



VNIVERSITATIS VALÈNCIA

---

FACULTAT D'ECONOMIA  
DEPARTAMENT D'ECONOMIA APLICADA

# El “estallido financiero” del 2008 en EE.UU.: un análisis institucional de sus principales factores determinantes

TESIS DOCTORAL  
PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMIA APLICADA

Autor: Felipe Sánchez Coll  
Director: Dr. Fernando Toboso  
Valencia, Octubre 2015



Universitat de València

Facultat d'Economia

---

Doctorado en Economía Aplicada

Tesis Doctoral:

**El “estallido financiero” del  
2008 en EE.UU.: un análisis  
institucional de sus  
principales factores  
determinantes**

Autor:

Felipe Sánchez Coll

Director:

Fernando Toboso

Fecha:

Octubre 2015, Valencia.



A la meua família, per fer-me como sóc.

A la meua dona, Chelo,  
perquè ella s'ha esforçat en esta Tesi  
tant o més que jo i sap, veritablement el que ha costat.

I per últim, a la nostra filla Xelo. Açò és per tú i per a tú.

## **Agradecimientos**

A mi tutor de tercer ciclo y director de la presente tesis doctoral, Fernando Toboso, por su constante apoyo y estímulo y por mantenerme siempre enfocado. Sin su trabajo y su empuje, esto no se habría conseguido.

Al meu jefe i amic, Antonio Rebull Ballester, per la seua amistat i generositat.

# ÍNDICE

<b>AGRADECIMIENTOS .....</b>	<b>6</b>
<b>ÍNDICE .....</b>	<b>7</b>
<b>INDICE DE GRÁFICOS.....</b>	<b>13</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS.....</b>	<b>14</b>
<b>CAPÍTULO 0. INTRODUCCIÓN GENERAL.....</b>	<b>15</b>
0.1. OBJETIVOS DE LA PRESENTE TESIS DOCTORAL.....	15
0.2. LOS PRINCIPALES FACTORES INSTITUCIONALES A INVESTIGAR EN LA PRESENTE TESIS.....	15
0.3. LAS RAZONES DE LA ELECCIÓN DEL ENFOQUE ANÁLITICO ADOPTADO. 19	
0.4. EL MATERIAL CUANTITATIVO Y CUALITATIVO UTILIZADO: DATOS ESTADÍSTICOS, AUDIENCIAS, COMPARENCIAS E INFORMES. ....	23
0.5. LAS FASES DE LA INVESTIGACIÓN AQUÍ REALIZADA Y LA ESTRUCTURA DE LA TESIS. ....	25
0.6. COMENTARIOS FINALES.....	26
<b>CAPÍTULO 1: LA ELECCIÓN DEL ENFOQUE INSTITUCIONAL PARA EL ANÁLISIS DEL ESTALLIDO FINANCIERO DE 2008 EN EE.UU.....</b>	<b>29</b>
1.1 INTRODUCCIÓN .....	29
1.2 LOS ORÍGENES DE LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL: LOS INSTITUCIONALISTAS NORTEAMERICANOS. ....	30
1.3. EL SURGIMIENTO Y DESARROLLO DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL.....	35
1.3.1. Orígenes y autores en el marco de la NEI .....	35
1.3.2. Las características principales del enfoque de la NEI. ....	37
1.3.3. La ampliación de enfoque ocurrida en el marco de la NEI: La aproximación interdisciplinar o multidisciplinar.....	40
1.4. CONSIDERACIONES FINALES. ....	44
<b>CAPÍTULO 2: LOS PRINCIPALES FACTORES INSTITUCIONALES Y SUS VÍAS DE INFLUENCIA EN EL ESTALLIDO FINANCIERO: UNA PRESENTACIÓN GLOBAL. ....</b>	<b>47</b>
2.1. INTRODUCCIÓN .....	47
2.2. MARCO INSTITUCIONAL Y COSTES DE TRANSACCIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTADOUNIDENSES: LOS CAMBIOS DEL MARCO REGULADOR Y LA INFLUENCIA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RATING. ....	52
2.3. MARCOS INSTITUCIONALES Y CONFLICTOS DISTRIBUTIVOS: EL RESCATE DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS “TOO BIG TOO FAIL” Y LOS INCENTIVOS GENERADOS. ....	58
2.4. MARCOS INSTITUCIONALES Y PROBLEMAS DE COORDINACIÓN: DESREGULACIÓN FINANCIERA, CONFLICTOS ENTRE AGENCIAS REGULADORAS Y POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.....	64

2.5. LA IMPORTANCIA DE LAS INSTITUCIONES INFORMALES: SUEÑO AMERICANO, BOOM INMOBILIARIO Y ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS..	66
2.6. DESIGUALDAD SOCIAL Y ENDEUDAMIENTO EN EEUU: ¿CAUSA O CONSECUENCIA DEL CRASH DEL 2008? .....	73
2.7. MARCOS INSTITUCIONALES INTERNOS EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y SISTEMA DE RETRIBUCIONES: EL PREMIO A LA ASUNCIÓN DE RIESGOS Y LA PRIMACÍA DEL CORTO PLAZO.....	76
2.8. IDEOLOGÍA, DESREGULACIÓN Y PAPEL DE LAS IDEAS ECONÓMICAS EN EL ESTALLIDO DE LA CRISIS DEL 2008 EN EEUU.....	81

**CAPÍTULO 3. LA EVOLUCIÓN DEL MARCO REGULADOR DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EEUU. DESDE LA GRAN DEPRESIÓN A LA GRAN RECESIÓN.**

