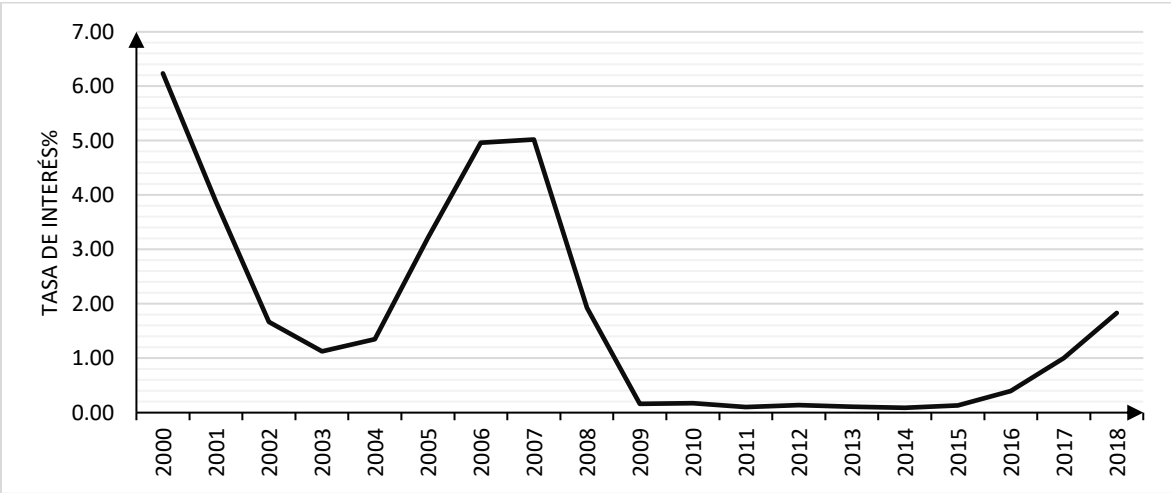
Entre el 2004 y el 2008 durante el proceso de gestación de la burbuja financiera, la economía estadounidense entró en un periodo de bonanza económica sustentada en la especulación inmobiliaria y reflejada (entre otras cosas) en un aumento del nivel general de precios (cuadro 2); ante lo cual la Fed respondió con aumentos continuos de la tasa de interés que permitieran controlar el creciente *sobrecalentamiento* de la economía.

Sin embargo, al reventarse la burbuja financiera la **política monetaria convencional llegó a su límite** pues, entre el 2008 y el 2014 la tasa de interés de los fondos federales se mantuvo en niveles cercanos a cero: en el primer trimestre del 2007 dicho indicador fue de 5.26%, después de lo cual siguió un decrecimiento constante y sumamente veloz llegando a un valor de 0.51% en el primer trimestre del 2008 (gráfica 14); es decir que tan solo en un año la tasa de interés de la Fed había perdido 5 puntos porcentuales sin que la economía pareciera responder favorablemente, situación apremiante en esencia por la recesión económica en EUA pero también por el desequilibrio financiero internacional.

A partir de lo cual, la Reserva Federal tomó mano de **métodos de política monetaria no convencional**, esto es, desplazó el uso de la tasa de interés como principal instrumento y lo sustituyó por el uso de la hoja de balance (Perrotini, 2015). De acuerdo al CRS (2019) lo primero que hizo la Fed fue aumentar directamente la

liquidez en los mercados y entidades financieras a través del uso de la **sección 13(3)**⁷⁹ para la creación de facilidades de crédito, las cuales según el mismo Congreso se crearon para llenar los vacíos entre las operaciones de mercado abierto y la ventana tradicional de descuento.

Gráfica 14. EUA: evolución de la tasa de interés de los fondos federales, porcentaje (2000-2018)



Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019) y Board of Governors (2018)

Específicamente, los dos principales mecanismos de política monetaria no convencional utilizados fueron: el uso del método *forward guidance* y la compra de activos (ERP, 2017). El método ***forward guidance*** (también llamado *forward commitment*), se refiere a la promesa o compromiso de mantener la tasa de interés de la Fed en un nivel bajo (CRS, 2019) además de publicaciones anticipadas sobre los próximos movimientos; es decir, busca limitar la especulación. Mientras que el segundo mecanismo, también llamado flexibilización cuantitativa (**QE**) se formuló con el objetivo de disminuir la tasa de interés de largo plazo a través de la compra

⁷⁹ La **sección 13(3)** de la Ley de la Reserva Federal le permite proporcionar crédito a instituciones financieras o no financieras (CRS, 2019).

de activos (CRS, 2019), para lo cual se generaron 3 rondas distintas presentadas en el cuadro 4.

De acuerdo al CRS (2019) el uso de la QE generó que la hoja de balance de la Reserva Federal aumentara en más de \$2.5 billones de dólares, lo cual equivalió a un valor 5 veces mayor del periodo previo a la crisis (gráfica 15); de hecho, después de la primera ronda de QE, la TAC de la base monetaria total entre el 2008 y el 2009 fue casi del 90% para después seguir experimentando tasas de crecimiento de dos dígitos.

Para ilustrarlo, la gráfica 15 presenta una selección de los distintos factores que afectan la hoja de balance de la Reserva Federal, en donde los valores del tesoro tienen una magnitud bastante considerable, seguidos de cerca con los MBS relacionados al sector inmobiliario y por el total de programas de liquidez implementados como respuesta inmediata a la crisis, los cuales si bien concluyeron la mayoría en el 2010 (cuadro 3), sus efectos son remanentes.

Cuadro 4. Rondas de la flexibilización cuantitativa estadounidense: cambios en la tenencia de activos en la hoja de balance la Fed (billones de dólares)

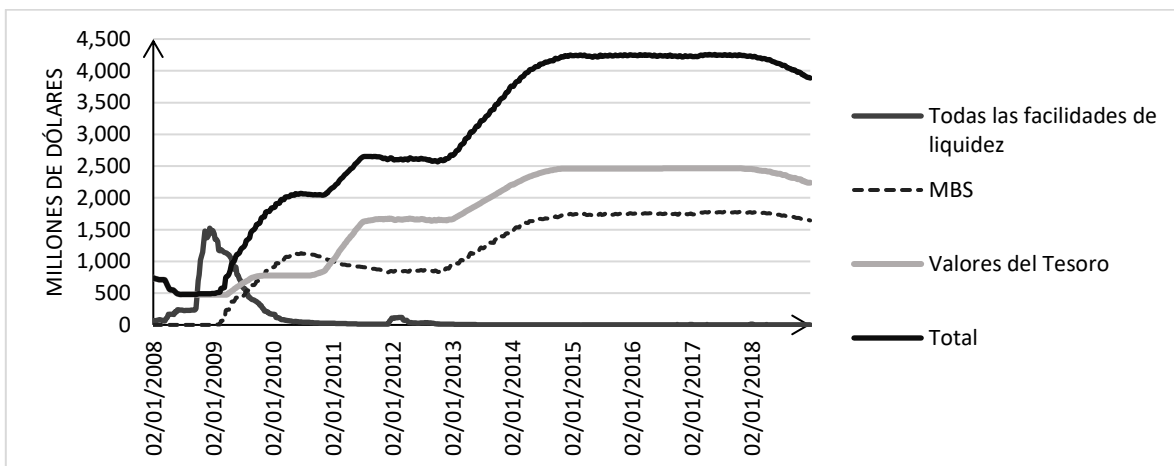
	<i>Treasury Security Holdings</i>	<i>Agency MBS Holdings</i>	<i>Agency Debt Holdings</i>	<i>Total Assets</i>
QE1 (Mar, 2009-May 2010)	+\$302	+\$1,129	+\$168	+\$451
QE2 (Nov. 2010-July 2011)	+\$788	-\$142	-\$35	+\$578
QE3 (Oct. 2012 - Oct. 2014)	+\$810	+\$874	-\$48	+\$1,663
Total (Mar. 2009- Oct. 2014)	+\$1987	+\$1,718	+\$40	+\$2,587

Fuente: tomado del CRS (2019: 14).

Los programas de facilidades de liquidez y sus efectos son detallados en las líneas siguientes, por el momento basta mencionar que dentro de las entidades apoyadas, la que recibió más fondos de la Reserva Federal fue AIG, la mayor compañía aseguradora a nivel mundial. Lo cual brinda la pauta para indicar que posiblemente la crisis hipotecaria fue de tal magnitud debido a que la actividad financiera de las

aseguradoras prolongó el colapso; es decir que el estallido de la crisis se dividió en dos momentos muy interconectados, el primero comenzó con el aumento de las carteras vencidas en los balances de los bancos comerciales, y el segundo cuando las aseguradoras quebraron ante la imposibilidad de mantener el esquema Ponzi del sector inmobiliario.

Gráfica 15. Factores que afectan la hoja de balance de la Reserva Federal (2008-2018), millones de dólares



Nota: las facilidades de liquidez incluyen el crédito primario, secundario y estacional, el *Primary Dealer Credit Facility*, *Asset-Backed Securities Loan Facility*, *Commercial Paper Funding Facility*, *Central Bank Liquidity Swaps*, *Term Auction Credit* y el *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Facility*.

Fuente: elaborado con base en Board of Governors (2018).

Por otro lado, EUA no fue el único país que utilizó una política monetaria expansiva como medida ante la inestabilidad financiera global, sino que dicha herramienta también fue utilizada en Japón, Reino Unido, Suiza, Venezuela y Argentina, aunque de manera muy diversa.

Por ejemplo, Gros y otros (2015) realizaron un comparativo de las políticas de expansión monetaria entre en EUA, RU, Japón y el BCE, en donde destacaron que en todos los casos el tamaño de la QE fue de más del 10% aunque solo para Japón llegó al 22%.⁸⁰ EUA fue el único que utilizó la QE como mecanismo para la

⁸⁰ Lo cual se explica por las medidas de acción gubernamental ante la burbuja *kamikaze* experimentada una década antes del desequilibrio financiero mundial.

recuperación económica pues los demás casos tenían como prioridad la estabilidad de precios; respecto al comportamiento de las tasas de interés, la mayoría se situó en un rango cercano al 0%, salvo la UE y Japón quienes optaron por mantener tasas de depósito negativas.⁸¹ Entonces el uso de la política monetaria no convencional generó distintos resultados:

“En pocas palabras, en el caso de Japón, se desprende que el primer QE fue inefectivo con respecto a la economía real, y el segundo QE tuvo un efecto muy pequeño en la demanda y ninguno en la inflación o el tipo de cambio. En el caso de los Estados Unidos, parece que el QE1 fue el más efectivo en términos de desempleo e inflación, mientras que el QE2 fue mucho menos efectivo. En el caso del Reino Unido, la mayoría de los estudios parecen sugerir que los efectos fueron económicamente significativos ambas en el PIB, pero la incertidumbre en torno a la magnitud del impacto es considerablemente alta”. (Gros y otros, 2015: 20).

En consecuencia, la experiencia de la aplicación de la flexibilización cuantitativa no debe abordarse de manera comparativa con respecto a los resultados en otras economías, ni tampoco extrapoladamente pues lo impide la madurez actual del sistema (capitalista y financiero).

Ahora bien, la política monetaria expansiva persigue principalmente la disminución de las tasas de interés de largo plazo, de forma que se genere un efecto beneficioso en los principales componentes de la demanda agregada, en el tipo de cambio, etc. Los efectos específicos de este tipo de herramienta según García y Baeza (2016) son:

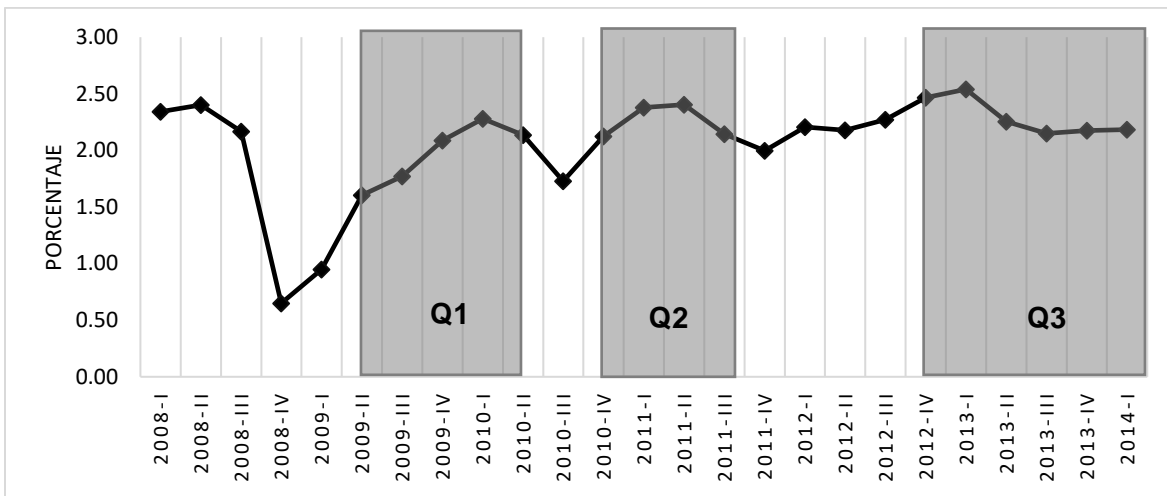
a) Aumento de la inflación, ya que se espera que el incremento de la actividad económica ante la abundancia monetaria incentive positivamente el nivel de precios de la economía; efecto que era una de las mayores preocupaciones del uso de la flexibilización cuantitativa.

No obstante, tal como muestra la gráfica 16, la inflación estadounidense en realidad enfrentó un grave problema de **deflación** durante la mayor parte del

⁸¹ En el caso de Japón, el mantenimiento de la tasa de interés negativa se debe principalmente a la intención preventiva de situar la inflación al 2% (Reuters, 2018), mientras que el BCE se enfrenta aún a los rezagos de la crisis de la deuda europea.

2008, para después alcanzar un valor promedio de alrededor del 2% durante las sucesivas rondas de QE, lo que en otras palabras significa que la Reserva Federal cumplió con su objetivo de salvaguardar la capacidad adquisitiva de la población estadounidense.

Gráfica 16. EUA: evolución trimestral de la tasa de inflación esperada a 10 años (2008-2014)



Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019).

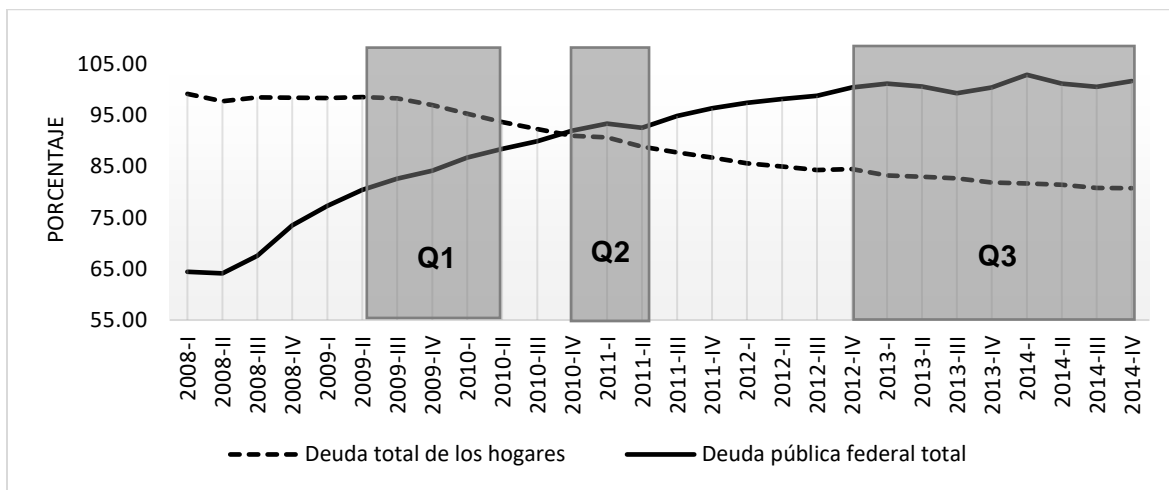
b) Aumento de la deuda debido a la relación inversa entre la tasa de interés y el incentivo al endeudamiento; lo que a su vez está relacionado con el incentivo al incremento en el otorgamiento de préstamos bancarios, la inversión y el consumo de bienes duraderos y de vivienda.

La deuda estadounidense como porcentaje del PIB ha experimentado dos tendencias contrapuestas (tal como puede observarse en la gráfica 17), del lado del gobierno las expectativas del comportamiento con respecto al aumento de la deuda ante la QE fueron certeras, puesto que en el primer trimestre del 2008 la deuda pública federal total fue de alrededor del 62% del PIB, pero para el primer trimestre del 2014 dicho valor se elevó al 103%.

Mientras que la deuda de los hogares residentes en EUA como porcentaje del PIB ha disminuido su tendencia a lo largo del periodo, pasando de casi el 100%

en el primer trimestre del 2008 al 80.7% en el último trimestre del 2014. Aunque a partir de la última ronda de la flexibilización monetaria se registró un cambio en la composición del endeudamiento de los hogares ya que, de la ratio total del servicio de deuda de los hogares la deuda al consumidor aumentó entre el 2012 y el 2014 alrededor de 2 puntos porcentuales (gráfica 17) al mismo tiempo que la deuda hipotecaria decreció en la misma magnitud.

Gráfica 17. EUA: evolución trimestral de la deuda total de los hogares y de la deuda pública total como porcentaje del PIB



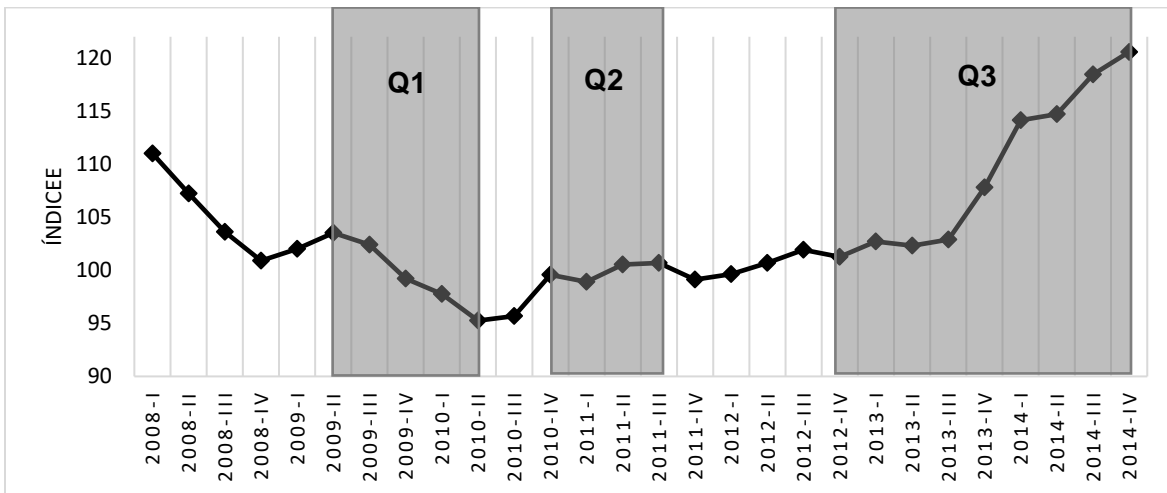
Fuente: ibídem.

- c) Ampliación de las exportaciones netas, a causa de la depreciación de la moneda por fugas de capital.

El índice del dólar estadounidense ponderado (gráfica 18) representa el valor en promedio ponderado en moneda extranjera del dólar estadounidense frente a las monedas de los principales socios comerciales de EUA. Entre el 2008 y el tercer trimestre del 2010 su valor disminuyó de forma considerable, pasando de 101 puntos en el primer trimestre del 2008 a alrededor de 95 en el tercer trimestre del 2010. Aproximadamente el mismo periodo entre el cual las exportaciones estadounidenses netas de bienes y servicios (gráfica 19) experimentaron un empuje positivo, pues las exportaciones netas en el tercer trimestre del 2008

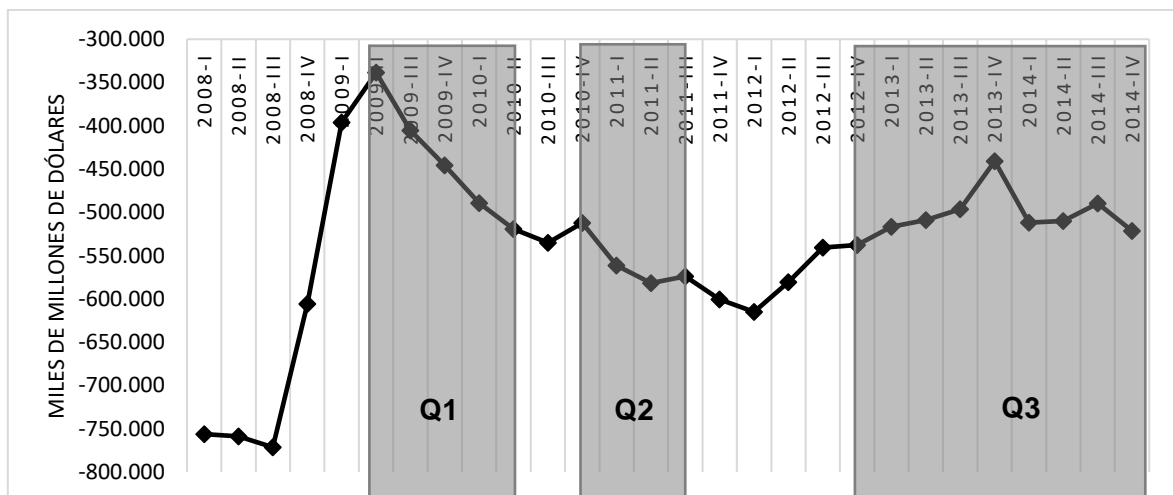
fueron de -771.5 miles de mdd mientras que en el segundo trimestre del 2009 el valor reportado fue de -338.61 miles de mdd.

Gráfica 18. EUA: evolución trimestral del índice del dólar ponderado por el comercio de bienes y servicios, (1997=100), 2008-2014, sin ajuste estacional



Fuente: Ibídem.

Gráfica 19. EUA: evolución trimestral de las exportaciones netas de bienes y servicios, 2008-2014, (miles de millones de dólares)



Fuente: ibídem.

De ahí que se señalara a EUA como orquestador de una **guerra de divisas** para impulsar sus exportaciones afectando con ello a la economía internacional (Wolf

(2010) y Bowley (2010), por mencionar algunos); no obstante, en opinión de Belke y otros (2017), el hecho de que la QE estadounidense no haya afectado los diferenciales trasatlánticos de las tasas de interés (que son los principales motivadores de los movimientos de divisas) debilita dicha aseveración. Aunado a que los anteriores comportamientos descritos ocurrieron antes del inicio de las rondas de QE. Entonces, tal como puede observarse en las gráficas, en este caso la flexibilización cuantitativa parece no haber sido beneficiosa ya que la conducta de los indicadores fue contraria a la esperada.

d) Aumento del flujo de efectivo por la abundancia de liquidez en la economía. Considerando cifras del FRED (2018), la TMAC del flujo neto de efectivo de las corporaciones con IVA, entre el 2009 y el 2014 fue de 9.11%, En el primer trimestre del 2008 el flujo de efectivo fue de \$1,416 mdd, cifra que para el último trimestre del 2014 fue de \$2,202 mdd, de forma que en ese sentido la realidad constató la teoría.

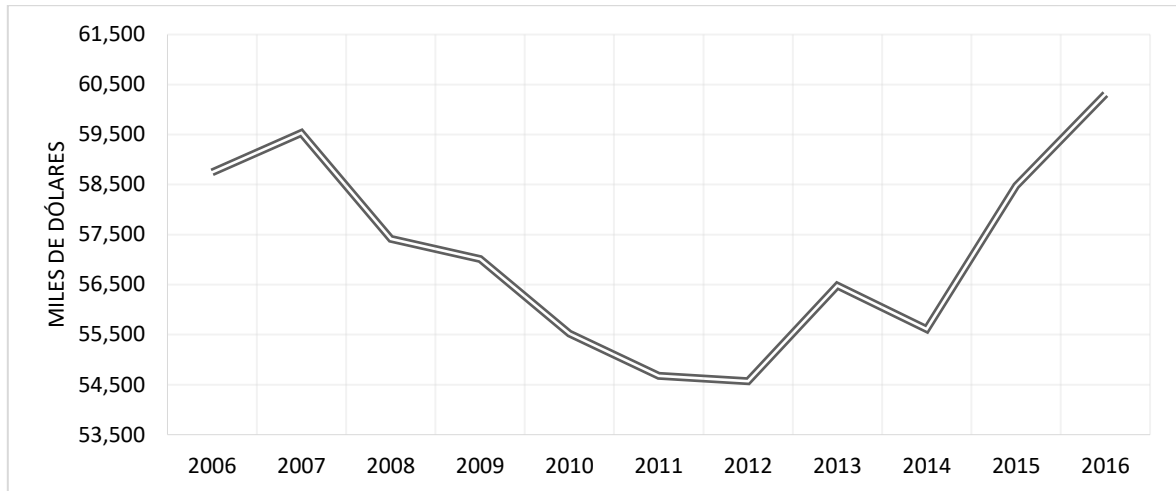
e) Elevación de las acciones debido a que la reducción en el rendimiento de los bonos los hace menos atractivos.

De acuerdo a las cifras de Yahoo Financial (2018), después de la aprobación del ARRA, tanto el *Down Jones Industrial* como el *NASDAQ* experimentaron una recuperación en sus niveles, con un promedio de crecimiento anual de alrededor del 5% y 10% respectivamente.

f) Aumento de la riqueza, por el mayor incentivo a la adquisición de acciones, y la reducción de la deuda relativa debido a la subida de precios no anticipada (la deuda contraída a tasa fija tiene menor peso debido al aumento de los precios e ingresos).

En la gráfica 20 se puede observar que el ingreso real promedio de los hogares estadounidenses no experimentó mejorías sino hasta 6 años después del inicio de los programas de rescate, aunque para recuperar el nivel previo a la crisis (\$59,534 dólares en el 2007) hubieron de pasar cerca de 10 años (\$60,309 dólares).

Gráfica 20. EUA: evolución del ingreso real disponible promedio de los hogares en precios del 2017 (2006-2016), miles de dólares



Fuente: ibídem.

En resumen, la QE parece haber sido **efectiva con respecto a la reducción de la tasa de interés de largo plazo** en el caso de EUA, pues pasó de un valor de 3.98% en el segundo trimestre del 2008 hasta situarse en 1.64% en el tercer trimestre del 2012. Pero, dicho resultado se obscurece porque además de no haber sido prologando, otras zonas económicas redujeron aún más su tasa de interés de largo plazo usando la misma herramienta monetaria (Gros y otros, 2015); lo cual implica que el comportamiento de dicho indicador **puede responder más a la naturaleza cíclica del sistema capitalista que al uso de QE.**

Empero, también es importante señalar que la evaluación de la efectividad de la QE en el largo plazo y separada del resto de medidas de emergencia ejercidas por las autoridades, es especialmente difícil, en esencia debido a:

1. **Particularidad de los países.** La efectividad de la política de flexibilización cuantitativa depende crucialmente del diseño del programa, las condiciones económicas del país en que se aplica y sus respectivas estructuras económicas (Belke 2018; p.293). En otras palabras, la estructura económica de cada nación determina en cierta medida el grado de efectividad de cualquier política económica.

2. **Integración con otras medidas de política económica.** Debido a que las políticas monetarias fueron solo un componente del total de medidas de rescate económico, no es posible realizar estimaciones del impacto estrictamente monetario.
3. **Naturaleza del sistema financiero.** Los mercados financieros tienen a especular el futuro de la política monetaria y actuar en función de ello, creando un mayor impacto de las políticas que lo originalmente planeado.
4. **Globalización financiera.** El alto grado de globalización financiera implica un comportamiento condicionado de los mercados financieros nacionales con respecto al resto del sistema financiero global, de forma que se agranda el margen de incertidumbre con respecto a la elección de las políticas económicas que estimulen efectivamente las condiciones económicas requeridas por cada país según su estructura y coyuntura económica.
5. **Metodología de la estimación.** Los resultados de los estudios económicos que pretenden identificar la efectividad de la política de flexibilización cuantitativa, varían de manera importante dependiendo de la metodología y supuestos utilizados por los investigadores.

Dentro de la **revisión de la literatura** sobre la efectividad de la QE tanto en EUA como en el resto de las economías que se utilizó, se encontraron tres principales enfoques: el comportamiento de las tasas de interés ante el anuncio de las rondas de QE, la construcción macroeconómica contrafactual y la estimación basada en relaciones de cointegración; mismos que obtuvieron distintos resultados debido a los factores anteriormente señalados.

Para mostrarlo el cuadro 5 presenta una recopilación de algunos ejercicios orientados solo a la experiencia estadounidense, pero con la aplicación de distintos enfoques; ante lo cual algunos autores como Gagnon y otros (2011) obtienen resultados muy positivos, mientras que otros como Wright (2012) además de negar la efectividad completa de la QE estadounidense critican aquellas investigaciones que la ratifican.

Cuadro 5. Cuadro resumen sobre algunas estimaciones del efecto de la política monetaria no convencional en EUA

AUTOR(ES)	ENFOQUE	RESULTADO
GAGNON Y OTROS (2011)	Efectos del QE1 con series de tiempo, destacando los programas de compra de activos a gran escala de la Reserva Federal.	Programas LSAP parecen haber tenido éxito en la reducción de la prima y el interés de largo plazo (LP)
THORNTON (2014)	Comparación de la relación entre los rendimientos soberanos de LP en EUA con los de los países que no utilizaron QE, mediante series de tiempo.	La QE tuvo poco o nulo efecto en la reducción de los rendimientos de LP, sino que hubo una tendencia común en los datos que al contabilizarse niega la existencia de un "efecto de saldo de cartera"
CHRISTENSEN Y RUDEBUSH (2012)	Análisis del comportamiento de los rendimientos de EUA y RU en las expectativas sobre las tasas de interés, mediante modelos dinámicos de estructura.	La evidencia sugiere un efecto negativo (de entre 50 y 100 puntos básicos en los rendimientos a 10 años) de la política de flexibilización cuantitativa en ambos países
WRIGHT (2012)	Análisis del comportamiento de varias tasas de interés de LP de EUA mediante un modelo VAR estructural con datos diarios	La política monetaria no convencional sí ha tenido un efecto estimulante en la economía, pero de muy corta duración.

Elaboración propia con base en Gagnon y otros (2011), Thornton (2014), Christensen y Rudebush (2012), Wright (2012).

En resumen, la política monetaria heterodoxa empleada por la Reserva Federal, tuvo éxito teórico-empírico en la contención del nivel de precios, el aumento del endeudamiento del gobierno, el incremento en el flujo de efectivo y en la elevación del precio de las acciones. Pero considerando que: los hogares estadounidenses no aumentaron su endeudamiento (a pesar de la estabilización el otorgamiento de créditos), la recuperación de las exportaciones netas fue precoz (aun a expensas de la depreciación del dólar) y la distribución del ingreso empeoró, entonces la evidencia muestra que en el **sentido estrictamente monetario, la QE estadounidense fue parcialmente efectiva** pues los resultados teóricos esperados tardaron mucho tiempo en alzarse (si es que lo hicieron), no perduraron y/o no rebasaron los niveles precios a la crisis.

A.2 La política fiscal y el desmesurado rescate

En el cuadro 3 el lector observó una cronología de las intervenciones gubernamentales ante la crisis *subprime*, información se complementa con el cuadro 6, pues fueron varios los programas mediante los cuales intervinieron la administración Bush y Obama, la Fed y la FDIC, cada uno atendió una problemática particular aunque en general el objetivo fue impedir que siguieran profundizándose la crisis de confianza en sistema bancario, las expectativas negativas y la crisis de solvencia.

Cuadro 6. Principales programas de respuesta de las autoridades estadounidenses ante el estallido de la burbuja de las hipotecas subprime

Fecha	Medida	Observaciones
11-mar-08	<i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>	Creado como una facilidad de préstamo a plazo para promover liquidez a los dealers primarios (específicamente para añadir liquidez al mdo de MBS); para lo cual se autorizó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York (BRFNY) prestar hasta \$200 miles mdd de seguros del tesoro por un término de 28 días mediante una prenda de garantía elegible. Terminó el 01-02-10.
16-mar-08	<i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>	Creado como facilidad de liquidez temporal de la “noche a la mañana” que proporcionaba préstamos garantizados a los concesionarios primarios. ⁸² Terminó el 01-02-10.
30-jul-08	Cheque en blanco	El departamento del tesoro pide al congreso un cheque en blanco para Fannie and Freddie, para generar confianza en ellas a pesar de su situación crítica.
06-sep-08	Custodia	Fannie y Freddie son puestas bajo custodia gubernamental.
16-sep-08	Rescate AIG	El BRFNY es autorizado para otorgar un préstamo a AIG de hasta \$85 mil mdd bajo una línea de crédito revolvente garantizada.
19-sep-08	<i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)</i>	Creado para proporcionar fondos a las inst. de depósito de EUA y a las sociedades de cartera bancarias y sus filiales de corredores. El programa prestó más de \$150 miles de mdd en sus primeros 10 días de operación, para después no realizar alguno desde mayo del 2009. Terminó el 01-02-10
14-oct-08	<i>Commercial Paper Funding Facility (CPFF)</i>	El programa estableció un SPV para comprar papeles comerciales sin garantía y respaldados por activos de tres meses directamente de los emisores elegibles. ⁸³ Terminó el 01-02-10

⁸² Se realizó debido a la preocupación de que otras entidades estuvieran en las mismas dificultades que *Bear Stearns*.

⁸³ Incluido cualquier emisor de papel comercial de EUA incluso aquellos con filiales extranjeras.

03-oct-08	TARP	Establecido por la EESA tuvo dos versiones, pero el diseño final estableció la utilización de recursos para realizar inversiones directas en el sistema financiero de EUA a través de compras de capital.
14-oct-08	<i>Capital Purchase Program (CPP)</i>	Creado como parte del TARP, implicó la realización de inversiones de hasta \$250 miles mdd en acciones preferentes en las inst. de depósito aseguradas por EUA y sus sociedades de cartera que fueran consideradas saludables.
13-oct-08	<i>Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP)</i>	Creado como apoyo crediticio a las emisiones del mdo. de capital de deuda y transacciones sin intereses; para lo cual se creó el <i>Debt Guarantee Program</i> y el <i>Transaction Account Guarantee</i> , mediante los cuales la FDIC garantizó cierta deuda senior no garantizada emitida por el depositario asegurado, y concedió un seguro de depósito limitado para ciertas cuentas de transacciones de las entidades participantes. Terminó el 30-04-10.
10-nov-08	<i>Systemically Significant Failing Institutions Program</i> ⁸⁴	El Departamento del Tesoro anunció que comprará \$40 miles mdd de acciones preferentes recién emitidas, de forma que se reestructure el apoyo inicial a AIG.
02-ene-09	<i>Targeted Investment Program (TIP)</i>	Parte del EESA; creado para la inversión de \$20 miles de mdd por parte del Tesoro en <i>Citigroup</i> y <i>Bank of America</i> mediante la compra de valores. Terminó el 22-12-09 cuando dichas entidades recompraron sus títulos.
16-ene-09	<i>Asset Guarantee Program (AGP)</i>	Formó parte del TIP; fue un acuerdo entre el gobierno y <i>Citigroup</i> para compartir pérdidas de un conjunto de activos de dicha entidad (\$301 miles de mdd). <i>Citigroup</i> absorbería las primeras pérdidas en su cartera de activos por hasta \$39.5 miles de mdd, mientras que la Fed, el BRFNY, la FDCI y el Tesoro absorberían el 90% de las pérdidas subsiguientes (<i>Citigroup</i> el 10% restante). El programa terminó el 23-12-09.
10-feb-09	<i>Capital Assistance Program (CAP) y Stress Test</i>	Consideró pruebas de estrés (determinación de la necesidad de amortiguadores adicionales de capital), y un programa de asistencia de capital a través del cual las instituciones públicas elegibles podrían aplicar para infusiones de capital del Tesoro. Terminó el 9-11-09.
23-mar-09	<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)</i>	Creado en un esfuerzo para revivir el mercado de ABS y proveer un canal crítico para el abastecimiento de nuevos créditos a los hogares.
23-mar-09	<i>Public-Private Investment Program (PPIP)</i>	Planteado como un componente vital del plan gubernamental para sanear <i>Wall Street</i> ; indicó la creación del <i>Legacy Securities Program</i> (dirigido por el Tesoro) y el <i>Legacy Loans Program</i> (dirigido por la FDIC). ⁸⁵ Sin embargo, el primero no fue aplicado a plenitud y se pospuso indefinidamente en junio del 2009, mientras que el segundo tuvo muy poca participación del sector privado.

Nota: la parte sombreada corresponde a las acciones realizadas por la Reserva Federal, mientras que las filas claras corresponden al sector gubernamental (Departamento del Tesoro, FDIC y a la Administración en curso).

Fuente: cuadro sintético realizado con base en Guynn y otros (2010).

⁸⁴ También llamado *AIG investment program*.

⁸⁵ En ambos casos se contemplaba la formación de fondos de inversión capitalizados con capital del tesoro e inversionistas privado para ser apalancados con financiamiento gubernamentales potencialmente atractivo en forma de préstamos directos o garantías de duda, cada cual sería un fondo de inversión público-privado.

a) Emergency Economic Stabilization Act of 2008

La **Ley de Estabilización Económica de Emergencia del 2008** entró en vigor el 3 de octubre del 2008, aunque tuvo una primera versión presentada por el Secretario del Tesoro (Henry Paulson) el 20 de septiembre misma que fue rechazada 9 días después al ser considerada beneficiosa para Wall Street pero injusta para los contribuyentes. Acto seguido, los mercados de valores reaccionaron de forma pesimista (hecho apremiante ante la coyuntura económica), y en consecuencia, tan solo una semana después la ley fue modificada, presentada de nuevo y firmada por Bush el mismo día que se aprobó.

Su propósito principal fue brindar al Depto. del Tesoro las herramientas para generar liquidez y estabilidad en el sistema financiero estadounidense (Emergency Economic Stabilization Act, 2008), para lo cual estableció los siguientes elementos (rescatados directamente de la legislación citada):

- a)** La creación del TARP por parte del Tesoro para comprar activos problemáticos de las instituciones financieras afectadas, y la creación de la Oficina de Estabilización Financiera (OFS) para implementar el TARP en consulta con otras entidades gubernamentales⁸⁶ (sección 101).
- b)** La creación del Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (FSOB) para asegurar que las medidas tomadas por el Tesoro estén conforme a los lineamientos de la EESA, y generar un reporte en caso de sospechar lo contrario (sección 104).
- c)** La exigencia a las entidades federales que mantuvieran hipotecas y MBS, que desarrollasen métodos para minimizar los embargos (sección 110).
- d)** El establecimiento de reglas de compensación ejecutiva para las entidades financieras relacionadas con los activos en problemas (sección 111).
- e)** La coordinación del Tesoro con Bancos Centrales y autoridades extranjeras para establecer programas similares al TARP (sección 112).