.....	<b>85</b>
3.1. INTRODUCCIÓN: EL CONSTANTE CAMBIO DEL MARCO REGULADOR.....	85
3.2. EL CRACK DE 1929, LA GRAN DEPRESIÓN Y LA PROMULGACIÓN DE LA LEY DE EMERGENCIA BANCARIA (1933).....	91
3.3. LA COMISIÓN PECORA Y LA GLASS STEAGALL ACT (1933).....	94
3.4. LEGISLAR PARA EVITAR LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS O LEGISLAR PARA FACILITARLOS. LA BANK HOLDING COMPANY ACT (1956) VS LA RIEGLE-NEGAL INTERSTATE BANKING AND BRANCHING EFFICIENCY ACT. ....	99
3.5. EL MERCADO DE LAS HIPOTECAS EN EEUU. LA NATIONAL HOUSING ACT DE 1934, LA GARN-ST. GERMAIN DEPOSITORY INSTITUTIONS ACT DE 1982 Y LA TAX REFORM ACT DE 1986. ....	101
3.6. EL DECLIVE DE LA GLASSS STEAGALL ACT. ....	105
3.6.1. Las 4 primeras décadas desde su aprobación: De los 30 a los 70.....	105
3.6.2. La FED y la OCC pueden interpretar el alcance de la GSA: El seminal caso Investment Company Institute vs. Camp.....	108
3.6.3. Los años 80: La desregulación bancaria en la era Reagan. Los bancos “no bancarios”.....	110
3.6.4. La crisis de las Savings & Loans, el preludio de la crisis subprime.....	113
3.6.4.1. Algunos ejemplos de las quiebras de las cajas de ahorro. “Los cinco de Keating”.....	118
3.6.4.2. La lucha por contener la crisis de las S&Ls: la Competitive Equality Banking Act de 1987 y la Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act de 1989. ....	122
3.6.5. La comparación internacional a finales de los 80: La GSA contra el resto del mundo. ....	124
3.6.6. Las posiciones sobre la Glass Steagall Act en 1987. Los primeros intentos para dismantelar la Glass Steagall Act (1987).....	125
3.6.7. Las sociedades bursátiles filiales de la sección 20 y el "5%" de los activos no elegibles. o cómo incumplir la gsa con un "atajo".....	128
3.6.8. El liderazgo de Alan Greenspan en la FED. El camino abierto para la desregulación de la GSA. ....	130

3.7. LA ECONOMIC GROWTH AND REGULATORY PAPERWORK REDUCTION ACT (1996) Y LA CULTURA PRO-DESREGULACIÓN. ....	132
3.8. DEROGACIÓN DE LA GLASS-STEAGALL ACT. LA GRAMM-LEACH-BILLEY FINANCIAL SERVICES MODERNIZATION ACT (1999). ....	134
3.9. LA BATALLA PÉRDIDA POR LA REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS (1996-1999). ....	137
3.10. LA COMMODITY FUTURES MODERNIZATION ACT (2000) Y EL AGUJERO “ENRON”. ....	139
3.11. LA “POLÍTICA DE REGULACIÓN LIGERA” DE LA SEC. LA “ALTERNATIVE NET CAPITAL REQUIREMENT FOR BROKER DEALERS THAT ARE PART OF CONSOLIDATED SUPERVISED ENTITIES” (2004). ....	140

**CAPÍTULO 4. LA IMPORTANCIA DE LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS DE LOS ALTOS EJECUTIVOS FINANCIEROS: CUANDO LOS INCENTIVOS ARRINCONAN A LA ÉTICA. .... 145**

4.1 INTRODUCCIÓN .....	145
4.2. DE CÓMO EL ENFOQUE DE CORTO PLAZO DISEÑÓ LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS QUE CONDUJERON A LA CRISIS. ....	148
4.2.1. La rabia contra los banqueros. ....	148
4.2.2. El cortoplacismo como perspectiva. ....	152
4.2.3. Cuando los incentivos reducen la ética. ....	154
4.2.4. El increíble caso de los crecientes salarios de los ejecutivos bancarios estadounidenses. Del trabajo en equipo, el <i>partnership</i> , al individualismo. ....	159
4.2.5. “El Dorado” de los banqueros. ....	163
4.2.6. Si los en los mercados financieros la competencia es tan intensa, ¿por qué los beneficios de los bancos son tan altos? ....	168
4.2.7. La popularidad de las opciones como forma de retribución a los banqueros. ....	170
4.2.8. El cambio del marco legislativo sobre las retribuciones: La <i>Omnibus Budget Reconciliation Act</i> , 1993, y la sección la Sección 162(m) del IRS. ....	172
4.2.9. El diseño de las retribuciones en el largo plazo. El Bonus y el Malus. ....	173
4.3 LA PRIMERA RESPUESTA DE LA ADMINISTRACIÓN OBAMA ANTE EL ASUNTO DE LAS RETRIBUCIONES .....	174
4.3.1. Los límites a los salarios de los ejecutivos bancarios en EEUU. ....	174
4.3.2 La Dodd-Frank Act y el “SAY ON PAY” .....	176

**CAPITULO 5. LA INFLUENCIA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN. ¿QUIÉN VIGILA A LOS CALIFICADORES? ..... 179**

5.1. INTRODUCCIÓN. ....	179
5.2. EL ROL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y SU SUPUESTA INFALIBILIDAD. ....	182
5.2.1. Las tres grandes del mercado de agencias de calificación del riesgo. ....	182
5.2.2. ¿Qué papel desempeñan las agencias de calificación de riesgo?.....	184
5.2.3. Las agencias de calificación del riesgo pueden fallar. ....	186
5.3. SU PARTICIPACIÓN EN LA GESTACIÓN DE LA CRISIS.....	188

5.3.1. El sello de aprobación en un mercado de agentes cegados.....	188
5.4. VIGILANDO AL VIGILANTE.....	197
5.4.1. ¿Por qué es necesaria la regulación de las Agencias de Calificación? .....	197
5.4.2. La regulación de las entidades de rating en EEUU. La Frank Dodd Act (2010)....	199
5.4.3. La regulación de las entidades de rating en Europa. ....	202
5.4.4. La convergencia legislativa EEUU y Europa. ....	203