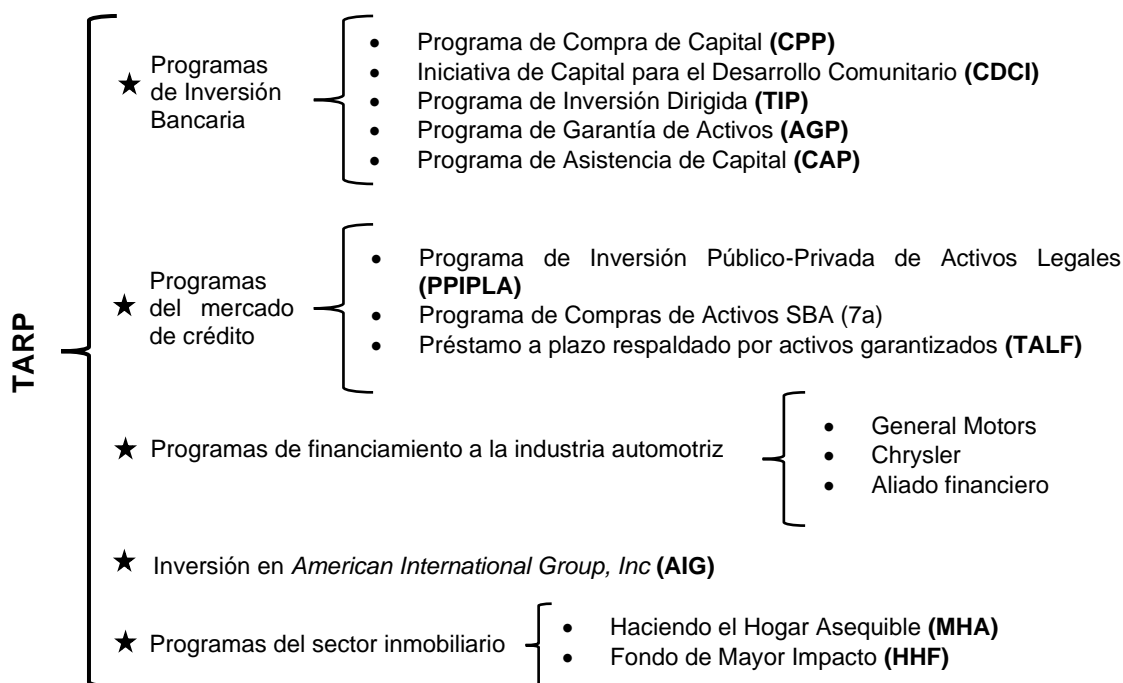
⁸⁶ Depto. del Tesoro, la Fed, la FDIC, la OCC, el director de la OTS, y el secretario del HUD.

- f) La exigencia de transparencia en los activos adquiridos por el Tesoro (sección 114).
- g) La autorización de **\$700 mil mdd** al Tesoro para implementar el TARP; de los cuales \$250 mil mdd se concedieron inmediatamente a la promulgación de la Ley, \$100 mil mdd podrían ser adquiridos por el Tesoro bajo una certificación presidencial, y los \$350 mil mdd restantes podrían ser otorgados con la solicitud de un reporte escrito al Congreso (sección 115).
- h) El aumento del techo de deuda pública de \$10 billones de dólares a \$11.3 billones de dólares (sección 122).
- i) El mandato de total cooperación con el FBI y otras agencias de ley que investiguen fraude y otras malversaciones (sección 127).
- j) El aumento temporal de los límites del seguro de depósito de la FDIC y del NCUSIF de \$100 mil dólares a \$250 mil dólares por persona hasta el 31 de diciembre del 2009 (sección 136).

Como puede observarse, las medidas gubernamentales se enfocaron en la **reestructuración del capital** por las pérdidas bursátiles, aunque en esencia se buscaba **erradicar la especulación** negativa que envolvía al sistema financiero más poderoso del mundo, de ahí que se haga énfasis en los mecanismos de transparencia. Además, es evidente que se asignó al TARP un papel central en la recuperación de la crisis *subprime*.

Para que el **TARP** pudiese cumplir su función, se diseñaron distintos programas (representados en la ilustración 10) para atender a los que se consideraron sectores clave: inmobiliario, automotriz y bancario. Según la OFS (2010) bajo la Administración Bush los fondos del TARP se utilizaron de la siguiente manera: \$234 mil mdd se invirtieron en bancos y cajas de ahorro, incluyendo \$165 mil mdd en 8 de las instituciones financieras más grandes el país; \$40 mil mdd se invirtieron en AIG; y aproximadamente \$20 mil mdd en préstamos al sector automotriz. Con lo que podemos decir que entre el otoño y el invierno del 2008, los recursos fueron en general utilizados para el rescate bancario.

Ilustración 10. Composición de los programas del TARP (esquema)



Fuente: elaboración propia con base en OFS (2013).

Mientras que en la Administración Obama el TARP se comportó de la siguiente manera (OFS, 2010):

- Aplicación de pruebas de estrés para determinar cuáles entidades financieras verdaderamente necesitaban los recursos, de forma que se redujeran los costos del TARP, y se comenzara a reestructurar la confianza en el sistema financiero.⁸⁷
- Creación de programas para atender la paralización del mercado crediticio, vital para fortalecer el crecimiento económico y con ello salir de la recesión.⁸⁸
- Reestructuración del rescate de AIG, ahora con mayor control gubernamental.

⁸⁷ Según el OFS (2010) esto se cumplió, puesto que desde que se aplicaron pruebas de estrés a las 9 instituciones financieras más grandes del país, dichas entidades aumentaron en conjunto más de \$150 mil mdd en capital privado (hasta el 2010).

⁸⁸ Dichos programas fueron el TALF, PPIP (ver cuadro 4) y el SBA 7(a), siendo éste último un programa creado para desbloquear crédito para los pequeños negocios al proveer capital a cambio de valores titularizados por pequeños préstamos (OFS, 2010)

- Fortalecimiento del apoyo al sector automotriz, específicamente a *General Motors* y a *Chrysler*, con la condición de que dichas entidades crearan un plan (junto con el gobierno) para una reestructuración profunda.
- Soporte a los bancos pequeños y medianos, los cuales además de ser afectados por el derrumbe del sistema financiero estadounidense, tenían mayores dificultades para acceder a los apoyos⁸⁹.
- Creación de programas para acelerar la recuperación del mercado inmobiliario.⁹⁰

b) American Recovery and Reinvestment Act of 2009

A fin de acelerar la recuperación económica y complementar los efectos comenzados con Bush, la administración Obama promulgó el 17 de febrero del 2009 la **Ley de Recuperación y Reinversión Americana (ARRA)** del 2009. Los propósitos principales fueron: la preservación y creación de empleo, recuperación económica, mayor infraestructura y estabilización de presupuesto gubernamental (*American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, 2009).

El cuadro 7 proporciona por categoría el monto del gasto de los estímulos, en donde se observa el desapego de la teoría convencional también respecto al aspecto fiscal, ya que los recortes fiscales y la inversión pública fueron piezas clave en el diseño de la ley. Basta mencionar que alrededor del 37% de los recursos se utilizaron para inversión pública, 25% para reducciones fiscales individuales, 19% en alivio fiscal estatal, 15% en ayuda a personas directamente perjudicadas por la crisis y 4% para incentivos fiscales empresariales (CEA y Presidente de EUA, 2014).⁹¹

⁸⁹ De forma que según la OFS (2010) el Tesoro destinó \$11 mil mdd en más de 400 bancos y cajas de ahorro, la mayoría de los cuales eran entidades pequeñas y medianas.

⁹⁰ Específicamente, se creó el MHA (*Making Home Affordable*) el cual incluyó el HAMP (*Home Affordable Modification Program*) los cuales se enfocaron en la reducción del monto de las hipotecas (OFS, 2010).

⁹¹ De acuerdo al CEA y Presidente de EUA (2014) la **distribución de la ARRA** fue la siguiente: \$212 mil mdd en reducción de impuestos, \$296 mil mdd en programas obligatorios (como el Medicaid y prestaciones por desempleo) y \$279 mil mdd para gasto discrecional en áreas como asistencia directa, infraestructura, educación, salud, etc.

Cuadro 7. ARRA: Gasto de estímulos por categoría (miles de millones de dólares) y participación porcentual

TIPO DE ESTÍMULO	COSTO	%	TIPO DE ESTÍMULO	COSTO	%
<i>Making Work Pay Credit</i>	\$116.2	14.8	<i>Health Care Spending</i>	\$153.80	19.5
<i>AMT Patch</i>	\$69.80	8.9	<i>Additional Aid to States</i>	\$56.30	7.2
<i>Other Individual Tax Cuts</i>	\$46.50	5.9	<i>Infrastructure</i>	\$121.20	15.4
<i>Corporate Tax Cuts</i>	\$6.20	0.8	<i>Unemployment and Other Assistance</i>	\$58.10	7.4
<i>Other Tax Provisions</i>	\$47.90	6.1	<i>Food Stamps</i>	\$20.00	2.5
<i>Education Spending</i>	\$49.70	6.3	<i>Other Spending</i>	\$41.50	5.3
Total			\$787.20		

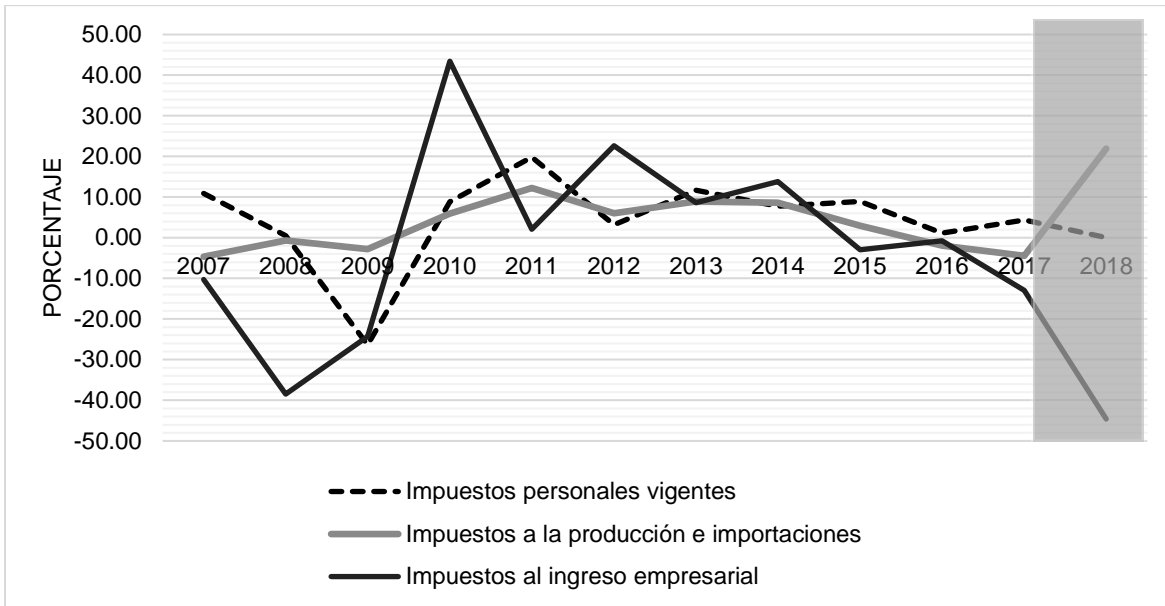
Fuente: elaboración con base en CRFB (2009:1).

El hecho de que la Gran Recesión estadounidense afectara negativamente al sistema financiero mundial, sin duda fue uno de los motivos principales por los que los programas gubernamentales se enfocaron en el **fortalecimiento de la demanda interna**. De ahí que se haya concedido especial importancia a los programas de empleo y reducción de impuestos, pues se buscó recuperar el consumo (fundamental para el crecimiento económico); es por ello que los impuestos personales vigentes y los impuestos al ingreso empresarial fueron los rubros que más se desplomaron.

Aunque en realidad casi todos los ingresos fiscales experimentaron disminuciones (gráfica 21); entre el 2008 y el 2009, los impuestos personales experimentaron una TAC de -26.36%, mientras que la de los impuestos a la producción e importaciones fue de -2.77%, la de los impuestos al ingreso empresarial fue de -24.26% y la de los impuestos al resto del mundo fue -24.06%.

Cabe destacar que en diciembre del 2010 se aprobó el “***Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization and Job Creation Act of 2010: Information Center***” el cual según el IRS (2018) incluyó: un recorte del impuesto de nómina de empleados del 2%., extensión de los beneficios de desempleo, facilidades para la obtención de distintos tipos de crédito (crédito tributario por hijos, crédito tributario por ingreso del trabajo, entre otros), subvenciones de energía, etc.

Gráfica 21. EUA: TAC de los principales ingresos fiscales del gobierno federal (2007-2018), porcentaje



Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019).

A.3 Estimaciones de costo y eficiencia de los programas de rescate

De acuerdo con Furman (2018) el tamaño del soporte fiscal entre el 2007 y el 2009 fue de \$1 billón 537 mil mdd, de los cuales \$168 mil mdd fueron otorgados antes del ARRA (EESA, *Housing and Economic Recovery Act*, etc.), \$712 mil mdd en el ARRA y el restante con los programas después de dicha ley.⁹² Si bien hubo reacciones de inconformidad con respecto al costo futuro de la descomunal intervención, se consideró que éste sería menor a la alternativa de abandonar a la economía a la ahora vacilante bondad del mercado.

El cuadro 8 presenta un balance del estado de los principales programas gubernamentales creados por motivo de la crisis financiera según Webel y Labonte (2018), en donde las filas sin relleno (que no corresponden a los títulos) indican

⁹² Por ejemplo: *Defense Appropriations Act of 2010, Tax relief, unemployment insurance reauthorization and safety improvement act, Hiring Incentives to restore employment act, etc.*

aquellos programas cuyo ingreso neto a agosto del 2018 ha excedido el desembolso principal (CPP, PPIP, *Section 7(a)*, etc.), mientras que las filas con sombreado claro indican aquellos en donde se han reconocido pérdidas y la fila con sombreado oscuro representa aquel que aún es desconocido si el ingreso superará al desembolso.

Cuadro 8. EUA: balance de los principales programas de emergencia creados por la crisis de las hipotecas subprime, millones de dólares

	Programa	Ingreso neto	Principal sobresaliente	
Departamento del Tesoro	CPP	21,910	40	
	PPIP	3,900	0	
	Section 7(a) SPP	10	0	
	<i>Automaker Assistance</i>	GM	-10,500	0
		GMAC/Ally Financial	2,400	0
		Chrysler	-1,200	0
		Chrysler Financial	10	0
	<i>Money Market Mutual Fund Guarantee Program</i>	1,200	0	
<i>Community Development Capital Initiative</i>	40	60		
Reserva Federal	<i>Term Auction Facility</i>	4,100	0	
	<i>Term Securities Lending Facility</i>	800	0	
	<i>Primary Dealer Credit Facility</i>	600	0	
	<i>Asset-Banked Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility</i>	500	0	
	<i>Commercial Paper Funding Facility</i>	6,100	0	
	<i>Bear Stearns Support (Maiden Lane I, LLC)</i>	800	0	
FDIC	<i>Temporary Liquidity Guarantee Program, debt guarantee</i>	10,200	0	
	<i>Transaction account guarantee (FDIC initiated)</i>	-900	0	
Intervenciones conjuntas	<i>Term Asset-Banked Securities Loan Facility</i>	2,300	0	
	AIG	<i>TARP Systemically significant failing institutions</i>	22,700	0
		<i>Fed Loan to AIG</i>	0	0
		<i>Fed Loan for Troubled Asset Purchases</i>	0	0
	GSE Support	<i>Senior Preferred Stock (Treasury)</i>	279,700	191,500
		<i>Debt Purchases (Fed)</i>	17,600	2,400
	Citigroup	<i>Targeted Investment Program</i>	6,600	0
		<i>Asset Guarantee Program</i>	0	0
Bank of America	<i>Targeted Investment Program</i>	3,100	0	
	<i>Asset Guarantee Program</i>	0	0	

Fuente: elaboración con base en Webel y Labonte (2018).

Con esta información Webel y Labonte (2018) concluyen que las acciones gubernamentales fueron un éxito en el sentido de que lograron estabilizar el sistema financiero del país; además de hacerlo hizo al “mínimo costo posible”, pues para agosto del 2018 tan solo 3 programas presentaron pérdidas (de los cuales 2 están relacionados con la industria automotriz, no con el sector financiero). Respecto a la situación del TARP, los mismos autores señalan que de los \$440,100 mdd desembolsados finalmente, a agosto del 2018 se habían regresado cerca del 86% (\$376,400 mdd), 6.45% (\$28,400 mdd) fueron fondos desembolsados para la vivienda, y 8.02% (\$35,300 mdd) fueron reconocidos como pérdidas.

Ahora bien, evaluar el desempeño de las acciones y programas realizados por las autoridades de EUA como respuesta a la crisis, más allá del lado contable es difícil por las razones ya explicadas en la sección A.1 (estructura económica, nivel de integración de las políticas, naturaleza del sistema financiero y metodología); además, a pesar de que el objetivo general fue el mismo (evaluar el desempeño del rescate financiero), la mayoría de las estadísticas se enfocaron solo en el impacto del ARRA, e inclusive algunos se limitaron a ciertas partes de dicha Ley. No obstante, a continuación se presentan algunos resultados de estimaciones realizadas respecto a la eficiencia de los programas de rescate.

a) Estimaciones con distintos enfoques

La **estimación oficial** presentada por el CBO y la CEA, está basada en la **obtención del multiplicador fiscal** mediante modelos macroeconómicos, aunque dichas entidades obtienen resultados parecidos (cuadro 9). El multiplicador fiscal señala cuánto creció el producto por cada dólar gastado, por ejemplo, de acuerdo a las estimaciones del CEA **por cada dólar gastado en inversión pública el producto aumentó 1.5 veces**, valor que es muy positivo. De hecho, la CEA y el Presidente de EUA (2014) estimaron que la Ley aumentó el PIB entre 2 y 2.5% entre el último trimestre del 2009 y el segundo trimestre del 2011. Con respecto al empleo,

el mismo reporte indica que el ARRA aumentó el nivel de empleo en más de \$2.3 millones solo en 2010 (esto con respecto a los cálculos del CEA).

Cuadro 9. Multiplicadores de producto estimados para diferentes tipos de apoyo fiscal

	CEA	CBO low	CBO high
Gastos de inversión pública (a)	1.5	0.5	2.5
Alivio fiscal estatal y local	1.1	0.4	1.8
Ingresos y pagos de apoyo (b)	1.5	0.4	2.1
Pagos únicos a jubilados	0.4	0.2	1
Recortes fiscales a individuos	0.8	0.3	1.5
Incentivos fiscales a las empresas	0.1	0	0.4

Nota: las estimaciones del CEA muestran el impacto de un cambio permanente en el componente del 1% del PIB después de 6 trimestres; mientras que los del CBO muestran el impacto acumulativo de un cambio único del 1% del PIB en varios trimestres. **a)** Incluye pagos de transferencia a los gobiernos estatales y locales para infraestructura e incentivos fiscales para negocios directamente vinculados a ciertos tipos de gastos. **b)** Incluye programas como *unemployment compensation*, *COBRA*, *SNAP*.

Fuente: CBO, CEA *Calculations*. Tomado de CEA y Presidente de EUA (2014: 108), traducción propia.

Los efectos del ARRA en el PIB de acuerdo a las estimaciones del CBO y el CEA, perduraron de forma importante hasta el segundo trimestre del 2012, aunque comenzaron a ralentizarse en el segundo trimestre del 2010 cuando el resto de medidas fiscales fueron impulsadas; sobre ello Furman (2018) indica:

“El total (de medidas fiscales) elevó el nivel de producción en un máximo de 3.4 por ciento del PIB en el tercer trimestre del 2010, el efecto se mantuvo en torno al 3 por ciento del PIB hasta casi el final del 2011 y se redujo a alrededor del 2.2 por ciento a principios del 2012. [...] Esto es equivalente a agregar aproximadamente 3 millones de empleos en el punto máximo del estímulo o un total acumulado de aproximadamente 10 millones de años-trabajo durante el periodo de cinco años que duró el estímulo.” (Furman, 2018: 11) Traducción propia.

Otro tipo de estimaciones son las basadas en **evidencias a través de los Estados**, las cuales son más heterogéneas que el recién mostrado debido a la versatilidad en la elección de las variables empleadas. Por ejemplo, Chodorow y otros (2012) se

enfocaron en el programa del *Medicaid*⁹³ y encontraron que por cada \$100 mil dólares transferidos al *Medicaid*, se crearon 3.8 años-trabajo neto (con duración de un año) a junio del 2010, con un costo por trabajo de \$26 mil dólares (Chodorow y otros, 2012).

Feyrer y Sacerdote (2012) también utilizaron este tipo de metodología pero se enfocaron en las variaciones del empleo a nivel estatal y nacional, con lo cual concluyeron que los resultados del ARRA en el empleo no fueron tan positivos como los anticipados pero el programa en general sí fue efectivo; en sus palabras:

“Nuestros resultados están un tanto mezclados, pero en general apoyan la efectividad del ARRA. Nuestras estimaciones puntuales para el estímulo en su conjunto sugieren que fue algo menos efectivo de lo que anticipó la administración, pero sus estimaciones están dentro del intervalo de confianza. En general, encontramos un costo por trabajo entre \$100 mil dólares y \$400 mil dólares dependiendo de nuestra especificación. Esto implica multiplicadores keynesianos entre 0.5 y 2.0.” (Feyrer y Sacerdote, 2012: 22) Traducción propia.

En alto contraste, Wilson (2012) evaluó el ARRA a través del gasto en estímulos en 2009 asignado a consideración de las fórmulas estatales legales, con lo cual no obtuvo resultados tan benévolos como los anteriores autores, específicamente, obtuvo que el primer año del ARRA se crearon cerca de 8 trabajos por cada millón de dólares, lo cual equivale a un costo por trabajo de \$125 mil dólares. Inclusive dicho autor denuncia la nula evidencia de correlación entre los cambios en el empleo y el gasto previsto en la ley (Wilson, 2012: 280).

Considerando lo anterior, no es correcto realizar un diagnóstico de la eficiencia del ARRA bajo la consideración de la evidencia a través de los Estados, ya que las aportaciones de los autores dependen de las variables obtenidas (aunque ellos mismos realizan esta advertencia) en general se concluye que el ARRA cumplió con su objetivo central: superar la recesión económica.

⁹³ Entre otras razones porque llegaron a los Estados \$26.8 mil mdd menos de los \$88 mil mdd asignados (esto al 30 de julio del 2010, que es el fin del periodo de estudio elegido por los autores); además de que el promedio de ayuda adicional después de junio del 2010 varió entre los Estados debido a las características de los mismos.

De forma que bajo este tipo de metodología la política fiscal fue efectiva, sin embargo, no debe perderse de vista que **los resultados están limitados** por los supuestos utilizados (altamente simplificadores) y por la preferencia en la consideración de los efectos teóricos por encima del comportamiento real (Gerald, 2017).

Finalmente, el otro tipo de metodología es la **basada en la evidencia de series de tiempo**, la cual fue utilizada por Carlino e Inman (2015) al realizar un modelo autorregresivo (VAR) de 1960 al 2010 para calcular el efecto en el producto de los estímulos fiscales, cuyos resultados fueron muy parecidos a los anteriores. Información con la cual Carlino (2017) apunta que en el caso específico del ARRA, el estímulo fiscal sí funcionó pero de forma limitada puesto que otra combinación de estímulos hubiesen resultado mejor, por ejemplo, mayores gastos directos (recortes fiscales a los hogares y programas como el *Medicaid*).

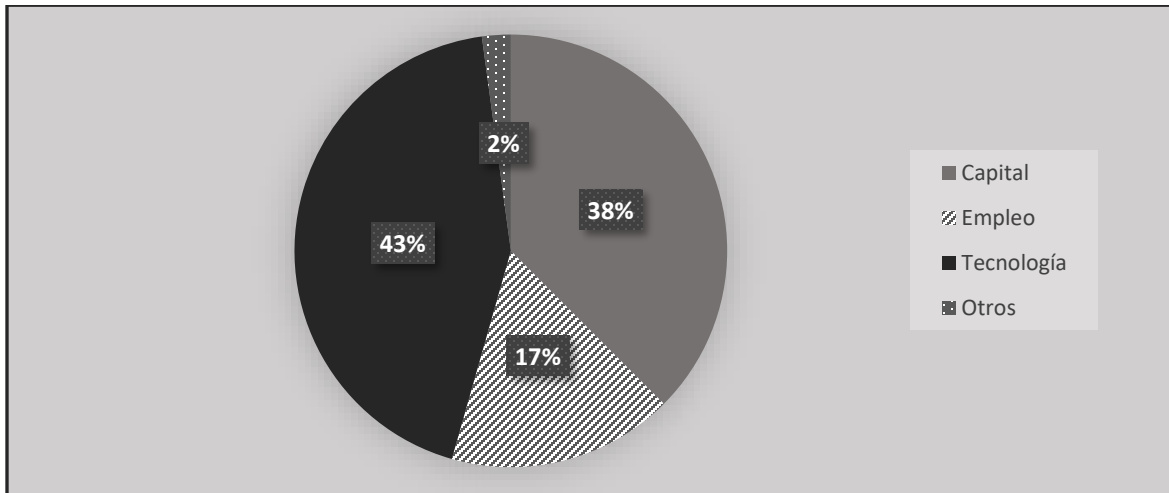
Cabe señalar que en su estudio Duport (2017) encuentra que uno de los principales inconvenientes del ARRA del lado de la infraestructura fue la **consideración de la fungibilidad de los recursos**⁹⁴, pues destaca el hecho de que 40% de la población estadounidense viviera en 16 de los Estados que gastaron menos o básicamente lo mismo en infraestructura de caminos aun a pesar de la aprobación de la Ley.

b) Desempeño de la inversión pública después del ARRA

Con respecto a la **inversión pública**, de acuerdo al CEA y Presidente de EUA (2014) el costo estimado total entre el 2009 y el 2019 de las inversiones públicas realizadas por la Ley es de \$300,600 mdd, distribuidos en tres principales sectores: tecnología, capital y empleo (gráfica 22).

⁹⁴“Ohio proporciona un ejemplo de esta fungibilidad en el trabajo. El aumento más grande de Ohio en gastos de capital de transporte financiados con fondos federales después de la aprobación de la Ley ocurrió en el año fiscal (AF) 2011. El gasto de capital en transporte financiado con fondos federales del AF 2011 de Ohio fue de \$215 millones mayor que en el AF 2008, mientras que su financiamiento estatal para este tipo de fondos fue \$153 millones menor en el AF 2011 que en el AF 2008” (Dupor, 2017: 171) Traducción propia.

Gráfica 22. EUA: distribución porcentual de los costos estimados de inversión pública debido al ARRA



Fuente: elaboración propia con base en CEA y Presidente de EUA (2014).

En la rama de **tecnología** se invirtió el equivalente a \$135,700 mdd o 45%, en donde los rubros de energía limpia e investigación científica obtuvieron mayores recursos (\$78.5 y \$18.3 miles de mdd respectivamente); de hecho, según el mismo reporte el gasto de inversión energética creó o salvó cerca de 650 mil empleo-años durante el 2012 (CEA y Presidente de EUA, 2014: 129). De forma que se esperaría mayor participación en el consumo y/o producción estadounidense de energías renovables pero, de acuerdo a cifras proporcionadas por la EIA, los combustibles fósiles (carbón, petróleo y gas natural) siguen siendo predominantes de manera significativa, representando más del 80% del total de producción y consumo anual de energía en primaria en el país.

Además, según el último reporte de la ASCE⁹⁵ si bien la infraestructura eléctrica recuperó su calificación degradada en el 2005, se le sigue *considerando pobre y en riesgo* (cuadro 10) principalmente porque la mayoría de las líneas fueron

⁹⁵ La **ASCE** es la organización de ingenieros civiles más antigua de EUA, la cual realiza cada cuatro años un diagnóstico del estado de la infraestructura del país, otorgando una calificación general y otra particular a cada una de las 16 categorías consideradas. La **escala de calificación** es: A para excepcional y adecuada para el futuro, B buena y adecuada al presente, C mediocre y requiere atención, D pobre y en riesgo, F crítica y no apta para su propósito; la calificación es otorgada considerando distintos factores como la capacidad, condición, futuras necesidades, etc. (ASCE, 2017).

construidas en la década de los cincuenta y sesenta, por lo que más de 640,000 millas de líneas de transmisión de alto voltaje están en su máxima capacidad, lo que combinado con el aumento de la demanda, eleva la probabilidad de fuertes y prolongadas interrupciones del servicio eléctrico (ASCE, 2017).

Las erogaciones públicas destinadas al **empleo o al capital humano**, fueron de \$52,800 mdd (18%), distribuidas de manera más equivalente que las otras categorías: \$17,300 mdd en Becas *Pell*, \$12,200 mdd en educación especial, \$13,000 mdd en ayuda a niños desfavorecidos y el resto en otro tipo de capital humano; lo que según el ERP (2014) equivalió a más de 800,000 empleo-años en educación.

Las **inversiones en capital** obtuvieron \$117,100 mdd o 39%, distribuidos principalmente entre la inversión en construcción de infraestructura de transporte (\$30 mil mdd), la limpieza y conservación ambiental (\$28 mil mdd) y la construcción de edificios (\$23 mil 900 mdd). De acuerdo al departamento de transporte de EUA (2018) los principales beneficios relacionados a la inversión en infraestructura con motivo del ARRA fueron:

- ✓ Creación inmediata de empleos con los “proyectos listos para usar” (más de 2,000) una vez que se aprobó la ley.
- ✓ Aumento en la infraestructura del país: cerca de 42,000 millas de caminos mejoradas, 2,700 puentes reconstruidos o reforzados, 12,000 nuevos autobuses, etc.
- ✓ Mejora en las condiciones del sistema de transporte.
- ✓ Incentivo a la innovación y la competencia, principalmente a través del programa de becas TIGER para la recuperación de inversiones en el transporte.

Con ello se esperaba que 8 años después el nivel general de la infraestructura estadounidense reflejara una mejoría; no obstante, en su último reporte la ASCE (2017) asignó la calificación D+ (pobre e insuficiente) pues 5 categorías permanecieron en la misma situación precaria que en el 2013 (aviación, presas,

agua potable, diques, carreteras), 4 mejoraron débilmente aunque siguen considerándose en riesgo (energía, escuelas, residuos peligrosos, aguas residuales), otras 2 también progresaron pero se consideran mediocres y con necesidad de atención (puentes, puertos), 4 empeoraron su situación (vías navegables internas, parques públicos/recreación, residuo sólido y tránsito) y tan solo 1 categoría (vías férreas) se consideró buena y adecuada al presente (cuadro 10).

En general, la cuestión principal es que la mayoría de la infraestructura del país fue construida entre la década de los cincuenta y los sesenta, por lo que la depreciación *per se* es intensificada por el aumento poblacional.⁹⁶ Específicamente, algunas de las dificultades que contribuyeron a la asignación de las anteriores calificaciones fueron (ASCE, 2017):

- Las estimaciones indican que 24 de los 30 aeropuertos más importantes del país experimentarán un muy alto flujo (*Thanksgiving-peak traffic volumen*) por lo menos una vez por semana. Lo que de acuerdo a McBride (2018) es un problema porque los retrasos en los vuelos y la decadencia en la condición de los aeropuertos equivalen a un costo de \$35,000 mdd al año.
- 9.1% del total de los puentes del país se consideran estructuralmente deficientes. Cabe señalar además que, del 2008 al 2010 el porcentaje de puentes estructuralmente deficientes o funcionalmente obsoleto, se redujo tan solo 1.5 puntos porcentuales (Duport, 2017), aun a pesar de las erogaciones del ARRA.
- Se estimó que el costo del tiempo perdido en transporte en el 2014, debido al mal estado de las carreteras del país, fue de \$160,000 mdd.
- Gran parte de las vías navegables internas superan su vida útil, por lo que frecuentemente se reportan retrasos en los buques.

⁹⁶ En la década de los sesenta la población estadounidense fue de 179.3 millones de personas, mientras que para el 2018 fue de 327.2 millones (BM, 2018).

Cuadro 10. Evolución de la calificación de la infraestructura estadounidense según la ASCE (2001-2017)

Categoría	2001	2005	2009	2013	2017
<i>Calificación general</i>	D+	D		D+	
<i>Aviación</i>	D	D+	D		
<i>Puentes</i>	C			C+	
<i>Presas</i>	D	D+	D		
<i>Agua potable</i>		D-	D		
<i>Energía</i>	D+	D	D+		
<i>Residuos peligrosos</i>		D			D+
<i>Vías navegables internas</i>		D	D-	D	D-
<i>Diques</i>	NA		D-	D	
<i>Puertos</i>	NA			C	C+
<i>Parques públicos/ Recreación</i>	NA	C-			D+
<i>Vías férreas</i>		C		C+	B
<i>Carreteras</i>	D+	D			
<i>Escuelas</i>	D				D+
<i>Residuo sólido</i>	C+			B	C+
<i>Tránsito</i>	C	D+	D		D-
<i>Aguas residuales</i>	D	D-	D		D+

Fuente: elaboración propia con base en ASCE (2019). Ver nota 95 para significado de la escala.

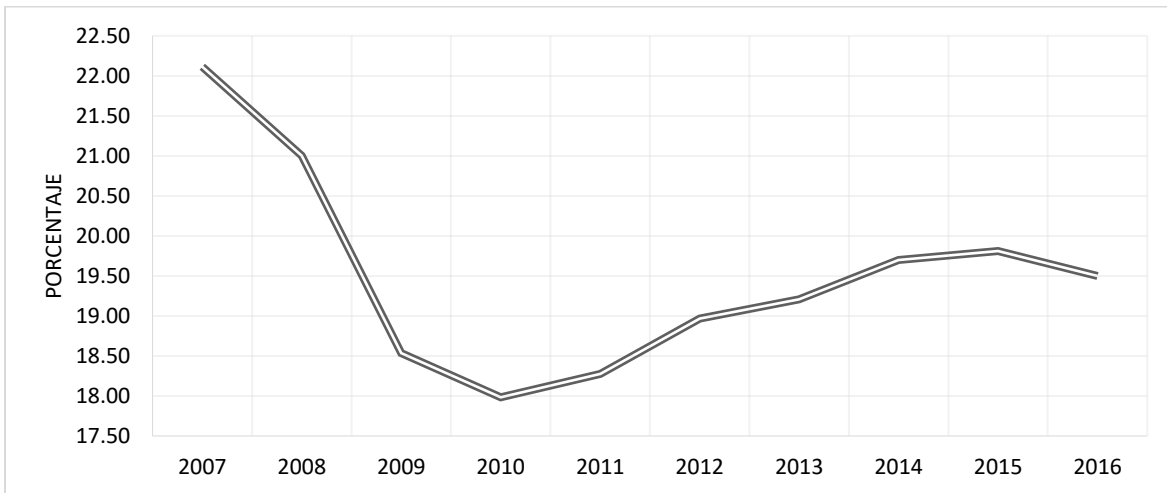
Otro indicador de la precariedad de la infraestructura estadounidense se obtiene al considerar la evolución de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB (gráfica 23), pues entre el 2007 y el 2010 experimentó una reducción de alrededor de 4 puntos porcentuales (del 22% en el 2007 al 18% tres años después) de la cual según la información disponible aún está lejos de recuperar el nivel previo a la gran recesión.

De acuerdo a las estimaciones del ASCE (2017) las necesidades de infraestructura estadounidenses entre el 2016 y 2025 son de \$4,590 millones de dólares constantes del 2015, de los cuales el transporte de superficie requiere por sí solo alrededor del 45% (\$2,042 millones de dólares), la electricidad el 20% (\$934 millones de dólares) y las escuelas alrededor del 19% (\$870 millones de dólares).⁹⁷ Las principales

⁹⁷ El restante se distribuye en las demás categorías: aeropuertos, agua y tratamiento de agua, vías férreas y carreteras alrededor del 3%, parques públicos y recreación (2%), y el sobrante en diques, residuos tóxicos y peligrosos, vías marítimas internas y presas (cálculos propios con información del último reporte del ASCE)

consecuencias de no realizar dichas erogaciones equivalen a \$3.9 billones de dólares en pérdidas del PIB en el 2025, \$7 billones de dólares en ventas empresariales y 2.5 millones de desempleados estadounidenses (ASCE, 2016; ver cuadro 11).

Gráfica 23.EUA: evolución de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB (2007-2016)



Fuente: elaboración propia con base en BM (2019)

Cuadro 11. EUA: pérdidas a la economía nacional por brechas de inversión en infraestructura, billones de dólares constantes del 2015

	Ventas empresariales		PIB		Empleo, millones de personas		Brecha de inversión (necesidades totales)	
	2016-2025	2026-2040	2016-2025	2016-2040	2025	2040	2016-2025	2025-2040
<i>Transporte de superficie</i>	2.21	8.15	1.17	1.98	1.05	0.47	2.04	7.65
<i>Agua/ tratamiento de agua</i>	0.90	5.91	0.51	3.21	0.49	0.96	0.15	0.20
<i>Electricidad</i>	1.39	2.02	0.82	1.07	0.10	0.24	0.93	2.46
<i>Aeropuertos</i>	0.62	2.40	0.34	1.07	0.25	0.49	0.16	0.38
<i>Vías de agua internas y puertos marinos</i>	1.25	4.24	0.78	2.00	0.44	1.15	0.04	0.11

Impacto económico agregado*	7.04	29.29	3.95	14.20	2.55	5.81	3.32	10.80
------------------------------------	-------------	--------------	-------------	--------------	-------------	-------------	-------------	--------------

Nota: *El impacto económico agregado considera todos los sectores.

Fuente: adaptado de ASCE (2016).

De ahí que una de las principales iniciativas del actual presidente Donald Trump⁹⁸ haya sido la “*iniciativa para reconstruir una América más fuerte,*” considerando \$200,000 mdd en fondos federales para estimular *por lo menos* \$1 billón de dólares en inversión de infraestructura a nivel nacional (The White House, 2018); no obstante, aun a mediados del 2019 la Administración y el Congreso no logran un acuerdo del mecanismo adecuado de financiamiento debido a la **fragilidad de las finanzas estatales y la balanza de pagos estadounidense**, además de los conflictos políticos que han caracterizado el periodo presidencial de Trump (DeBonis y Olorunnipa, 2019).

c) Evolución del mercado laboral y la desigualdad después del ARRA

Tal como se indicó en el capítulo anterior, uno de los principales objetivos del ARRA fue la creación y protección del empleo, ya que el efecto de la crisis *subprime* en el mercado laboral de EUA fue el más severo en la historia del país (inclusive mayor que la Gran Depresión). De acuerdo a Romer y Bernstein (2009) como resultado directo del ARRA fueron creados 3 millones 675 mil empleos, de forma que entre el 2009 y el 2014 la TMAC del total de empleados estadounidenses fue de 1.64%.⁹⁹

Pero es importante apuntar que a pesar de los programas de rescate y la declaración del término de la recesión en el 2009, lo cierto es que **hubieron de pasar 4 años para que la economía recuperara el nivel de empleo previo a la crisis**,¹⁰⁰ recuperación que demoró más que la anterior crisis financiera (NELP,

⁹⁸ Sucesor del expresidente Barack Obama, perteneciente al partido republicano.

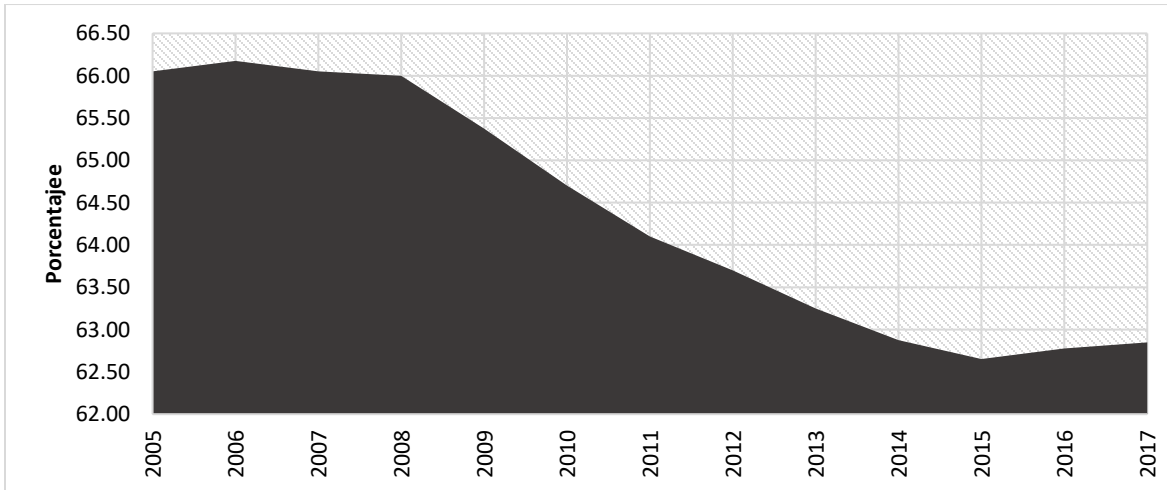
⁹⁹ Además, si se considera que el mismo indicador para el periodo previo de entre 2006-2009 fue de -2.31% entonces el impacto del ARRA en el mdo. laboral de EUA aparenta ser satisfactorio.