**CAPITULO 6. CULTURA, PRESUNCIONES, IDEOLOGÍA E INTERESES DE LOS INVESTIGADORES Y ANALISTAS ECONÓMICOS..... 207**

6.1. INTRODUCCIÓN. EL PAPEL DE LOS ECONOMISTAS DE ALTO PERFIL INSTITUCIONAL EN LA CRISIS.....	207
6.2. ¿SIRVEN LOS ECONOMISTAS ACÁDEMICOS PARA ALGO?.....	211
6.3. PERO, ¿NADIE LO VIO VENIR?.....	214
6.3.1. El dominio de la técnica matemática y econométrica. ....	219
6.3.2. Sin matemáticas o econometría no hay publicación.....	222
6.3.3. Los macroeconomistas. El peligro de adoptar unos supuestos demasiado simplificadoros, poco o nada realistas. ....	225
6.3.4. Los economistas financieros. Hasta la eficiencia y más allá o la ilusión del control. ....	233
6.3.5. El problema de los conflictos de intereses ocultos. Cuando los académicos también trabajan para la industria financiera.....	239

**CAPÍTULO 7. LAS IDEOLOGÍAS POLÍTICAS, LOS INTERESES DE LA INDUSTRIA FINANCIERA Y SU INFLUENCIA EN LA CRISIS DE 2008 EN EEUU..... 253**

7.1. INTRODUCCION .....	253
7.2 IDEOLOGÍAS POLITICAS Y CAMBIO INSTITUCIONAL.....	257
7.2.1. La construcción de una ideología o paradigma pro mercado y su influencia en las políticas públicas. ....	257
7.2.2. Las bases económicas utilizadas para la defensa de la ideología pro-mercado. Activando y desactivando a Keynes. ....	262
7.2.3. Los desafíos económicos de los 70 y 80 y a utilización de las ideas de la nueva macroeconomía clásica.....	270
7.2.4. La llegada de las Reaganomics y sus estrategias.....	274
7.2.5. El objetivismo de Ayn Rand y su conexión con Alan Greenspan. ....	276
7.2.6. El atractivo de la Teoría de los mercados eficientes y la errónea presunción de que los mercados de derivados OTC re-localizan y reducen el riesgo.....	279
7.2.7. Los presunción de que los mercados siempre se auto corregirán. ....	282
7.2.8. ¿Cómo operaban realmente los analistas e inversores financieros durante las décadas previas al crash de 2008?.....	285
7.2.9. Alan Greenspan: Del liderazgo de la FED a la caída del caballo (“el shocked disbelief”). ....	289
7.2.10. Phil Gramm. El economista y legislador desregulador. ....	293

7.3. LOS INTERESES DE LA INDUSTRIA FINANCIERA Y SUS RELACIONES CON SUPERVISORES Y POLÍTICOS .....	298
7.3.1 Introducción.....	298
7.3.2. El dinero y la ideología se refuerzan mutuamente. La labor de los lobbys y el atractivo de la puerta giratoria.....	300
7.3.3. ¿Dónde estaban los reguladores? La preferencia por la regulación débil y la presión de la industria financiera. Los préstamos abusivos (“El predatory lending”). .....	306
7.3.4 La carrera a la baja desunión de las agencias reguladoras y la falta de armonía entre la política monetaria y la política regulatoria.....	313
7.4. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES.....	316

**CAPÍTULO 8. LAS PRIMERAS REFORMAS INSTITUCIONALES DEL GOBIERNO DE OBAMA TRAS EL ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA..... 319**

8.1. INTRODUCCIÓN .....	319
8.2. LA PRIMERA RESPUESTA REGULATORIA: LA CREACIÓN DE LA FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (FCIC) Y LA NUEVA COMISIÓN PECORA. (2009). .....	322
8.3. LA REFORMA INSTITUCIONAL IMPLANTADA MEDIANTE LA DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT (2010): LA VUELTA A UNA REGULACIÓN EXIGENTE.....	325
8.4. EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL REGULADOR DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS EN LA DODD-FRANK ACT. ....	328
8.5. LA DODD-FRANK ACT Y LA NUEVA REGULACIÓN SOBRE RETRIBUCIÓN DE LOS EJECUTIVOS FINANCIEROS. EL “SAY ON PAY”.....	331
8.6. LA DODD-FRANK ACT Y EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL REGULADOR DEL FUNCIONAMIENTO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE CRÉDITO..	333
8.7. LA REGLA VOLCKER: LA NUEVA SEPARACIÓN ENTRE LA BANCA COMERCIAL Y LA BANCA DE INVERSIÓN.....	334
8.8. LA EXTERNALIDAD NEGATIVA LLEVADA AL LÍMITE ¿PODRÍA UNA SOLA PERSONA ACABAR CON EL SISTEMA FINANCIERO DE UNA NACIÓN ENTERA? .....	349
8.9. LA DODD FRANK ACT ANTE LA “GARANTÍA IMPLÍCITA DE LAS ENTIDADES SISTÉMICAS.....	352
8.10. LAS REFORMAS PROPUESTAS POR LA DODD FRANK ACT SOBRE EL “TOO BIG TO FAIL”.....	361
8.11. EL ALCANCE DE LAS REFORMAS PROPUESTAS POR LA DODD FRANK ACT SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA Y EL TAMAÑO DE LOS BANCOS .....	364
8.12. CONSIDERACIONES FINALES.....	371

**CAPÍTULO 9. UN EJERCICIO FINAL DE CONTRASTACIÓN EMPÍRICA DE ALGUNAS HIPÓTESIS BÁSICAS. .... 375**

9.1. INTRODUCCIÓN .....	375
9.2. ¿REFUTAN LOS DATOS EL DISCURSO DOMINANTE DURANTE LAS DÉCADAS PREVIAS SOBRE LA AUTOREGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EE.UU.? .....	377

9.3 ¿MUESTRAN LOS DATOS EL BOOM DEL MERCADO INMOBILIARIO ESTADOUNIDENSE QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES?....	382
9.4 ¿INDICAN LOS DATOS EL AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA-HIPOTETIZA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES?	386
9.5. ¿CORROBORAN O REFUTAN LOS DATOS ESE ESPECTACULAR AUMENTO Y DESPLOME DE LOS PRECIOS DE LAS VIVIENDAS QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA-HIPOTETIZA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES? .....	388
9.6. LAS REPERCUSIONES DISTRIBUTIVAS: ¿QUÉ MUESTRAN LOS DATOS SOBRE EL ESTALLIDO FINANCIERO E INMOBILIARIO, LA TASA DE MORA Y LAS EJECUCIONES HIPOTECARIAS? .....	393
9.7. ¿MUESTRAN LOS DATOS ESE EL EMPOBRECIMIENTO DE LAS CLASES BAJAS Y MEDIAS Y EL AUMENTO DE LA DESIGUALDAD? ¿CAUSA, CONSECUENCIA O AMBAS?.....	398
<b>CAPÍTULO 10. CONCLUSIONES.....</b>	<b>413</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>445</b>
<b>TABLAS DE DATOS .....</b>	<b>471</b>

## INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Quiebras personales en EEUU y en Canadá por cada 1.000 habitantes.....	101
Gráfico 2. Compensaciones retributivas por empleado equivalente a tiempo completo por tipo de industria (1969-2013).....	1599
Gráfico 3. Media y mediana de los salarios de los ejecutivos con mayor jerarquía en sus empresas en el período 1992-2007 (2012). .....	1655
Gráfico 4. Media y mediana de los bonus de los ejecutivos con mayor jerarquía en sus empresas en el período 1992-2007 (2012). .....	166
Gráfico 5. Beneficios del sector financiero 1948-2014 (dólares encadenados 2013). .	169
Gráfico 6. Saldo vivo nocional de los contratos OTC por instrumento (2000-13) ....	1700
Gráfico 7. El crecimiento de los activos con un rating AAA.....	1899
Gráfico 8. Degradación en la calidad de las notas.....	195
Gráfico 9. Comparativa de la evolución de una inversión de 1.000\$ en el LTCM desde su constitución hasta su cierre, frente a 1.000\$ invertidos en el Dow Jones Industrial Average y otros 1.000\$ invertidos en letras del Tesoro estadounidense.....	23939
Gráfico 10. Gasto anual de los lobbys de la industria financiera, de seguros y de promoción inmobiliaria. Porcentaje anual de estas 3 industrias sobre el total del gasto anual de los lobbys. ....	302
Gráfico 11. Destino laboral de los congresistas que dejan el Congreso tras las elecciones de medio mandato. Congresos 11, 112 y 113. Período 2010 -14.....	304
Gráfico 12: Índice VIX 2000-10. Datos diarios de cierre. ....	380
Gráfico 13: TED Spread (Diferencial de rentabilidad entre los T-Bill y el US LIBOR). Período 2000-2010. Datos diarios. ....	381
Gráfico 14: Nuevas viviendas unifamiliares vendidas mensualmente en EEUU entre 1963 y 2015. Datos fin de mes. ....	3833
Gráfico 15: Número de viviendas unifamiliares comenzadas trimestralmente en EEUU (1974-2014). ....	385
Gráfico 16: Número de viviendas unifamiliares en venta en EEUU mensualmente (1963-2015). ....	386
Gráfico 17: Deuda Hipotecaria Viva Anual en EEUU (1952-2015). Datos trimestrales al fin del período.....	388
Gráfico 18: S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index (1987-2015).....	389
Gráfico 19. Deuda Hipotecaria Viva Anual en EEUU vs S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index (1987-2015). Datos trimestrales al fin del período.....	390
Gráfico 20: S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index vs Costes unitarios en la construcción. Datos anuales (1987-2008). En el caso del Case Shiller Enero de 2000 = 100 .....	391
Gráfico 21: Tipos de interés en EEUU. Datos mensuales en promedio (2000-2015). .....	39292
Gráfico 22: Tasa de mora en el total de las hipotecas sobre viviendas unifamiliares en EEUU (1991-2015). Todos los bancos comerciales. Datos trimestrales al final del período.....	3944
Gráfico 23: Tasa de mora según el tipo de préstamo 1990-2009. Datos a final de año. ....	3966
Gráfico 24: Tasas de ejecución hipotecaria 1998-2009. Datos anuales. ....	3977
Gráfico 25: Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990-2012). A precios constantes de 2013. ....	3999
Gráfico 26: Producto Interior Bruto (1990-2012). Miles de millones de dólares. A precios constantes de 2009. ....	400

Gráfico 27: Producto Interior Bruto Real (1990=100) / Total de la población (Todas las edades, incluyendo las Fuerzas Armadas desplazadas) Versus Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990=100). .....	401401
Gráfico 28: Total de las nóminas no agrícolas en EEUU (1990-2015). .....	402
Gráfico 29: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1990-2012). .....	403
Gráfico 30: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1953-2012). 2007 = 100. ....	404
Gráfico 31: Parte de la Renta Interior Bruta (Perspectiva de las rentas) estadounidense correspondiente a las compensaciones pagadas a los empleados (salarios y paquetes compensatorios) en el período 1948-2012. ....	4055
Gráfico 32: Índice de Gini para los hogares estadounidenses 1967-2013. ....	4066
Gráfico 33: Media de las rentas percibidas por cada quintil y el top 5% de las familias. 1967-2013. A precios constantes de 2013. ....	4077
Gráfico 34: Porcentaje de la Renta Agregada recibida por cada quintil y por el top 5%. Todas las razas. ....	4088
Gráfico 35: Retribuciones salariales totales para empleos a tiempo completo, 1948-2013. A precios constantes encadenados (año anterior). ....	4100