¹⁰⁰ De acuerdo a las cifras del BLS (2019), en el 2007 había un total de 142,596 empleados estadounidenses, en el 2010 la cifra disminuyó a 134,714; a partir de lo cual se experimentaron

2014). Lo mismo sucedió con la tasa de desempleo oficial ya que, si bien experimentó una tendencia decreciente a partir del ARRA, según cifras del BLS (2019) hubieron de transcurrir 10 años para recuperar el nivel previo a la crisis.¹⁰¹

Encima Labonte (2014a) señala que **la reducción de la tasa de desempleo se explica por la disminución en la fuerza laboral** por ejemplo, cada mes del 2013, 45 mil trabajadores dejaron de ser parte de la fuerza laboral (Labonte, 2014a; p.4) cuando lo normal sería que la expansión (o recuperación) económica fuese acompañada por un aumento en dicho indicador (sobre todo si se considera el envejecimiento y crecimiento poblacional).¹⁰² La participación de la fuerza civil total estadounidense se ilustra en la gráfica 24, en donde se observa que entre el 2005 y el 2015 la población en edad de trabajar disminuyó tres puntos porcentuales, lo cual implica que la población fuera de la fuerza laboral creció 2.24% en el mismo periodo.

Gráfica 24. EUA: evolución de la participación de la fuerza laboral civil total (2005-2017), porcentaje



Fuente: elaboración propia con base en BLS (2019).

moderadas recuperaciones, pero fue hasta el 2014 que se reportaron 143,759 estadounidenses empleados.

¹⁰¹ En el 2007 la tasa de desempleo de EUA fue de 4.63%, de ahí hubieron de pasar 10 años para experimentar un comportamiento cercano (4.35%) (gráfica 26).

¹⁰² Thiess (2011: 3) aporta que en el 2011 había un déficit de 3.7 millones de empleos necesarios para igual el crecimiento poblacional.

Dentro de la academia no existe un consenso sobre si el anterior comportamiento de la participación de la fuerza laboral es cíclico o estructural, en atención a lo cual el cuadro 12 presenta una recopilación de diversos estudios que (al utilizar distintas metodologías y periodos) concluyen que la explicación se encuentra la presencia de ambos factores, aunque el **envejecimiento poblacional es uno de los más relevantes elementos estructurales**; Labonte (2014a) lo expone de la siguiente manera:

“Si bien estos estudios han categorizado las razones para abandonar la fuerza laboral como cíclicas o estructurales, ambas razones pueden hacer que una persona abandone la fuerza laboral. Las consideraciones cíclicas a veces son un factor que contribuye a la decisión de un individuo de abandonar la fuerza laboral por razones que se supone son estructurales (jubilación, discapacidad o inscripción escolar): cuando las perspectivas laborales son deficientes, las alternativas al trabajo se vuelven relativamente más atractivas. Por ejemplo, si un trabajador regresa a la escuela para cambiar de carrera, esto podría considerarse estructural, pero si un trabajador regresa a la escuela porque no había trabajo temporalmente disponible, esto podría considerarse cíclico.” (Labonte, 2014a: 9).

Cuadro 12. Estudios explicando el declive de la tasa de participación de la fuerza laboral estadounidense

ESTUDIO	PERIODO	¿CÍCLICO O ESTRUCTURAL?	MÉTODOS	NOTAS
Erceg/Levin	2007 a principios del 2013	25% de 2.5 pp del total del declive es estructural; 75% es cíclico; 100% de 2 pp declive es cíclico para las edades de 25-54	Datos a nivel estatal; ponderación de cortes de edad	
CBO	Finales del 2007 a finales del 2013	1.5 pp se relaciona con tendencias estructurales, 1 pp es cíclico y temporal, 0.5 pp es causado por la recesión y es permanente	No disponible	Lo estructural es atribuido principalmente al envejecimiento de la población; aumentos en los reclamos de discapacidad y jubilaciones anticipadas son clasificados como causados por la recesión y permanentes
Aaronson et al	2000 a finales del 2011	1.2 pp del declive es estructural, 1.5 pp es por otros.	Microdatos demográficos	Edad de 16 a 79. “Otros” puede ser cíclico; del estructural 0.8 pp cambio en la distribución de edad, 0.4 pp cambio en la participación de género o el logro educativo.

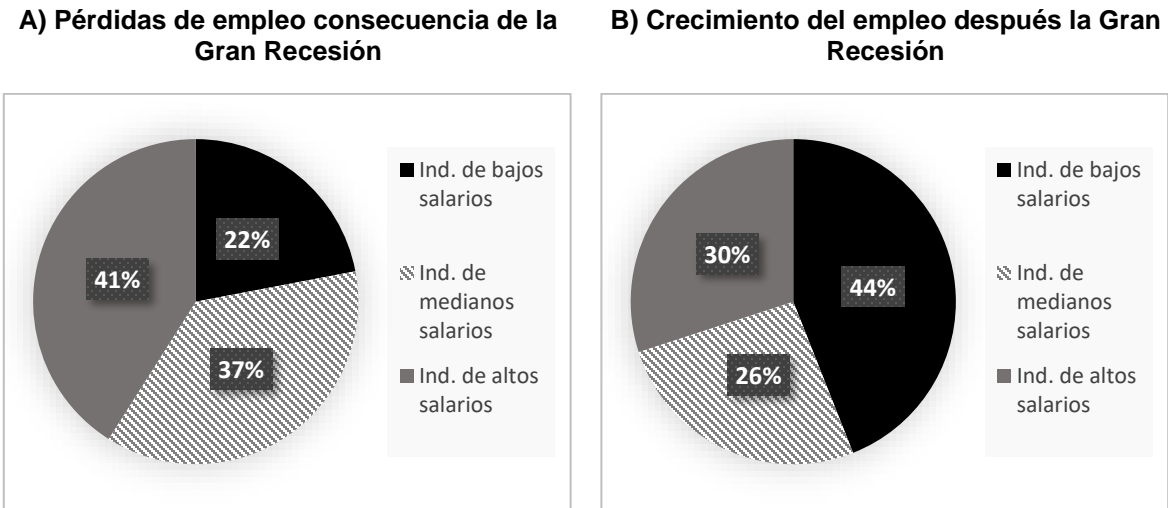
Aaronson et al.	2008 a fines del 2011	28% del 1.8 pp declive es estructural; 75% es por otros	Micro datos demográficos	Edad de 16 a 79. "Otros" puede ser cíclico.
Hotchkiss et al.	2008 a fines del 2011	Aumento en la "escolarización" y "otros" como razones para dejar la fuerza laboral entre los 25 y 54 años, y en la categoría "otros" para los años 16 y 24.	Cuestionarios de razones para dejar la fuerza laboral.	Los cuestionarios incluyen los trabajadores desanimados en la categoría de "otros". Los autores creen que las categorías de "escolarización" y "otros" son más probables a reingresar a la fuerza laboral en el futuro. No hay cambios en la tendencia para mayores de 55 años.
Van Zandweghe	Diciembre del 2007 a diciembre del 2011	A= la mitad del 2 pp declive es atribuido a cambios en la edad distribucional; B= 1.1 pp es relacionado con declives cíclicos, 0.8 pp es relacionado con tendencias de largo plazo	A= datos demográficos; B= tendencias cíclicas (Beveridge-Nelson) descomposición	Dos métodos fueron usados para derivar dos estimaciones separadas (A y B).
Sherk	2007 al 2012	A= del 2.3 pp declive, la razón para irse fue el retiro, 0.7 pp la discapacidad, 0.9 pp escuela, -0.2 pp familia; B= ajuste demográfico explica 0.6 pp; del restante 1.7 pp, -0.6 pp retiro, 0.9 pp discapacidad, 1.1 escuela, 0.1 pp otros.	Cuestionarios de razones para dejar la fuerza laboral; datos demográficos.	Dos métodos fueron usados: A= cuestionarios sin ajuste demográfico; B= cuestionarios con ajustes demográfico. El retiro se convierte en negativo después del ajuste demográfico b/c tasa de retiro no ha aumentado entre los trabajadores mayores.
Morgan Stanley	Diciembre del 2007 a diciembre del 2013.	Del declive 3.2 pp, 2.0 es demográfico, 0.3 pp es por discapacidad, 0.4 pp es por escolarización, y 0.5 es otros desanimo (residual).	Datos demográficos; datos de discapacidad e inscripción escolar	Los autores etiquetan la discapacidad como estructural (permanente); la escolarización y otros abandonos de la fuerza laboral como cíclicos (temporales)

Fuente: tomado de Labonte (2014a: 7) Traducción propia.

Aunque la tasa de desempleo es uno de los indicadores más importantes sobre la situación económica, su exclusivo hincapié puede ocultar la inconformidad de los trabajadores, tal cual es el caso de EUA, puesto que **la "recuperación" del mercado laboral se basó principalmente en las industrias con sueldos y en el subempleo.** De acuerdo a las estimaciones del NELP (2014) las industrias con

bajos salarios¹⁰³ perdieron 22% de empleados como consecuencia de la recesión del 2008 pero ganaron 44% del crecimiento laboral, mientras que las industrias de altos ingresos aumentaron tan solo la mitad (26%) a pesar de haber perdido el 37% de empleados también a causa de la recesión (gráfica 25); en otras palabras ello implica que en el 2014 las industrias de bajos salarios tenían 1 millón 85 mil más empleados que antes de la recesión y a la vez, las industrias de altos salarios 976 mil empleados menos (NELP, 2014: 1).

Gráfica 25. EUA: comparación del nivel de empleo por tipo de industria antes y después de la Gran Recesión, porcentaje



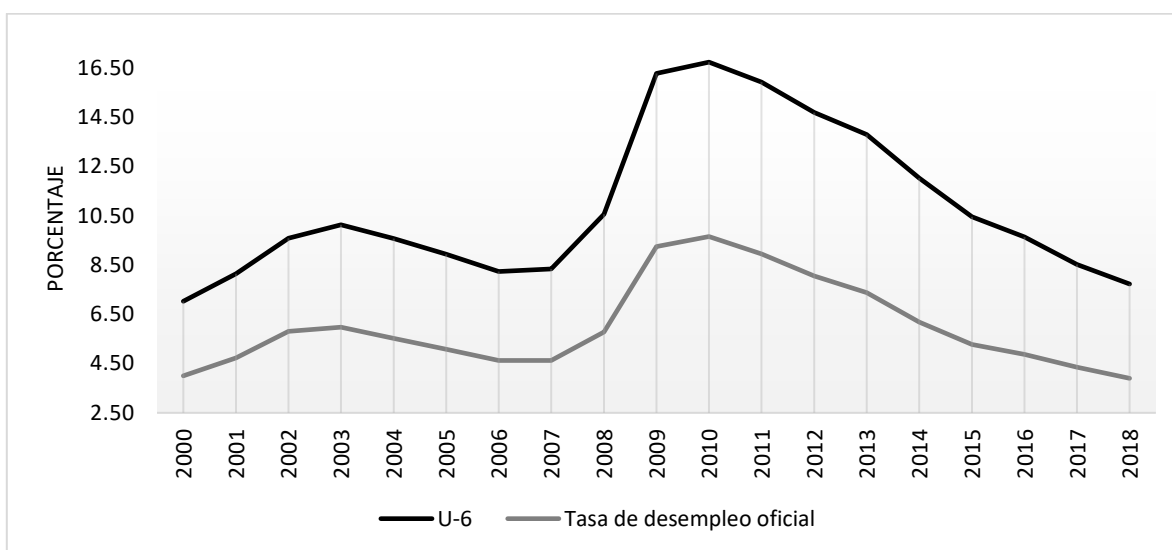
Fuente: elaboración propia con base en los datos proporcionados por NELP (2014).

De acuerdo a la Cámara de comercio de los EUA, la medida más cercana del subempleo creada por la oficina laboral del país es la **tasa de desempleo U-6** (Kinkade, 2014), la cual se presenta de manera comparativa en la gráfica 26 y según la opinión de distintos economistas, representa una medida más realista del

¹⁰³ De acuerdo al NELP (2014) dentro de las industrias de bajos salarios se encuentran los servicios de comida, administrativos y de soporte, así como el comercio al por menor. Las industrias de altos salarios incluyen servicios profesionales, científicos y técnicos.

desempleo, ya que no solo incluye a los desempleados sino a aquellos que están involuntariamente empleados debido a que no encuentran una mejor oferta.¹⁰⁴ En promedio la medida de desempleo U-6 ha sido alrededor 5 puntos porcentuales mayor que la medida oficial de desempleo, experimentando un máximo de 16.7% en el 2010 mientras que en el mismo año la tasa de desempleo fue de 9.65%.

Gráfica 26. EUA: evolución de la tasa de desempleo oficial y de la tasa U-6 (2000-2018), porcentaje



Fuente: elaboración propia con base en BLS (2019).

De ahí que autores como Lutz (2017) y Zuckerman (2015) indiquen que detrás de la cifra oficial del desempleo se encuentre una recuperación basada en la **precarización del mercado laboral**, puesto que entre el 2006 y el 2009 los empleados de tiempo completo¹⁰⁵ experimentaron una TMAC de -3% comparado con el crecimiento del 5% de los trabajadores de tiempo parcial. Después, entre el 2009 y el 2014 los empleados de tiempo completo crecieron 1% mientras que los

¹⁰⁴ Específicamente, la **medida de desempleo U-6** incluye “el total de desempleados más todos los trabajadores con vínculos marginales, el total de empleados tiempo parcial por razones económicas como porcentaje de la fuerza laboral civil más todos los trabajadores con vínculos marginales” (BLS, 2019).

¹⁰⁵ En las estimaciones del BLS (2019) los trabajadores de tiempo completo son aquellos que trabajan más de 35 horas semanales, mientras que los trabajadores de tiempo parcial trabajan a la semana 35 horas o menos.

empleados de medio tiempo apenas un 0.31%, empero, según cifras de la OCDE (2018) los trabajadores de medio tiempo involuntarios crecieron un 7% en el mismo periodo.

Según Gillespie (2014) los trabajadores de medio tiempo acceden a menores ingresos inclusive a pesar de tener las mismas responsabilidades que los de tiempo completo, también, son más fácilmente reemplazables, difícilmente tienen estímulos (como los beneficios de salud o los días libres pagados), y son más propensos a incurrir en la pobreza.

Con lo cual, **el impacto positivo del ARRA en el mercado laboral de EUA fue falaz**,¹⁰⁶ dando como resultado en el 2010 un total de 9.2 millones empleados de medio tiempo que preferían un trabajo de tiempo completo (Gillespie, 2016). También es importante apuntar que los estadounidenses que aceptaron un empleo de medio tiempo durante la recesión, esperaban que fuese una situación temporal (Rampell, 2013; Woolhouse, 2014) pero casi dos décadas después de la crisis financiera la **incertidumbre general del desempeño de la economía permanece considerablemente alta**, de ahí que las empresas prefieran ofertar empleos de medio tiempo (mayor flexibilidad laboral) en lugar de aumentar sus costos fijos (Zukerman, 2015).

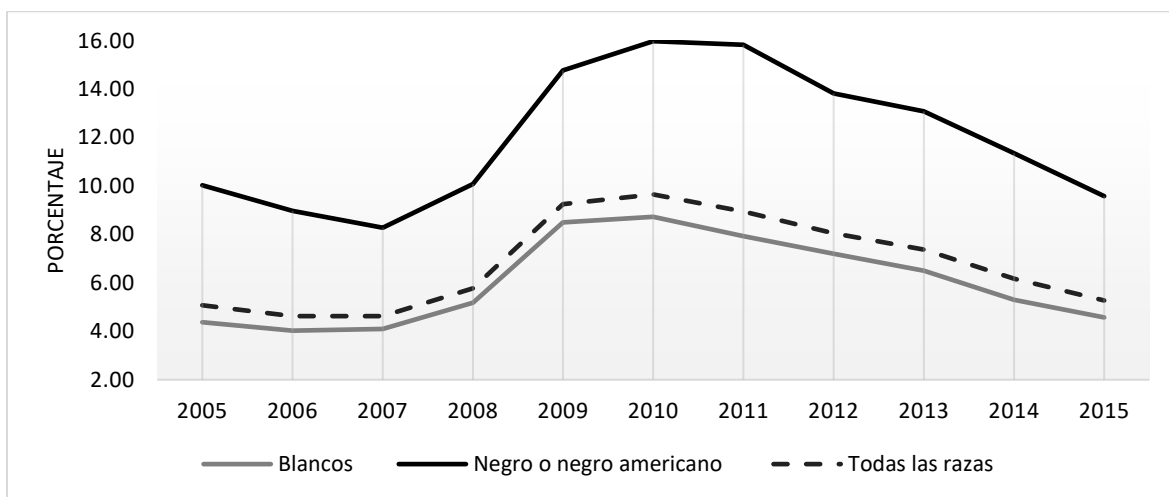
Ahora, Gray (2013) señala que las cifras de desempleo nacional oscurecen la **desigualdad racial** característica del mercado laboral estadounidense, pues a pesar del emotivo discurso que según la crítica volvió presidente a Obama (Leibovich, 2016), los valores del desempleo por raza demuestran que sí existen dos EUA: uno con mejor calidad de vida perteneciente a los quintiles más altos de la distribución del ingreso (caracterizado por los blancos o *WASP*), y otro con los

¹⁰⁶ En palabras de Zukerman (2015): “Sí, hemos creado 11.5 millones de empleos a partir de junio durante los últimos cinco años de expansión de la fuerza laboral, pero el número de empleos a tiempo completo en la actualidad es de 0.7 por ciento, o 822,000, más bajo que en el pico anterior a la recesión, y eso fue hace ocho años. Lo que hemos visto dentro de estos números es un aumento dramático e inesperado en los trabajos a tiempo parcial. Estamos viviendo con una regresión consternadora en sueldos y salarios que crecen al ritmo más lento en tres décadas”. (Zukerman, 2015: 2)

mayores niveles de pobreza y precariedad laboral, en donde predominan el resto de las razas.

De hecho, de acuerdo a Romer y Bernstein (2009) los latinos y afroamericanos han sido históricamente los grupos más afectados ante aumentos del desempleo nacional, lo cual se puede confirmar al observar la gráfica 27 en donde se muestra que entre el 2000 y el 2018 los negros afroamericanos experimentaron cifras de desempleo de dos cifras para la mayoría de los años, con un promedio de 11% y un máximo de 16% alcanzado en el 2010; mientras que los blancos no han experimentado por lo menos en los últimos 50 años, cifras mayores al 9.6% del 2010 y el promedio ha sido del 6%. Situación que es particularmente destacable pues según cifras de *The World FactBook* (2019) en el 2010 los blancos representaron el 72% de la población estadounidense mientras que los negros o afroamericanos son tan solo el 12%, de forma que el nivel de desempleo fue exponencialmente mayor en ese segundo grupo.

Gráfica 27. EUA: evolución de la tasa de desempleo por raza (2005-2015), porcentaje



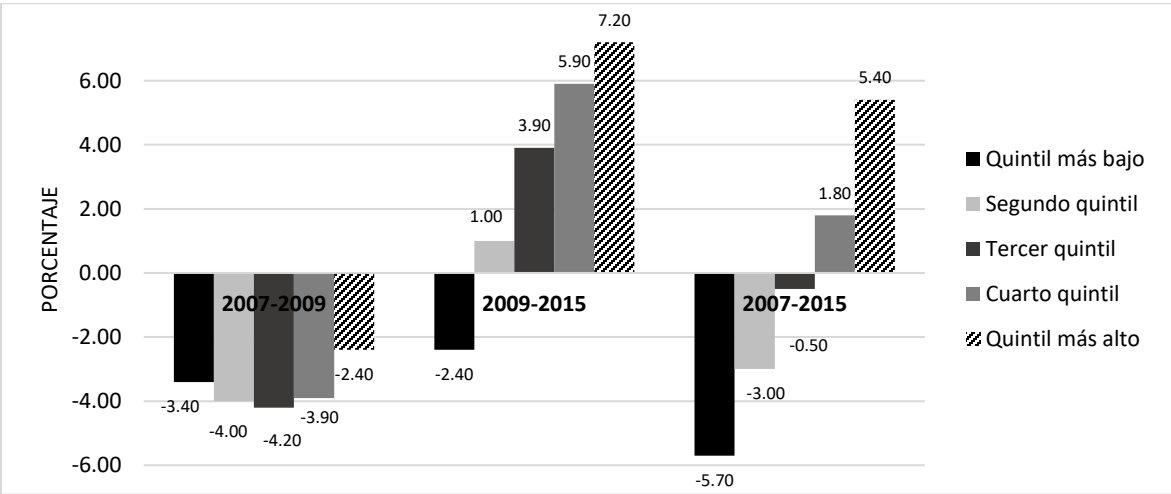
Fuente: elaboración propia con base en BLS (2019)

En cuanto a los trabajadores de medio tiempo involuntarios, según cifras de Young y Mattingly (2016) los negros no hispanos también experimentaron mayor participación que en el caso de los blancos, pues mientras en el 2009 los trabajadores parciales involuntarios de raza blanca fueron solo del 4.8%, los de raza

negra representaron alrededor del 7%. De hecho, sobre el estado del mercado laboral estadounidense después de la crisis, Hout (2017) concluye que el empeoramiento en la disparidad laboral fue una de las consecuencias de la Gran Recesión.

La inestabilidad laboral desproporcionada implica a su vez disparidades económicas de magnitud significativa, reflejadas principalmente en el **aumento de la pobreza y la desigualdad en la distribución del ingreso**. Sobre esto Burton y otros (2017) indican que a pesar de que del total de la población estadounidense los negros y latinos componen tan solo el 25%, en conjunto representaron en el 2015 el 44% de la pobreza nacional.¹⁰⁷ Con respecto al incremento de la desigualdad, Donovan y otros (2016) apuntan que entre el 2007 y el 2015, no solo la pérdida de ingresos reales se concentró en los 3 quintiles más bajos, sino que además los quintiles más altos experimentaron aumentos en el ingreso medio (gráfica 28).

Gráfica 28. EUA: Porcentaje de cambio en el ingreso promedio de los hogares por quintil entre 2007 y 2015



Nota: El ingreso en esta figura se refiere al ingreso de dinero del hogar tal como lo define la Oficina del Censo: el ingreso en efectivo antes de impuestos que reciben los hogares regularmente de fuentes del mercado y no de mercado. Los ingresos monetarios excluyen los ingresos periódicos, como las ganancias de capital y las transferencias en especie. El Censo utiliza el CPI-U-RS para poner las cantidades en dólares en dólares constantes.

Fuente: tomado de Donovan y otros (2016: 15).

¹⁰⁷ Otra forma de verlo es considerar que en el 2015 mientras 1 de cada 4 negros y nativos americanos eran pobres, tan solo lo fueron 1 de cada 10 blancos y asiáticos. (Burton y otros, 2017).

Con todo lo cual es aceptable considerar que **con respecto al objetivo de “asistir a aquellos más afectados por la crisis” el ARRA tampoco fue eficaz**, lo que para Gray (2013) es resultado del diseño de las políticas públicas enfocadas en “responder al desempleo blanco y la libertad económica blanca”. Aunque ello puede explicarse simplemente por la composición de la población del país (mayormente blanca) lo cierto es que las dificultades económicas más severas se han concentrado (y prolongado) mayormente en el resto de las razas.

Finalmente, a partir de la entrada en vigor del ARRA el **PIB real de EUA experimentó tasas de crecimiento anuales mayores al 1.5%**, impulsando así el fin de la recesión. Pero, la precarización del mercado laboral –tanto a nivel salarial como en relación a la inseguridad en el mantenimiento del empleo–, el empeoramiento en la distribución del ingreso y la flaqueza en la inversión de infraestructura han ralentizado la recuperación económica real.

De ahí que a partir del 2014 la Reserva Federal haya decidido aumentar el número de variables a consideración para la política monetaria (Reserva Federal, 2014). Con lo que si bien los costos económicos de los planes de rescate fueron menores a los que la economía hubiese afrontado sin la intervención gubernamental (Webel y Labonte, 2018) y por lo tanto exitosos, el desempeño de la economía estadounidense después de la Gran Recesión demuestra que, **diez años después los costos sociales permanecen significativos**.

Además, el hecho de que el comportamiento oportunista de los agentes financieros (principalmente el sector bancario) haya sido una de las principales razones del estallido de las recientes crisis financieras, y al mismo tiempo hayan sido los actores más beneficiados por los rescates financieros y el incremento de la liquidez (sin que ello se replicara en la misma magnitud para el resto de la economía); se traduce en la **aprobación e incitación al fraude financiero y a la preferencia por la rentabilidad cortoplacista**, elementos que al afectar negativamente al sector real, crean incertidumbre sobre el desempeño de cualquier economía, dada la particularidad de EUA como hegemonía mundial surge además **desasosiego en el curso del sistema financiero mundial**.

B. Implicaciones de la crisis subprime en el sistema financiero estadounidense

La crisis de las hipotecas *subprime* fue de tal envergadura que implicó la creación de la mayor regulación financiera estadounidense desde la Gran Depresión: la ***Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*** (en adelante “la Ley”). Sus **propósitos principales** fueron: promover la estabilidad financiera, terminar con el problema de “too big to fail (TBTF)” y proteger al contribuyente (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010*).

Para lo cual propuso un marco regulatorio de **más de 800 páginas** cuyos elementos esenciales serán abordados en las líneas siguientes y pueden observarse en la ilustración 11; aunque de antemano cabe señalar que a pesar de su extensión, al momento de su promulgación la Ley contenía varios elementos inconclusos destinados a desarrollarse en el transcurso de su puesta en marcha. De ahí que para algunos críticos, la Ley haya sido un importante esfuerzo de reestructuración del sistema financiero de EUA, mientras que otros lo describieron como deficiente (Guynn y otros, 2010).

A pesar de que el **Acuerdo de Basilea III**¹⁰⁸ no es estrictamente estadounidense, tiene una importancia esencial en la estructura y ejecución de la Ley, de forma que es conveniente apuntar que en atención a la crisis financiera mundial algunas de las medidas acordadas fueron: aumento de la cantidad y calidad de los requerimientos de capital para el sistema bancario, mejora de la cobertura de riesgos, introducción de un coeficiente de apalancamiento como complemento del régimen basado en el riesgo, además de colchones de conservación de capital y anticíclicos, y un marco internacional para el riesgo de liquidez (BIS, 2013: 3). También, el Acuerdo cumple con la recomendación del **Consejo de Estabilidad Financiera**¹⁰⁹ (FSB) y establece

¹⁰⁸ El tercer acuerdo de Basilea es resultado de un proceso iniciado inclusive meses antes de la quiebra de *Lehman Brothers*, y a pesar de que el borrador final surgió a finales del 2010, entre el 2013 y el 2017 se realizaron múltiples revisiones (BIS, 2018).

¹⁰⁹ El FSB es un **organismo internacional** encargado de monitorear y hacer recomendaciones sobre el sistema financiero mundial (FSB, 2019). Surge a mediados del 2009 en la cumbre de Londres del G-20 como reemplazo del Foro de Estabilidad Financiera (FSF) establecido a finales de los noventa

la metodología para identificar a las **instituciones financieras globales sistémicamente importantes** (G-SIFI's), lo que después se amplió y delimitó hacia los bancos (G-SIB's) y las aseguradoras (G-SII's).

En atención a la crisis financiera internacional, a finales del 2010 el FSB realizó un reporte en el que emitió una serie de recomendaciones y solicitudes a sus miembros para “abordar los riesgos sistémicos y morales asociados a las instituciones financieras sistémicamente importantes” (FSB, 2011: 1); las cuales definió como aquellas que poseen características tales (como el tamaño y la interconexión) que su quiebra causaría un notable perjuicio en el sistema financiero global.¹¹⁰

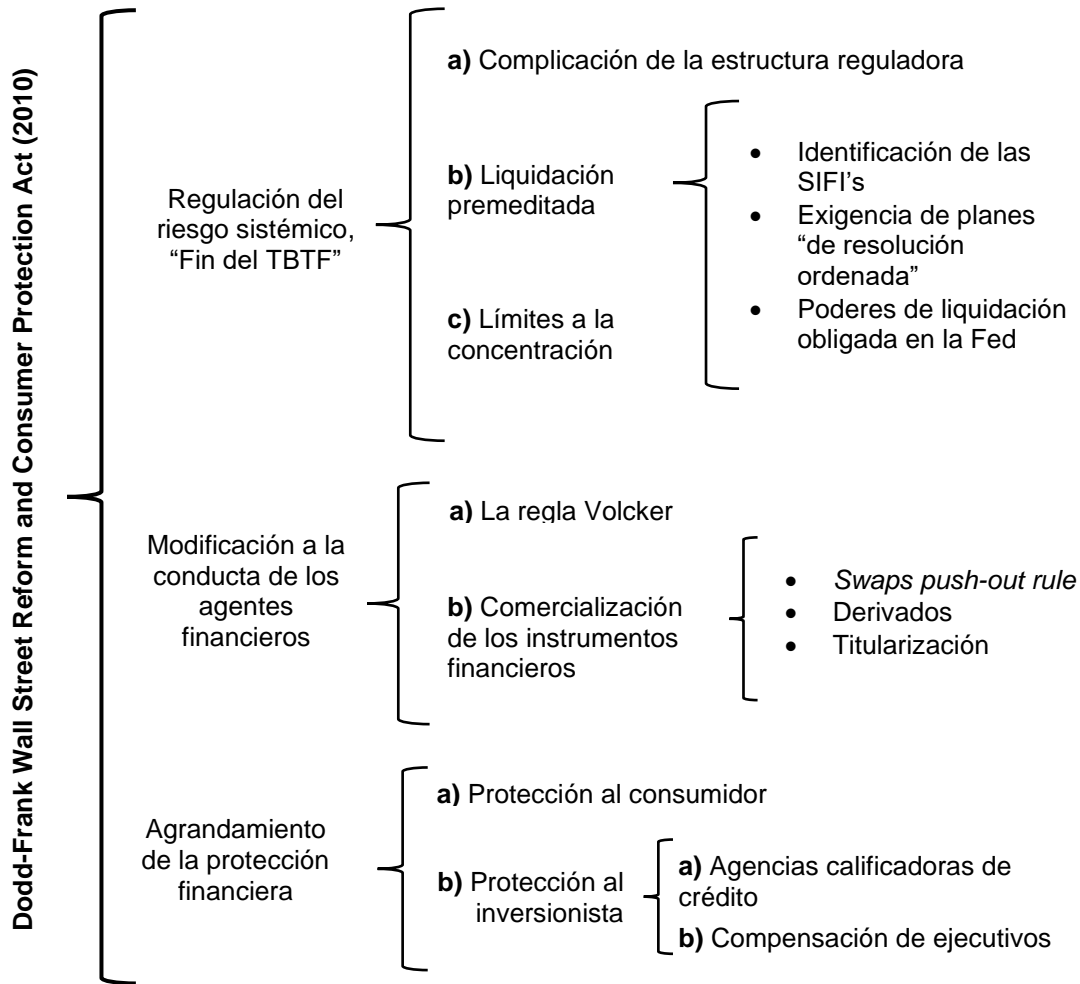
La metodología creada por el Comité de Basilea estableció los cimientos de la **evaluación del riesgo sistémico**, mediante la consideración de los siguientes indicadores: tamaño, actividad interjurisdiccional, interconexión, complejidad y sustituibilidad/infraestructura financiera.¹¹¹

en atención a la propagación de crisis financieras alrededor del mundo. Lo constituyen 24 países (entre los que se encuentran potencias económicas y países emergentes) y la UE, organismos internacionales como el BIS, la OCDE, el BM y el FMI, y otro tipo de agrupaciones internacionales como: BCBS, NGFS, CPMI, IAIS, IASB y la IOSCO.

¹¹⁰ De ahí que las **G-SIFI's** sean sometidas a mayores lineamientos que el resto de entidades financieras que realizan actividades internacionales. En concreto, el FSB (2011) les ordena mayores requisitos de capacidad adicional de absorción de pérdidas; además de someterse a una vigilancia más intensiva, y tener una norma internacional de mecanismo de resolución (en caso de que las naciones deban rescatarlas o dirigir su quiebra “de forma ordenada”).

¹¹¹ Para consultar la metodología específica de cada indicador, dirigirse a BIS (2013).

Ilustración 11. Contenido esencial de la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor 2010



Fuente: elaboración propia con base en Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010).

Sobre lo cual Weistroffer (2011) aporta que mientras el *tamaño* es sin cuestionamientos un indicador esencial para la determinación de las G-SIFI's, la **eficiencia del resto de indicadores está acotada** tanto por el alcance de las definiciones (*interconexión*¹¹², *sustituibilidad/infraestructura financiera*¹¹³) y

¹¹² De acuerdo al BIS (2013) los indicadores para medir la interconexión son: activos y pasivos dentro del sistema financiero y los valores en circulación. Pero, algunos son sistémicamente relevantes y otros no, de forma que la amplitud en la definición es un factor relevante para medir la interconexión (Weistroffer, 2011).

¹¹³ Se requiere una clara determinación primero, de lo que se considera un mercado sistémicamente relevante y después, de lo que implica una cuota de mercado sistémicamente relevante (Weistroffer,

consideraciones (*actividad interjurisdiccional*)¹¹⁴ sobre las cuales están contruidos, así como por el sistema financiero *per se* (*complejidad*)¹¹⁵. Ello implica que la definición, identificación y regulación de las SIFI's es bastante compleja, y en consecuencia aún se encuentra en desarrollo académico. Por el momento basta mencionar que a pesar de las dificultades, el FSB ha tomado mano de la aportación del Comité de Basilea señalando anualmente los G-SIB's (29 en total, **de las cuales 8 son estadounidenses**¹¹⁶, 4 asiáticas y el resto europeas¹¹⁷) y las G-SII's (9 en total, de las cuales **3 son de EUA**¹¹⁸, 4 son europeas, una canadiense y otra china¹¹⁹).

B.1 Ley Dodd-Frank: contenido y críticas

En opinión de Skeel (2010) la Ley comenzó en marzo del 2009 con el lanzamiento del marco denominado "Reglas para el camino reglamentario"¹²⁰ por parte del Departamento del Tesoro, ya que de ahí surgió el documento que brindó la estructura general de la Ley.¹²¹ Después, a finales del 2009 el congresista Barney

2011), ello debido a que el volumen de actividad de una entidad dentro de un determinado nicho no implica necesariamente que su quiebra implique un colapso del sistema financiero mundial.

¹¹⁴ Dicho indicador tiene el inconveniente de identificar a las entidades con actividades financieras internacionales como una amenaza de contagio ante crisis financieras (dado su nivel de exposición), sin embargo, Weistroffer (2011) indica que los bancos con actividades globales tienen mayor amplitud de diversificación del riesgo y mantenimiento del canal del crédito internacional (en caso de que los bancos nacionales se van comprometidos).

¹¹⁵ La medición de la complejidad es indudablemente complicada debido a que la función de intermediación surge precisamente de la posibilidad de colocar aquellos instrumentos financieros, que por su complejidad no encuentran cabida en los mercados financieros públicos.

¹¹⁶ Específicamente: **Bank of America, Bank of New York Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, State Street, Wells Fargo** (FSB, 2011).

¹¹⁷ Para consultar detalles dirigirse a FSB (2011).

¹¹⁸ Específicamente: **AIG; Met Life Inc; y Prudential Financial Inc.**

¹¹⁹ Para mayores detalles dirigirse a FSB (2016).

¹²⁰ El cual fue realizado por motivo de la proximidad de la cumbre de Londres del G-20 (en abril del 2009).

¹²¹ Denominado "*Financial Regulatory Reform. A new foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*", sus objetivos principales fueron: promover una supervisión y regulación sólidas de las empresas financieras, establecer la supervisión comprensiva de los mercados financieros, proteger a los consumidores e inversionistas del abuso financiero, proveer a los gobiernos de las herramientas necesarias para manejar las crisis financieras y aumentar los estándares de regulación y mejorar la cooperación internacional (Departamento del Tesoro, 2009).

Frank presentó la primera propuesta formal de la Ley, pero fue hasta junio del 2010 que la misma pasó a la Cámara de Representantes, después al Senado el 15 de julio del mismo año, para finalmente ser firmada por el Presidente Obama el 21 de julio del 2010 (Allen y otros, 2018).

a) Regulación del riesgo sistémico y el dilema TBTF

En su reporte más reciente sobre la estructura financiera del país, el Departamento del Tesoro (2017a) indica que las ocho más grandes entidades reguladoras se pueden clasificar según su enfoque: aquellas encargadas de la regulación bancaria prudencial (Reserva Federal, FDIC, OCC y NCUA), las enfocadas en los mercados financieros (SEC, CFTC), en el financiamiento del hogar (FHFA) y en la protección al consumidor (CFPB); mismas que incurrieron en solicitudes especiales indicadas en la Ley (cuadro 13) aunque en general se les solicitó la creación de nuevas leyes, la realización de pruebas de estrés y la procuración a apartados especiales como la *Regla Volcker*.