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Compensaciones sobre ingresos desde 2005 .....	166
Tabla 2. Evolución de los salarios de un director ejecutivo desde los años 80. ....	1677
Tabla 3. Datos sobre los ingresos y la facturación de las 3 principales agencias de crédito .....	184
Tabla 4. Nuevos requisitos de capital a mantener en balance por las entidades financieras sobre los Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). Aprobada el 2 de enero de 2002 por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). ....	197
Tabla 5. Un pequeño listado de los traders que registraron pérdidas millonarias para sus mesas de tesorería. Fuente: Elaboración propia .....	351
Tabla 6: Total de ejecuciones hipotecarias 2010-13. ....	398
Tabla 7: Coeficientes de correlación .....	408

## ÍNDICE DE IMÁGENES

Imagen 1: Portada de la revista TIME. 12 de junio de 1933 .....	97
Imagen 2. Los miembros de la FDIC disponiéndose a “aligerar” la regulación. Fuente: Informe anual de la FDIC, 2003. ....	132
Imagen 3. Publicidad del movimiento Occupy Wall Street. Fuente: <a href="http://occupywallst.org/">http://occupywallst.org/</a> . ....	1499
Imagen 4. En el Despacho Oval de la Casa Blanca en 1974. De izquierda a derecha, Rose Goldsmith, madre de Alan Greenspan, el presidente Ford; Alan Greenspan, Rand, y su marido, Frank O'Connor. Fuente: HESO Magazine. ....	2799

# **CAPÍTULO 0. INTRODUCCIÓN GENERAL**

## **0.1. OBJETIVOS DE LA PRESENTE TESIS DOCTORAL**

El estallido financiero ocurrido en 2008 en EEUU y la magnitud de la crisis subsiguiente, la mayor desde la Gran Depresión (Crotty, 2009 y Shiller 2008) ha suscitado un enorme interés académico, lo que ha conducido a la publicación de una ingente cantidad de análisis desde muy variados ángulos y perspectivas analíticas.

El objetivo básico de esta tesis doctoral consiste en analizar lo ocurrido durante los años previos a 2008 en EEUU a efectos de averiguar qué principales factores institucionales, tanto formales como informales, han podido contribuir de manera decisiva a tal desastre financiero. Y la perspectiva en la que principalmente se inspiran los análisis cualitativos y cuantitativos aquí elaborados es la de la nueva economía institucional, tema que será abordado en el capítulo 1 siguiente.

Como se constatará en los capítulos venideros, el focalizar la investigación en estos aspectos, de ninguna manera implica presuponer que son los únicos factores relevantes para explicar lo ocurrido en EE.UU. De ahí que la habitual cláusula del *ceteris paribus* esté implícita en todo el análisis que sigue. Del análisis realizado extraeremos algunas hipótesis explicativas básicas que serán después contrastadas con los datos estadísticos disponibles a partir de las bases de datos que ahora mencionaré. Sin duda, también conviene en este punto mencionar que en estudios posteriores habrá que avanzar en esa contrastación, utilizando la información de otros posibles países que experimentaron estallidos financieros similares y tratándola con las técnicas econométricas habituales.

## **0.2. LOS PRINCIPALES FACTORES INSTITUCIONALES A INVESTIGAR EN LA PRESENTE TESIS**

Esos factores institucionales a investigar en la presente Tesis Doctoral han sido, obviamente, factores que unos u otros analistas institucionalistas han tomado en consideración en sus trabajos sobre este u otros temas relacionados. Uno de esos primeros factores, tiene que ver con los cambios institucionales implementados mediante la acción gubernamental de regular y desregular el sistema financiero norteamericano como razón del estallido (Fligstein y Goldstein, 2010; Stiglitz, 2010 y

Acemoglu, 2011), asociadas dichas reformas a una visión ideológica neoliberal según la cual, como veremos, el mercado funcionaría mejor cuanto menos supervisado estuviera y más libertad se concediera a los agentes económicos y financieros (Campbell, 2009 y 2010; Crotty, 2009 y Stiglitz, 2009a).

Una desregulación o falta de regulación que diversos autores atribuyen a la influencia ejercida por los propietarios y gerentes de esas instituciones financieras que emplearon ingentes cantidades de dinero en forma de trabajos de lobby para relajar las normas legales a su favor (Acemoglu, 2011; Acemoglu y Robinson, 2013 y Johnson y Kwak, 2010). Un sector financiero que también buscaba influir en la administración pública a través de la apertura de una “puerta giratoria” entre los funcionarios de Washington DC y los de Wall Street (Johnson y Kwak, 2010; Levine, 2012; Acemoglu y Robinson, 2013). Del mismo modo, la fragmentación y la falta de cooperación entre las agencias reguladoras provocó la descoordinación de la política reguladora, lo que favoreció la incorrecta supervisión del sistema financiero (Gieve y Provost, 2012).

Un segundo factor institucional investigado en la presente Tesis tiene que ver con el marco institucional interno a las entidades financieras norteamericanas por el que se regulaban los incentivos (perversos como veremos) del sistema retributivo de sus empleados. Este premiaba el corto plazo y se despreocupaba del futuro, lo que favoreció una toma excesivo de riesgo (Bebchuk y otros, 2010; Kirkpatrick, 2009; Costas, 2010, Mehran y otros, 2010).

Un tercer factor institucional, en este caso formando parte de lo que en el capítulo 2 detallaremos como marcos institucionales informales o valores y normas socio-culturales, tiene que ver con la enorme expansión que las ideas, valores o aspiraciones “del sueño americano” tuvieron en la población desde el mismo momento en el que termina la Segunda Guerra Mundial y los soldados movilizados vuelven a casa para fundar familias y comprar viviendas, hasta el colapso financiero del 2008. En parte debido al impulso político y gubernamental para que la sociedad estadounidense pudiera cumplir ese sueño “americano” de adquirir una casa propia (Bratt, 2008; Barth y otros, 2015; Campbell, 2011; Rajan, 2010). Lo que unido al deseo de los hogares con ingresos medios y bajos de mantener sus niveles de consumo y status dentro de la sociedad, dio lugar a un fuerte aumento del endeudamiento de muchas familias que de manera creciente financiaban dicho consumo y la compra de una vivienda, el bien posicional

social por excelencia, mediante el aumento del crédito, en lugar de lograrlo mediante el aumento de sus ingresos salariales debido a la creciente desigualdad de rentas generada durante ese periodo en la sociedad estadounidense (Rajan, 2010; Stiglitz, 2009b, van Treeck, 2012).

Un cuarto factor institucional, formal en este caso, al que en la presente Tesis se presta atención tiene que ver con la regulación que define las características y funcionamiento del mercado de las agencias de rating. Dicha regulación daba lugar a un mercado de oligopolio en la práctica, en el que las agencias de calificación concedían unas calificaciones que se utilizaban como un “input” obligatorio para la supervisión y la comercialización. La clave, como analizaremos en detalle en capítulos posteriores, radica en que las titulaciones de aquellos activos financieros que estaban respaldados por bienes inmobiliarios eran valoradas por dichas agencias dentro de un modelo basado en la idea de que “el emisor paga”, lo que constituía un claro conflicto de intereses, ya que la entidad financiera que pagaba estaría interesada en obtener siempre la mejor calificación crediticia para después comercializar estas emisiones con mayor facilidad (Costa y Arias, 2011; Fligstein y Goldstein, 2010; Stiglitz, 2009a y White, 2008). Igualmente, si la agencia de calificación no demostraba ser “cooperativa” el banco que solicitaba la valoración podía decidir llevarse su negocio a otra parte (Skreta y Veldkamp, 2009; Benmelech, Efraim y Dlugosz, 2010 y Griffin y otros, 2013). Por todo ello, diversos autores afirman que dichas agencias también contribuyeron al estallido final.

Otro factor explicativo de naturaleza institucional al que se presta atención en la presente investigación tiene que ver con las ideas económicas predominantes. Distintos economistas han prestado atención a este otro aspecto institucional informal para enfatizar que las teorías y modelos económicos predominantes (de fuerte orientación neoclásico-monetarista) guiaron a los agentes económico-financieros y a los reguladores hacia la adopción de decisiones erróneas a tenor del riesgo asumido y los resultados acaecidos tras 2008 (Elster, 2009; Hodgson, 2009; Krugman, 2011 y Rodrick, 2011). Cuando finalmente subieron los tipos de interés en EE.UU el estallido de la burbuja en la que se hallaba inmerso el sector inmobiliario estadounidense desde hacía años resultó inevitable (Shiller, 2008).

Por último, habremos de considerar también hasta qué punto otros factores, además de los anteriores, contribuyeron igualmente a la burbuja financiero-inmobiliaria que finalmente estalló, aunque lo hicieran de manera más indirecta. Este es el caso, como diversos autores afirman (Epstein y Carrick-Hagenbarth, 2010), de algunos conflictos de interés que la legislación vigente en EE.UU. no exigía clarificar. Por ejemplo el que afectaba a los economistas académicos o profesionales, quienes actuando como pretendidos expertos “objetivos”, aparecían o publicaban trabajos en medios de comunicación generalista o académicos, sin declarar o explicitar públicamente sus relaciones profesionales privadas con entidades financieras.

Para el logro de estos objetivos investigadores, el contenido de esta tesis doctoral se organiza del siguiente modo. Tras esta relación global de principales factores a analizar, en el capítulo 1 se profundiza en las cuestiones de enfoque. El capítulo 2 siguiente contiene un análisis global explicativo de esos principales factores institucionales que confluyeron en el estallido de la crisis, mostrando sus vías de influencia. Después, en capítulos posteriores profundizaremos únicamente en aquellos factores que aparecen como más significativos, para extraer entonces algunas hipótesis explicativas básicas a fin de realizar una primera contrastación empírica en el penúltimo capítulo (capítulo 9), antes de las conclusiones finales.

Esos otros capítulos posteriores, se centrarán pues en analizar la importancia y efectos de la desregulación del sector financiero estadounidense (capítulo 3), la importancia del sistema de retribuciones existente en las entidades financieras en EE.UU (capítulo 4), el rol de las agencias de calificación del riesgo (capítulo 5), el papel desempeñado por las ideas o paradigma dominante entre los economistas académicos (capítulo 6) y la influencia ejercida por las ideologías políticas existentes en EE.UU. durante las décadas previas al crash del 2008 (capítulo 7). A continuación, el capítulo 8 contiene un análisis de la primera respuesta legislativa del gobierno-administración Obama tras la crisis. Seguidamente, el capítulo 9 contiene el mencionado ejercicio de contrastación empírica y, finalmente, el capítulo 10 las conclusiones.

Previamente, es necesario explicitar en esta introducción general las razones de la elección del enfoque analítico en el que principalmente se inspira la tesis, el material cualitativo y cuantitativo utilizado en la investigación así como las fases que componen la misma.

### **0.3. LAS RAZONES DE LA ELECCIÓN DEL ENFOQUE ANÁLITICO ADOPTADO.**

En primer lugar es necesario explicitar la aproximación analítica o enfoque de análisis en el que principalmente se fundamentan los análisis de la presente investigación. Se trata del ya conocido enfoque de análisis económico institucional, y especialmente en los trabajos más recientes elaborados en la corriente de la Nueva Economía Institucional, como veremos con más detalle en el capítulo 1.