Cuadro 13. EUA: Implicaciones incluidas en la Ley Dodd-Frank para los reguladores financieros

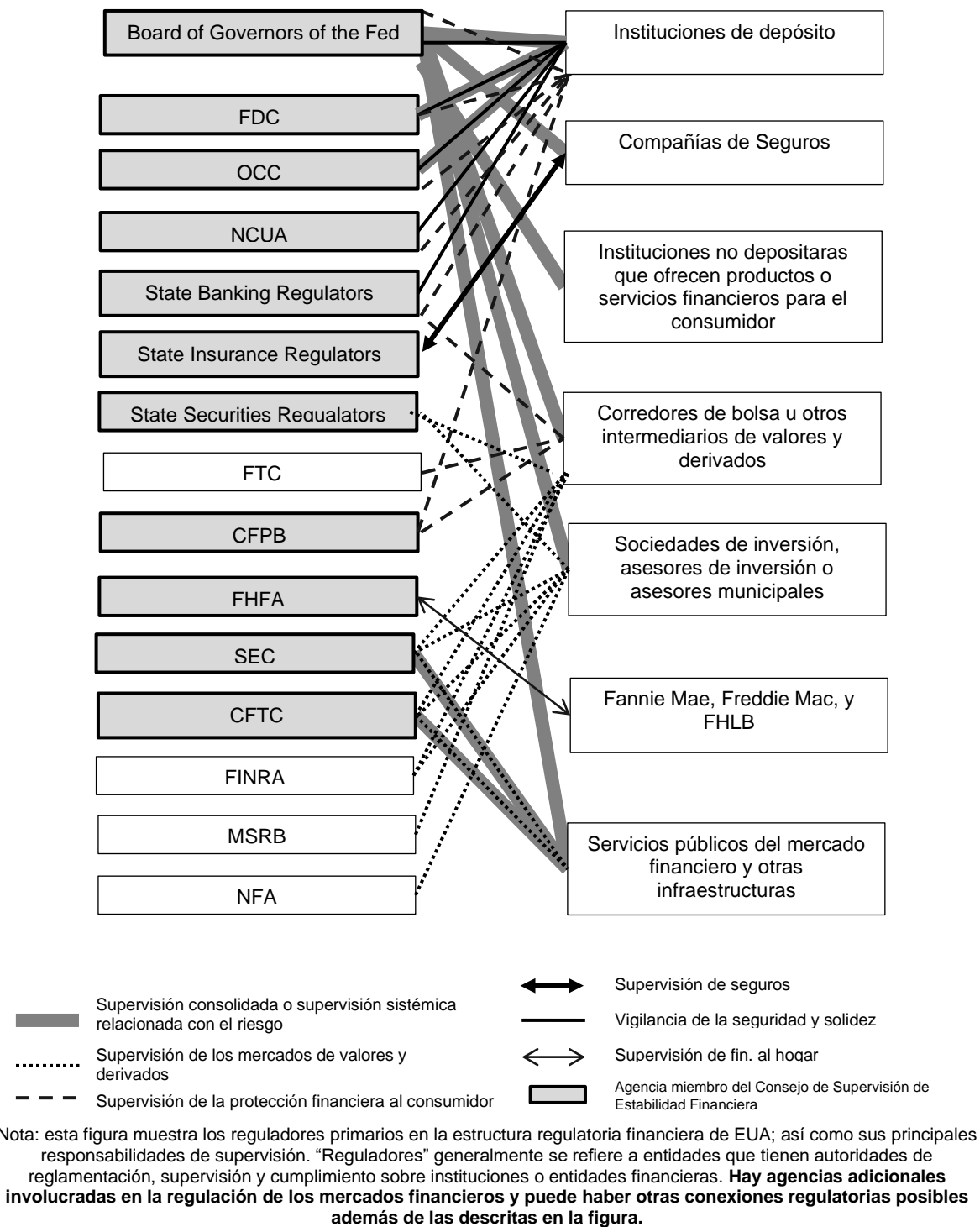
Entidad	Implicaciones incluidas en Ley Dodd Frank
REGULADORES DE LOS BANCOS FEDERALES	
Reserva Federal	➤ Establecimiento de estándares prudenciales mejorados para las grandes compañías holdings bancarias (CHB), y las entidades financieras no bancarias designadas por el FSOC.
	➤ Implementación de la <i>Regla Volcker</i> , <i>Ley de hipoteca residencial calificada</i> y otras reglas de agencia.
	➤ Realización de <i>pruebas de estrés</i>
	➤ Revisión, junto con la FDIC de los testamentos vitales (<i>living wills</i>) de las grandes CHB ya las entidades no financieras designadas por el FSOC.
FDIC	➤ Emisión de reglas que cubran entre otras cosas la <i>Regla Volcker</i> , los <i>living wills</i> y el Título II de la Ley (liquidación ordenada).
	➤ Trabajo coordinado con las otras entidades reguladoras financieras.
OCC	Entidad creada por la Ley para la regulación y supervisión de todos los bancos nacionales y las asociaciones federales de ahorro, así como de las sucursales y agencias federales de bancos extranjeros. Es decir, reemplazó a la Oficina de Supervisión del Ahorro.
NCUA	Uno de los reguladores encargados de la creación de las nuevas leyes de compensación basadas en incentivos ejecutivos. Además de la implementación de pruebas de estrés a las cooperativas de crédito con más de \$10 mil millones de activos.
OTROS REGULADORES FEDERALES	

CFPB	<p>El Fondo de Protección al consumidor fue creado por la Ley con el objetivo de:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Regular la oferta y provisión de productos y servicios financieros bajo las leyes federales del consumidor. ➤ Desarrollar iniciativas educación financiera. ➤ Investigar y monitorear el mercado de servicios financieros. <p>Además la Ley ordenó al CFPB la redacción y ejecución de nuevas normas financieras con respecto a los préstamos y servicios hipotecarios, la divulgación de hipotecas, etc.</p>
FHFA	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Desde el 2008 ha sido designado como el conservador de Fannie Mae y Freddie Mac. ➤ La Ley solicitó al FHFA la promulgación de reglas en conjunto con otras entidades reguladoras, sobre temas relacionados al mercado hipotecario.
REGULADORES DEL MERCADO	
CFTC	La Ley expande su jurisdicción para incluir los swaps e implementar la <i>Regla Volcker</i> .
SEC	La Ley solicita a la SEC la promulgación de reglas en distintas áreas como el registro de ciertos fondos privados de inversión, la <i>Ley Volcker</i> , etc.
Fuente: elaboración con base en la información proporcionada por Departamento del Tesoro (2017).	

Además, la Ley establece la Oficina de Investigación Financiera (**OFR**) con el objetivo de apoyar al Consejo de la Supervisión de la Estabilidad Financiera (**FSOC**) en el cumplimiento de los propósitos del mismo, básicamente mediante el soporte administrativo, recolección de información y análisis de riesgo (Perossa y otros, 2012); aunque hay que considerar que ambas entidades están bajo el poder del Depto. del Tesoro.

De esta forma, la Ley **no cambió las bases de estructura reguladora estadounidense**, sino que amplió el alcance de la reglamentación financiera (Guynn y otros, 2010) para la mayoría de las entidades. Con ello, una misma tarea es atendida por entidades con distintos enfoques (tal como puede observarse en la ilustración 12), lo cual puede asimilarse como un éxito parcial pues si bien un incremento en la regulación financiera trae consigo la **restauración de la confianza** en los agentes (y con ello un incentivo positivo en el volumen y calidad de las transacciones), también implica la **complicación** y restricción del sistema tradicional, creándose así un **estímulo negativo hacia las preferencia en actividades financieras realizadas en el sistema bancario paralelo** que, como se indicó en el capítulo 3, ha intensificado su desarrollo en EUA desde la década de los noventa.

Ilustración 12. EUA: Estructura de las autoridades de regulación financiera después de la Ley Dodd-Frank



Fuente: tomado y traducido del Departamento del Tesoro (2017a).

Por otro lado, a pesar de que la década de los ochenta marcó en EUA el inicio de la política TBTF, Labonte (2014b) explica que tanto la definición como la reglamentación con respecto a este tipo de entidades era demasiado ambigua, con lo cual se esperaba que los agentes actuaran con mayor cautela (al no estar seguros si una entidad era o no TBTF). Pero eso no ocurrió, lo que en parte se entiende al considerar que la preponderancia del sistema financiero sobre la economía real es relativamente reciente, de forma que además del *Crack del 29* (el cual no puede considerarse pues la crisis suprimió fue un nuevo tipo de crisis basada en la titularización) no existía experiencia sobre la gravedad de las crisis financieras.

La propagación de la burbuja inmobiliaria al resto de la economía estadounidense y después al sistema financiero mundial, llamó la atención sobre el tamaño e interconexión de las empresas, es decir sobre el **dilema de TBTF**, el cual aun 10 años después de la Gran Recesión permanece como un tema difuso. Pues a pesar de que las siglas indican una entidad que debido a su tamaño no debe permitirse quebrar (puesto que comprometería al resto del sistema), en realidad diversos autores señalan que **no existe una definición concreta** ya que no está claro el umbral del tamaño que determina cuando una entidad es “demasiado grande,” lo cual deja espacio a diferentes interpretaciones,¹²² dentro de las cuales existen autores que inclusive consideran que el tamaño *per se* no es la medida apropiada para la identificación de las TBTF independientemente de la característica observada (Barth y Wihlborg, 2016).

De ahí que Stiglitz (2010) y Kaufman (2014) consideren que el nodo del término se encuentra en la diferenciación en el mecanismo de resolución de una empresa ante una situación de insolvencia, puesto que en las empresas medianas y pequeñas los accionistas absorben las pérdidas y algunos acreedores son protegidos, mientras que las entidades consideradas TBTF los accionistas no enfrentan dicho percance.

¹²² Por ejemplo, Penas y Unal (2004) identifican a las entidades TBTF cuando el total de sus activos es superior al 2% de todos los activos de depósito, pero Barth y Wihlborg (2016) observaron que no existe un estándar uniforme en la medición de los activos, de forma que **una entidad puede o no ser TBTF dependiendo del enfoque**.

Otro inconveniente detrás del concepto TBTF está relacionado al **trade off** en la existencia de dichas entidades dentro del sistema financiero, puesto que eliminarlas o reducir su tamaño traería consigo un mercado mayormente diversificado y menos riesgoso (es decir, más competitivo), pero también se considera la posibilidad de que aumenten el costo del crédito y la preferencia por las transacciones en el *Shadow Banking System* (incrementándose así la inestabilidad financiera).

Lo que sí es un hecho es que, además de que existe un **riesgo moral** inherente a las firmas TBTF, el sistema en su conjunto enfrenta **costos por su existencia**, los cuales van desde el subsidio implícito calculado en EUA en más de \$15 mil mdd (FMI, 2014), hasta la “captura regulatoria¹²³” y un fuerte vínculo entre el riesgo bancario y el soberano (Barth y Wihlborg, 2016). Además de que el accionar *perverso* (cortoplacista) de dichas entidades se consideró uno de los factores determinantes de la crisis hipotecaria (de ahí que la Ley lo haya identificado como uno de sus principales objetivos eliminarlas).

De forma que la **principal diferencia entre las entidades SIFI's y las TBTF** es que para las primeras sí existe un mecanismo de identificación estandarizado (tanto internacional como nacional en el caso de EUA) lo cual facilita su seguimiento y reglamentación, mientras que las segundas al no ser claramente definidas se asimilan más como un concepto o marco de referencia. Empero, en esencia el significado es el mismo, y además igualmente limitado a bancos y aseguradoras, dejando de lado otros participantes que también interfieren en la estabilidad del sistema financiero (es decir que también tienen una importancia sistémica), por ejemplo, las casas de valores, los fondos de inversión y las compañías de seguros (Weistroffer, 2011).

Ahora bien, según Labonte (2018) las políticas que abordan la problemática TBTF pueden ser *preventivas* (evitar su surgimiento), *reactivas* (controlar o limitar el daño

¹²³ Se refiere a los **conflictos de interés** que pueden surgir en las relaciones entre los reguladores y políticos en general, y las entidades TBTF.

en caso de que alguna entidad SIFI enfrente la insolvencia) o una combinación de ambas, siendo esto último lo integrado en la Ley.

Respecto a la anticipación a su surgimiento, la Ley estableció límites a la concentración: si una entidad SIFI se considera una “grave amenaza para la estabilidad financiera” entonces la Reserva Federal podía (bajo la sección 121) prohibirle la fusión, adquisición o afiliación con otra empresa, imponerle restricciones considerables¹²⁴ y, en el peor de los casos, obligarla a deshacerse de los activos en problemas (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

Mientras que la óptica reactiva de la Ley fue más profunda, pues en el Título I se estipuló que las consideradas SIFI’s estaban obligadas presentar regularmente un **plan de liquidación ordenado (*Living wills*)** ante la Fed y la FDIC, explicando la forma en que pudieran ser liquidadas de forma rápida y ordenada (Labonte, 2014b), es decir, sin comprometer significativamente al resto del sistema (tal como se observó en la crisis *subprime*).

Si dichas autoridades no consideraban que el plan sea el adecuado, entonces la entidad en cuestión podía ser sometida a imposiciones más exigentes (hasta que adapte un plan con las recomendaciones emitidas) y a la posibilidad de ser obligada a desinvertir sus activos (Guynn y otros, 2010). En el caso extremo de que el Secretario del Tesoro y la FDIC considerasen que existe un “riesgo para la estabilidad financiera”, entonces pueden podían tomar mano la Autoridad de Liquidación Ordenada (OLA) para liquidar la entidad mediante la FDIC.¹²⁵

Por otro lado, la sección 1101 la Ley prohibió la “asistencia federal” tal como se realizó en los años más severos de la crisis (cuadro 3), es decir que se dificultó la capacidad de realizar rescates financieros de emergencia por parte del gobierno. En concreto, se **modificó la sección 13(3)** de la Reserva Federal para limitar la

¹²⁴ Por ejemplo, la restricción en su capacidad de ofrecer productos y/o servicios financieros, y con respecto a la forma en que realiza una o más actividades (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

¹²⁵ También, la OLA concede la autoridad de maximizar el valor recibido por la disposición de los activos de la compañía, disminuir cualquier pérdida, etc. (Kregel, 2014).

capacidad de dicha entidad a realizar préstamos de emergencia (Allen y otros, 2018), mientras que la FDIC enfrentó mayores restricciones a la creación de programas de emergencia (como el *Temporary Liquidity Program*).

Lo anterior puede asimilarse como el nodo central de la *intención* de eliminar el dilema TBTF. Pero según la opinión académica, en realidad se dejó “mucho espacio” para la posibilidad de realizar futuros rescates (Skeel, 2010; Wilmarth 2011, Allen y otros, 2018; entre otros), por ejemplo:

“Los reguladores pueden presionar a otras empresas sistémicamente importantes para que financien un rescate financiero, como lo hicieron cuando el fondo de cobertura de gestión de capital a largo plazo colapsó en 1998, o simplemente pueden maniobrar alrededor de las restricciones creando una línea de crédito general que es realmente el rescate de una sola empresa disfrazado. Si los reguladores se hacen cargo de una gran institución financiera bajo su autoridad de resolución, pueden evadir las disposiciones similares a la bancarrota simplemente acordando pagar a los acreedores favorecidos en su totalidad bajo la carta blanca de la FDIC para elegir entre los acreedores”. (Skeel, 2010: 10) Traducción propia.

Para autores como Stiglitz (2010) la solución es eliminar definitivamente las entidades TBTF pues, ello redirigiría las actividades financieras más riesgosas al resto de las empresas pequeñas y medianas (diversificación del riesgo); además de que en su opinión no se han encontrado evidencias de que existan significativas economías de escala o de alcance, por lo que permitir su funcionamiento dentro de la economía es ineficiente. No obstante, la **Ley solo se limitó a incrementar la dificultad de realizar futuros rescates**, pues en ningún apartado dice explícitamente que dicha acción no será realizada; sobre esto Labonte (2018) explica que los reguladores se adaptaron a lo único que podían hacer (“atar sus manos”) ya que la **credibilidad de las políticas se reflejará únicamente cuando exista otro episodio similar**, ya que es imposible asegurar cómo actuarán las autoridades ante una situación parecida.

Mientras tanto existirá el riesgo moral que incentiva a las entidades a volverse más grandes y al resto de participantes a considerar más seguras a las empresas TBTF; en este sentido, el expresidente de la Reserva Federal de Dallas concluye que la

Ley exacerbó el problema TBTF lejos de eliminarlo, ya que el mercado asimila a dichas empresas como “las primeras en ser salvadas” lo cual reduce el incentivo a realizar operaciones en empresas pequeñas y medianas (o sea, no SIFI) fortaleciéndose así a las TBTF (Fisher, 2013) en un círculo peligroso.

Con respecto a la **evidencia empírica**, Allen y otros (2018) utilizando métodos de estudio de eventos encuentran que los grandes bancos no experimentaron una reacción significativa con la Ley en general, pero en particular con la supuesta eliminación de las TBTF, mientras que los bancos más pequeños sí demostraron respuestas negativas.

Gao y otros (2016) también realizaron un estudio de evento observando las reacciones de los mercados de acciones y bonos ante el paso de Ley, de lo cual obtuvieron que los mercados esperaban que la Ley tuviera resultados positivos en la reducción de toma de riesgo de los bancos, pero fueron positivos con respecto a la efectividad en terminar con las entidades TBTF.

Balasubramnian y Cyree (2014)¹²⁶ por otro lado, observaron que la Ley no fue exitosa en eliminar el diferencial del tamaño y los descuentos de rendimiento de las TBTF, pero sí los redujo con lo cual mejoró la disciplina del mercado. Thosar y Schwartz (2019)¹²⁷ en cambio concluyen que desde la crisis los bancos han aumentado su tamaño y financiado una mayor proporción de sus activos con capital social pero no en estándares apropiados según algunos autores, aunado al hecho de que no encontraron evidencia de si efectivamente están realizando actividades menos riesgosas.

Si bien los autores consideran que aún era *demasiado pronto* para determinar si la Ley cumplió con su objetivo de eliminar el problema TBTF por un lado, la lista de académicos que concluyen que la Ley Dodd-Frank no eliminó las entidades TBTF es extensa (Stiglitz, 2010; Wilmarth, 2011, Allen y otros, 2018; entre otros). Y por el

¹²⁶ Su estudio se basó en la observación de las transacciones de deuda subordinada del mercado secundario.

¹²⁷ Thosar y Schwartz (2019) realizaron un análisis longitudinal para los bancos más grandes de EUA, poniendo énfasis en las soluciones propuestas para terminar con las TBTF, como la inducción a los bancos a actividades menos riesgosas y los *livings wills*, entre otros.

otro, los mismos reguladores (políticos en general) indican abiertamente que el problema persiste,¹²⁸ o crean propuestas mejoradas para *verdaderamente terminar* con dicho problema, ejemplo de ello es el congresista Bernie Sanders (quien al momento de realizar el presente texto, pretende postularse para elecciones presidenciales del 2020 del lado demócrata) con su propuesta de ley “*Too big to fail, too big to exist*” (Allen, 2018) postulada una década después de la Ley Dodd-Frank.

De hecho, Skeel (2010) considera que comparado al *New Deal* la Ley no hizo ningún esfuerzo significativo para eliminar o reducir las firmas TBTF, pues la reglamentación **se basó en el “tratamiento especial”** (la identificación de SIFI’s) **y en la discreción de los reguladores** (especialmente del Secretario del Tesoro), elementos que sin duda acortaron su alcance.

Por supuesto que existen argumentos contrarios, como el estudio de Cetorelli y Traina (2018) quienes encuentran una reducción del problema TBTF especialmente como consecuencia de la regulación basada en los *living wills*,¹²⁹ o el último reporte del Foro de Servicios Financieros (**FSF**) en donde se indica que las políticas empleadas para terminar con el dilema TBTF han sido muy exitosas en lo particular a la reducción del riesgo moral y sistémico (Formen, 2019). No obstante, el FSF es una organización estadounidense formada por los presidentes de las organizaciones financieras más grandes y diversificadas de EUA, de forma que su opinión es bastante subjetiva, además de que el resto de los estudios indican escasa o nula aprobación a la reducción del TBTF en el país.

Finalmente, Wilmarth (2011) considera que la eficiencia de la Ley con respecto a la OLA es subjetiva, pues si bien establece sanciones más severas a los propietarios de acciones de empresas SIFI,¹³⁰ una lectura cuidadosa de la nueva reglamentación

¹²⁸ Por ejemplo, el presidente de la Reserva Federal de Minneapolis en una conferencia que él mismo organizó a mediados del 2016 para tratar dicho asunto (Shayndi, 2016)

¹²⁹ En sus palabras: “Nuestro estudio brinda apoyo empírico al enfoque seguido por las autoridades estadounidenses, o al menos evidencia de que los mercados han internalizado una reducción económicamente significativa en el costo del subsidio del capital. Descubrimos que las regulaciones del testamento en vida aumentan el costo de capital promedio ponderado de un banco en aproximadamente 22 pb, lo que es consistente con una reducción en las garantías TBTF.” (Cetorelli y Traina, 2018: 21) Traducción propia.

¹³⁰ Por ejemplo, la FDIC debe asegurarse que los propietarios de acciones de SIFI’s en insolvencia no reciban ningún pago hasta que se atiendan todas las reclamaciones de los acreedores, a menos

de la FDIC expone la posibilidad de brindar protección completa a las clases favorecidas de acreedores no garantizados de las SIFI's fallidas. En este sentido es que Fisher (2013) apunta que las mismas siglas de la entidad, indican el doble sentido de una "pesadilla orwelliana" pues la liquidación puede convertirse en reestructuración disimulada.

b) Modificación de la conducta de los agentes financieros

La *enmienda Kanjorski* (sección 121)¹³¹, la *Regla Volcker* (sección 619) y la *enmienda Lincoln* (sección 726) fueron para Wilmarth (2011) las tres grandes partes de la Ley que intentaron prevenir que la *red de seguridad federal*¹³² para los bancos se utilizara para apoyar actividades especulativas, y con ello prevenir futuros rescates.

La **Regla Volcker** (en adelante la Regla), se centró en la relación entre los bancos comerciales y el ***proprietary trading*** (también conocido como *prop trading*) el cual se refiere a las actividades financieras ejecutadas por los bancos con su propio capital. Sin embargo, desde su primera propuesta fue mal recibida por los grandes bancos (Norris, 2011), quienes según Stewart (2010) invirtieron millones de dólares en sabotearla pues el planteamiento de la Regla rescataba la esencia de la ley *Glass-Steagall* (límites al negocio bancario).

que los activos de la entidad no sean suficientes para saldar las deudas ya que en ese caso, se impondrán pérdidas a los acreedores. Todo lo cual depende también de que sean despedidos los gerentes o empleados responsables del fallo (Wilmarth, 2011).

¹³¹ La **enmienda Kanjorski** concedió a la Fed la autoridad de solicitar a las entidades holding bancarias grandes o a las entidades no SIFI que diversifiquen sus operaciones altamente riesgosas, pero solo bajo consideración un "grave peligro a la estabilidad financiera" además del aviso previo de "medidas menos drásticas," es decir que fue un recurso de última instancia que está restringido además por varios procedimientos (Wilmarth, 2011).

¹³² Según Wilmarth (2011), incluye los seguros federales de depósito, la protección de los depositantes y acreedores no asegurados de las SIFI, y los préstamos de la Fed por medio de su ventana de descuento o adelantos de liquidez.

En la Ley se estableció el planteamiento general: prohibición a las entidades bancarias de participar en el *prop trading* y mantener operaciones relacionadas con los fondos de cobertura o de capital privado (Dodd Frank Wall Street Act, 2010). Y se estipuló que en los meses siguientes a su entrada en vigor se crearan y publicaran los lineamientos necesarios para ejercer la Regla.

De forma que la versión final de la Regla se dio a conocer a finales del 2013, contenida en la sección 13 de la *Ley de Sociedad de Cartera Bancaria*,¹³³ pero comenzó a aplicarse a mediados del 2014. En concreto, la Regla prohibió a las *entidades bancarias*¹³⁴ la participación en actividades riesgosas, operaciones especulativas de corto plazo, y la inversión de su capital privado en fondos de cobertura (Carpenter y Murphy, 2014). Pero se incluyeron **múltiples excepciones y condiciones**, además del uso de demasiados términos ambiguos que complejizaron su aplicación; problemáticas que cabe destacar, no eran incluidas en la propuesta original sino que surgieron como consecuencia de las críticas y solicitudes de modificación de la Regla provenientes de los grandes bancos (Braithwaite y Alloway, 2013; Indiviglio, 2010; Stewart, 2010).

Las exclusiones consideradas incluían actividades y entidades, por ejemplo, no infringían la Regla las operaciones de productos financieros “de conformidad con un acuerdo de recompra, o de préstamo de valores; tampoco los valores “altamente líquidos,” acciones de compensación de derivados, etc. (Carpenter y Murphy, 2014). Aunque lo que mayormente llamó la atención de los críticos fue la inclusión de “*actividades de creación de mercado*,”¹³⁵ ya que dejó **mucho espacio a la interpretación y evasión**.

¹³³ La *Bank Holding Company Act of 1956* es una Ley que data desde la presidencia de Eisenhower, surgida con el objetivo de definir y regular las compañías holding bancarias, de forma que se ha ido modificando con el tiempo.

¹³⁴ Es decir, a todas las entidades de depósito (alrededor de 10 mil bancos comunitarios), conglomerados financieros (Citigroup, Bank of America, etc.) y a miles de subsidiarias y no subsidiarias de las compañías holdings bancarias (Carpenter y Murphy, 2014). Lo cual pareciera ser una cobertura robusta, pero contiene excepciones para las empresas gubernamentales (Fannie Mae, Freddy Mac, etc.), a las compañías de seguros, entidades extranjeras situadas fuera del país, etc.

¹³⁵ “La prohibición de la ley sobre el comercio patentado no se aplica a las “*actividades de creación de mercado* de una entidad bancaria, en la medida en que tales actividades ... estén diseñadas para no exceder las demandas

También se les concedió a los grandes bancos un periodo de ajuste a la Regla (Wilmarth, 2011) de forma que pudieran hacer las modificaciones necesarias en poco más de una década, lo cual es bastante holgado.¹³⁶ Todo lo cual generó desagrado inclusive a su promotor Paul Volcker (ex presidente de la Reserva Federal) pues las modificaciones y excepciones añadidas a su propuesta, aunque en esencia se mantuvieron los principios básicos del *prop trading*, complicaron demasiado la Regla (Reuters, 2011).

Otro rasgo destacable conforme a Indiviglio (2010) es que la Regla permitió que las entidades bancarias inviertan hasta el 3% de su capital de nivel 1 en capital privado y fondos de cobertura – lo cual implica entre \$1.5 y \$4.7 miles de mdd– pero sin poseer más del mismo 3% de participación en grupos de capital privado o fondos de cobertura; Carney (2010) explica que con dicha consideración los bancos fueron autorizados a la realización de actividades riesgosas con un menor nivel de compromiso:

“El nuevo límite ahora dará a los bancos una excusa para reducir la cantidad de capital que comprometen a un fondo de cobertura, que se hizo principalmente para convencer a los clientes de que los bancos tenían "pie en el juego". De hecho, los bancos se vieron obligados a comprometer más y más dinero a los fondos para competir contra otros fondos. [...] Al crear un tope del 3% en cualquier fondo individual, la regla Volcker ahora permitirá a los bancos decir que han comprometido completamente la cantidad máxima de capital legal para el fondo. Los clientes no podrán exigir un compromiso mayor. La carrera armamentista se detiene en una participación de solo el 3%” (Carney, 2010) Traducción propia.

De ahí que la opinión general con respecto a la efectividad de la Regla fuera negativa desde entonces; de acuerdo a Miller (2018) las críticas vinieron de los opositores al considerarla demasiado estricta, larga y compleja, pero también de los reguladores financieros los cuales observaron que a pesar de dichas características, la Regla “no fue lo suficientemente lejos para prevenir el *prop trading*. También, la Fed observó que el desmesurado entramado de reguladores

razonablemente esperadas a corto plazo de los clientes ..." [...] siempre que haya "parámetros de riesgo claramente definidos, verificables y monitoreados." (Carpenter y Murphy, 2014: 7)

¹³⁶ Según Wilmarth (2011), se consideraron hasta 7 años a partir de la promulgación de la Ley para la adaptación de sus operaciones, y hasta 12 años para que las inversiones ilíquidas surgidas antes del primero de mayo del 2010 cumplieran con la Regla.

financieros involucrados (ilustración 12) implicó **mayores costos operativos** para los bancos, además de añadir dificultad a lo que ya era complicado. En opinión del Centro de Competitividad de los Mercados de capitales de EUA, la implementación de la Regla tendría consecuencias económicas mayormente perjudiciales,¹³⁷ lo cual fue confirmado en el estudio de Bao y otros (2018) quienes observaron un efecto nocivo en la liquidez de los bonos corporativos.¹³⁸

No obstante, Elayan y otros (2018) concluyeron que el efecto negativo de la Regla se concentró en los bancos grandes, en tanto los pequeños y medianos respondieron positivamente; además, Avci y otros (2018) encontraron importantes beneficios en cuanto a la erradicación de conflictos de interés surgidos del *prop trading* entre los bancos y sus clientes. Pero los bancos no estaban complacidos y bajo el discurso de que la Regla intervenía con su capacidad de proporcionar liquidez y limitaba la creación de negocios¹³⁹, volvieron a solicitar modificaciones (Schäfer, 2017) lo cual se vería reflejado en la siguiente regulación financiera (ver sección B.2).

La **enmienda Lilcoln** (en adelante la Enmienda), fue propuesta por la senadora Blanche Lincoln con el objetivo de prohibir a los bancos con acceso a la asistencia federal las operaciones de derivados financieros (especialmente de *swaps*) altamente riesgosos (Wilmarth, 2011).

En concreto, la sección 716 indicó que “a pesar de cualquier otra disposición de la Ley, no se proveerá asistencia federal a ninguna entidad *swap* con respecto a ningún *swap* o *swap* basado en títulos (Dodd Frank Wall Street Consumer and Protection Act, 2010: 185); es decir que si un banco que se registró como

¹³⁷ Estimaban un efecto negativo en la creación de mercado y provisión de liquidez (aunado a una reducción de los beneficios de red de mercado), mayores costos de capital para las empresas y menores inversiones por parte de prestatarios (Thakor y Simon, 2012).

¹³⁸ Pues en cumplimiento de la Regla los grandes bancos disminuyeron sus actividades de creación de mercado, lo cual no pudo compensarse con el incremento de dichas actividades en entidades más pequeñas (Bao y otros, 2018).

¹³⁹ Aunque para Flitter y Rappeport (2018) en los hechos la verdadera preocupación era el aumento en los costos operativos derivados de la complejidad de la Ley.

comerciante de *swap* entrarse en dificultades, no podrá acceder al apoyo de la Fed ni la FDIC a menos que dicho banco “expulse” (de ahí que a la regla también se le conozca como ***swap push out rule***) sus operaciones con *swaps* a afiliados no bancarios que no sean elegibles a la asistencia federal (Davis Polk, 2013).

Ello obligó a los bancos a hacer dos fondos, uno para las actividades bancarias tradicionales (respaldado por la Reserva Federal y la FDIC), y otro para las operaciones de *swap* riesgosas (no respaldado por los contribuyentes) o bien, a abstenerse de emprender dichas operaciones. Pero al igual que con la Regla los bancos no estaban satisfechos, esta vez argumentando que realizar dicha separación de fondos les costaría más de \$100 mil mdd de capital adicional, además de que la aplicación de la Enmienda desplazaría a Nueva York como centro de comercio de derivados (Wilmarth, 2011), de hecho es por esto que ambas reglamentaciones que se consideraron “medidas anti-*Wall Street*” (Guynn y otros, 2010).

De forma que en la versión final de la Enmienda también se incluyeron varias excepciones que no estaban consideradas en la propuesta original, por ejemplo, la aceptación de ciertas operaciones de *swaps* por parte de entidades bancarias aseguradas y la posibilidad de acceder a un periodo de transición de hasta tres años para cesar cualquier actividad de *swap* no exenta (Davis Polk, 2013). La inclusión de dichas excepciones socavó la propuesta inicial, pasando de pretender regular todos los instrumentos riesgosos a ser efectivamente aplicada tan solo al 5% de las operaciones de los grandes bancos estadounidenses (Sweetland, 2014). Como resultado, los críticos observaron que los objetivos de la Enmienda ya estaban contemplados por la Regla Volcker, lo cual implicaba un aumento de costos de operación sin la creación de un beneficio adicional (Baily y otros, 2019), de forma que en los años posteriores a su promulgación se enfrentó a la posibilidad de eliminarse.

Pero los defensores de la Enmienda consideraban que si bien hay objetivos compartidos con la Regla, la primera se concentra en el *prop trading* mientras que la segunda es específica para el comercio de *swaps* (Wilmarth, 2011; Sweetland,

2014); recordemos que los CDS fueron uno de los principales instrumentos financieros que derivaron en la crisis hipotecaria, aunque en general las operaciones con swaps o permutas se consideran altamente riesgosas porque permiten la especulación sobre cualquier objeto, de ahí que sean merecedoras de una regulación especial.

No obstante (al igual que la Regla) las modificaciones añadidas resultaron en una reglamentación ambigua, con **amplias contradicciones y errores técnicos** (Guynn y otros, 2010) que dificultaron su entendimiento y pospusieron su aplicación; además de que tanto la Fed como la FDIC expresaron su preocupación con respecto al empeoramiento del riesgo sistémico (David Polk, 2013) consecuencia de las problemáticas internas de la Enmienda.

Ahora, la Enmienda Lincoln fue la reglamentación más reconocida sobre el comercio de **derivados financieros** pero la Ley contuvo otras consideraciones al respecto, pues la *crisis subprime* dejó claro que la innovación financiera en las operaciones *over-the-counter* había superado la capacidad regulatoria, volviéndolas aún más riesgosas de lo *natural*. Pollin y Heintz (2013) observaron que en general las disposiciones de la Ley respecto este tema se basaron en requisitos de capital y de margen, así como límites a la posición y requisitos de liquidación e intercambio comercial, todo lo cual quedó asignado según las secciones 723 y 763, bajo regulación de la CFTC y la SEC (ilustración 12)¹⁴⁰.

Las dos mayores críticas entorno a ello fueron también relacionadas con las múltiples excepciones y la subjetividad en cuanto a la consideración del regulador. Pollin y Heintz (2013) señalan que la Ley estableció excepciones a la legislación de *swaps* cuando la contraparte fuera una entidad no financiera¹⁴¹ y cuando el *swap* se utilizara para cubrir o mitigar algún riesgo comercial, aunque en general la CFTC

¹⁴⁰ Para mayor información sobre el funcionamiento de la reglamentación de derivados en la Ley, dirigirse a Miller (2012); así como para otras disposiciones relevantes como la **inclusión de pruebas de estrés, enmiendas al límite de seguros de depósito, nuevos estándares hipotecarios, comportamiento de las aseguradoras**, etc.

¹⁴¹ La Ley definió como entidad financiera a los comerciantes de *swaps*, de *swaps* basados en títulos, los participantes mayores de los *swaps* basados en títulos, un *commodity pool* y los fondos privados de inversión (Dodd Frank Wall Street Consumer and Protection Act, 2010).

podía realizar cualquier excepción bajo su criterio, de hecho, dicho regulador también se encargó de asignar los límites a los contratos de *commodities* fijos, lo cual es sumamente subjetivo dada la complejidad del sistema financiero. No obstante, el conjunto de reglamentaciones en atención a las operaciones con derivados financieros brindó las bases del marco regulatorio para incrementar la transparencia que, aunque sujeta al desempeño y discreción del regulador, crea un mercado menos propicio al pánico financiero.

c) Agrandamiento de la protección financiera

Tal como se observó en el capítulo anterior, los ciudadanos fueron los grandes perdedores de la crisis *subprime* pues además de enfrentar el empeoramiento en la calidad de vida (aumento del desempleo, disminución de los ingresos, etc.) también debieron pagar los excesos de las entidades financieras (mediante los planes de rescate del gobierno) que excitadas por el boom hipotecario, se aprovecharon de los sectores más vulnerables de la población (NINJAS) para crear mayores instrumentos financieros con los cuales comercializar. De ahí que la **protección al consumidor** tuviera un apartado especial en la Ley Dodd-Frank (título X), aunque es claro que todas las modificaciones anteriormente descritas tuvieron como esencia el ensanchamiento en la protección de los consumidores e inversionistas.

Antes de la crisis la protección financiera del consumidor estaba distribuida entre entidades reguladoras (Fed, OCC, FDIC, NCUA, OTS), comerciales (FTC) y de vivienda (HUD), pero después la Ley creó la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB, en adelante la “Oficina”) para concentrar en ella la regulación de la oferta y provisión de productos y servicios financieros de consumo (Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

La Oficina inició actividades a mediados del 2010 dividida en seis principales departamentos.¹⁴² Sus principales peculiaridades son:

- 1) Es *un organismo independiente* de la Reserva Federal, a pesar ser establecida dentro y financiarse por medio de ella.¹⁴³
- 2) Es *encabezada por un director* (con una duración de 5 años), el cual después de ser elegido por el presidente y aprobado por el Senado, no puede removerse a menos que se presenten circunstancias excepcionales.¹⁴⁴
- 3) Funge como principal autoridad y supervisor de la protección financiera de los consumidores, de forma que la Ley le otorgó la capacidad de crear leyes federales de protección financiera al consumidor contra toda entidad bancaria y no bancaria que ofrezca productos o servicios financieros (Horn, 2017), pero *su autoridad reguladora varía dependiendo del tamaño y tipo de entidad financiera*.

Otros poderes de la Oficina según la Ley, son el demandar a cualquier entidad o participante del mercado que considere haya violado alguna de sus disposiciones, además de emitir acciones coercitivas para prevenir el UDAAP.¹⁴⁵ Pero el más importante es que, debido a su estructura jurídica sus decretos pueden afectar a más de una institución o entidad.

De ahí que la **alta discrecionalidad** sea una de sus principales críticas, pues se considera que el director de la Oficina “hace imposible que el Presidente lleve a cabo su obligación constitucional” (Murray, 2017), e inclusive se le asocia como una estructura regulatoria dictatorial (Wattles y Egan, 2017). Aunque hay que destacar que **el rechazo se concentra en los banqueros y en partido republicano** (Berry y Mckredy, 2017; Schroeder, 2017) y que hay ciertos temas que por mandato de la Ley, la Oficina no tiene injerencia alguna (**excepciones**) pero que sin duda la

¹⁴² (1) Educación del consumidor y el compromiso, (2) supervisión, cumplimiento y préstamos justos, (3) investigación, mercados y regulaciones, (4) división legal, (5) asuntos externos, (6) operaciones.

¹⁴³ Carpenter (2014) aporta que la Fed no tiene autoridad para detener, retrasar o desaprobado alguna regulación de la CFPB, tampoco puede intervenir antes que ella ni tiene injerencia en sus empleados.

¹⁴⁴ En concreto: ineficiencia, negligencia o malversación del cargo.

¹⁴⁵ Practicas o actos considerados injustos (*unfair*), engañosos (*deceptive*) o abusivos (*abusive*).

perjudican y limitan en el cumplimiento de sus deberes, pues corresponden a sectores clave de la economía y sistema financiero del país, por ejemplo, temas sobre los concesionarios de automóviles, las compañías de seguros, los corredores y agentes inmobiliarios, etc.

Por otro lado, la Oficina ha creado distintas **bases de datos** para perfeccionar la transparencia y acceso a la información de los consumidores, así como para conocer el “mercado de ideas” y basar sus leyes en ellas y no en modelos teóricos con múltiples supuestos (Barr, 2017). Pero como dentro de la información recopilada por la Oficina se encuentran datos de las tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios, etc. algunas agencias gubernamentales como la GAO han expresado **preocupaciones sobre la privacidad** de los ciudadanos en particular por los procedimientos con los que se obtuvieron y después almacenaron dichos datos (GAO, 2014), de ahí que otra crítica hacia esta disposición de la Ley venga desde la irrupción de la privacidad de los ciudadanos (Murray, 2017).

Dentro de las bases de datos de la Oficina, destaca la “**Consumer Complaint Database**” en donde los consumidores pueden colocar libremente sus quejas¹⁴⁶, sin que pasen algún tipo de filtro pues la CFPB solo se limita a corroborar la relación entre el cliente y la entidad financiera objeto de reclamo. Después, dichas entidades son notificadas para la investigación y resolución del conflicto, en donde más de 90% los consumidores obtienen una respuesta formal (Valenti, 2018), por lo que puede decirse que la CFPB funge como una **herramienta eficaz para la expresión de los ciudadanos**. No obstante, los críticos opinan que colocar las quejas sin una mayor investigación en una página oficial del gobierno (CFPB) **puede crear confusión y perjudicar a los consumidores** (Horn, 2017), disminuyendo su acceso a productos y servicios financieros.

Desde su creación la Oficina ha regresado alrededor de \$12 mil mdd a consumidores que han sido víctimas de irregularidades financieras, también ha aparecido ante el Congreso 62 veces para responder oficialmente ante distintas

¹⁴⁶ Mismas que para el 2018 se calculaban como **más de un millón capturadas** en la página de la Oficina (Valenti, 2018).

situaciones, y se ha calculado que por cada dólar, ha regresado 5 veces más a las víctimas de irregularidades financieras (Valenti, 2018).

Las críticas e inconformidades¹⁴⁷ hacia ella han llegado inclusive a proponer su eliminación, ya que es “demasiado complicada como para arreglarla” (Murray, 2017), de ahí que entre el 2017 y el 2019 la Oficina haya experimentado tres intentos de abolición, de los cuales uno continúa en procedimiento legal (Consumerist, 2017; Lane, 2019). De hecho, una característica de la administración Trump ha sido su lucha contra la Oficina, desde sus intentos por remover al director (Sherman, 2017; Powell, 2017) hasta sus acciones para revocar disposiciones legales creadas por ella (Haggerty, 2018; Horowitz, 2017), como resultado se observó una considerable disminución en el desempeño de la Oficina (Herron, 2019).

En otro orden de las cosas, la **protección al inversionista** se concentró en el título IX de la Ley abordándose desde distintas perspectivas pero con dos enfoques predominantes: mayor vigilancia¹⁴⁸ y mejora en el desempeño de la SEC.¹⁴⁹ Con todo, los lineamientos más significativos corresponden a la titularización, el desempeño de las agencias calificadoras y la compensación a los ejecutivos, pues fueron elementos que a la vista de los reguladores tuvieron una cuantiosa participación en las recientes crisis financieras.