Tal elección no se debe únicamente al explícito énfasis que los autores institucionalistas suelen poner en los factores institucionales u organizativos, entre otros, por los que este doctorando siempre ha tenido un especial interés desde sus años de estudiante de economía, sino también, claro, debido al creciente reconocimiento académico que esta aproximación ha tenido durante las últimas décadas. Una situación que se manifiesta a través de una creciente penetración de estas aportaciones en revistas principales y en debates políticos relevantes, (Ménard y Shirley, 2014). Reconocimiento que se constata también en la concesión del premio nobel de economía a relevantes académicos de este campo como Ronald Coase (1991), Douglas North (1993), Oliver Williamson (2009) y Elinor Ostrom (2009).

En mi caso particular, ya desde mi etapa como estudiante, siempre me ha llamado la atención cómo es que la organizan las sociedades y los países difiere de unos sitios a otros, o por qué algunos países han logrado un mayor desarrollo económico que otros aun teniendo una similar organización de sus sistemas democráticos y de sus mercados, o el por qué algunas reformas institucionales exitosas en unos países fracasan en otros, etc... Asuntos y preguntas en las que el foco se pone en los aspectos institucionales y que están atrayendo la atención de cada vez más investigadores económicos en un intento de dar respuesta a las mismas.

Resulta necesario en ese sentido el mencionar de manera sintética en esta introducción general algunas ideas básicas sobre el origen de este tipo de análisis y las diversas corrientes existentes, explicitando también algunas limitaciones de esta aproximación, y citando algunos destacados trabajos y autores para una fácil identificación, aunque en el capítulo 1 abordaremos estos aspectos en mayor profundidad.

En ese sentido, cabe afirmar en primer lugar, que si se comparan con los conocidos análisis económicos convencionales o neoclásicos, los análisis institucionales elaborados en el marco de una u otra de las varias corrientes existentes, como ahora matizaré, constituyen una novedosa aproximación al estudio de los asuntos económicos. (North 1990, Williamson 2000, 2002, y Caballero 2011).

La importancia y efectos que los marcos institucionales existentes suelen tener sobre el desempeño económico en unos u otros ámbitos, como el financiero que aquí nos ocupa, así como el estudio de las causas o factores que conducen a la existencia de unos u otros de esos conjuntos de reglas legales y normas sociales, constituye también un aspecto central de la investigación llevada a cabo por los investigadores institucionalistas en general. Tanto en sus análisis del sector privado, los mercados y las empresas como en sus trabajos sobre el sector público y la toma de decisiones políticas en unos y otros parlamentos y ejecutivos (Menard, 2015, Eggertsson, 1998 Weingast, 1993).

La importancia de prestar atención a las instituciones ha sido resaltada, entre otros, por Douglas North (1993), quien señala que la tarea del economista consiste también «en hacer propuestas para contribuir a mejorar las sociedades, y la forma de hacerlo requiere, primero, el comprender el camino seguido por aquellas sociedades que lo consiguen y el que siguen las que fracasan (...) Sólo cuando lleguemos a esa comprensión de qué determina el comportamiento de unas u otras economías a lo largo del tiempo estaremos en condiciones de hacer esas propuestas de mejora». Aunque, evidentemente, son los parlamentos y otros organismos políticos de toma de decisiones quienes han deliberar y votar dichas propuestas, la cita anterior revela la importancia que North y otros institucionalistas atribuyen a la organización institucional de cada país y como los cambios institucionales afectan decisivamente a la evolución económica de las sociedades, tanto en términos de crecimiento como en términos de equidad o distribución de los frutos de ese crecimiento (North, 1990 y 2005).

La denominación de “economía institucional” apareció por vez primera en un artículo de Walton H. Hamilton (1919), aunque fue Commons (1924) quien más contribuyó a popularizarla. Dicha expresión se utilizó muy pronto para englobar un conjunto de trabajos de diversos autores, norteamericanos en su mayoría, que habitualmente prestaban una gran atención a los aspectos institucionales, y que elaboraban un tipo de análisis en la tradición de la economía política de los siglos XVIII y XIX, lo que les

diferenciaba de los nuevos análisis marginalistas-neoclásicos emergentes ya a finales del siglo XIX.

Como expone Rutherford (2001), a principios del siglo XX los términos “economía institucional” o “economía institucional americana” o “vieja economía institucional” eran ya reconocibles y aplicables a la tradición económica asociada a Thorstein Veblen, John R. Commons, Wesley Mitchell (discípulo éste de Veblen) y Clarence Ayres. Se trataba de un enfoque basado en la elaboración de razonamientos explicativos de naturaleza sistémica, mediante el que los autores ponían un especial énfasis en las consecuencias distributivas de las distintas estructuras institucionales. En estos análisis se daba importancia a los posibles fenómenos de coerción y poder que pudieran existir, al tiempo que se consideraba que los hábitos sociales y de otro tipo son clave para el comportamiento humano, por lo que todos estos autores intentaban tomarlos en consideración en sus análisis explicativos y prescriptivos. Unos elementos característicos de un tipo de análisis institucional que aún siguen elaborando los denominados “viejos-origenarios institucionalistas” actuales que gestionan asociaciones de economistas tales como la AFIT (Association for Institutional Thought, la AFE (Association for Evolutionary Economics) o la EAEPE (Association for Evolutionary Political Economy), entre otras, como veremos en el capítulo 1.