La Ley abordó la **titularización** tomando en cuenta las pautas marcadas por el Acuerdo de Basilea III, de ahí que Schwarcz (2016) resuma la nueva reglamentación

¹⁴⁷ Además de las ya mencionadas se añade el desagrado respecto al **aumento en costos de papelería y de trámites en general** que deben realizar las empresas en afán de cumplir con sus disposiciones; y que distintas encuestas demuestran que **no todos los ciudadanos estadounidenses saben del trabajo de la Oficina y de cómo puede protegerlos** (de forma que está fallando con una de sus principales obligaciones). También, se reprochó su mal desempeño para evitar el conflicto de *Wells Fargo*.

¹⁴⁸ Se creó el **Comité de Asesor de Inversores** con el objetivo de asesorar a la SEC sobre las prioridades regulatorias, las problemáticas respecto a la regulación de ciertos productos financieros y las iniciativas para proteger a los inversionistas. También surgió **la Oficina del Abogado Inversor** para apoyar a los inversores minoristas con problemas específicos con las autoridades reguladoras, informarles de los beneficios que puedan experimentar ante modificaciones en la regulación financiera, etc. (Dodd Frank Wall Street Consumer Protection Act, 2010).

¹⁴⁹ Por ejemplo, se estableció un programa de denuncias para evitar el fraude de valores, además de mejoras en la gestión interna (CRS, 2010).

en la retención del riesgo y en la transparencia, la imposición de requerimientos de capital y reformas a las agencias crediticias. Sobre lo cual resalta que de acuerdo a la Ley, la retención del riesgo debe de ser menor del 5% si los activos en cuestión cumplen con los estándares prescritos, de lo contrario entonces no puede retenerse menos dicha cifra (Webel, 2017).¹⁵⁰

Pero la SEC fue asignada a la creación de las especificaciones sobre dichos límites, lo cual no ha sido resuelto del todo (aun después de 9 años) pues sigue sin ser clara la justificación del 5% (Flynn y otros, 2019). Además, Schwarcz (2016) señala que por su naturaleza el mercado financiero siempre ha demandado cierta retención del riesgo, en tanto que si el objetivo es dificultar el *modelo de originar y distribuir* entonces existe un problema teórico, pues los agentes no deberían adquirir títulos de los cuales no están seguros de su valor a menos que lo hagan bajo la idea *irracional* de que los precios seguirán subiendo (la burbuja no reventará); entonces, la imposición de cierta retención del riesgo, sin importar la cifra, es pueril.

Estrechamente relacionado a la titularización es el desempeño de las **agencias de calificación crediticia** (en adelante calificadoras) pues influyen de manera significativa en las decisiones de los inversionistas, lo cual puede ser tan positivo o perjudicial para la economía como lo dejó ver el desenvolvimiento de la crisis (capítulo 3); es por ello que su modelo de negocios y la asimilación del mismo ocuparon el centro de la nueva reglamentación. Guo (2016) considera que las disposiciones de la Ley pueden agruparse en la mejora de la competencia dentro del mercado de calificadoras, la imposición de estándares de contabilidad más altos mediante la adopción de esquemas de obligaciones más estrictos, el incremento de la vigilancia y la resolución conflictos de interés inherentes.

Aunque las calificadoras surgieron a principios del siglo XX, no fue sino hasta la década de los setenta que obtuvieron una regulación significativa con la creación de la Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional (NRSRO), dirigida por la SEC y a la que las calificadoras del país aspiran a

¹⁵⁰ Aunque la retención exacta depende del tipo de producto financiero.

pertenecer. Después, distintas secciones de la regulación financiera de EUA comenzaron a recoger a las NRSRO como referencia (por ejemplo, para límites de capital), lo cual incentivó negativamente el desempeño de las calificadoras al facilitar los conflictos de interés entre las mismas y las empresas.

Es por ello que la sección 939 de la Ley solicitó la modificación de las calificadoras como señalamiento por otros estándares de evaluación, los cuales serían propuestos por los reguladores después de la promulgación de la Ley. Los métodos alternativos propuestos por los reguladores fueron: el enfoque de definiciones, el de modelos de regulación y el de clasificaciones de terceros;¹⁵¹ pero Rivlin y Soroushian (2017) señalan que dichas propuestas contienen limitaciones significativas, en donde nuevamente resalta la alta discrecionalidad asignada a los reguladores (en este caso a la SEC).

También, la sección 939 solicitó a la SEC el ajuste de su reglamento de forma que se eliminaren las barreras a la entrada. Pero el monopolio de *Moody's, Standard and Poor's* y *Fitch Group* es aun internacionalmente reconocido, además, Joffe (2018) estima que las aspirantes a la NRSRO todavía enfrentan costos de aplicación sin la seguridad de ingreso y después altos costos de mantenimiento.

Respecto al incremento de la vigilancia, la sección 932 de la Ley creó la Oficina de Calificaciones Crediticias con el objetivo de promover la precisión de las calificaciones de las NRSRO de forma que no estén sujetas a conflictos de interés (Dodd Frank Wall Street Consumer Protection Act, 2010), además de la revisión de los reportes anuales que la Ley indicó realizar a las NRSRO.

Por último, la sección 938 persiguió la homogenización de los símbolos utilizados por las calificadoras por lo menos conforme a los empleados en el mercado; lo cual todavía es una dificultad pues se continúan realizando sanciones debido a inconsistencias en los símbolos (Joffe, 2018).

¹⁵¹ Para mayor información de su funcionamiento, dirigirse a Rivlin y Soroushian (2017) y Guo (2016).

La opinión académica general respecto al impacto de la Ley en las calificadoras es mayormente negativa, pues se considera que no se realizaron modificaciones significativas sobre todo porque varios lineamientos dependían de la formulación de reglamentos o propuestas por parte de los reguladores, mismos que son limitados o no se han concretado. **La razón puede encontrarse en los conflictos del funcionamiento privado de las calificadoras**, pues su naturaleza *per se* está predispuesta a los conflictos de interés o a la inflación de sus calificaciones.

Rivlin y Soroushian (2016) explican dicha tendencia a la reducción en la calidad de las calificaciones, surge como consecuencia del crecimiento acelerado de los títulos (financiarización de la economía) y por la creación de los títulos basados en la metodología de evaluación de las calificadoras. Pero esto último no garantiza que el producto financiero en cuestión sea seguro, sino que pasará las pruebas (las cuales están construidas con modelos demasiado complejizados). Si consideramos además que la primera enmienda estadounidense protege a las calificadoras de expresar sus opiniones (en este caso financieras), el hecho es que la gran pregunta detrás de la regulación de las calificadoras no está en su modelo de negocios (tal como asumió la Ley) sino en la privatización del mismo.

Por otro lado, aunque algunos autores consideran que no hay un vínculo perverso entre la *gobernanza corporativa* y la **compensación ejecutiva** (Webel, 2017), la velocidad de transacciones característica del mercado financiero incentiva (y de alguna manera, también obliga) a las empresas (es decir, a sus CEO) a preferir modelos de negocios cortoplacistas y por ende, a ser susceptibles a conflictos de interés perjudiciales para la economía en su conjunto; de ahí que la Ley haya incluido un apartado especial (de la sección 951 a la 957) en este tema. Los lineamientos propuestos en la Ley, en general se basaron en el **mayor involucramiento de los accionistas** respecto a los niveles de compensación ejecutiva. Por ejemplo, se instalaron mecanismos de voto de accionistas sobre la compensación ejecutiva,¹⁵² se modificaron los requerimientos de independencia de comités de compensación y asesores, y se brindó mayor información a los

¹⁵² Por ejemplo el mecanismo *say-on-pay* y el “paracaídas de oro.”

accionistas respecto al funcionamiento de la empresa, la nominación de los directores, las reuniones, etc. (Kinel y otros, 2010).

Pero Crane (2013) señala que los grandes éxitos de la Ley en este apartado fueron tan solo dos: el brindar mayor información (a los accionistas y al público en general) sobre el desempeño de la empresa, y el reconocer que es un tema que merece atención. De ahí en adelante, los lineamientos se basaron en el incremento de la vigilancia pero **no brindaron mecanismos efectivos de acción** ante el desagrado de los accionistas respecto a la compensación ejecutiva, motivo por el cual Guynn y otros (2010) concluyeron que las reformas respecto a este tema no fueron tan rígidas como en el caso del TARP.

Por último, si bien es cierto que **la gran mayoría de las enmiendas y provisiones de la Ley no estaban listas para aplicarse de forma inmediata** a su promulgación (pues requerían modificaciones o reglamentaciones especiales debido a la ambigüedad), el apartado de la compensación ejecutiva fue el más rezagado en la aplicación y creación de propuestas, lo cual no ha cambiado a pesar de que hace dos años los noticieros evidenciaran dicha negligencia (Michaels, 2017; Mckenna, 2017).

d) Últimas observaciones

A lo largo de las líneas anteriores han sido notorias dos dificultades de la Ley: el retraso en su aplicación y la alta discrecionalidad adjudicada a las entidades reguladoras. Respecto al primer punto, Guynn y otros (2010) calculan que se necesitaban por lo menos 243 nuevas reglas para su funcionamiento, de forma que la gran extensión de la misma (más de 800 páginas) fue un **esfuerzo pueril en el**

corto y mediano plazo ya que la mayoría de las disposiciones fueron concluidas hasta 5 años después mientras que otras aún están pendientes.¹⁵³

Respecto al segundo punto, Skeel (2010) reprocha a la “**intervención ad hoc**” como una de las herramientas que dejó la Ley, no solo por la ambigüedad empleada en varios de los lineamientos puede derivar en comportamientos no deseados, sino también por la **asociación gubernamental con las grandes entidades financieras**, ya que la alta discrecionalidad asignada por la Ley a los reguladores financieros pone entre dicho su completa efectividad, principalmente respecto al resguardo y priorización del bienestar de los ciudadanos estadounidenses sobre el del sector financiero. Dado que, si bien el discurso político y los mismos objetivos de la Ley indiquen el “fin del TBTF” y con ello de los futuros rescates financieros, en los hechos el concepto se cambió a “entidades SIFI’s” identificadas con base en una metodología que en esencia retoma a los antiguos acuerdos de Basilea (como los límites de capital) mismos que ya han demostrado ser inefectivos ante la evolución del sistema financiero.

También resalta el hecho de que la Ley fue creada por los principales involucrados en la gestión de la Gran Recesión (Henry Paulson, Ben Bernanke y Timothy Geithner), mismos que debieron haber evitado por lo menos la quiebra de *Lehman Brothers* (ya que tenían las facultades para hacerlo); de forma que los principios básicos de la Ley repitieron lo anteriormente considerado en materia de regulación financiera porque “nunca fueron vistos con ojos frescos” (Skeel, 2010).

Por otro lado, considerando que algunas de las propuestas originales de las enmiendas (más rígidas en la regulación del sistema financiero) fueron diferentes a lo que finalmente quedó plasmado en la Ley (como la regla Volcker y la enmienda Lincoln), mientras que otras no fueron directa o explícitamente atendidas (como Fannie Mae y Freddie Mac), se considera que *en conjunto el impacto de la Ley en*

¹⁵³ Por ejemplo, cuando Obama dejó la Casa Blanca hacían falta por lo menos 115 reglas para atender las disposiciones de la Ley (Kelleher, 2019).

la reglamentación financiera estadounidense no fue tan significativo como lo plantearon las adversidades económicas, políticas y sociales en las que se originó.

Así pues, es indiscutible que la Ley fue un **importante y necesario esfuerzo de reglamentación financiera, pero en los hechos se quedó plagada de intenciones** ya que salvo el caso de la Oficina (CFPB), las demás reglamentaciones se resumen como el planteamiento de un margo general que quedó pendiente de desarrollo académico y legal para poder ejecutarse.

B.2 Fenómeno Trump: principales implicaciones del retorno a la desregulación financiera

Las elecciones presidenciales del 2017 designaron a **Donald Trump**, un magante multimillonario de bienes raíces y ex personalidad de *reality show* (Biography, 2018), como el 45° Presidente de EUA, lo cual implicó un parteaguas principalmente respecto a la política y comercio exterior del país, pero también en materia de regulación financiera, migración, derechos humanos y ecología.¹⁵⁴

Durante su campaña, Trump propuso un aumento en la infraestructura y gasto militar, alivio fiscal, solucionar el problema migratorio con México, **eliminar la Ley (Dodd Frank)** y otras disposiciones creadas durante la administración anterior (como el *Obamacare*), reducir la deuda y eliminar o ajustar los acuerdos comerciales internacionales de forma que fuesen “justos para EUA” (Salvatore, 2018).

Cabe destacar que al inicio de la carrera presidencial Trump se distinguió por ser el candidato “anti-*Wall Street*”, clamando aumento en los impuestos y denunciando ante los votantes a su contrincante Hilary Clinton como íntimamente relacionada con *Wall Street* (Kelleher, 2019; McCornik, 2016; Rushe, 2017) aunque en particular

¹⁵⁴ Es por ello que su política económica (también conocida como *Trumpeconomics*) ya haya sido objeto de desarrollo académico (antes de terminar su periodo presidencial).

con *Goldman Stands*¹⁵⁵. Pero a medida que avanzó la contienda y una vez situado como presidente electo, Trump **cambió drásticamente su estrategia** (ahora pro-*Wall Street*) y comenzó a proclamar sus intenciones de deshacerse o “desmantelar” la Ley Dodd-Frank (Geemax, 2016; Wentz, 2016).

De forma que la primera acción del actual presidente (a solo dos semanas del inicio del inicio de su administración), fue firmar orden ejecutiva EO 13771 “esperando cortar mucho de la Dodd-Frank” (Rushe, 2017: 1). Aunque en los días consecutivos también firmó otras órdenes relacionadas en general a la desregulación (EO 13772, EO 13777) y particularmente a la desregulación energética (EO 13782). En concreto, el CEA y Presidente de EUA (2018) resume:

“[...] **EO 13771**, instruyó a las agencias a derogar dos regulaciones para cada nueva regulación y asegurar que el costo incremental total de todas las nuevas regulaciones no exceda cero. **EO 13772** proporcionó principios básicos para regular el sistema financiero de EUA [...]. **EO 13777** requirió que las agencias revisen todas las regulaciones existentes para resaltar la regulación excesiva. Y finalmente, **EO 13783** se enfocó en las regulaciones de energía, requiriendo que las agencias revisen las regulaciones existentes que potencialmente agobian el desarrollo de recursos de energía producidos en el país.” (CEA y Presidente de EUA, 2018: 88) Traducción y resaltado (negritas) propio.

a) El camino hacia el desmantelamiento de la Ley Dodd-Frank: Crapo Bill

Los “**principios básicos para la regulación financiera**” incluidos en la EO 13772, fueron diseñados para “promover la habilidad de las instituciones financieras de hacer su trabajo, mismos que se rescatan a continuación (CEA y Presidente de EUA, 2019: 318):

1. Empoderar a los estadounidenses para que tomen decisiones financieras independientes y decisiones informadas en el mercado, ahorren para la jubilación y acumulen riqueza individual.

¹⁵⁵ Lo **irónico** es que una vez que llegó a la presidencia, Trump colocó en cargos altos (como la secretaría del Tesoro) a ejecutivos provenientes del mismo banco (Long, 2017a; Ruiz, 2018; Moore, 2016), aunque en general gran parte de su equipo ha tenido algún tipo de contacto con *Goldman Stands*.

2. Prevenir los rescates financiados por los contribuyentes.
3. Fomentar el crecimiento económico y los mercados financieros vibrantes a través de un análisis de impacto regulatorio más riguroso que aborde el riesgo sistémico y las fallas del mercado, como el riesgo moral y la asimetría de la información.
4. Permitir que las empresas estadounidenses sean competitivas con las empresas extranjeras en los mercados nacionales y extranjeros.
5. Avanzar los intereses estadounidenses en las negociaciones y reuniones de regulación financiera internacional.
6. Hacer que la regulación sea eficiente, efectiva y adecuada.
7. Restaurar la responsabilidad pública dentro de las agencias reguladoras financieras federales y racionalizar el marco regulatorio financiero federal.

Los cuales en mandato de la misma orden, fueron tomados por del Departamento del Tesoro (en consulta con el FSOC) para evaluar en un plazo de 120 días si las disposiciones de la Ley los consideraron. Debido a la complejidad y amplitud de la tarea, el Tesoro respondió en una serie de 4 reportes con distintos enfoques pero con la misma estructura: un brebaje histórico, el impacto de la Ley y las recomendaciones necesarias. El cuatro 14 sintetiza los resultados del Tesoro, en donde hay que destacar que sin importar el tema del reporte, la **observación principal fue la necesidad de disminuir la sobrecarga reguladora pero sin eliminar ninguno de los organismos creados por la Ley** (Jeffrey, 2017).

*A pesar de que el Tesoro no había finalizado dichos reportes, los intentos para eliminar o dismantelar la Ley no se hicieron esperar y el 05 de abril del 2017 la Cámara de Representantes aprobó la **Financial Institution Bankruptcy Act of 2017 (FIBA)**, en la que se proponía entre otras cosas eliminar la OLA, es decir, impedir el funcionamiento de la Ley. Pero al enfrentar dificultades en el proceso legislativo, su contenido fue añadido al **Financial CHOISE Act of 2017 (CHOICE)**, también aprobado por la Cámara de Representantes el 10 de junio (2 meses después).*

Aunado a la supresión de la OLA, la ley CHOICE proponía (entre otras cosas) disminuir las pruebas de estrés (es decir, regresar a la autorregulación previa a las

crisis financieras) y reemplazar el CFPB por otro organismo con una autoridad y libertad considerablemente disminuida.¹⁵⁶ Es por esto que si bien varios académicos, críticos y políticos (incluyendo a la ex directora de la Reserva Federal Janet Yellen), consintieron en la necesidad de ajustar las disposiciones de la Ley, también reprocharon las propuestas integradas en la CHOICE pues implicaban una “amnesia social”; es decir, un peligroso regreso a las condiciones que crearon la segunda peor recesión estadounidense (Mcmahon, 2018; Martin, 2017; Jenkins, 2018), *tan solo a 8 años de haberse experimentado y apenas 2 años de haber comenzado la recuperación económica y la implementación parcial de la Ley.*

Cuadro 14. Principales recomendaciones del Tesoro sobre el ajuste de la Ley Dodd-Frank a los “principios básicos de la regulación financiera” de Trump

REPORTE	PRINCIPALES RECOMENDACIONES
BANCOS Y UNIONES DE CRÉDITO ¹⁵⁷	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Evaluación crítica de la superposición y duplicación de las entidades reguladoras. ➤ Reducir la carga reguladora al eliminar la complejidad innecesaria. ➤ Alinear regulaciones para respaldar liquidez del mdo., la inversión y los préstamos en EUA
MERCADOS DE CAPITAL ¹⁵⁸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Reducir la carga regulatoria y mejorar el acceso a las oportunidades de inversión para promover acceso al capital a todo tipo de empresas. ➤ Fomentar mdos. secundarios sólidos en renta variable y deuda. ➤ Recalibrar la regulación de derivados para promover la eficiencia del mdo. y mitigar el riesgo efectivo.
GESTIÓN DE ACTIVOS Y SEGUROS ¹⁵⁹	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Asegurar una evaluación adecuada del riesgo sistémico y la solvencia. ➤ Racionalizar el marco regulatorio para disminuir las cargas regulatorias y maximizar las ofertas de productos y servicios. ➤ Racionalizar la participación de EUA en foros internacionales que toquen estos temas ➤ Mejorar el acceso del consumidor a una variedad de productos y servicios relevantes.

¹⁵⁶ Para mayor información del contenido la Ley CHOICE, dirigirse a Labonte y otros (2017) y McMahon (2018).

¹⁵⁷ Publicado el 22 de junio del 2017, incluyó todo el sistema de depósito (bancos, asociaciones de ahorros) y asociaciones de crédito de todos los tamaños, tipos y cartas regulatorias.

¹⁵⁸ Publicado el 06 de octubre del 2017, incluyó los mercados de deuda, acciones, *commodities* y derivados, compensación central y otras funciones operativas.

¹⁵⁹ Publicado el 26 de octubre del 2017, incluyó la gestión de activos y seguros, la inversión minorista y la inversión institucional en productos y vehículos.

**ENTIDADES
FINANCIERAS
NO
BANCARIAS,
FINTECH E
INNOVACIÓN¹⁶⁰**

- Adaptar los enfoques reglamentarios a los cambios en la agregación, el intercambio y el uso de datos financieros del consumidor, y para apoyar el desarrollo de tecnologías competitivas clave.
- Alinear el marco regulatorio para combatir la fragmentación regulatoria innecesaria y tener en cuenta los nuevos modelos de negocio que permiten las tecnologías financieras.
- Actualizar las regulaciones específicas de la actividad en una gama de productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras no bancarias.
- Abogar por un enfoque de regulación que permita la experimentación responsable en el sector financiero, mejorar la agilidad regulatoria y avanzar a los intereses de los estadounidenses en el extranjero.

Fuente: elaboración propia con base en Departamento del Tesoro (2017a; 2017b; 2017c; 2018).

Pero también enfrentó dificultades en el Senado, de forma que el Congreso prefirió reemplazarla por la ***Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act***, mejor conocida como **S. 2155** o **Crapo Bill** (en adelante *Relief Act*), misma que fue firmada como Ley el 24 de mayo del 2018. Sobre lo cual vale la destacar que de acuerdo a Perkins y otros (2018), la diferencia entre la CHOICE y la *Relief Act* fue solo el grado de “alivio regulatorio” (desregulación), pero siguió implicando el desmantelamiento de la Ley Dodd-Frank (promesa de campaña) combinado con algunas de las recomendaciones del Tesoro (cuadro 14).

A continuación, se presenta con apoyo de Woodall y otros (2018), Perkins y otros (2018) y Alexander y otros (2018), un punteo de los principales cambios del *Relief Act* en relación con la Ley Dodd-Frank:

1) Aumento en el umbral de aplicabilidad de los estándares prudenciales (redefinición de TBTF).

Tal como se indicó en la sección B1, el tamaño de las entidades financieras fue esencial para la determinación del resto de las disposiciones de la Ley, considerando el umbral de **\$50 mil mdd** en el total de activos como requisito inicial para la aplicación de pruebas de estrés, la exigencia de los *Living Wills*, el manejo

¹⁶⁰ Publicado el 31 de julio del 2018, incluyó las instituciones financieras no bancarias, la tecnología financiera y la innovación financiera.

de los estándares de riesgo, etc. Pero el título 4 de la *Relief Act* aumenta dicho umbral a **\$250 mil mdd**, lo cual tiene múltiples implicaciones.

Para empezar, se **redujo sustancialmente el número de entidades que eran consideradas como SIFI** pues los bancos con activos entre \$100 mil mdd y \$250 mil mdd seguirán sujetos a ciertas restricciones pero en menor cantidad,¹⁶¹ y no de forma semianual sino “periódica”, es decir, **con mucha más holgura** pues no se estipuló una fecha concreta. Aunado a que toda entidad bancaria (se incluyen bancos, compañías de ahorro y préstamo, y asociaciones de ahorros) con menos de \$250 mil mdd en activos, quedó exenta del requerimiento de las **pruebas de estrés, comités de riesgo** y otras medidas de regulación prudencial de la Reserva Federal (cuadro 15).

De acuerdo a Wade (2018) con la nueva reglamentación financiera, los G-SIB's como *Bank of America, Citigroup, JP Morgan*, etc. y los bancos con un total de activos superiores a \$700 mil mdd¹⁶² no experimentaron un alivio regulatorio (respecto a los requerimientos de regulación prudencial); a vez que los bancos con un total de activos superiores a \$250 mil mdd como *Capital One, PNC Financial y Charles Schwab*, accedieron a alivios regulatorios relacionados a los requerimientos de capital.¹⁶³

Cuadro 15. Modificaciones de la Ley Dodd Frank en la aplicación de los estándares prudenciales consecuencia de la entrada en vigor del Relief Act, millones de dólares estadounidenses

	Dodd-Frank (≥\$50 mdd)	<i>Relief Act</i> (mdd)		
		≥\$250 y G-SIB's	\$100-\$250	< \$100
Pruebas de estrés dirigido por la empresa	✓ Semianual y considerando por lo menos 3 escenarios; anual si la holding tiene entre \$10-\$50	✓ Periódico, bajo al menos 2 escenarios	✗	✗

¹⁶¹ Por ejemplo, la Reserva Federal sí puede sujetarlas a estándares prudenciales pero debe de ser más cautelosa, pues debe notificar públicamente y determinar qué medida es “apropiada” de acuerdo al tipo de entidad que se trate, el nivel de riesgo, la complejidad, el tamaño de la misma, etc. (Woodall y otros, 2018).

¹⁶² Por ejemplo, *Northern Trust*.

¹⁶³ Se redujo el índice de cobertura de liquidez (LCR) y el índice de financiamiento estable neto (NSFR) entre 70 y 85% (Wade, 2018:2).

Pruebas de estrés de supervisión	✓ Anual por lo menos 3 escenarios	✓ Anual bajo al menos 2 escenarios	✓ Periódico	✗
Comité de riesgo	✓ Incluye holdings con >\$10 mdd	✓	✓	✓ Incluye holdings > \$50
Gestión general de riesgos	✓	✓	✗	✗
Requerimientos de liquidez	✓	✓	✗	✗
Planes de resolución	✓	✓	✗	✗
Límites de crédito de una contraparte única	✓	✓	✗	✗
Capital de contingencia	✓	✓	✗	✗
Límites de deuda a corto plazo	✓	✓	✗	✗
Remediación temprana	✓	✓	✗	✗

Fuente: tomado de Woodall y otros (2018: 6).

Sobre esto, los críticos apuntaban que el umbral inicial establecido por la Ley sí era muy pequeño, pero que el propuesto por la *Relief Act* fue excesivo; de hecho, Wilmarth (2018) observa que la experiencia en los rescates efectuados por las autoridades indica que un umbral apropiado habría sido de \$100 mil mdd, pues una consideración mayor habría dejado quebrar a empresas como *Countrywide*, *National City* y *General Motors*, lo cual no sucedió.

Empero, en opinión de algunos críticos y políticos (demócratas y republicanos) la crisis financiera no fue causada por las entidades bancarias pequeñas y medianas sino por los grandes bancos, de forma que las primeras no deberían de verse sujetas tal nivel de regulación indicado por la Ley, porque aumenta los costos de operación y disminuye el crédito, de ahí que aumentar el umbral fuese justificado; un ejemplo de quienes respaldaron esta opinión es el senador demócrata Mark Warner quien estuvo involucrado en la creación de la Ley Dodd Frank (Grunwald, 2018).

En este punto, cabe destacar que el *Relief Act* fue una **legislación bipartidista** lo que para varios críticos fue por sí solo un evento singular, ya que reflejó un acuerdo entre ambos partidos, pero Grunwald (2018) sugiere que la explicación se recarga más del lado político que económico pues las elecciones de noviembre se acercaban y los demócratas querían recuperar el poder perdido en el Senado bajo la administración Trump.

Por otro lado, la ambigüedad de la Ley Dodd-Frank permitía incluir en las SIFI a entidades no bancarias (dado el tamaño del umbral de \$50 mil mdd), pero la especificación en la *Relief Act* descartó automáticamente a las **aseguradoras** como *MetLife* y *AIG*, lo cual es peligroso considerando el papel que desempeñaron en la crisis *subprime* (Kelleher, 2019).

Después de la entrada en vigor de la Ley, las entidades no bancarias designadas por el FSOC como SIFI (*AIG*, *GE Capital Corporation*, *MetLife* y *Prudential Financial*) tomaron acciones para mejorar su situación regulatoria, aunque esencialmente redujeron su tamaño y/o su relación con fondos riesgosos (Kress, 2018). Como resultado, una a una fueron de-designadas de la consideración SIFI comenzando en el 2016 con *GM Capital Corporation*, al año siguiente *AIG* y para finalizar en el 2018 con *MetLife* y *Prudential Financial*.

Lo anterior fue considerado para autores como Kelleher (2018) la parte crítica de la desregulación financiera de Trump, pues de alguna u otra forma los bancos estaban regulados, pero no ocurría lo mismo con las entidades no bancarias involucradas en actividades que no son de su giro, principalmente por medio del *Shadow Banking System* (como las aseguradoras), sino que se integraban indirectamente a la regulación gracias a la ambigüedad de la Ley y su umbral contemplado.

La **de-designación de AIG** fue la más controversial, pues si bien dicha entidad mejoró su comportamiento después del estallido de la crisis, lo cierto es que tuvo un papel crucial en su gestación y ampliación, lo que resultó en un rescate total de \$182 mil mdd que pareciera haber quedar en el olvido; aunque más preocupante de su de-designación fue que dicha entidad quedó menos regulada que antes de la crisis financiera, pues su supervisión fue designada a reguladores estatales que no tienen la capacidad de manejar una entidad financiera global (Kelleher,2018).

Sobre esto, Levine (2017) opina que al no poder eliminar las TBTF del sistema financiero, la designación SIFI es “la segunda mejor opción”, entendiéndose como la observación cuidadosa *hasta* que las entidades en cuestión, prefieran un comportamiento menos riesgoso con tal de salir de la categoría SIFI; con esto, la

de-designación no es perjudicial *per se* porque puede incentivar a la estabilidad financiera, pero en su opinión (compartida por otros críticos) el caso de AIG era lo suficientemente excepcional como para dejar de considerarla SIFI tan pronto, sobre todo porque al momento de ser de-designada permanecía como la aseguradora más grande en EUA y Canadá (Schroeder y Price, 2017).

Cabe destacar que la ex directora de la FDIC Sheila Blair apuntó que gran parte de la conducta *ad hoc* empleada en los grandes rescates bancarios, se explica por la ausencia de “libro de jugadas” (reglamentación) sobre las entidades no bancarias dentro de otras actividades, *de manera que la desregulación actual implica el regreso a las condiciones que desembocaron en la Gran Recesión*. En sus palabras:

“Durante el pánico financiero, acompañé las intervenciones extraordinarias **porque entendí que eran medidas excepcionales** y sin precedentes para abordar una crisis sin precedentes. Pensé que una vez que pasáramos esos días oscuros, nos comprometeríamos a realizar reformas fundamentales del sistema financiero para asegurarnos que no nos volvería a tirar en la zanja. Pero ahora Geithner, Paulson y Bernanke, los arquitectos de los rescates, quieren estandarizar estas medidas extraordinarias e incluso derogar los modestos límites que el Congreso les impuso sabiamente en 2010. [...] Estábamos entregando efectivo del gobierno, seleccionando ganadores y perdedores, **sin ninguna orientación legal** que regule quién sería elegible, cómo se debe asignar el apoyo o qué debemos pedir a cambio para asegurarnos de que el apoyo fluya a la economía real. Nuestros sucesores ahora tienen el libro de jugadas que tanto necesitábamos en 2008 y 2009. Y si tienen que tomar el mismo tipo de decisiones difíciles que tomamos, **al menos tendrán reglas que justifiquen sus acciones.**” Blair (2019: 2. Traducción y resaltado propios.

Entonces, tan solo la de-designación de AIG se traduce en el **olvido o desmérito de una de las principales características de la crisis financiera**: la evolución en la conducta de los agentes bancarios y no bancarios hacia prácticas de otro tipo de actividades, desplegando las tradicionales o sectoriales por otras mayormente integradas con otros nichos o participantes (tanto en el ámbito nacional como dentro del sistema financiero mundial). De ahí que el retorno a las condiciones previas se interprete como la **perpetración del rescate financiero a costa de los contribuyentes**.

2) Cobertura de la **Regla Volcker**.

Con respecto a la Regla, Miller (2018) indica que la nueva reglamentación estableció que cualquier compañía holding bancaria con menos de **\$10 mil mdd**, está exenta de cumplirla si el total de sus activos o pasivos no superan el 5% del total consolidado de sus activos (sección 203); también se relajó la prohibición del patrocinio de fondos de cobertura o de capital privado por medio del nombre del banco (sección 204).

El 30 de mayo del 2018 (seis días después de la entrada en vigor de la *Relief Act*), la Reserva Federal creó una nueva reglamentación propuesta para enmendar las reformas recién establecidas de la sección 13 del *Bank Holding Company Act* (la Regla Volcker creada por la Ley Dodd-Frank). Esto debido a que la experiencia en la implementación de la misma (tan solo a partir del 2014), se interpretó como demasiado compleja.

Aunque a mediados del 2018, la Fed emitió un comunicado para diseñar la forma exacta de la implementación de las nuevas propuestas, solicitando a los grandes reguladores (OCC, FDIC, SEC y CFTC) la colaboración conjunta en la creación de la reglamentación final, acentuando que las propuestas se enfocasen (entre otras cosas) a la “adaptación” al tamaño de las entidades, al otorgamiento de mayor claridad en las definiciones de “cuenta de capital” y a limitar el impacto en las entidades extranjeras (Reserva Federal, 2018).

Cabe destacar que desde el establecimiento de la Regla Volcker, se consideró la factibilidad de que fuera modificada con el tiempo debido a la evolución constante de su objeto de regulación (innovación financiera). No obstante, el hecho es que tan solo han transcurrido cinco años del inicio formal de implementación de la misma y en estricto, algunas implementaciones nunca llegaron a ejercerse completamente (por la consideración del tiempo de ajuste).

El resultado final de las propuestas se dio a conocer a mediados del 2019, lo que si bien sale del periodo de estudio vale la pena resaltar debido a su relevancia en la evolución del sistema financiero estadounidense. Entonces, la nueva

implementación final de la Regla Volcker (ahora conocida como **Volcker Rule 2.0**) implica:

- **Incremento del umbral.** Las entidades bancarias con activos y pasivos totales de **\$20 mil mdd** se consideran “significativas” y por lo tanto sujetas a mayores restricciones,¹⁶⁴ mientras que las entidades entre \$1 mil mdd y \$20 mil mdd son clasificadas como “moderadas” (reglamentaciones simplificadas), y el resto (activos y pasivos totales consolidados menores a \$1 mil mdd) son “limitadas” y por ello no están sujetas al cumplimiento de la Regla (FDIC, 2019).

De acuerdo a Klinger (2019) lo anterior implica que la nueva versión de la Regla Volcker **excluyó aproximadamente el 97.5%** de las 5,486 entidades de depósito estadounidenses, de las cuales **menos del 0.2%** reportó un total de activos comerciales menores o iguales al 5% del total. Otra forma de ver el tamaño de la desregulación es la información proporcionada por Martin Gruenberg¹⁶⁵, quien indicó que de las 217 instituciones de depósito aseguradas por la FDIC bajo consideración de la anterior Regla Volcker, cerca de la mitad quedan excluidas de la Regla Volcker 2.0 debido a que carecen de activos y pasivos comerciales empero, sí cuentan con títulos financieros que podrían utilizarse con ese fin (Gruenberg, 2019).

- **Redefinición de la “cuenta comercial” y del prop trading.** Ahora se considera que los instrumentos financieros pueden ser mantenidos por 60 días o más y quedar fuera del alcance de la Regla Volcker 2.0 (FDIC, 2019). Respecto al *prop trading*, Gruenberg (2019) observó que la Regla Volcker 2.0 omite las actividades de *prop trading* denotadas como “disponible a la venta”¹⁶⁶ para solo contemplar las declaradas por los bancos en sus reportes

¹⁶⁴ De acuerdo a la FDIC (2019a): un programa de cumplimiento de 6 pilares, certificación anual del CEO y requisitos de métrica.

¹⁶⁵ De los 4 miembros de la Junta de la FDIC, Martin J. Gruenberg, el único representante del partido demócrata, votó en contra de la aprobación de la Volcker Rule 2.0.

¹⁶⁶ Además de acciones mantenidas a valor razonable y derivados no retenidos para el comercio (Gruenberg, 2019:2).

de balance como “activos y pasivos de actividad comercial”. Lo que según el presidente de la FDIC, implica que cerca del 25% (o **\$2 billones 400 mil mdd**) de los instrumentos financieros de las compañías holding dejarán de ser regulados; hecho que trasladado a nivel bancario significa que aproximadamente **46% del total de instrumentos financieros de las compañías de depósito aseguradas, serán excluidos** (gráfica 29).

- **Retorno a la autorregulación.** Se establecen “presunciones de cumplimiento” cuyo funcionamiento pareciera apoyarse en la desregulación financiera basada en la política económica de la “Nueva Economía” (ilustración 5 y sección A del capítulo 3), lo cual se describe en la cita siguiente:

“Las presunciones permiten a los bancos más grandes de Wall Street evitar o evadir los límites de operaciones comerciales, y lo hacen disfrazando exenciones en marcos aparentemente complejos pero conceptualmente no sensitivos o no relacionados, como permitir todas las actividades comerciales realizadas dentro de los límites de riesgo establecidos por los propios bancos. Por lo tanto, **los bancos establecerán sus propios límites y luego determinarán que cumplen con sus propios límites, que se les permite cambiar sin informar a los supervisores bancarios.**” *Better Markets* (2019:1) Traducción y resaltado propio.

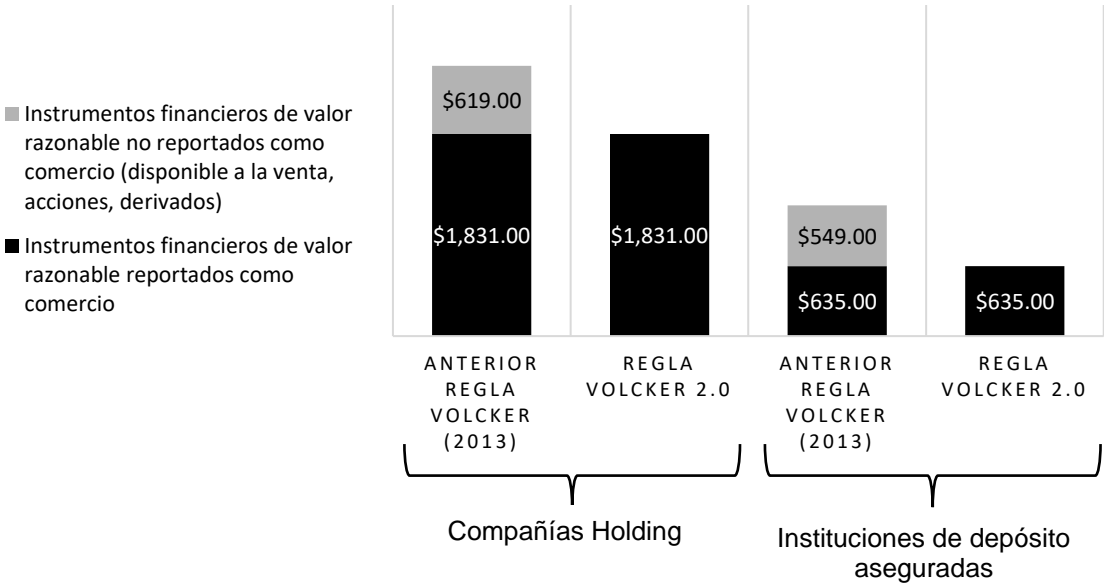
Además, *Better Markets* (2019) sugiere que los grandes bancos se benefician de la nueva Regla pues se vuelve difusa la comprobación de las actividades de cobertura (*hedge fund*) y las de *prop trading*.¹⁶⁷

- **Desregulación para bancos extranjeros.** La Volcker Rule 2.0 incluye “adaptaciones especiales” (desregulación financiera) para las actividades internacionales (*Better Markets*, 2019).

¹⁶⁷ Sobre esto indica: “[...] La nueva Regla Volcker, como la propuesta de 2018, aparentemente elimina la documentación necesaria para demostrar que las actividades de cobertura son, de hecho, *hedging* y no *prop trading*. Como explicamos en nuestra carta de comentarios, la cobertura no puede vincularse a controles conceptualmente no sensitivos y no relacionados, como el establecimiento de límites de riesgo internos, que simplemente no limitan la cobertura de mitigación de riesgos como lo exige el estatuto”. *Better Markets* (2019:2) Traducción propia.

Ahora, tal como se indicó en la sección anterior (inciso b de la sección B.1) desde el comienzo los bancos tuvieron resentimiento respecto a la Regla Volcker, bajo el argumento del significativo contenido ambiguo, el aumento en los costos y la imposición de límites a las actividades financieras (que les impedían cumplir sus funciones). No obstante, para Waxman (2018) la reducción de la eficiencia y actividad en el mercado consecuencia de los límites al *prop trading* “es un mito urbano,” ya que en el 2017 (un año antes del inicio de reglamentación de la Regla Volcker 2.0) los grandes bancos reportaron incrementos en los ingresos reales; de hecho, JP Morgan Chase, *Bank of America*, *Wells Fargo*, *Citigroup*, *Goldman Sachs* y *Morgan Stanley* reportaron en conjunto más de \$120 mil mdd en ganancias en dicho año (Horowitz, 2019).

Gráfica 29. Alcance en los instrumentos financieros de la Regla Volcker 2.0, comparación con la Regla Volcker vigente hasta 2018. Miles de millones de dólares.



Nota: "Anterior Regla Volcker (2013)" resume lo que Gruenberg (2019) señala como "Regla actual y el aviso de reglamentación del 2018".

Fuente: tomado y adaptado de Gruenberg (2019:2).

Razones por las cuales se considera que la Regla Volcker 2.0, reintroduce de forma preocupante **la posibilidad de un futuro rescate, nuevamente sopesado por los contribuyentes y depositantes** estadounidenses (Rodríguez, 2019), pues disminuyó significativamente el número de entidades reguladas a la vez que se ensanchó la posibilidad de practicar el *prop trading*. Dicho de otra manera, la ambigüedad de la Regla Volcker lejos de ser clarificada, fue simplificada a tal grado que **anuló el propósito esencial: restringir y enmendar la preferencia en la conducta financiera altamente riesgosa**; ante lo cual es altamente cuestionable la preferencia del resguardo de toda la economía nacional respecto a un solo sector (financiero/bancario).

3) Holgura en la regulación de bancos comunitarios

Los bancos comunitarios según Perkins y otros (2018) se enfocan en el negocio bancario tradicional para suplir las necesidades de cierta comunidad, y aunque no existe un consenso sobre el tamaño que deben tener, en general *se identifican* como entidades pequeñas; mismos que fueron los grandes ganadores en la desregulación financiera, tal cual se ha indicado hasta el momento.

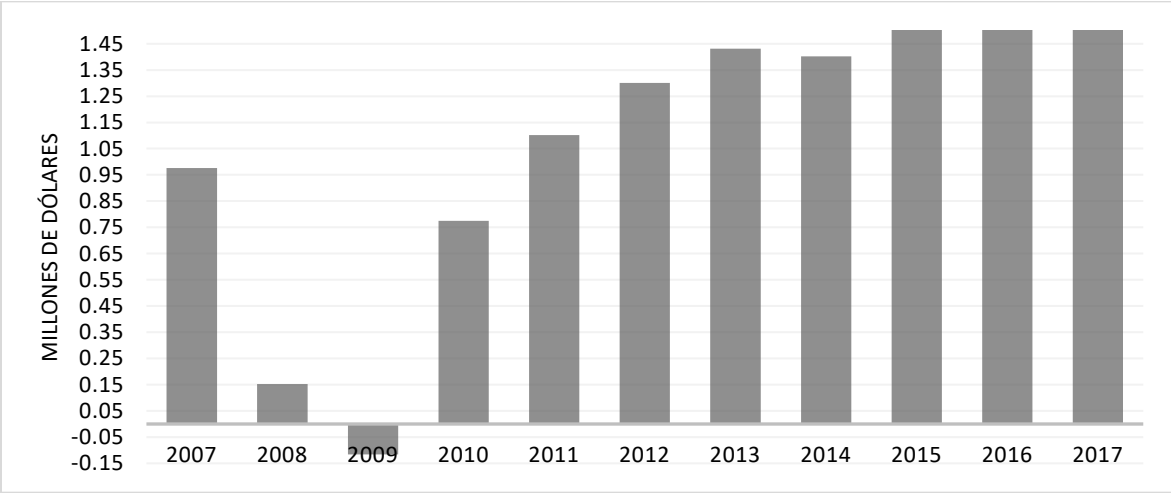
Por ejemplo, la sección 201 de la *Relief Act*, ordena la creación de un índice de **apalancamiento** de bancos comunitarios, así como el incremento de dicho umbral del 5% a un rango entre el 8% y el 10%, pero si una entidad bancaria tiene menos de \$10 mil mdd en activos y supera el nuevo umbral establecido entonces queda exenta de otros requisitos de capital y apalancamiento (Perkins y otros, 2018) como del Acuerdo de Basilea III.

También, se ordenó la creación de lineamientos para disminuir el número de reportes (para las entidades de depósito con menos de \$5 mil mdd) que debían cumplir según lo previamente establecido en la Ley Dodd-Frank, además de la excepción de la Regla Volcker 2.0, la extensión en los ciclos de exámenes de 12 a 18 meses para aquellas instituciones con más de \$3 mil mdd (cuando en la Ley se habían considerado \$1 mil mdd), etc. (cuadro 15). También se ensancharon las actividades que pueden realizar dichas entidades, pues el *Relief Act* modificó la Ley

de Veracidad en los Préstamos (TILA) permitiéndoles mayor capacidad de discreción en las decisiones de préstamo¹⁶⁸ (Alexander y otros, 2018).

A pesar de que la desregulación financiera fue bien recibida por los bancos comunitarios, autores como Yglesias (2018) se preguntaban por qué el Senado votaba por la *Relief Act* al mismo tiempo que la industria bancaria del país reportó un récord de ganancias netas de \$56 mil mdd, o de \$49 mil mdd sin considerar el efecto de la desregulación tributaria de la administración Trump. Por ejemplo, los bancos comerciales asegurados por la FDIC, han sobrepasado el nivel de ingresos netos previo a la crisis (gráfica 30), experimentando entre el 2007 y el 2017 una TMAC de 5.02%.

Gráfica 30. EUA: evolución de los ingresos netos de los bancos comerciales, (2007-2017) millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en FDIC (2019a).

4) Protección al consumidor

Las nuevas disposiciones respecto a la protección al consumidor se centraron en la ciberseguridad, los préstamos estudiantiles y la protección a los militares. De

¹⁶⁸ Esto porque la enmienda a la TILA considera que las entidades bancarias con menos de \$10 mil mdd en total de activos satisfacen la “capacidad de reembolso” (Alexander y otros, 2018).

acuerdo a Perkins y otros (2018) en EUA hay alrededor de 400 **agencias de reporte de crédito** aunque las más importantes son solo 3,¹⁶⁹ de las cuales una (*Equifax*) experimentó en el 2017 un *hackeo* tan severo que dejó al descubierto la información de más de 150 millones de estadounidenses (Cavaliere y Fung, 2019).¹⁷⁰

Es por esto que la sección 301 de la *Relief Act* enmendó la Ley de informes de crédito justos (FCRA) para exigir a las agencias de crédito que reporten alertas de fraude en los archivos del consumidor por lo menos durante 90 días (Perkins y otros, 2018) si es que sospechan del robo de identidad u observan conductas inusuales, lo que bajo consideraciones de la Ley Dodd-Frank solo era realizado a solicitud del consumidor. También, la sección 302 ordena a dichas entidades la realización gratuita de su servicio para miembros activos militares (Woodall y otros, 2018).

Así mismo, la nueva disposición solicitó a la SSA la creación de una base de datos para la confirmación de la identidad de los consumidores por parte de las entidades financieras, acción que solo podrá realizarse bajo consentimiento del consumidor, otorgado por medio de una firma electrónica, a modo de disminución de costos y verificación rápida de los datos (Perkins y otros, 2018).

Respecto a los préstamos estudiantiles, Woodall y otros (2018) apuntan que la *Relief Act* en su sección 601 modificó la Ley TILA para prohibir la aceleración en la declaración de incumplimiento en los préstamos estudiantiles en caso de muerte o quiebra del cosignatario (usualmente los padres del estudiante). Mientras que la sección 602 prohíbe que se ejerza el cobro sobre los cosignatarios en caso de fallecimiento del prestatario principal (estudiante).

¹⁶⁹ *Equifax, TransUnion y Experian.*

¹⁷⁰ El caso de **Equifax** fue un parteaguas en la regulación del desempeño de las agencias de crédito, pues el *hackeo* que enfrentó dejó al descubierto la información personal de sus clientes y de personas que desconocían que su información era recopilada, lo cual afectó principalmente a los estadounidenses pero también a Canadá y Reino Unido (O'Brien, 2017). Además, su comportamiento profesional quedó en duda, pues tuvo conocimiento del problema desde finales de julio del 2017 (cuando 3 de sus mayores CEO vendieron grandes bloques de acciones) pero lo reportó dos meses después (Isidore, 2017). De ahí que la multa impuesta a la compañía fuera de \$700 mdd, de los cuales \$425 mdd serían para la compensación de las personas afectadas y \$275 mdd en multas civiles y otras compensaciones a los Estados, Washington, Puerto Rico y al CFPB (Cavaliere y Fung, 2019).

Con todo, lo más significativo respecto a la protección del consumidor y la *Relief Act* fue la **permanencia mayormente intacta de la estructura y capacidades del CFPB** (Editorial Board, 2018).

5) Otros lineamientos destacables

De acuerdo a Woodall y otros (2018: 2), algunos lineamientos destacables incluidos en la *Relief Act* son: la añadidura de requisitos de transparencia en la participación del país en normas internacionales de regulación de seguros (sección 211)¹⁷¹; el incremento en el número de inversores (de 100 a 250) en ciertos “fondos de capital de riesgo cualificados” (toda *Venture capital* que no excede los \$10 mdd en capital), y la orden de estudios sobre temas específicos: amenazas a la ciberseguridad, comercio algorítmico y mercado inmobiliario de Puerto Rico.

b) Consecuencias en la economía y el sistema financiero

Ahora bien, desde la perspectiva de las autoridades estadounidenses se puede decir que la *Relief Act* surgió como respuesta *necesaria* a la sobrerregulación de la administración Obama, que incrementó los costos y perjudicó el desempeño del sistema financiero estadounidense, por ejemplo reduciendo la liquidez en el mercado y el total de préstamos.

En el CEA y Presidente de EUA (2018) se indica que aún se requiere desarrollo académico respecto a la medición de los **beneficios y costos de la reglamentación**, pues los beneficios dependen en gran medida del desarrollo de la actividad económica regulada, mientras que los costos tienden a medirse con las dificultades de recolección de la información o el tamaño de las leyes (volumen de páginas, palabras, etc.) pero los costos pueden ser directos (administrativos) e indirectos (costo de oportunidad). A pesar de lo cual, la misma administración Trump

¹⁷¹ Por ejemplo, las reuniones de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, y del FSB.

considera que “por décadas el estado regulador ha expandido e impuesto una carga cada vez mayor de costos regulatorios en la economía de EUA (CEA y Presidente de EUA, 2018: 78).

La OMB (2017:2) estimó que entre 2006 y 2016, los beneficios de las “regulaciones significativas” (aquellas con un impacto mayor a \$100 mdd) se encuentran en un rango entre \$287 mil mdd y \$911mil mdd constantes del 2015, mientras que los costos se calcularon entre \$78 mil mdd y \$115 mil mdd. Después indicó que solo la administración Obama había *impuesto* un costo total de más de \$240 mil mdd regulatorios innecesarios sobre la economía (OMB, 2018). Otro estudio del Instituto Empresarial Competitivo (organización totalmente neoliberal) respecto a los costos de la regulación estimó que el impacto regulatorio (cumplimiento normativo y efecto económico de la intervención estatal) tiene un costo anual de \$1 billón 900 mil mdd (Wayne, 2017).

Razones por las cuales la desregulación ha sido uno de los principales objetivos de los *Trumpeconomics*, misma que se entiende como “cualquier acción del gobierno que reduzca su control sobre las decisiones comerciales y de los consumidores” e incluye la revisión de procesos regulatorios y modificación o eliminación de leyes existentes (CEA y Presidente de EUA, 2019: 88). El cuadro 16 indica el total de ahorro neto a valor presente creado por la desregulación económica de Trump; de lo cual se espera que entre el 2019 y el 2028 el ingreso real de los hogares aumente a \$3,100 dólares por año (CEA, 2019), así como mejoras en la productividad, el nivel de salarios, la productividad y el crecimiento económico sostenido.

Cuadro 16. Desempeño de la desregulación económica de la administración Trump

	2017	2018
<i>Total de acciones desregulatorias</i>	67	176
<i>Nuevas acciones regulatorias significativas</i>	3	14
<i>Ahorro neto a valor presente (miles de mdd)</i>	\$8,100	\$23,000

Fuente: elaboración propia con base en CEA y Presidente (2019).

De hecho, los defensores de la administración Trump consideran que el desempeño de la economía estadounidense desde su llegada ha mejorado significativamente, primero porque se aceleró el crecimiento del PIB hasta rondar el 3% en el 2018, hecho considerable a la luz de los 7 años en los que la administración Obama enfrentó la más lenta recuperación económica en la historia del país, por lo cual no logró mantener un incremento sostenido de dicho indicador (cuadro 17). En segundo lugar, destacan que la *reforma tributaria* (gráfica 21) ejercida durante su primer año benefició a los trabajadores directa e indirectamente, pues las empresas se vieron incentivadas a realizar mayores contrataciones creando con ello una tasa de desempleo consistente con el nivel de pleno empleo (Kreutzer, 2018).

Cuadro 17. Principales indicadores macroeconómicos de EUA, comparación entre la administración Obama y Trump, (2009-2018), porcentaje

		TAC PIB real	Inflación (b)	Tasa de interés (c)	Desempleo (c)	Deuda federal (d)
Obama	2009	-2.54	0.76	0.16	9.25	82.19
	2010	2.56	1.22	0.18	9.63	90.24
	2011	1.55	2.06	0.10	8.95	94.99
	2012	2.25	1.84	0.14	8.07	99.10
	2013	1.84	1.62	0.11	7.38	99.61
	2014	2.53	1.79	0.09	6.17	101.56
	2015	2.91	1.08	0.13	5.28	99.46
	2016	1.64	1.28	0.40	4.87	104.45
Trump	2017	2.37	1.80	1.00	4.36	103.70
	2018	2.93	2.30	1.83	3.93	104.72

Notas: a. Inflación como porcentaje del deflactor del PIB; b. Tasa de interés efectiva de los fondos federales; c. Desempleo como porcentaje de la fuerza laboral total; d. Deuda federal como porcentaje del PIB.

Fuente: elaboración propia con base en BM (2019), Board of Governors (2019), FRED (2019) y OCDE (2019).

Tercero, el resto de la desregulación económica no solo ha generado un ahorro neto de \$23 mil mdd (CEA, 2019) sino que también ha restaurado la inversión en el país, por ejemplo, Hopkins (2019) resalta que a la salida de Obama cerca del 74% de las empresas declararon un “clima de negocios desfavorable” mientras que en el 2018 lo hicieron tan solo el 18.5%. Además, el CEA (2019:19) indica que gracias a la

economía política actual los consumidores y los pequeños negocios se benefician de mayores opciones y de la posibilidad de ajustarlas a sus necesidades (por ejemplo, el seguro de salud o los proveedores de internet) sin pagar “lo que no quieren o no necesitan”, mientras que los bancos pequeños lograron dejar de ser tratados “como lo que nunca fueron” (TBTF).

No obstante, la mayoría de la aprobación de la actual administración considera que el desempeño económico reciente es resultado exclusivo de las acciones de Trump, principalmente de la desregulación y el recorte fiscal, cuando también podría ser la extensión de la anterior administración; por ejemplo, la tendencia decreciente del desempleo (cuadro 17) o el comportamiento del salario.¹⁷² Además de que existe **bastante escepticismo sobre el sostenimiento** en el crecimiento del PIB (Cox, 2018; Pethokoukis, 2018; Reality Check Team, 2019) a la vez que **no hay dudas respecto a que la desregulación financiera incentivaré la preferencia en la conducta riesgosa, facilitando así la creación de otra crisis financiera** (Grunwald, 2018; Blair, 2019; Cox, 2017, etc.).

Otras dificultades de la economía estadounidense resaltadas por Reich (2019:2) son: el incremento del costo de la educación (permanecen los grandes montos de deuda de préstamos estudiantiles), del cuidado de los niños (el costo promedio se sitúa entre \$1,230 y \$800 dólares mensuales), de la vivienda (fuera del alcance de los jóvenes) y del cuidado de la salud (declinación en los ciudadanos asegurados), lo que en general se resume en un empeoramiento del bienestar de la población.

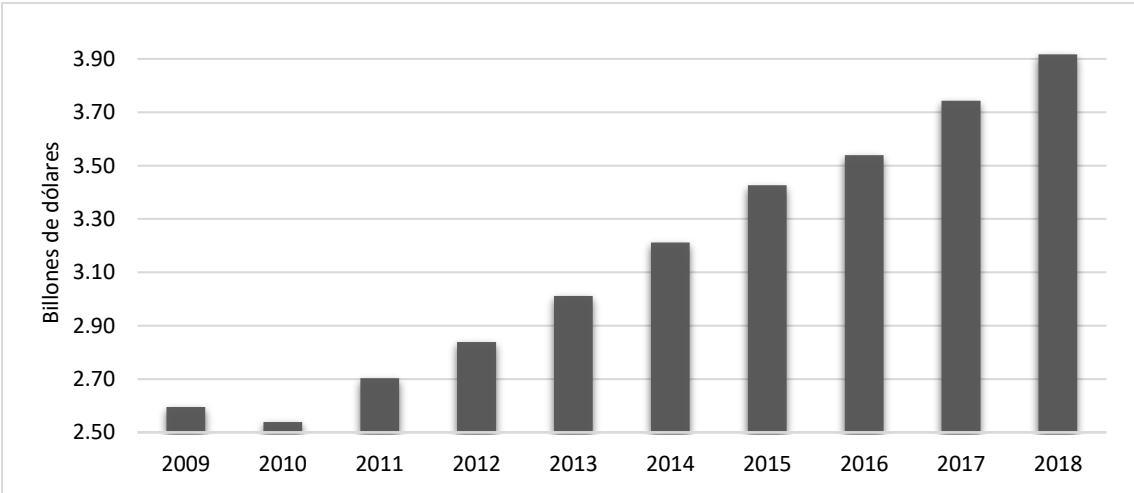
Por otro lado, los estudios que evalúan el impacto de la Ley Dodd-Frank según sus principales objetivos fueron evaluados en la sección A.3 del capítulo 4, de donde se obtuvo que la Ley sí contuvo deficiencias significativas que le impidieron alcanzar sus objetivos principales, siendo una de las más relevantes la continuación de la

¹⁷² De acuerdo a Reality Check Team (2019:5) el crecimiento promedio de las ganancias por hora durante el 2017 (entre 2.5 y 2.9%) continuó una tendencia alcanzada durante el periodo de Obama. A la vez que Reich (2019:2) resalta que la ganancia en el crecimiento salarial ajustada a la inflación, es menor a la que se experimentó en el 2015.

incertidumbre con respecto al impacto final de la nueva reglamentación financiera. Aunque también se demostró que tuvo efectos beneficiosos para la economía y el sistema financiero (como la disminución de la conducta riesgosa por parte de los bancos).

No obstante, los republicanos y partidarios del pensamiento neoliberal justificaron la *Relief Act* por el supuesto y retundo impacto negativo de la Ley en el funcionamiento del sistema financiero, principalmente en tanto al incremento en el costo y dificultad de acceso de hipotecas, créditos automovilísticos y tarjetas de crédito. Pero la evidencia demuestra lo contrario, por ejemplo la gráfica 31 indica que el **crédito al consumo** ha aumentado constantemente desde el 2010, pasando de apenas \$2 billones 540 mil mdd al inicio de la Ley a alrededor de \$4 billones de dólares en el 2018, lo cual equivale a una TMAC de 6.39%; de ahí que la ex presidenta de la Fed Yanet Yellen haya desmentido al presidente Trump respecto a la declinación en el crédito otorgado dentro del país (Cox, 2017).

Gráfica 31. EUA: evolución del total de crédito al consumo propio y titularizado, pendiente, billones de dólares ajustados estacionalmente (2009-2018)



Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019).

Además, la TMAC entre el 2010 y el 2017 del total de préstamos otorgados por los bancos comerciales asegurados por la FDIC, los *créditos comerciales* e industriales han tenido la mayor importancia (10%), seguidos por los *créditos totales a los individuos* (4%) y los *hipotecarios* (3%).¹⁷³ A la vez que el total de préstamos a los individuos para *automóviles y planes de crédito*, indicaron respectivamente una TMAC entre el de 9% y 5% para el periodo entre el 2011 y el 2017.

Respecto a la composición de la deuda de los hogares, las cifras proporcionadas por la Fed del Banco de Nueva York (2019) indican que entre el 2010 y el 2018 los *préstamos estudiantiles* son los que más se han acelerado (9.1% de crecimiento en el periodo), seguidos de los *automovilísticos* (7.7%) y de *tarjetas de crédito* (1.8%). Aunque la composición sí ha cambiado, por ejemplo, antes del estallido de la crisis los préstamos hipotecarios representaban más del 70% de la composición de la deuda, seguidos de las tarjetas de crédito (9%), los automovilísticos (9%) y los estudiantiles (3.3%),¹⁷⁴ mientras que para el 2018 los créditos hipotecarios ocuparon el 68%, seguidos de los préstamos estudiantiles (10.7%), los automovilísticos (9.3) y los correspondientes a las tarjetas de crédito (6.3%).

Fluctuaciones que pueden observarse en la gráfica 32, en donde resalta además que independientemente de la composición de la deuda, y su muy ligera reducción durante la Gran Recesión, el **endeudamiento de los hogares** estadounidenses es colosal, promediando alrededor de \$11 mil 390 billones de dólares. Factor que ha comenzado (nuevamente) a dar signos de preocupación; por ejemplo, en el 2017 se reportó que 43% de la población (107 millones de estadounidenses) tenía una deuda de préstamo para automóvil,¹⁷⁵ de los cuales la Fed comunicó que 6 millones enfrentaban de 90 días o más en sus pagos (Long, 2017b).¹⁷⁶

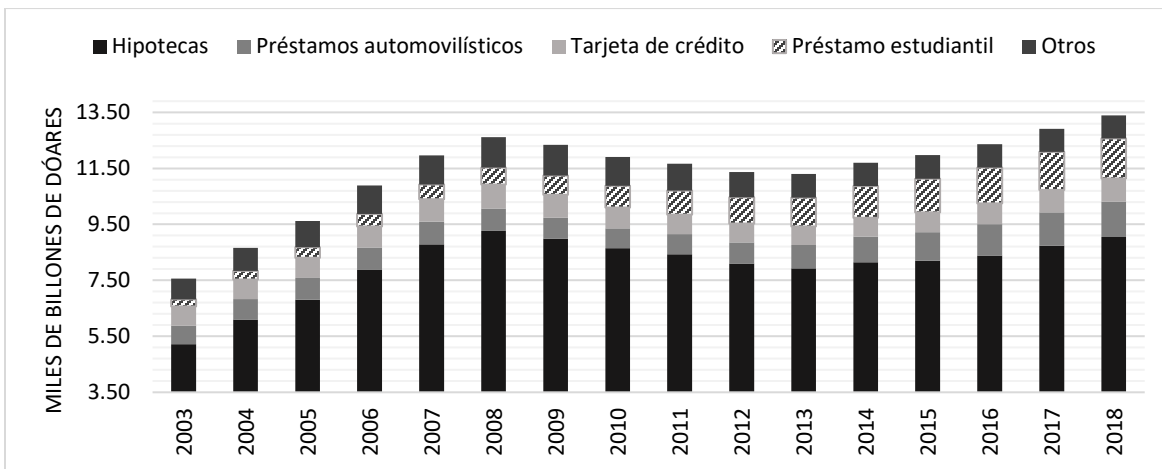
¹⁷³ Aunque en términos de brutos durante el mismo periodo el total de créditos hipotecarios permaneció superior a los \$3 billones de dólares, mientras que los otros dos tipos de préstamo no alcanzaron los \$2 billones de dólares.

¹⁷⁴ El resto corresponde a otro tipo de deuda en donde se incluye el crédito revolvente.

¹⁷⁵ Cabe destacar que en 2016 se vendieron 17.5 millones de autos en el país, lo cual había sido una cifra récord pero el siguiente año se superó (García, 2017).

¹⁷⁶ Gitlen (2017) observó que gran parte de los créditos se realizaron a plazos largos (68.8 meses en promedio) lo cual podría explicar el incremento en el índice de morosidad. Aunque sin duda también

Gráfica 32. EUA: evolución del saldo total de la deuda de los hogares y su composición (2003-2018)



Fuente: elaboración propia con base en *Fed Bank of New York* (2019).

Es importante considerar además que la lentitud en la recuperación de la recesión económica y otros reflejos de malestar en el sistema financiero (como la reducción de la liquidez) denunciados por los republicanos, pueden explicarse por la **prolongación de la crisis social** resultado de la Gran Recesión pues los contribuyentes fueron los mayormente afectados.

Primero, por el volumen del rescate financiero y sus consecuencias para la economía en su conjunto (incremento de deuda, desconcierto en la política monetaria). Segundo, por la significativa precarización en el mercado de trabajo,¹⁷⁷ y el desmantelamiento de los apoyos de la administración anterior, como el *Obamacare* o las políticas antidiscriminación. Y tercero, por el **debilitamiento en la confianza** en el sistema financiero en general, aunque significativamente en el sector bancario, ya que la conducta de estos últimos (derivada del cambio en el

debe de estar relacionado con el cambio en la política monetaria de la Fed, y el otorgamiento de préstamos irresponsables reportado por Long (2017b).

¹⁷⁷ No solo en términos de ganancias, sino también respecto al incremento del subempleo (sección A.3 del presente capítulo).

modelo de negocios y la innovación financiera) sin duda fue negligente y absurda (reducción en los estándares del otorgamiento de hipotecas).

Al mismo tiempo que la mayoría de los grandes bancos rescatados además de no enfrentar la justicia o penalizaciones acorde a la magnitud del desenlace de su conducta, ya desde el 2009 estaban pagando a sus ejecutivos los acostumbrados bonos elevados (Blair, 2009). Todo lo cual ha llevado cada vez a mayores preocupaciones en materia de desigualdad y gobernanza, es decir, a la denuncia en la preferencia o facilitación del bienestar de ciertos sectores respecto al resto de la población y de la economía.

Ahora bien, las **condiciones financieras** pueden analizarse desde distintos enfoques, uno de ellos es la evolución del índice de condiciones financieras nacionales de la Fed de Chicago (NFCI) el cual es el resultado de un promedio ponderado de 105 indicadores de riesgo, crédito y apalancamiento que ayudan a monitorear el mercado monetario, de deuda y de renta variable; está construido para tener un valor promedio de cero con una desviación estándar de uno respecto a una muestra, de forma que los *valores positivos se asocian con condiciones financieras más estrictas que el promedio, caso contrario cuando los valores son negativos* (Fed Bank of Chicago, 2019). La gráfica 33 prueba que el sistema financiero de EUA experimentó un periodo de condiciones financieras estrictas entre el 2007 y el 2010, mismo que fue el periodo más difícil de la crisis *subprime* para la economía en su conjunto, pero a partir de ello comenzó a relajarse.

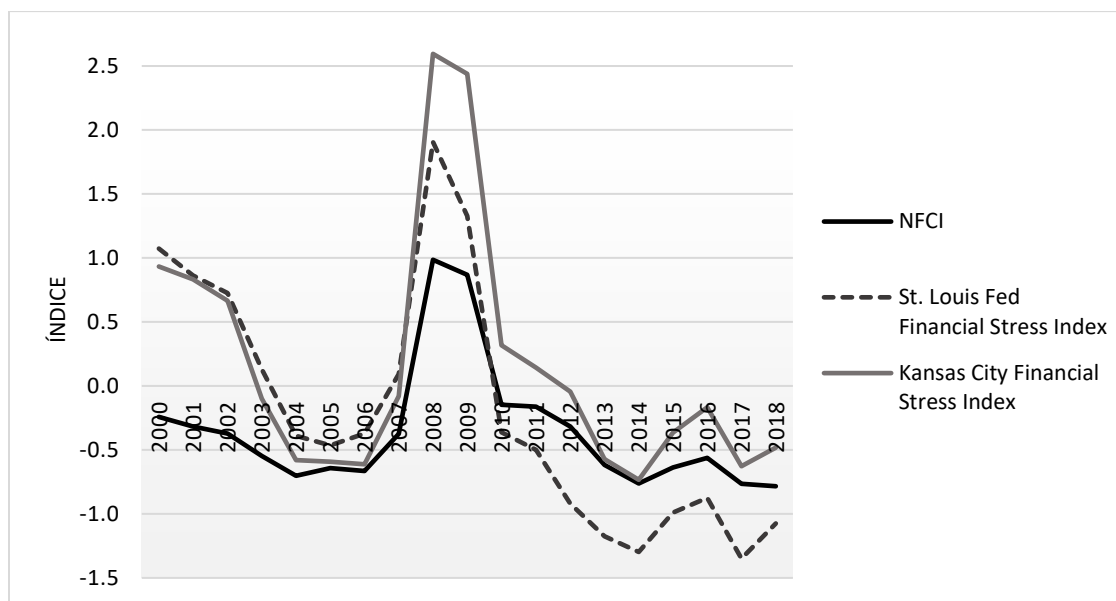
Mientras que la interrupción de las condiciones “normales” del sistema financiero (**estrés financiero**)¹⁷⁸ está representado por los otros dos indicadores presentados en la misma gráfica 33 (índice de estrés financiero de la Fed de St. Louis y el de la Ciudad de Kansas), los cuales están contruidos con variables diferentes¹⁷⁹ pero

¹⁷⁸ De acuerdo a Hakkio y Keaton (2009) no existe una definición concreta del estrés financiero porque cada episodio es diferente, pero en general los indicadores que intentan medirlo se conforman por variables que reflejen la incertidumbre en el valor de los activos, el comportamiento de los inversores, el incremento de la asimetría de la información y la fuga de calidad en el capital o la liquidez en los activos.

¹⁷⁹ Por ejemplo, el índice de estrés financiero de la Fed de St. Louis se construye con base en 18 datos semanales que incluyen tasas de interés, diferenciales de rendimiento y otros indicadores

tienen metodologías parecidas, de forma que un *valor positivo indica que la tensión financiera está por encima del promedio, mientras que los valores menores a cero significan holgura financiera*. Ambos índices confirmaron que a partir del 2010 las condiciones financieras del país han sido mucho menos estrictas antes y después de estallido de la burbuja hipotecaria, de hecho, es importante señalar que la burbuja Puntocom apenas se reflejó.

Gráfica 33. EUA: evolución de indicadores de estrés financiero (2000-2018)



Fuente: elaboración propia con base en FRED (2019).

Respecto al **total de activos financieros y pasivos** mantenidos por todos los sectores del país en conjunto se ha desacelerado, mostrando inclusive una TMAC decreciente (cuadro 18). Pero al diferenciarlos entre sectores financieros y no financieros, resalta que estos últimos han elevado su participación dentro del sistema financiero, dentro de los cuales los hogares y las organizaciones sin fines

como el índice de bonos de mercados emergentes de JP Morgan Plus (Fed Bank of St. Louis, 2010). Mientras que el índice de la Ciudad de Kansas está formado por 11 variables algunas de las cuales no son contempladas por el anterior, como la correlación entre los rendimientos de las acciones y los bonos del tesoro.

de lucro muestran mayor adquisición de activos financieros, a la vez que el gobierno reportó mayores pasivos.

Cuadro 18. EUA: TMAC del total de activos financieros y pasivos reportados por todos los sectores nacionales y el resto del mundo, varios años, porcentaje

TOTAL DE ACTIVOS FINANCIEROS						
	Todos los sectores	Sectores financieros	Sectores no financieros	Hogares y organizaciones sin fines de lucro	Gobierno general (consolidado)	Resto del mundo
2001-06	11.64	8.60	15.78	8.52	-0.24	24.19
2006-12	-9.31	-12.93	-5.72	1.36	-9.79	-10.28
2012-18	-0.04	-5.95	3.75	8.25	22.22	-4.50
2001-18	-0.31	-4.10	3.02	5.07	3.03	0.59
TOTAL DE PASIVOS						
2001-06	14.54	7.54	28.60	19.97	19.22	35.24
2006-12	-9.19	-14.49	-3.49	-41.68	25.50	-18.61
2012-18	-4.74	-11.03	-0.51	35.99	-0.01	-0.13
2001-18	-0.23	-4.89	5.41	-1.24	10.60	2.40

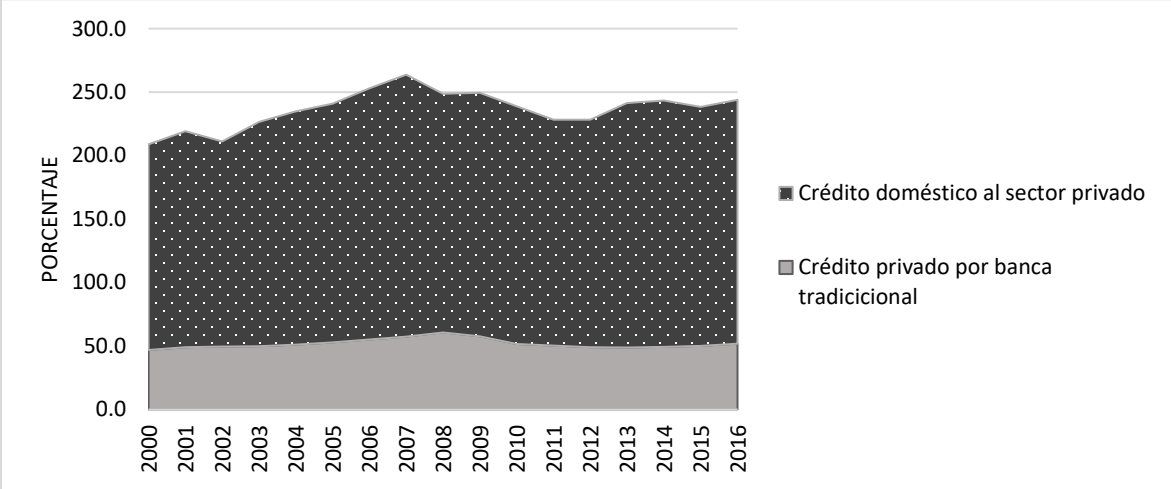
Fuente: elaboración propia con base en Board of Federal Governors (2019).

Ahora, tal como se ha observado a lo largo de la investigación, el sistema financiero tradicional ha perdido dinamismo respecto al *shadow banking system*, tanto en posición de activos financieros como del total de pasivos dentro de la economía. Por ejemplo, en el 2000 las instituciones de depósito privadas reportaron una participación porcentual del 19% del total de activos financieros captados por los sectores financieros nacionales; seguidos por los fondos de pensión (13%) y las empresas del gobierno (7%); aunque para el 2018 las entidades de depósito siguen adquiriendo mayor parte de los activos financieros (25%), el resto de las entidades también han elevado su participación a pesar de las crisis financieras: los fondos de pensión representaron el 21%, las compañías de seguros el 12% y las uniones de crédito junto con las empresas del gobierno el 5%.

Lo anterior también puede observarse en la siguiente gráfica, en donde se muestra que el diferencial entre el total del crédito otorgado por la banca tradicional y la

banca paralela no ha modificado su magnitud, representado alrededor del 130 puntos porcentuales de distanciamiento; baste como muestra que el 2004 el total de crédito al sector privado (como porcentaje del PIB) otorgado por la banca tradicional fue 51%, a la vez que el otorgado por el resto de entidades fue 184%.

Gráfica 34. Comparación del total de crédito privado como porcentaje del PIB, otorgado por el sector bancario y la banca paralela, (2000-2016), porcentaje



Nota: el crédito doméstico al sector privado se refiere a todos aquellos recursos financieros otorgados dentro de la economía, mientras que el otorgado por la banca tradicional incluye sólo los bancos comerciales estadounidenses y cualquier otra institución financiera que realice transacciones con depósitos.

Fuente: ibídem.

Todo lo cual implica que la **financiarización** de la economía estadounidense, lejos de decaer como resultado de las adversidades económicas, políticas y sociales, provocadas por la evolución del sistema financiero; se ha perpetuado dentro de todos los agentes. Otro ejemplo de ello se ilustra al observar la tenencia de activos como porcentaje del PIB (cuadro 19), en donde las instituciones financieras no bancarias (*shadow banking system*) reportaron entre el 2009 y el 2016 un promedio de 160%, nivel que inclusive es mayor a la tendencia antes de la crisis *subprime* (147% en promedio entre el 2000 y el 2008). Los fondos de pensión también reportaron una tendencia al alza al reportar en el 2002 un 60% de total de activos como porcentaje del PIB, para después situarse en 134% en el 2016, lo que equivale a un incremento de 74 puntos porcentuales; mientras que las compañías de seguros

fueron las únicas que no modificaron su comportamiento (exceptuando el periodo de transición entre la crisis Puntocom y la *subprime*).

Cuadro 19. EUA: total de activos como porcentaje del PIB, entidades financieras seleccionadas, (2000-2016), porcentaje

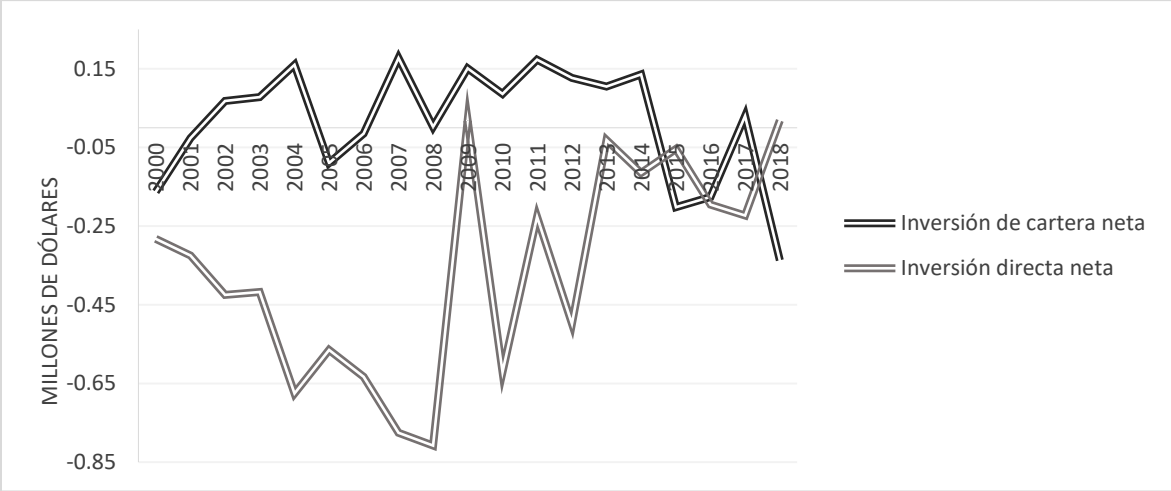
	Instituciones financieras no bancarias	Fondos de pensión	Fondos mutuos	Compañías de seguros
2000	133.5	77.5	68.4	38.8
2001	133.6	67.8	66.5	38.4
2002	132.1	60.0	59.1	38.9
2003	133.8	71.8	65.6	42.0
2004	141.2	73.3	67.8	43.1
2005	143.8	74.2	70.2	42.8
2006	148.1	117.9	78.1	43.5
2007	153.7	121.6	87.1	43.8
2008	155.1	94.1	69.0	39.6
2009	157.6	111.7	82.5	32.0
2010	159.8	119.3	85.7	32.0
2011	158.2	116.2	81.7	32.5
2012	156.3	123.0	89.1	31.8
2013	162.0	135.8	100.2	31.4
2014	166.6	136.9	102.4	31.6
2015	159.0	131.1	98.0	30.6
2016	154.5	134.9	101.3	-

Fuente: elaboración propia con base en BM (2019).

Tal como se indicó en el capítulo uno, la financiarización es un término complicado de definir y en consecuencia, de cuantificar; no obstante, Jibril y otros (2018) apuntan que el predominio de las finanzas sobre la economía puede observarse mediante la comprobación de las hipótesis del *crowding out* y del “valor para el accionista”, y del aumento de la deuda. La primera sostiene que un aumento en el retorno de los activos financieros puede desplazar las inversiones en activos fijos si sus retornos son inferiores a las adquiridas en el sector financiero (Jibril y otros, 2018); para evaluarlo se presenta la gráfica 35, elaborada con base en la cuenta financiera de balanza de pagos estadounidense, en donde se observa que efectivamente entre el 2000 y el 2014 la inversión de cartera neta fue superior a la

inversión directa neta en particular por la notable tendencia negativa de esta última en el mismo periodo.

Gráfica 35. EUA: evolución de la inversión neta directa y de cartera, (2000-2018), millones de dólares ajustados



Fuente: elaboración propia con base en BEA (2019).

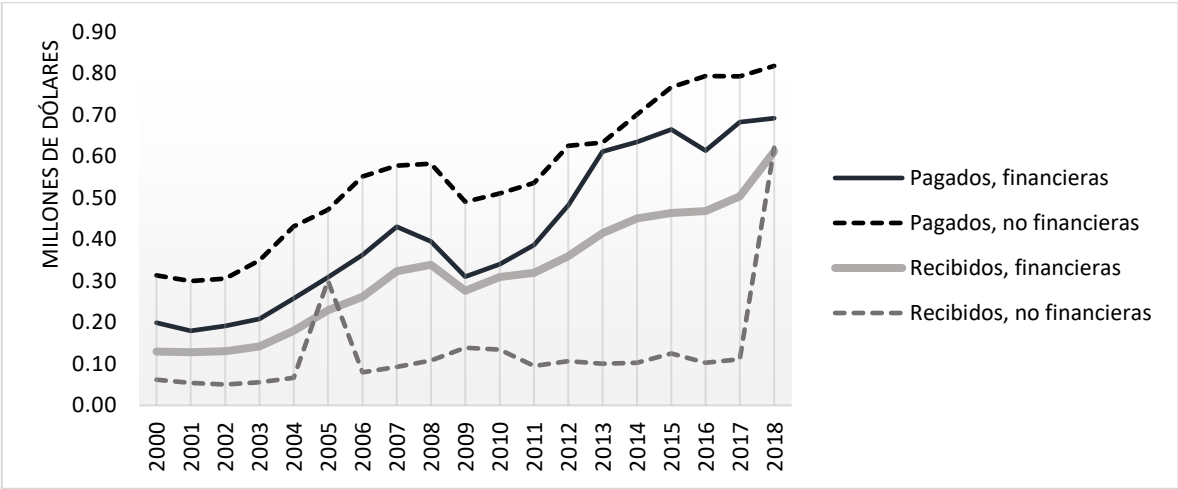
Aunque la reducción en la inversión real también puede explicarse por la acentuación en los pagos a los accionistas por parte de los gerentes, dicho de otra manera, por la preferencia en el cuidado del desempeño de la empresa en el mercado de valores respecto a la producción real (hipótesis de “valor para el accionista”), tal cual sucedió con las *stock options* en la crisis Puntocom. Para ilustrarlo la gráfica 36 muestra una comparación de los dividendos pagados y recibidos por las entidades nacionales de EUA, diferenciadas por si son o no financieras; en donde se observa que efectivamente ambos tipos de empresas mantienen altos los pagos a los accionistas, aunque destaca que las entidades no financieras les distribuyen mayor proporción de sus ingresos.

Respecto a lo anterior, vale la pena señalar que de acuerdo a Ivanova (2019), este efecto de la financiarización no debe considerarse como una tendencia negativa *per se*, pues se explica con el cambio en la estructura de negocios de las empresas estadounidenses, creado a modo de adaptación al agotamiento del modelo fordista.

De forma que si la complejidad e integración de la economía de EUA (y de la mayoría de los países) impide diferenciar entre empresas sólo productivas o financieras, entonces la tendencia mostrada en la gráfica 35, no implica que la preferencia por la inversión de cartera surja del declive en la rentabilidad de la inversión directa, sino que las entidades no financieras se están involucrando mayormente en el sector financiero a modo de complementación. En sus palabras:

“La financiarización de la economía de EUA. y la transnacionalización de la producción estadounidense han sido moldeadas por las actividades del capital financiero entendidas como la agrupación, la interacción cercana y la fusión de corporaciones transnacionales industriales, financieras y de servicios gigantes como resultado de la integración progresiva y la centralización, concentración e incluso fusión de capital industrial, financiero y comercial [...]. El proceso de financiarización refleja profundos cambios estructurales en la economía real que han llevado al establecimiento de un nuevo modelo de interacción funcional e interdependencia entre el sector real y financiero de la economía. Esta relación compleja a menudo ha sido incomprendida. [...] **La financiarización no debe ser percibida como un ataque contra la empresa dedicada a la producción real, siempre que la producción sigue siendo rentable, sino más bien como un movimiento estratégico para la reestructuración de la rentabilidad del negocio corporativo**”. Ivannova (2019: 710-713). Traducción y resaltado propios.

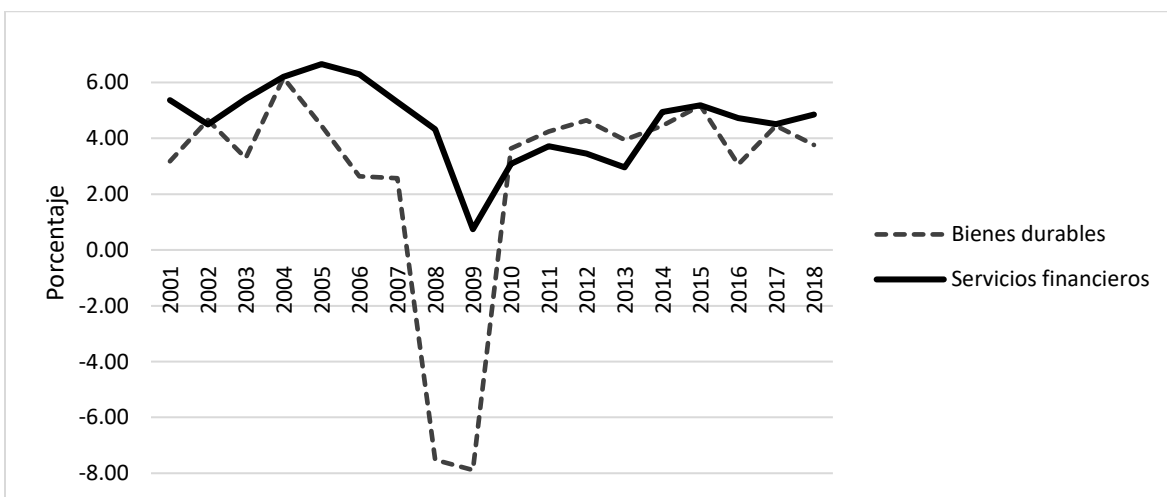
Gráfica 36. EUA: comparación de los dividendos pagados y recibidos por las entidades financieras y no financieras, (2000-2018), millones de dólares



Fuente: ibídem.

Finalmente, la magnitud y perpetuación de la deuda estadounidense ha sido analizada a lo largo de la investigación (gráficas 2,5,11,17,31,32), aunque resta destacar el mayor involucramiento de los hogares dentro del sistema financiero. Es por esto que se presenta la gráfica 37 en donde se observa que entre el 2007 y el 2010 el **consumo de los hogares** decreció tanto en bienes durables como en servicios financieros, pero el hecho de que éstos últimos no decayeran en el mismo grado que los bienes durables, da cuenta de la preferencia del mantenimiento de instrumentos financieros por encima de elementos surgidos del sector real. De hecho, Palazuelos (2011) observó que desde la perspectiva de los hogares, la financiarización de la economía estadounidense se explica por la **desigualdad en la distribución del ingreso**, pues solo los percentiles con mayores ingresos tienen capacidad de adquirir activos financieros con los cuales seguir elevando sus ingresos.

Gráfica 37. EUA: TAC del consumo de los hogares y organizaciones no lucrativas en servicios financieros y bienes durables (2001-2018), porcentaje



Fuente: ibídem.

Así pues, la financiarización de EUA surgió de la evolución del sistema financiero y del sector real, de forma que con el transcurso del tiempo se ha profundizado dentro

de la economía en su conjunto, volviendo sumamente complejo para las autoridades la reglamentación financiera. Pues no solo se enfrentan al rezago natural en toda regulación, sino que también deben resolver las dificultades de identificación de los agentes (financieros, no financieros, o una combinación) y del tipo de actividad financiera que realizan; situación agravada por la posición hegemónica de EUA en los mercados financieros y en la economía internacional, ya que ello ensancha el número de participantes y transacciones a regular.

C. Reflexiones finales

El desarrollo de la investigación se orientó en todo momento al cumplimiento del objetivo general y la verificación de la hipótesis, ante lo cual surgen las siguientes conclusiones, mismas que a pesar de estar muy interconectadas vale la pena desglosar:

La historia económica nos demuestra que en los inicios del capitalismo, las crisis eran claramente productivas pero el desarrollo de las TIC's, la globalización y la instauración del neoliberalismo como teoría económica dominante, llevaron a una nueva etapa del capitalismo en la que el sistema financiero no está enfocado exclusivamente a solventar las necesidades de la producción (otorgamiento de crédito) sino que ha acrecentado su importancia dentro de la economía con respecto a todos los agentes que la integran, a tal punto que las economías están cada vez más financiarizadas. Con lo cual, las crisis han comenzado a gestarse primero en el sector financiero y después en el real, tal cual ocurrió con la crisis de las hipotecas *suprime*.

Entonces la primera observación es que necesariamente **debe de haber una adaptación teórica a la coyuntura histórica que presenciamos**, pues el capítulo 3 dejó claro que una de las principales explicaciones de la magnitud de la Gran Recesión, recae en los errores de política económica tomados por la presidencia estadounidense prácticamente desde los ochenta (con los *Reaganomics*) pero en

especial a principios del siglo XXI con la instauración de la política monetaria y la desregulación financiera de la “Nueva Economía”.

Además, es interesante resaltar que el sistema financiero es uno de los pocos elementos en los que los supuestos básicos de la teoría neoliberal parecen cumplirse plenamente, ante lo cual se esperaría que funcionase de acuerdo a la teoría. Sin embargo, la crisis *subprime* evidenció que sí hay significativas distorsiones a la información (calificadoras), grandes monopolios (dilema TBTF) y que los agentes no son racionales en todo momento, sino que también toman decisiones con base en la especulación; de hecho, Palazuelos (2011) reflexiona:

“[...] Los hechos ocurridos entre 1981 y 2007 ponen de manifiesto que el discurso sobre las ventajas de las finanzas liberalizadas es una construcción ideológica elaborada a través de un conjunto de falacias. Los hechos permiten constatar que, en ausencia de una adecuada regulación, los agentes y los mercados financieros propenden a conductas especulativas, reproducen tendencias de euforia-depresión, asignan los recursos de forma ineficiente, intensifican la volatilidad, gestionan defectuosamente los riesgos e incurrir en peligros sistémicos” (Palazuelos, 2011: 48).

Entonces, las bases que guían a los *policy makers* han demostrado no ser adecuadas a la realidad; sobre todo si se toma en cuenta la apuesta de la Reserva Federal por una política monetaria no convencional en los peores momentos de la crisis. Lo cual se asimiló más como una medida desesperada ante la coyuntura, que mostraba la superación de la realidad respecto a la teoría (agotamiento de la política monetaria convencional).

La segunda observación de la crisis, muy relacionada con el punto anterior, es que precisamente el apego a la teoría neoliberal, llevó a EUA a la adopción de una política monetaria laxa acompañada de un fuerte proceso de desregularización financiera; a partir de lo cual el **sector financiero comenzó a complejizarse por el incremento en la competencia**, pues entidades no bancarias comenzaron a preferir ubicar sus recursos dentro del sistema financiero, ensanchando cada vez más el volumen de transacciones realizadas en el *shadow banking system*.

Lo anterior mermó la posición de los bancos como única fuente de recursos (crédito) y espacio para transacciones financieras (inversión); como resultado, la innovación financiera fue adquiriendo cada vez mayor preferencia respecto a la continuación del modelo bancario tradicional, que evidentemente estaba quedando rezagado. Es decir que a pesar del desempeño positivo de indicadores macroeconómicos esenciales como el PIB, la hipótesis fue confirmada porque desde los ochenta las condiciones (principalmente monetarias) del país han incentivado la entrada de capital, pero éste no se desarrolló en el sector productivo sino que prefirió acobijarse en el financiero.

En otras palabras, después de los setenta las expectativas de los agentes económicos permanecieron mayormente negativas respecto al progreso del sector productivo de EUA, no solo en cuanto al estancamiento de la productividad sino también en atención al grado de afectación negativa que podía infringirles el sistema financiero (estanflación); de forma que comenzaron a involucrarse en actividades financieras a modo de protección, pero después de experimentar la velocidad en la adquisición de ganancias, continuaron con dicha práctica. Ello se confirma con el reconocimiento de que pese a la posterior recuperación de la productividad estadounidense (gracias al apogeo de las TIC's en *Silicon Valley*), las empresas no financieras perpetuaron sus actividades financieras ya que después de todo, la virtud de la titularización y otras innovaciones financieras, es que no requieren de un tiempo para su producción sino que pueden generar ganancias inmediatas en los mercados secundarios.

La tercera observación es que la **regulación financiera es todavía un aspecto pendiente de desarrollo académico y legal**, en particular respecto a los conflictos de interés entre las autoridades y los grandes bancos. Pues por un lado, la añadidura de excepciones a las propuestas de ley originales no beneficiaron a la economía, ni siquiera a las entidades financieras interesadas pues el resultado final se complejizó a tal grado que su aplicación se entorpeció (Regla Volcker, enmienda Lincoln, etc.). Y por el otro lado, en mi opinión, el sistema financiero de EUA se ha desarrollado a tal punto que existen elementos que deberían de ser retomados por

el Estado, en aras de salvaguardar el bienestar de toda la población y no solo de ciertos sectores (como el financiero), por ejemplo, las agencias calificadoras de riesgo y las entidades TBTF, ya que son entidades que su naturaleza *per se* les impide accionar sin riesgos considerables que ponen en jaque a la economía en su conjunto.

También hay que señalar que la promulgación de la *Relief Act* no eliminó la Ley Dodd-Frank, pero sí la mermó negativa y significativamente, lo cual se traduce en la aprobación e incitación al fraude financiero y a la preferencia por la rentabilidad cortoplacista, además de perpetuar el rescate financiero a costa de los contribuyentes. La Ley Dodd-Frank sí requería ajustes, pero no de la forma en la que se eligió, pues en los hechos implica el retorno a la promesa convencional de la eficiencia en los mercados desregulados, lo que constantemente ha demostrado no ser completamente cierto, ni sostenible en el largo plazo, de manera que el desenvolvimiento positivo de la economía estadounidense a partir del 2018 es falaz.

La cuarta observación tiene que ver con las **dificultades hegemónicas y su impacto estructural**: tal como se observó en el recorrido histórico (capítulo 2), la Guerra Fría fue un parteaguas para EUA, esencialmente porque impulsó la exportación del capitalismo hacia la economía mundial (Plan Marshall) con tal de conservar la hegemonía recién adquirida. Sin embargo el *american dream* que forma a la cultura y política estadounidense, es la principal explicación del voluminoso déficit de cuenta corriente y del temor de que la regularización de los mercados disminuya la importancia de *Wall Street* como centro financiero mundial, ya que después de todo los capitales buscarán reproducirse sin importar el país. En resumen, la prolongación de la condición hegemónica ha ocasionado en EUA dificultades estructurales, que ponen en desasosiego el futuro productivo y financiero del país, en particular por desmesurado nivel de endeudamiento.

Referencias

- Alexander, R. y otros (2018) "Passage of the Economic Growth Act Modifies the Dodd-Frank Act and Provides other financial regulatory relief", *Arnold & Porter*, 01 de junio. Disponible en: <https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/publications/2018/06/passage-of-the-economic-growth-act-modifies> [Consultado 22/08/2019].
- Allen, D. y otros (2018) "An event study analysis of too-big-to-fail after the Dodd-Frank act: who is too big to fail?", *Journal of Economic and Business*, 98. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148619517301108> [Consultado 15/08/2019].
- Allen, K. (2018) "Too big to fail, too big to exist: Bernie Sanders takes aim at banks with new bill", *ABC News*, 4 de octubre. Disponible en: <https://abcnews.go.com/Politics/big-fail-big-exist-bernie-sanders-takes-aim/story?id=58276622> [Consultado 06/08/2019].
- Amadeo, K. (2018) "What was the Bank Bailout Bill? Cost, Impact, How it Passed", *The Balance*, 5 de noviembre. Disponible en: <https://www.thebalance.com/what-was-the-bank-bailout-bill-3305675> [Consultado 22/07/2019].
- *American Recovery And Reinvestment Act* (2009). Disponible en: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ5/PLAW-111publ5.pdf> [Consultado 15/05/2019].
- Arner, D. y otros (2015) "The evolution of fintech: a new post-crisis paradigm?", *Research Paper No. 2015/047. University of Hong Kong Faculty of Law*. Disponible en: <https://www.ssrn.com/abstract=2676553> [Consultado 30/08/2019].
- ASCE (2017) *Infrastructure Report Card 2017; A comprehensive assessment of America's infrastructure*. Disponible en: <https://www.infrastructurereportcard.org/wp-content/uploads/2019/02/Full-2017-Report-Card-FINAL.pdf> [Consultado 27/06/2019].
- ASCE (2016) *Failure to act, closing the infrastructure investment gap for America's economic future*. Disponible en: <https://www.infrastructurereportcard.org/wp-content/uploads/2016/05/ASCE-Failure-to-Act-Report-for-Web-5.23.16.pdf> [Consultado 29/06/2019].
- Avci, B. y otros (2018) "Eliminating conflicts of interest in banks: the significance of the Volcker rule", *Yale Journal on regulation*, 35. Disponible en: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1517&context=vjreg> [Consultado 18/08/2019].
- Baily, M. y otros (2019) "The impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth", *RFS: The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences*, 3 (1). Disponible en: <https://www.russellsage.org/impact-dodd-frank-act-financial-stability-and-economic-growth> [Consultado 21/08/2019].
- Balasubramnian, B. Cyree, K. (2014) "Has market discipline on Banks improved after the Dodd-Frank Act?", *Journal of Banking & Finance*, 41. Disponible en: https://econpapers.repec.org/article/eeeibfina/v_3a41_3ay_3a2014_3ai_3ac_3ap_3a155-166.htm [Consultado 15/08/2019].
- Banxico (2019) *El sistema financiero*. Disponible en: <http://www.anterior.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html> [Consultado 03/01/2019].
- Bao, J. y otros (2018) "The Volcker Rule and market-making in times of stress", *Finances and Economics Discussion Series*, 102. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016102pap.pdf> [Consultado 18/08/2019].
- Bao, O. y Zhou, A. (2016) "The Volcker Rule and Market-Making in times of stress", *Finances and Economics Discussion Series 2016-102*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016102pap.pdf> [Consultado 16/08/2019].
- Barcelata, H. (2010) "La crisis financiera en Estados Unidos", *Revista Académica: Contribuciones a la economía*, Issue 2010-04. Disponible en: <http://www.eumed.net/ce/2010a/hbc.htm> [Consultado 20/04/2019].
- Barr, M. (2017) "Financial reform: making the system safer and fairer", *The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences*, 3 (1). Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2909&context=articles> [Consultado 01/09/2019].
- Barth, J. y Wihlborg, C. (2019) "Too big to fail and too big to save: dilemmas for banking reform", *National Institute Economic Review*, 235. Disponible en: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/002795011623500113> [Consultado 01/09/2019].

- Barth, J. y otros (2012) "Just how big is the too big to fail problem?", *Milken Institute*, 13 (4). Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.365.6421&rep=rep1&type=pdf> [Consultado 01/09/2019].
- BBC (2009) "Cronología de una crisis", *BBC Mundo*, 2 de septiembre del 2009. Disponible en: https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/09/090902_aftershock_timeline_noflash [Consultado 30/08/2019].
- BEA (2018) Bureau of Economic Analysis. Disponible en: <https://www.bea.gov/> [Consultado 04/11/2018].
- Belke, A. (2018) "The effectiveness of the Fed's Quantitative Easing- A survey of the econometrics", *Estudios de Economía Aplicada*, 36 (1) Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6283929> [Consultado 24/06/2019].
- Belke y otros (2017) "The effectiveness of the Fed's quantitative easing policy: new evidence based on international interest rate differentials", *Journal of International Money and Finance*, 73. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560617300293> [Consultado 24/06/2019].
- Berry, J. (2003) "Recession ended in November of 2001", *The Washington Post*, 18 de julio del 2003. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/archive/business/2003/07/18/recession-ended-in-november-of-2001/fbf6907f-042b-4d07-849c-0f67935bcb4/?noredirect=on&utm_term=.3e0612b98552 [Consultado 25/03/2019].
- Berry, K. y Mckredy, I. (2017) "GOP switches tactics in 'war' against CFPB", *American Banker*, 03 de marzo. Disponible en: <https://www.americanbanker.com/news/gop-switches-tactics-in-war-against-cfpb> [Consultado 11/08/2019].
- Better Markets (2019) "Here are the key wins for Wall Street in the wakened Volcker Rule", *Better Markets*, 20 de agosto. Disponible en: <https://bettermarkets.com/resources/here-are-key-wins-wall-street-weakened-volcker-rule> [Consultado 30/08/2019].
- Biography (2018) Donald Trump, Biography. Disponible en: <https://www.biography.com/us-president/donald-trump> [Consultado 21/08/2019].
- BIS (2013) "Bancos de importancia sistémica mundial: metodología de evaluación actualizada y mayor requerimiento de absorción de pérdidas", *Banco de Pagos Internacionales*, julio 2013. Disponible en: https://www.bis.org/publ/bcbs255_es.pdf [Consultado 22/08/2019].
- BIS (2018) *History of the Basel Committee*. Banco Internacional de Pagos. Disponible en: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm> [Consultado 27/07/2019].
- Blair, S. (2019) "Bank bailouts propped up the financial system. But we should never repeat them.", *The Washington Post*, 23 de mayo. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/outlook/bank-bailouts-propped-up-the-financial-system-but-we-should-never-repeat-them/2019/05/23/f50e001a-7bee-11e9-8ede-f4abf521ef17_story.html [Consultado 26/08/2019].
- BLS (2019) Bureau of Labor Statistics. Disponible en: <https://www.bls.gov/home.htm> [Consultado 22/07/2019].
- BM (2019) Banco Mundial. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/> [Consultado 26/10/2018].
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2017) *Structure of the Federal Reserve System*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm> [Consultado 04/01/2019].
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019) *Data*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/data.htm> [Consultado 15/04/2019].
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2018) *Financial Accounts Guide*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/apps/fof/FOFTables.aspx> [Consultado 03/01/2019].
- Bodemer, K. (2017) "Europa y América Latina en la crisis financiera: ¿quién puede aprender de quién?", *Espiral, Estudios sobre Estado y Sociedad*, 24 (69). Disponible en: <http://www.espiral.cucsh.udg.mx/index.php/EEES/article/download/5211/5852/> [Consultado 06/05/2019].
- Bowley, G. (2010) "As dollar's value falls, currency conflicts rise", *The New York Times*, 20 de octubre. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2010/10/21/business/global/21dollar.html> [Consultado 24/06/2019].
- Boyer, R. (2011) "Poskeynesianos y regulacionistas: ¿Una alternativa a la crisis de la economía estándar?", *Economía: teoría y práctica*, 35. Disponible en: <http://robertboyer.org/fr/poskeynesianos-y-regulacionistas-una-alternativa-a-la-crisis-de-la-economia-estandar/> [Consultado 10/12/2018].
- Boyer, R. (2000) "Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, 29(1).
- Bradsher, K. (1994) "Federal Reserve increases interest rates by ¾ point. Jump is largest since 1981", *The New York Times*, 16 de noviembre de 1994. Disponible en: <https://www.nytimes.com/1994/11/16/us/federal-reserve-increases-interest-rates-by-3-4-point-jump-is-largest-since-1981.html> [Consultado 01/04/2019].
- Braithwaite, T. y Alloway, T. (2012) "How JP Morgan shock hit the war on Volcker", *JPMorgan Chase & Co*, 11 de mayo. Disponible en: <https://www.ft.com/content/f7845f6e-9b82-11e1-8b36-00144feabdc0> [Consultado 16/08/2019].

- Brenner, R. (2009) *La economía de la turbulencia global. Las economías capitalistas avanzadas de la larga expansión al largo declive 1945-2005*. Madrid: Akal.
- Brenner, R. (2002) *La expansión económica y la burbuja bursátil. Estados Unidos y la economía mundial*. Madrid: Akal.
- Buffet, M. (2016) "How do CDOs and CDSs influence the crisis of 2008", *Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics*, 6. Disponible en: <https://commons.in.edu.hk/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1032&context=ljbfe> [Consultado 21/08/2019].
- Burton, L. y otros (2017) "Poverty" en: en Pathways (2017) Special Issue 2017. Disponible en: <https://inequality.stanford.edu/publications/pathway/state-union-2017> [Consultado 21/08/2019]
- Carlino, G. (2017) "Did the fiscal stimulus work?", *Federal Reserve of Philadelphia Research Department Economic Insights*. Disponible en: https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/economic-insights/2017/q1/eiq117_did-the-fiscal-stimulus-work.pdf?la=en [Consultado 22/07/2019].
- Carlino, G. e Inman, R. (2015) *Fiscal stimulus in economic unions: what role for states?*, working paper 21680, National Bureau of Economic Research. Disponible en: <https://www.nber.org/papers/w21680.pdf> [Consultado 15/06/2019].
- Carner, J. (2010) "Why Wall Street will love the 3% solution in Reform bill", *CNBC*, 25 de junio. Disponible en: <https://www.cnbc.com/id/37921692> [Consultado 16/08/2019].
- Carpenter, D. (2014) "The consumer financial protection bureau (CFPB): a legal analysis", *Congress Research Services*, R42572. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R42572.pdf> [Consultado 22/08/2019].
- Carpenter, D. y otros (2014) "The Volcker Rule: A legal analysis"; *Congress of Research Services*, R43440. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43440.pdf> [Consultado 21/08/2019].
- Carpenter, D. y Murphy, M. (2014) "The Volcker Rule: a legal analysis", *Consumer Research Services*, R43440. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43440.pdf> [Consumer 16/08/019].
- Cassidy, J. (2010) "Obama's Economic adviser and his battles over the financial-reform bill", *The New Yorker*, 19 de julio. Disponible en: <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule> [Consultado 16/08/209].
- CEA y Presidente de EUA (2019) Economic Report of the President 2019. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2019/03/ERP-2019.pdf> [Consultado 22/07/2019].
- CEA y Presidente de EUA (2018) Economic Report of the President 2018. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/ERP_2018_Final-FINAL.pdf [Consultado 22/07/2019].
- CEA y Presidente de EUA (2017) Economic Report of the President 2017. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: <https://obamawhitehouse.archives.gov/administration/eop/cea/economic-report-of-the-President/2017> [Consultado 22/07/2019].
- CEA y Presidente de EUA (2014) Economic Report of the President 2014. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: <https://obamawhitehouse.archives.gov/administration/eop/cea/economic-report-of-the-President/2014> [Consultado 08/05/2019].
- CEA y Presidente de EUA (2010) Economic Report of the President 2010. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/app/details/ERP-2010/summary> [Consultado 08/05/2019].
- CEA y Presidente de EUA (2001) Economic Report of the President 2001. Washington: U.S. Government Printing Office. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/app/details/ERP-2001> [Consultado 02/04/2019].
- Cetorelli, N. y Traina, J. (2018) "Resolving "Too Big to Fail", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 859. Disponible en: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr859.pdf [Consultado 15/08/2019].
- CFPB (2018) Oficina de protección financiera del consumidor. Disponible en: <https://www.consumerfinance.gov/es/> [Consultado 26/02/2019].
- CFPB (2019) Oficina de protección financiera del consumidor, *The Bureau*, disponible en: <https://www.consumerfinance.gov/about-us/the-bureau/> [Consultado 22/05/2019].
- Chen, C. y Zhang, Z. (2018) *Linkage between FinTech and Traditional Financial Sector in U.S*. Tesis de maestría, Jönköping University. Disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/cea8/af69b1e65e26dd69628158ff835911e86266.pdf> [Consultado 26/02/2019].

- Chodorow, G. y otros (2012) "Does state fiscal relief during recessions increase employment? Evidence from the American Recovery and Reinvestment Act", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4 (3). Disponible en: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.4.3.118> [Consultado 22/07/2019].
- Christensen, J. y Rudebusj, G. (2012) "The response of interest rates to US and UK quantitative easing", *The economic journal*, 22 (564). Disponible en: <https://academic.oup.com/ej/article-abstract/122/564/F385/5079473?redirectedFrom=fulltext> [Consultado 18/06/2019].
- Christie, L. (2008) "Homeowners: Can't pay? Just walk away", *CNN*, 07 de febrero del 2008. Disponible en: https://money.cnn.com/2008/02/06/real_estate/walking_away/index.htm [Consultado 22/04/2019].
- Consumerist (2017) "Lawmakers introduce legislation that would abolish the CFPB", *Consumerist*, 15 de febrero. Disponible en: <https://www.consumerreports.org/consumerist/lawmakers-introduce-legislation-that-would-abolish-the-cfpb/> [Consultado 12/08/2019].
- Cox, J. (2017) "Yellen: Trump is completely wrong that banks aren't lending", *CNBC*, 27 de junio. Disponible en: <https://www.cnbc.com/2017/06/27/yellen-banks-very-much-stronger-another-financial-crisis-not-likely-in-our-lifetime.html> [Consultado 30/08/2019].
- Crane, D. (2013) "Excessive compensation without a remedy", *Arizona State Law Journal*, 44 (1). Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/arzjl45&div=11&id=&page=> [Consultado 21/08/2019].
- CRFB (2009) "Analysis of The American Recovery and Reinvestment Act", *Committee For a Responsible Federal Budget*, 17 de febrero. Disponible en: <https://www.crfb.org/papers/analysis-american-recovery-and-reinvestment-act> [Consultado 22/07/2019].
- Crohsgal, B. (2017) "Do the Financial Institution Bankruptcy Act and the CHOICE Act undermine an effective restructuring of a failing financial institution?", *Harvard Law School, Bankruptcy Roundtable*. Disponible en: <https://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2017/06/13/financial-institution-bankruptcy-act/> [Consultado 14/08/2019].
- CRS (2019) "Monetary policy and the Federal Reserve: current policy and conditions", *Congressional Research Service*, 22 de febrero. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf> [Consultado 18/05/2019].
- CRS (2010) "The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Title IX, Investor Protection", *Congressional Research Service*, R41503. Disponible en: <https://www.llsdc.org/assets/DoddFrankdocs/crs-r41503.pdf> [Consultado 30/08/2019].
- Dabat, A. (2017) "Esbozo de método para el estudio del siglo XX e inicios del XXI", en *Economía Informa*, 407. Disponible en: https://ac.els-cdn.com/S0185084917300580/1-s2.0-S0185084917300580-main.pdf?_tid=bb0fcaba-d520-4c36-b328-006818f37551&acdnat=1541042020_1777ec1f29df992493d74f04a4dcc112 [Consultado 31/10/2018].
- Davis Polk (2013) "Swaps pushout rule: Federal Reserve clarifies treatment of U.S. branches of foreign banks"; *Client memorandum*, junio 06. Disponible en: <https://www.davispolk.com/files/files/Publication/a5c89ca4-1bc3-457f-9de6-864d4bef7cdb/Preview/PublicationAttachment/b4d5290a-be79-4a92-be3c-86b1cfedb84e/06.06.13.Swaps.Pushout.pdf> [Consultado 22/08/2019].
- De la Garza, T. y Neffa, J. (2011) "Modelos económicos, modelo productivo y estrategias de ganancia: conceptos y problematización", en *Cuadernos del Pensamiento Crítico Latinoamericano*, 39. Disponible en: http://www.medelu.org/IMG/pdf/Clacso_NEFFA_Y_GARZA_TOLEDO_p_25-26.pdf [Consultado 31/10/2018].
- DeBonis, M. y Olorunnipa, T. (2019) "Trump falls short on infrastructure after promising to build roads, bridges and consensus", *The Washington Post*, 26 de mayo del 2019. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/politics/trump-falls-short-on-infrastructure-after-promising-to-build-roads-bridges-and-consensus/2019/05/26/1027446e-7c9f-11e9-8bb7-0fc796cf2ec0_story.html?utm_term=.a433ea29244c [Consultado 29/06/2019].
- Departamento de transporte de EUA (2018) *The lasting impacts of the american recovery and reinvestment act on America's transportation infrastructure*, Departamento de transporte de EUA. Disponible en: <https://www.transportation.gov/sites/dot.gov/files/docs/American%20Recovery%20and%20Reinvestment%20Act%20Final%20Report.pdf> [Consultado 17/06/2019].
- Departamento del Tesoro (2009) *Financial Regulatory Reform. A new foundation: Rebuilding financial supervision and regulation*, Washington. Disponible en: https://www.treasury.gov/initiatives/wsr/Documents/FinalReport_web.pdf [Consultado 26/07/2019].
- Departamento del Tesoro (2018) "A financial system that creates economic opportunities; Nonbank financials, Fintech, and Innovation", Report To the President Donald J. Trump. Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System. Disponible en: <https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-07/A-Financial-System-that-Creates-Economic-Opportunities---Nonbank-Financi....pdf> [Consultado 14/08/2019].

- Departamento del Tesoro (2017a) "A financial system that creates economic opportunities; Banks and credit unions", *Report To the President Donald J. Trump. Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System*. Disponible en: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf> [Consultado 14/08/2019].
- Departamento del Tesoro (2017b) "A financial system that creates economic opportunities; Capital Markets", *Report To the President Donald J. Trump. Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System*. Disponible en: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf> [Consultado 14/08/2019].
- Departamento del Tesoro (2017c) "A financial system that creates economic opportunities; Asset Management and Insurance", *Report To the President Donald J. Trump. Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System*. Disponible en: https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-That-Creates-Economic-Opportunities-Asset_Management-Insurance.pdf [Consultado 14/08/2019].
- *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). Disponible en: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf> [Consultado 21/05/2019].
- Donovan, A. y otros (2016) "The U.S. Income Distribution: trends and issues", *Congress of Research Services*, 7-5700 R44705. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R44705.pdf> [Consultado 15/08/2019].
- Duport, B. (2017) "So, why did the 2009 Recovery Act Improve the Nation's highways and bridges?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 99 (2). Disponible en: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/2017-04-12/so-why-didnt-the-2009-recovery-act-improve-the-nations-highways-and-bridges.pdf> [Consultado 22/07/2019].
- Duran, M. (2012) "Episodios históricos de burbujas especulativas", *Extoicos*, 5. Disponible en: <http://www.extoikos.es/n5/pdf/9.pdf> [Consultado 02/04/2019].
- Editorial Board (2018) "The story isn't how much Dodd-Frank has been changed. It's how little", *The Washington Post*, 26 de mayo. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/opinions/the-story-isnt-how-much-dodd-frank-has-been-changed-its-how-little/2018/05/26/19018406-5eb8-11e8-a4a4-c070ef53f315_story.html [Consultado 30/08/2019].
- El País (2017) "11 de septiembre: 16 años después de los atentados contra las Torres Gemelas", *El País*, 11 de septiembre del 2017. Disponible en: https://elpais.com/internacional/2017/09/11/actualidad/1505123698_119209.html [Consultado 09/04/2019].
- Elayan, F. y otros (2018) "The impact of the Volcker rule on targeted banks, systemic risk, liquidity, and financial reporting quality", *Journal of Economics and Business*, 96. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/eee/jebusi/v96y2018icp69-89.html> [Consultado 18/08/2019].
- *Emergency Economic Stabilization Act* (2008) Disponible en: <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-110publ343> [Consultado 14/05/2019].
- en: https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/09/090902_aftershock_timeline_noflash [Consultado 23/04/2019].
- Epstein, G. (2005) *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- FDIC (2019) "Fact Sheet: Financial Rule Amendments to the Volcker Rule"; *Federal Deposit Insurance Corporation*, 20 de agosto. Disponible en: <https://www.fdic.gov/news/news/press/2019/pr19073a.pdf> [Consultado 26/08/2019].
- FDIC (2019a) Federal Deposit Insurance Corporation. Disponible en: <https://www.fdic.gov/bank/statistical/> [Consultado 30/08/2019].
- Fed Bank of Chicago (2019) National Financial Conditions Index. Federal Reserve Bank of Chicago. Disponible en: <https://www.chicagofed.org/publications/nfci/index> [Consultado 29/08/2019].
- Fed Bank of New York (2019) Center for Microeconomic Data. Federal Reserve Bank of New York. Disponible en: <https://www.newyorkfed.org/microeconomics> [Consultado 29/08/2019].
- Fed Bank of St. Louis (2010) "National Economic Trends", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, enero 2010. Disponible en: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/net/NETJan2010Appendix.pdf> [Consultado 29/08/2019].
- Feyrer, J. y Sacerdote, B. (2012) "Did the stimulus stimulate? Effects of the American Recovery and 2019) en: https://www.dartmouth.edu/~bsacerdo/Stimulus2012_06_21.pdf [Consultado 22/07/2019].
- Fisher, R. (2013) "Correcting 'Dodd-Frank' to actually end 'Too Big to Fail'", *Federal Reserve Bank of Dallas, Speeches and Essays*, 133. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/fip/feddsp/133.html> [Consultando 15/08/2019].
- Flitter, E. y Rappeport, A. (2018) "Bankers hate the Volcker Rule. Now, it could be watered down.", *The New York Times*, 21 de mayo. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2018/05/21/business/volcker-rule-fed-banks-regulation.html> [Consultado 21/08/2019].

- Flynn, S. y otros (2019) "Informational efficiency in securitization after Dodd-Frank", Sexta conferencia anual sobre regulación del Mercado financiero (2018). Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3278424 [Consultado 21/08/2019].
- FMI (2014) *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Moving-from-Liquidity-to-Growth-Driven-Markets> [Consultado 04/08/2019].
- FMI (2019) IMF data. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Data> [Consultado 31/10/2018].
- Fraga, R. (2017) *Un análisis de las principales causas del Shadow banking actual y delimitación de los productos financieros que engloba*. Tesis de fin de grado. Universidade Da Coruña. Disponible en: <https://ruc.udc.es/dspace/handle/2183/19849> [Consultado 05/03/2019].
- FRED (2019) Federal Reserve Bank of St. Louis. Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/> [Consultado 31/10/2018].
- Fromer, K. (2019) "Financial Stability Board Evaluation of "Too-Big-to-Fail" Reforms", Financial Stability Board, Suiza: 28 de Junio. Disponible en: https://www.fsforum.com/wp-content/uploads/2019/07/forum_feedback_evaluation_of_tbtfr_reforms.pdf [Consultado 15/08/2019].
- FSB (2019) About the FSB, Financial Stability Board. Disponible en: <https://www.fsb.org/about/> [Consultado 27/0/2019].
- FSB (2016) "2016 list of global systemically important insurers (G-SII's)", *Financial Stability Board*. Disponible en: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/2016-list-of-global-systemically-important-insurers-G-SIIs.pdf> [Consultado 02/08/2019].
- FSB (2011) "Policy Measures to address the Systemically Important Financial Institutions", *Financial Stability Board*. Disponible en: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Policy-Measures-to-Address-Systemically-Important-Financial-Institutions.pdf> [Consultado 27/07/2019].
- FSB (2010) "Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions", *Financial Stability Board, Recommendations and time lines*. Disponible en: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101111a.pdf [Consultado 15/08/2019].
- FSOC (2019) Designations, Financial Stability Oversight Council. Disponible en: <https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/default.aspx> [Consultado 03/08/2019].
- FSOC (2018) *2018 Annual Report. Financial Stability Oversight Council*. Disponible en: <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2018AnnualReport.pdf> [Consultado 02/08/2019].
- Furman, J. (2018) "The fiscal response to the Great Recession: steps taken, paths rejected and lessons for next time", *Yale School of Management Program on Financial Stability, Preliminary Discussion Draft*. Disponible en: <http://ypfs.som.yale.edu/file/2275> [Consultado 22/07/2019].
- Gagnon, J. y otros (2011) "The financial market effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases", *International Journal of Central Banking*, 7 (1). Disponible en: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q1a1.pdf> [Consultado 18/06/2019].
- GAO (2017) "Financial Regulation. Perspectives on the swaps push-out Rule", *United States Government Accountability Office, Report to Congressional Requesters*, septiembre 2017. Disponible en: <https://www.gao.gov/assets/690/686903.pdf> [Consultado 22-05-2019].
- GAO (2014) "Consumer Financial Protection Bureau. Some Privacy and Security Procedures for Data Collections Should Continue Being Enhanced", *United States Government Accountability Office, Report to Congressional Requesters*, Septiembre 2014. Disponible en: <https://www.gao.gov/assets/670/666000.pdf> [Consultado 12/08/2019].
- Gao, Y. y otros (2016) "Capital market's assessment of the economic impact of the Dodd-Frank Act on systemically important financial firms", *Journal of Banking and Finance*, 86. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426616300218> [Consultado 06/08/2019].
- Garcia, A. (2017) "Car sales set another U.S. record"; *CNN*, 4 de enero. Disponible en: <https://money.cnn.com/2017/01/04/news/companies/car-sales-2016/?iid=EL> [Consultado 29/08/2019].
- García, G. y Baeza, R. (2016) "Las políticas monetarias heterodoxas en el contexto de la Gran Recesión. Un comparativo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo", *Análisis Económico*, 31(77). Disponible en: <https://www.redalyc.org/jatsRepo/413/41345703008/html/index.html> [Consultado 24/06/2019].
- Gray, V. (2013) "The impact of the american recovery and reinvestment act of 2009 on black and latino unemployment", *Atlanta University Center*, 445. Disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/13503467.pdf> [Consultado 01/09/2019].
- Geemax, M. (2016) "Trump team promises to 'dismantle' Dodd Frank Bank Regulations", *National Public Radic*, 10 de noviembre. Disponible en: <https://www.npr.org/sections/thetwo-way/2016/11/10/501610842/trump-team-promises-to-dismantle-dodd-frank-bank-regulations> [Consultado 13/08/2019].
- Gillespie, P. (2016) "America's part-time workforce is huge", *CNN*, 25 de abril. Disponible en: <https://money.cnn.com/2016/04/25/news/economy/part-time-jobs/> [Consultado 16/07/2019].

- Guillespie, P. (2014) "Part-time Jobs put millions on poverty or close to it", *CNN*, 20 de noviembre. Disponible en: <https://money.cnn.com/2014/11/20/news/economy/america-part-time-jobs-poverty/index.html> [Consultado 16/07/2019].
- Gitlen, J. (2017) "Auto Loans Outstanding hits record in the United States", *Lendedu*, 10 de noviembre. Disponible en: <https://lendedu.com/blog/outstanding-auto-loans-market-hits-record> [Consultado 29/08/2019].
- Goldman, D. (2009) "Worst year for Jobs since '45", *CNN*, 09 de enero del 2009. Disponible en: https://money.cnn.com/2009/01/09/news/economy/jobs_december/ [Consultado 23/04/2019].
- Gray, V. (2013) "The impact of the American recovery and reinvestment act of 2009 on black and latino unemployment", *ETC Collection for AUC Robert W. Woodruff Library*, Paper 44S. Disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/13503467.pdf> [Consultado 14/08/2019].
- Gros y otros (2015) "Lessons from quantitative easing: much ado about so little?", *CEPS Policy BRIEF*. Disponible en: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/lessons-quantitative-easing-much-ado-about-so-little> [Consultado 24/06/2019].
- Gruenberg, M. (2019) "The Volcker Rule", *Statement FDIC Board of Directors*, 20 de agosto. Disponible en: <https://www.fdic.gov/news/news/speeches/spaug2019b.pdf> [Consultado 30/08/2019].
- Grunwald, M. (2018) "Behind the Dodd-Frank freakout", *Político*, 17 de marzo. Disponible en: <https://www.politico.com/magazine/story/2018/03/17/behind-the-dodd-frank-freakout-217645> [Consultado 30/08/2019].
- Guillén, H. (2009) La crisis financiera de los préstamos subprime", *Comercio Exterior*, 59 (12). Disponible en: http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/133/1/947_Guillen.pdf [Consultado 05/05/2019].
- Guo, C. (2016) "Credit rating agency reform: a review of Dodd-Frank section 933(B)'s effect (or lack thereof) since enactment", *Columbia Business Law Review*, 2016 (184). Disponible en: <https://cblr.columbia.edu/credit-rating-agency-reform-a-review-of-dodd-frank-section-933bs-effect-or-lack-thereof-since-enactment/> [Consultado 21/08/2019].
- Gutiérrez, C. y Fernández, J. (2006) "Evolución del proceso de regulación bancaria hasta Basilea-2: origen, características y posibles efectos", *Pecnivia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de León*, 2. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1710416.pdf> [Consultado 31/12/18].
- Guynn, R. y otros (2010) "United States"; en: IBA (2010) A survey of recurrent regulatory trends. Disponible en: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=D36C2638-F82C-4AA4-97D7-4234C5FFBB7C> [Consultado el 13/05/2019].
- Haggerty, N. (2018) "Trump makes repeal of CFPB auto lending rule official", *American Banker*, 21 de mayo. Disponible en: <https://www.americanbanker.com/news/trump-makes-repeal-of-cfpb-auto-lending-rule-official> [Consultado 12/08/2019].
- Hakkio, C. y Kreeton, W. (2009) "Financial stress: what is it, how can it be measured, and why does it matter?", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 94 (2). Disponible en: https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/09q2hakkio_keeton.pdf [Consultado 29/08/2019].
- Herron, J. (2019) "Consumer protection wanes under Trump", *USA Today*, 13 de marzo. Disponible en: <https://www.usatoday.com/story/money/2019/03/13/consumer-protection-actions-cfpb-ftc-and-cpsc-decline-under-trump/3142905002/> [Consultado 12/08/2019].
- Hobsbawm, E. (1998) *Historia del siglo XX*. Buenos Aires: Crítica.
- Horn, R. (2017) "Policy watch: the consumer financial protection bureau's consumer research: mission accomplished?", *Journal of Public Policy & Marketing*, 36 (1). Disponible en: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1509/jppm.17.037> [Consultado 21/08/2019].
- Horowitz, J. (2017) "Trump kills rule that made it easier people to sue Banks", *CNN*, 1 de noviembre. Disponible en: <https://money.cnn.com/2017/11/01/news/trump-repeals-cfpb-arbitration-rule/index.html> [Consultado 21/08/2019].
- Horowitz, J. (2019) "The biggest US Banks made more than \$120 billion last year", *CNN*, 18 de enero. Disponible en: <https://www.cnn.com/2019/01/18/business/bank-earnings-economy/index.html> [Consultado 30/08/2019].
- Hout, M. (2017) "Employment", en *Pathways (2017) Special Issue 2017*. Disponible en: <https://inequality.stanford.edu/publications/pathway/state-union-2017> [Consultado 21/08/2019].
- Howells, P. (2012) "Economía Postkeynesiana", *Revistas ICE, Nuevas Corrientes de Pensamiento Económico*, 865. Disponible en: http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_865_7-22_67A04D6175283B79668E516D52E70408.pdf [Consultado 10/12/18].
- Indiviglio, D. (2010) "Dodd-Frank Bill's Volcker Rule a win for Big Banks"; *The Atlantic*, 25 de junio. Disponible en: <https://www.theatlantic.com/business/archive/2010/06/dodd-frank-bills-volcker-rule-a-win-for-big-banks/58747/> [Consultado 16/08/2019].
- IRS (2018) Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010: Information Center, *International Revenue Service*. Disponible en: <https://www.irs.gov/newsroom/tax->

relief-unemployment-insurance-reauthorization-and-job-creation-act-of-2010-information-center
[Consultado 05/06/2019].

- Ivannova, M. (2019) "Inequality, Financialization, and the US current account deficit", *Industrial and Corporate Change*, 28 (4). Disponible en: <https://academic.oup.com/icc/article/28/4/707/5396698> [Consultado 09/09/2019].
- Jibril, H. y otros (2018) "Financialisation and innovation in Emerging Economies: evidence from Brazil", *DRUID18 Copenhagen Business School*, 13. Disponible en: http://conference.druid.dk/acc_papers/yphcprnpycoyindfxp4am7v1szqhtn.pdf [Consultado 09/09/2019].
- Jeffrey, K. (2017) "The futurist: on the fintech battleground, states are going to show how much they matter in U.S. financial regulation", *Institutional Investor*, 51 (6).
- Jenkins, P. (2018) "Trump's deregulators risk repeating past mistakes", *Financial Times*, 30 de mayo. Disponible en: <https://www.ft.com/content/54dbf8b2-6458-11e8-a39d-4df188287fff> [Consultado 22/08/2019].
- Joffe, M. (2018) "Unfinished business: Despite Dodd-Frank, Credit rating agencies remain the financial system's weakest link", *Reason foundation*, 460. Disponible en: <https://reason.org/policy-study/dodd-frank-credit-rating-agencies-financial-system/> [Consultado 21/08/2019].
- Kaufman, G. (2014) "Too big to fail in banking: what does it mean?", *Journal of Financial Stability*, 13. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/eee/finsta/v13y2014icp214-223.html> [Consultado 15/08/2019].
- Kelleher, D. (2019) "Trump's assault on financial reform", *The American Prospect*, 21 de junio. Disponible en: <https://prospect.org/article/trumps-assault-on-financial-reform> [Consultado 22/08/2019].
- Kelleher, D. (2018) "Financial reform is working, but deregulation that incentives one-way bets is swing the seeds of another catastrophic financial crash", *Better Markets*, 24 de abril. Disponible en: <https://bettermarkets.com/node/6312> [Consultado 30/08/2019].
- Kinel, D. y otros (2010) "The impact of the Dodd-Frank Act on executive compensation and corporate governance", *Marcum accountants advisors*. Disponible en: <http://www.marcumllp.com/insights-news/the-impact-of-the-dodd-frank-act-on-executive-compensation-and-corporate-governance> [Consultado 21/08/2019].
- King, J. (2009) *Una historia de la economía poskeynesiana desde 1936*. Trad. Molero, R. Madrid: Akal.
- Kinkade, D. (2014) "Part-time nation: underemployment reflects weak recovery," *U.S. Chamber of Commerce*, 24 de junio. Disponible en: <https://www.uschamber.com/above-the-fold/part-time-nation-a-underemployment-reflects-weak-recovery> [Consultado 23/07/2019].
- Klingler, R. (2019) "Did congress release nearly all banks from the Volcker Rule?", *BankBCLP*, 9 de enero. Disponible en: <https://bankbclp.com/2019/01/did-congress-release-nearly-all-banks-from-the-volcker-rule/> [Consultado 01/09/2019].
- Klingler, R. (2018) "2017 Landscape of U.S. Banking Industry", *Bank BCLP*, 24 de julio. Disponible en: <https://bankbclp.com/2018/07/2017-landscape-of-u-s-banking-industry/> [Consultado 30/08/2019].
- Kress, J. (2018) "The last SIFI: the unwise and illegal deregulation of Prudential Financial", *Stanford Law Review Online*, 71 (171). Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3278730 [Consultado 30/08/2019].
- Kreutzer, D. (2018) "A great day workers in America"; *The Heritage Foundation*, 2 de noviembre. Disponible en: <https://www.heritage.org/jobs-and-labor/commentary/great-day-workers-america> [Consultado 30/08/2019].
- Krugman, P. (2009) *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Crítica.
- Labonte, M. (2018) "Systemically important aof "Too Big to Fail", *Congressional Research Service*, 7-5700 R42150. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R42150.pdf> [Consultado 15/08/2019].
- Labonte, M. y otros (2017) "The Financial CHOICE Act in the 115th Congress: selected policy issues", *Congressional Research Service*, 7-5700 R44839. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R44839.pdf> [Consultado 14/08/2019].
- Labonte, M. (2014a) "Returning to full employment: what do the indicators tell us?", *Congressional Research Service*, 7-5700 R43476. Disponible en: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43476.pdf> [Consultado 23/07/2019].
- Labonte, M. (2014b) "Systemically Important or "Too Big to Fail" financial institutions", *Congressional Research Service*, 7-5700 R42150. Disponible en: https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2334&context=key_workplace [Consultado 03/08/2019].
- Lane, B. (2019) "Republicans move to abolish CFPB", *Housing Wire*, 7 de mayo. Disponible en: <https://www.housingwire.com/articles/48980-republicans-move-to-abolish-cfpb> [Consultado 12/08/2019].
- Lavoie, M. (2004) *La economía postkeynesiana. Un antídoto del pensamiento único*. Trad. Barceló, A. Barcelona: Icaria editorial.
- Lee, F. (2000) "The organizational history of Post Keynesian economics in America, 1971-1995", *Journal of Post Keynesian Economic*, 23 (1). Disponible en: <https://www.jstor.org/stable/4538718> [Consultado 10/12/2018].

- Leibovich, M. (2016) "The speech that made Obama", *The New York Times*, 27 de julio. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2016/07/27/magazine/the-speech-that-made-obama.html> [Consultado 17/07/2019].
- León, J. (2007) "Keynesianismo, Poskeynesianismo y Nuevokeynesianismo: ¿Tres doctrinas diferentes y una sola teoría verdadera?", *MPRA Paper No. 4600*, Universidad Nacional de Colombia. Disponible en: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4600/1/MPRA_paper_4600.pdf [Consultado 10/12/2018].
- Levine, M. (2017) "SEC Hacking and secret accounts", *Bloomberg*, 22 de septiembre. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-09-22/sec-hacking-and-secret-accounts> [Consultado 26/08/2019].
- Levy, N. (2013) *Dinero, estructuras financieras y financiarización*. México: UNAM.
- Linde, L. (2009) "La crisis financiera internacional y la Unión Europea", *Revista de Derecho de la Unión Europea*, 16. Disponible en: <http://revistas.uned.es/index.php/REDUE/issue/download/800/pdf16> [Consultado 05/06/2019].
- Long, H. (2017a) "Trump has done a big flip-flop on Wall Street", *CNN*, 26 de abril. Disponible en: <https://money.cnn.com/2017/04/26/investing/donald-trump-wall-street/index.html> [Consultado 21/08/2019].
- Long, H. (2017b) "A record 107 million americans have car loans", *CNN*, 19 de mayo. Disponible en: <https://money.cnn.com/2017/05/19/news/economy/us-auto-loans-soaring/index.html> [Consultado 29/08/2019].
- Lutz, J. (2017) "The underemployment phenomenon no one is talking about", *Forbes*, 21 de julio. Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/payout/2017/07/21/the-underemployment-phenomenon-no-one-is-talking-about/#788715675a01> [Consultado 16/07/2019].
- Machinea, J. (2009) "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista CEPAL*, 97. Disponible en: <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/11270?locale-attribute=es> [Consultado 21/04/2019].
- Mántey, G. (1994) *Lecciones de economía monetaria*. México: UNAM.
- Marichal, C. (2010) *Nueva historia de las grandes crisis financieras*. Buenos Aires: Debate.
- Martin, C. (2017) "Fed chair Yellen rejects Trump effort to scrap Dodd-Frank", *Time*, 25 de agosto. Disponible en: <https://news.yahoo.com/fed-chair-janet-yellen-rejects-155640733.html> [Consultado 29/08/2019].
- Maues, J. (2013) *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*, Federal Reserve History. Disponible en: https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act [Consultado 06/01/19].
- McBride, J. (2018) "The state of U.S. Infrastructure", *Council on foreign relations*, 12 de enero. Disponible en: <https://www.cfr.org/background/state-us-infrastructure> [Consultado 29/06/2019].
- McCornik, J. (2016) "'Tax Wall Street', Trump pledges after market week since 2011", *Bloomberg*, 9 de enero. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-09-tax-wall-street-trump-pledges-after-stock-market-selloff> [Consultado 13/08/2019].
- McKenna, F. (2017) "A decade after the crisis, the SEC still hasn't passed executive compensation rules", *MarketWatch*, 14 de septiembre. Disponible en: <https://www.marketwatch.com/story/a-decade-after-the-crisis-the-sec-still-leaves-executive-compensation-rules-unwritten-2018-09-10> [Consultado 11/08/2019].
- McMahon, K. (2018) "The financial banking institute and the financial CHOICE Act: the wrong choice for the American Economy"; *Journal of Business & Technology Law*, 14 (1). Disponible en: <https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1297&context=jbt> [Consultado 22/08/2019].
- Michaels, D. (2017) "Regulators Drop Pursuit of Banker, CEO Pay Restrictions", *Wall Street Journal*, 20 de julio. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/regulators-drop-pursuit-of-banker-ceo-pay-restrictions-1500590543> [Consultado 11/08/2019].
- Miller, R. (2018) "Financial Reform: Overview of the Volcker Rule", *Congressional Research Service*, 9 de julio. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/IF10923.pdf> [Consultado 16/08/2019].
- Miller, R. y otros (2012) "The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives", *Congressional Research Services*, R41398. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R41398.pdf> [Consultado 21/08/2019].
- Minsky, H. (1992) "Uncertainty And The Institutional Structure Of Capitalist Economies", *Paper 24*, Hyman Minsky Archive. Disponible en: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/24/?utm_source=digitalcommons.bard.edu%2Fhm_archive%2F24&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages [Consultado 10/12/2018].
- Mishkin, F. (2008) *Moneda, Banca y Mercados Financieros*, 8va ed. México: Pearson.
- Moore, J. (2016) "Donald Trump, the Anti-Wall Street candidate, is handing out top positions to Goldman Sachs executives", *Gentlemen Quarterly*, 30 de noviembre. Disponible en: <https://www.gq.com/story/donald-trump-swamp-is-full-of-goldman-executives> [Consultado 13/08/2019].
- Murphy, E. (2015) "Who Regulates Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Securities Markets", *Congressional Research Service*. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R43087.pdf> [Consultado 19-02-1919].

- Murray, I. (2017) "The case against the Consumer Financial Protection Bureau. Unconstitutionally Structured and Harmful to Consumers", *Competitive Enterprise Institute*, 9. Disponible en: <https://cei.org/sites/default/files/In%20Murray%20-%20The%20Case%20Against%20the%20Consumer%20Financial%20Protection%20Bureau.pdf> [Consultado 21/08/2019].
- NBER (2010) National Bureau of Economic Research, *Business Cycle Dating Committee*, 20 de septiembre. Disponible en: <https://www.nber.org/cycles/sept2010.html> [Consultado 08/05/2019].
- NBER (2003) National Bureau of Economic Research, Business Cycle Dating Committee, 17 de julio del 2003. Disponible en: <https://www.nber.org/cycles/july2003.html> [Consultado 26/03/2019].
- NELP (2014) "The low-wage recovery: Industry employment and wages four years into the Recovery", *National Employment Law Project*, Data Brief, abril 2014. Disponible en: <https://www.nelp.org/wp-content/uploads/2015/03/Low-Wage-Recovery-Industry-Employment-Wages-2014-Report.pdf> [Consultado 16/07/2019].
- Norris, F. (2011) "Volcker Rule may work, even if vague"; *The New York Times*, 20 de enero. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2011/01/21/business/21norris.html> [Consultado 16/08/2019].
- OCC (2019) Office of the comptroller of the currency. Disponible en: <https://occ.gov/index.html> [Consultado 26/02/2019].
- OCDE (2019) OECD iLibrary Statistics. Disponible en: <https://www.oecd-ilibrary.org/statistics> [Consultado 31/10/2018]
- OFS (2013) "Troubled Assed Relief Program, Four Year Retrospective Report, an update on The Wind-Down of TARP", *Office of Financial Stability*, marzo del 2013. Disponible en: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/TARP%20Four%20Year%20Retrospective%20Report.pdf> [Consultado 22/07/2019].
- OFS (2010) "Troubled Assed Relief Program, Two year Retrospective", *Office of Financial Stability*, octubre del 2010. Disponible en: <https://www.treasury.gov/press-center/news/Documents/TARP%20Two%20Year%20Retrospective%2010%2005%2010%20transmittal%20letter.pdf> [Consultado 22/07/2019].
- OMB (2017) "2017 Draft Report to Congress on the Benefits and Cost of Federal Regulations and Agency Compliance with the unfunded mandates reform act", *Office of Management and Budget*. Disponible en: https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/draft_2017_cost_benefit_report.pdf [Consultado 27/08/2019].
- OMB (2018) "Regulatory Relief efforts deliver \$23 billions in Regulatory cost savings"; *Office of Management and Budget*, 17 de octubre. Disponible en: <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/regulatory-relief-efforts-deliver-23-billion-regulatory-cost-savings/?fbclid=IwAR1KqBWvw18yYoolpRyXoMHcoTTD6X4uxy5qQ0pHL5C17PGfsgxKbpyveE> [Consultado 27/08/2019].
- Palazuelos, E. (2011) "Estados Unidos dominado por las finanzas: vendrán tiempos peores", *Ola Financiera*, 4 (10). Disponible en: <http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/40337> [Consultado 30/08/2019].
- Palazuelos, E. (1990) *Estructura económica capitalista internacional, el modelo de acumulación de posguerra*. Madrid: Akal.
- Penas, M. y Unal, H. (2004) "Gains in bank mergers: evidence from the bond markets", *Journal of Financial Economics*, 74(1). Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000108> [Consultado 04/08/2019].
- Perkins, D. coord. (2018) "Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (P.L. 115-174) and selected policy issues", *Congress Research Services*, R45073. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R45073.pdf> [Consultado 22/08/2019].
- Perossa, M. y otros (2012) "Las últimas regulaciones en EEUU y Europa, de la crisis subprime a nuestros días", *Contribuciones a la Economía, Grupo Eumend.net*. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/erv/contri/y2012i2012-086.html> [Consultado 15/08/2019].
- Perrotini, I. (2015) "La reserva federal, la crisis y la política monetaria no convencional", *Contaduría y Administración*, 60. Disponible en: <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/viewFile/921/888> [Consultado 08/05/2019].
- Pethokoukis, J. (2019) "Has Donald Trump really made America (economically) great again?", *AEI*, 25 de junio. Disponible en: <http://www.aei.org/publication/has-donald-trump-really-made-america-economically-great-again/> [Consultado 30/08/2019].
- Piñero, F. (2004) "El modo de desarrollo industrial Fordista-Keynesiano: características, crisis y reestructuración del capitalismo", en *Contribuciones a la economía*. Disponible en: <http://www.eumed.net/ce/2004/fjp-ford.pdf> [Consultado 31/10/2018].
- Pollin, R. (2005) *Los contornos del declive*. Trad. Mari, J. España: Akal.

- Pollin, R. y Heintz, J. (2013) "Study of U.S. Financial System", *Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development*, 10. Disponible en: <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/USA-Financial-Systems-Studies10.pdf> [Consultado 02/01/19].
- Ponsot, J. (2017) "Las corrientes teóricas y los fundamentos del análisis post-keynesiano", *Cuestiones Económicas*, 27 (22). Disponible en: https://www.bce.fin.ec/cuestiones_economicas/images/PDFS/2017/No2/Las%20corrientes%20te%C3%B3ricas%20y%20los%20fundamentos%20del%20an%C3%A1lisis%20Post_keynesiano.pdf [Consultado 10/12/2018].
- Pozsar, Z. (2008) "The rise and fall of the shadow banking system", *Moody's Economy.com Regional Financial Review*, Julio. Disponible en: <https://www.economy.com/sbs> [Consultado 30/04/2019].
- Rampell, C. (2013) "Part-time work becomes full-time wait for better job", *The New York Times*, 19 de abril. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2013/04/20/business/part-time-work-becomes-full-time-wait-for-better-job.html> [Consultado 14/08/2019].
- Reality Check Team (2019) "US economy under Trump: is it the greatest in history?", *BBC News*, 20 de junio. Disponible en: <https://www.bbc.co.uk/news/world-45827430> [Consultado 30/08/2019].
- Reich, R. (2019) "The Trump economy is hurting most americans. Statistics won't fool voters", *The Guardian*, 19 de mayo. Disponible en: <https://www.theguardian.com/commentisfree/2019/may/19/trump-economy-americans-voters-unemployment> [Consultado 30/08/2019].
- Reserva Federal (2018) Federal Reserve Board ask for comment on proposed rule to simplify and tailor compliance requirements relating to the "Volcker Rule", *Federal Reserve Press Release*, 30 de mayo. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20180530a.htm> [Consultado 26/08/2019].
- Reserva Federal (2014) Transcript of Chair Yellen's Conference, Federal Reserve, 19 de marzo. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20140319.pdf> [Consultado 22/07/2019].
- Restrepo, M. y Restrepo, D. (2009) "Inestabilidad financiera y regulación: una reseña a partir de la crisis financiera de 2008", *Perfil de Coyuntura Económica*, 13. Disponible en: <http://www.scielo.org.co/pdf/pece/n13/n13a2.pdf> [Consultado 22/04/2019].
- Reuters (2018) "Why is Japan's monetary policy so unpopular with Banks?", *Reuters*, 18 de septiembre del 2018. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj-explainer/why-is-japans-monetary-policy-so-unpopular-with-banks-idUSKCN1LY34P> [Consultado 23/06/2019].
- Reuters (2011) "Paul Volcker says rule too complicated", *Reuters*, 9 de noviembre. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-regulation-volcker/paul-volcker-says-volcker-rule-too-complicated-idUSTRE7A83KN20111109> [Consultado 16/08/2019].
- Rivlin, A. y Soroushian, J. (2017) "Credit rating agency reform is incomplete", *Brookings*, 6 de marzo. Disponible en: <https://www.brookings.edu/research/credit-rating-agency-reform-is-incomplete/> [Consultado 21/08/2019].
- Rodríguez, M. (2019) "Weakening Dodd-Frank's Volcker Rule puts depositors and tax payer", *Forbes*, 21 de agosto. Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/mayrarodriguezvalladares/2019/08/21/weakening-dodd-franks-volcker-rule-puts-depositors-and-tax-payers-at-risk/> [Consultado 30/08/2019].
- Rodríguez, V. (2005). *La nueva Fase de Desarrollo Económico y Social del Capitalismo Mundial*. Tesis doctoral, Universidad Nacional Autónoma de México. Disponible en línea en: <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/ijrv/> [Consultado 04/11/2018]
- Romer, C. y Bernstein, J. (2009) The Job impact of the American Recovery and Reinvestment Plan. Disponible en: https://www.economy.com/markzandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvestment_Plan.pdf [Consultado 22/07/2019].
- Ruiz, M. (2018) "Donald Trump is doing yet another thing he criticized Hillary Clinton over"; *Vogue*, 22 de mayo. Disponible en: <https://www.vogue.com/article/donald-trump-hillary-clinton-five-attacks> [Consultado 22/08/2019].
- Rushe, D. (2017) "Trump orders Dodd-Frank review in effort to roll back financial regulation" *The Guardian*, 3 de febrero. Disponible en: <https://www.theguardian.com/us-news/2017/feb/03/trump-dodd-frank-act-executive-order-financial-regulations> [Consultado 21/08/2019].
- Salvatore, D. (2018) "TrumpEconomics: Overview of effects on the United States and the world", *Journal of Policy Modeling*, 40. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-policy-modeling/vol/40/issue/3> [Consultado 21/08/2019].
- Santander (2018) ¿Qué es el NASDAQ?, *Diccionario Financiero Santander*. Disponible en: <https://www.bancosantander.es/es/diccionario-financiero/nasdaq> [Consultado 12/03/2019].
- Saturdino, S. (2012) "Economía de EEUU: las tres últimas décadas", en *Boletín Económica de ICE*, 3025. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3910250> [Consultado 05/11/2018].

- Saturnino, S. (2006) “25 años de Política Económica en EE.UU”, en *Revista de Economía y Estadística*, 4 (1). Disponible en: <https://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/viewFile/4089/5034> [Consultado 05/11/2018].
- Schäfer, D. (2017) “Bank of America CEO calls for changes the Volcker Rule”; *Handelsblatt*, 03 de marzo. Disponible en: <https://www.handelsblatt.com/today/finance/handelsblatt-exclusive-bank-of-america-ceo-calls-for-changes-to-volcker-rule/23567282.html> [Consultado 18/208/2019].
- Schroeder, P. (2017) “House Republicans push for contempt charges against CFPB director”, *Reuters*, 04 de agosto. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-usa-congress-cfpb/house-republicans-push-for-contempt-charges-against-cfpb-director-idUSKBN1AK257> [Consultado 11/08/2019].
- Schroeder, P. y Price, M. (2017) “U. S. regulatory council votes to take AIG off ‘systemically risky’ list”, *Reuters*, 29 de septiembre. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-aig-fsoc/u-s-regulatory-council-votes-to-take-aig-off-systemically-risky-list-idUSKCN1C434B> [Consultado 25/08/2019].
- Schwarcz, S. (2016) “Securitization and post-crisis financial regulation”, *Cornell Law Review Online*, 102 (115). Disponible en: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3558/ [Consultado 21/08/2019].
- Shayndi, R. (2016) “Fed’s Kashkari seeks solutions for ‘Too Big to Fail’”, *Wall Street Journal*, 4 de abril. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/minneapolis-feds-kashkari-says-must-consider-options-for-ending-too-big-to-fail-1459783192> [Consultado 15/08/2019].
- Sherman, E. (2017) “Trump wants right to say ‘you’re fired’ to consumer protection head”, *Forbes*, 19 de marzo. Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/eriksherman/2017/03/19/trump-wants-right-to-say-youre-fired-to-consumer-protection-head/#76e863919c06> [Consultado 12/08/2019].
- Sherman, M. (2009) “A short history of financial deregulation in the United States”, *Center for Economic And Policy Research*. Disponible en: <http://cepr.net/publications/reports/a-short-history-of-financial-deregulation-in-the-united-states> [Consultado 19/02/2019].
- Skeel, D. (2010) “The new financial deal: understanding the Dodd-Frak Act and its (unintended) consequences”, *Penn Law: Legal Scholarship Repository*, 329. Disponible en: http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/329/ [Consultado 15/08/2019].
- Sorokina, N. y Thornton, J. (2016) “Reactions of equity markets to recent financial reforms”, *Journal of Economics and Business*, 87. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/eee/jebusi/v87y2016icp50-69.html> [Consultado 21/08/2019].
- Stewart, J. (2011) “Volcker Rule, once simple, now boggles”, *The New York Times*, 21 de octubre. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2011/10/22/business/volcker-rule-grows-from-simple-to-complex.html> [Consultado 16/08/2019].
- Stiglitz, J. (2003) *Los felices 90. La semilla de la destrucción*. Trad. Gordo del Rey, V. y Ramírez, M. Madrid: Taurus.
- Stockhammer, E. (2008) “Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime”, *Competition & Change*, 12 (2).
- Sweetland, H. (2014) “Why it matters that congress just swapped the bank swap rule”, *TIME*, 12 de diciembre. Disponible en: <https://time.com/3631398/bank-derivatives-swap-congress/> [Consultado 21/08/2019].
- TCSC (2017) “Why Trump wants power to remove director of consumer financial protection bureau”, *The Christian Science Monitor*, 18 de marzo. Disponible en: <https://www.csmonitor.com/USA/Politics/2017/0318/Why-Trump-wants-power-to-remove-director-of-Consumer-Financial-Protection-Bureau> [Consultado 12/08/2019].
- Tejedor, F. (2012) *Análisis comparativo entre la burbuja dotcom y la burbuja 2.0 a través del papel del venture capital en la nueva economía*. Trabajo de fin de grado en administración y dirección de empresas. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/4259> [Consultado 26/03/2019].
- Thakor, A. y Simon, J. (2012) “The Economic consequences of the Volcker Rule”, *Center for Capital Markets Competitiveness*. Disponible en: <https://www.centerforcapitalmarkets.com/letter/the-economic-consequences-of-the-volcker-rule/> [Consultado 22/08/2019].
- The White House (2019) Presidents. Disponible en: <https://www.whitehouse.gov/about-the-white-house/presidents/> [Consultado 29/02/2019].
- The White House (2018) Building a stronger America: President Donald J. Trump’s American Infrastructure Initiative. Disponible en: <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/building-stronger-america-president-donald-j-trumps-american-infrastructure-initiative/n> [Consultado 29/06/2019].
- The World Factbook (2019) The world Factbook. Disponible en: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> [Consultado 14/08/2019].
- Thiess, R. (2011) “The Great Recession’s long tail. Third anniversary underscore severity of labor market woes”, *Economic Policy Institute*, 294. Disponible en: <https://www.epi.org/publication/bp294/> [Consultado 23/07/2019].

- Thornton, D. (2014) "Has QE been effective?", *Economic synopses*, 3. Disponible en: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/14/ES_3_2014-02-10.pdf [Consultado 18/06/2019].
- Thosar, S. y Schwandt, B. (2019) "Has 'Too Big to Fail' been solved? A longitudinal analysis of major U.S. Banks", *Journal of Risk and Financial Management*, 12 (24). Disponible en: <https://www.semanticscholar.org/paper/Has-%E2%80%98Too-Big-To-Fail%E2%80%99-Been-Solved-A-Longitudinal-of-Thosar-Schwandt/665de281fe549c03f54291250b99fcc996cd0fab> [Consultado 30/08/2019].
- Toporowski, J. (2016) *Crédito y crisis de Marx a Minsky*. Trad. Levy, N. y Espíndola, M. México: MA Porrúa.
- Uchitelle, L. (2009) "U.S. lost 2.6 million Jobs in 2008", *The New York Times*, 09 de enero del 2009. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2009/01/09/business/worldbusiness/09iht-jobs.4.19232394.html> [Consultado 23/04/2019].
- Ugarteche, O. (2014) *Arquitectura financiera internacional, una genealogía de 1850-2008*. México: UNAM.
- US News (2008) "5 reasons why the 2008 election is historic", *US News*, 5 de noviembre del 2008. Disponible en: <https://www.usnews.com/opinion/articles/2008/11/05/5-reasons-why-the-2008-election-is-historic> [Consultado 08/05/2019].
- Valenti, J. (2017) "Why we need a strong CFPB, in 5 numbers", *Center for American Progress*, 18 de enero. Disponible en: <https://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2017/01/18/296539/why-we-need-a-strong-cfpb-in-5-numbers/> [Consultado 21/08/2019].
- Venegas, S. (2010) "La crisis económica de 2008. Algunas reflexiones teóricas a partir de J.M. Keynes y H. P. Minsky", *Criterio Libre*, 8 (12). Disponible en: <http://www.unilibre.edu.co/CriterioLibre/images/revistas/12/CriterioLibre12art05.pdf> [Consultado 07/12/2018].
- Wade, T. (2018) "A measure of Regulatory relief for mid-size banks", *American Action Forum*, 1 de noviembre. Disponible en: <https://www.americanactionforum.org/insight/a-measure-of-regulatory-relief-for-mid-size-banks/> [Consultado 30/08/2019].
- Wattles, J. y Egan, M. (2017) "Why Wall Street and Republicans hate the CFPB", *CNN*, 27 de noviembre. Disponible en: <https://money.cnn.com/2017/11/25/news/wall-street-elizabeth-warren-consumer-financial-protection-bureau/index.html> [Consultado 21/08/2019].
- Waxman, A. (2018) "Volcker Rule changes may do more harm than good", *American Banker*, 14 de junio. Disponible en: <https://www.americanbanker.com/opinion/volcker-rule-changes-may-do-more-harm-than-good> [Consultado 30/08/2019].
- Waxman, A. (2019) "BankThink Volcker Rule changes may do more harm than good"; *American Banker*, 14 de junio. Disponible en: <https://www.americanbanker.com/opinion/volcker-rule-changes-may-do-more-harm-than-good> [Consultado 26/08/2019].
- Wayne, C. (2017) "Ten thousand commandments, an annual snapshot of the Federal Regulatory State", *Competitive Enterprise Institute*. Disponible en: <https://cei.org/10kc2017> [Consultado 30/08/2019].
- Webel, B. cord. (2017) "The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: background and summary", *Congress of Research Services*, R41350. Disponible en: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R41350.pdf> [Consultado 21/08/2019].
- Webel, B. y Labonte, M. (2018) "Cost of Government Interventions in response to the financial crisis: a retrospective", *Congressional Research Service*, R43413. Disponible en: <https://www.hsdl.org/?view&did=751759> [Consultado 04/06/2019].
- Weistroffer, C. (2011) "Identifying systemically important financial institutions (SIFIs)", *Deutsche Bank Research, International Topics*. Disponible en: <https://econpapers.repec.org/RePEc:ess:wpaper:id:4383> [Consultado 15/08/2019].
- Wentz, J. (2016) "Trump vows significant changes to Dodd-Frank", *Central Penn Business Journal*, 9 de noviembre. Disponible en: <https://www.cpbj.com/trump-vows-significant-changes-to-dodd-frank-2/?dmcss=login> [Consultado 21/08/2019].
- Wilmarth, A. (2011) "The Dodd-Frank Act: a flawed and inadequate response to the Too-Big-To-Fail problem", *GW Law Faculty Publications & Other Works*, 951 (89). Disponible en: http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2157&context=faculty_publications [Consultado 15/08/2019].
- Wilmarth, A. (2018) "Banktink raising SIFI threshold to \$250B ignores lessons of past crisis", *American Banker*, 07 de febrero. Disponible en: <https://www.americanbanker.com/opinion/raising-sifi-threshold-to-250b-ignores-lessons-of-past-crises> [Consultado 15/08/2019].
- Wilson, D. (2012) "Fiscal spending jobs multipliers: evidence from the 2009 American Recovery and Reinvestment Act", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(3). Disponible en: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.4.3.251> [Consultado 22/07/2019].
- Wolf, M. (2010) "Why America is going to win the global currency battle", *Financial Times*, 12 de octubre. Disponible en: <https://www.ft.com/content/fe45eeb2-d644-11df-81f0-00144feabdc0> [Consultado 04/05/2019].

- Woodall, S. y otros (2018) "Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act"; *Compliance and Enforcement*. Disponible en: https://wp.nyu.edu/compliance_enforcement/2018/06/05/economic-growth-regulatory-relief-and-consumer-protection-act-is-enacted/ [Consultado 22/08/2019].
- Wook, J. (2013) "The 2007-2010 U.S. financial crisis: its origins, progressions and solutions", *The Journal of Economic Asymmetries*, 10. Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/259524111_The_2007-2010_US_financial_crisis_Its_origins_progressions_and_solutions [Consultado 04/06/2019].
- Woolhouse, M. (2014) "Many can't get beyond part-time positions", *The Boston Globe*, 23 de noviembre. Disponible en: <https://www.bostonglobe.com/business/2014/11/24/unable-find-full-time-work-millions-stringing-together-part-time-jobs/FkZdQfH1NQXsiWRpQttjol/story.html> [Consultado 17/07/2019].
- Wright, J. (2012) "What does monetary policy do to long-term interest rates at the zero lower bound?", *The Economic Journal*, 22 (564). Disponible en: <https://academic.oup.com/ej/article-abstract/122/564/F447/5079464?redirectedFrom=fulltext> [Consultado 18/06/2019].
- Yglesias, M. (2018) "Banks profits hit a new all-time record as Congress is poised to roll back post-crisis regulations", *Vox*, 22 de mayo. Disponible en: <https://www.vox.com/2018/5/22/17380490/fdic-bank-profits-dodd-frank> [Consultado 30/08/2019].
- Young, J. y Mattingly, M. (2016) "Underemployment among Hispanics: the case of involuntary part-time work", *Monthly Labor Review*. Disponible en: <https://www.bls.gov/opub/mlr/2016/article/underemployment-among-hispanics.htm> [Consultado 14/08/2019].
- Zuckerman, M. (2015) "The part-time recovery", *US News*, 23 de agosto. Disponible en: <https://www.usnews.com/news/the-report/articles/2015/08/23/the-part-time-economic-recovery> [Consultado 16/07/2019].
- Zurita, J. y otros (2008) "La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y en México", *El Cotidiano*, 157. Disponible en: <http://www.redalyc.org/html/325/32512739003/> [Consultado 20/04/2019].