En segundo lugar, en relación con el enfoque de la presente tesis, resulta necesario exponer brevemente que fue a finales de los 70 cuando el término “nueva economía institucional” apareció por primera vez en un trabajo de Williamson (1975), lo que pronto dio lugar a la conocida diferenciación entre “viejos” y “nuevos” institucionalistas para hacer visibles sus importantes diferencias de enfoque, especialmente durante las décadas de 1970-1990. De hecho, los trabajos de los nuevos institucionalistas se suelen caracterizar por contener razonamientos explicativos contruidos sobre las reglas del individualismo metodológico aunque interpretado cada vez de manera menos estricta bajo lo que ya se conoce como las reglas del individualismo institucional (Toboso, 2001, 2005, 2013). Suelen ser también trabajos en los que los autores prestan atención a la acción individual en solitario o en grupo, bajo la presunción de que los ciudadanos tienen un comportamiento racional (aunque limitado), y evidentemente prestan una gran atención a las instituciones o marcos institucionales en vigor en cada asunto investigado, en cuanto “reglas del juego” formales e informales que influyen sobre las

interacciones de los participantes a través de diversas vías, como veremos a lo largo de la presente Tesis. Por último, cabe resaltar también que, a diferencia de los trabajos publicados por los viejos institucionalistas, los nuevos institucionalistas no muestran un carácter tan intervencionista. (Rutherford, 1994).

Aunque, las diferencias entre estas dos principales corrientes de análisis institucional resultan fácilmente constatables si se comparan los trabajos presentados y debatidos en los congresos de asociaciones ya mencionadas como la EAEPE (European Association for Evolutionary Political Economy) o la AFIT (Association for Institutional Thought) con los de presentados en los congresos de la ISNIE (International Society for New Institutional Economics), o las jornadas de la ESNIE (European School on New Institutional Economics), la ampliación de perspectiva que ha tenido lugar en ambos campos y los nuevos desarrollos ocurridos han hecho, sin embargo, menores esas diferencias (Hodgson, 1988, Toboso y Arias 2005).

De hecho, cabe afirmar, como lo hace Caballero (2011), que los trabajos más recientes publicados en el campo del nuevo institucionalismo están abordando el papel de las instituciones en una amplia variedad de fenómenos no sólo económicos, sino también políticos y sociales. De este modo, como veremos en mayor profundidad en el capítulo 1, la ampliación de perspectiva que ha tenido lugar en el marco de la nueva economía institucional, otorga a dicha aproximación analítica un cierto carácter multidisciplinar en el campo de las ciencias sociales. Los avances logrados por el nuevo institucionalismo han sido especialmente significativos en el campo de la ciencia económica (Ménard y Shirley, 2005; North 2005; Álvarez-Díaz y Caballero, (2008), pero, también en el de la ciencia política (Hall y Taylor, 1996; Peters, 2001) y la sociología (Brinton y Nee, 1998). Lo que está permitiendo enriquecer los programas de investigación de otras tradiciones disciplinares

El desarrollo de la presente tesis doctoral descansa, pues, en gran medida en estas últimas aportaciones construidas a partir de enfoque más amplio de análisis que ya es habitual el campo de la NEI y que recientemente ha conducido incluso a un cambio en el nombre, estatutos y página web de la asociación de estos economistas antes mencionada, la ISNIE (Internatinal Society for the New Institutional Economics), que ahora ha pasado a llamarse SIOE (Society for Institutional and Organizational Economics).

Por último, para finalizar esta introducción general cabe apuntar también que la complejidad y extensión del análisis institucional cualitativo y cuantitativo aquí elaborado (es decir, la revisión y contrastación de los principales factores institucionales formales e informales influyentes en el estallido de la crisis financiera ocurrida en EEUU en 2008) hace inevitable concentrar la investigación en determinados aspectos. Efectivamente, la lista inicial de factores comentada en un apartado anterior de esta introducción general es una lista incompleta, porque el enfoque multidisciplinar de la NEI ha abierto y seguirá abriendo nuevas vías de investigación para profundizar en la cuestión aquí tratada.

Finalmente, como ha quedado explicado anteriormente, esta tesis no está elaborada bajo la presunción de que haya que encontrar una única explicación verdadera e indiscutible para todo tiempo y lugar, sino que el objetivo es el de aportar análisis institucionales, y por tanto contextualizados, que resulten relevantes para un país y periodo concreto. La ampliación de esta tesis para tomar en consideración lo ocurrido en otros países desarrollados, mediante la aplicación de las técnicas econométricas habituales, también permitirá aportar nueva información que escapa a los objetivos y alcance de la presente investigación.

#### **0.4. EL MATERIAL CUANTITATIVO Y CUALITATIVO UTILIZADO: DATOS ESTADÍSTICOS, AUDIENCIAS, COMPARENCIAS E INFORMES.**

En este punto, resulta necesario señalar que esta tesis contiene tanto explicaciones y razonamientos microeconómicos situacionales, basados en aspectos cualitativos, sobre los que no existen bases estadísticas, a la vez que otros análisis para los que sí que es posible contar con datos de fuentes muy conocidas a fin de refutar o corroborar lo argumentado. Así, los diversos capítulos de la tesis contienen estadísticas oficiales sobre tipos de interés, deuda hipotecaria, renta de las de las familias, índice de Gini, índice VIX, viviendas vendidas, precios de las viviendas o ejecuciones hipotecarias. Estadísticas éstas elaboradas por este doctorando a partir de los datos de acceso público facilitados por agencias como la US Bureau of Census, la US Bureau of Economic Analysis o la US Bureau of Labor Statistics.

Igualmente, se han recogido datos de la Reserva Federal, la OCDE, la Chicago Board Options Exchange, la S&P Dow Jones Indices y la Mortgage Bankers Association of America. También, se aporta información proveniente de discursos pronunciados por los propios presidentes de gobierno (George W. Bush y Barack Obama), o de la Reserva Federal (Alan Greenspan y Ben Bernanke), audiencias, vistas y comparencias públicas ante comités gubernamentales de funcionarios públicos de alto nivel (como los responsables de las agencias de supervisión o el propio Eric Holder, Fiscal General del estado), comisiones de investigación, como la Federal Crisis Inquiry Commission, actas de los encuentros de la Reserva Federal e, incluso, extractos de cartas dirigidas por la American Bankers Association (ABA) a las agencias supervisoras, así como declaraciones de funcionarios y economistas de alto nivel a medios de comunicación.

De la misma manera, dada su relevancia y reconocimiento en EEUU, incluiremos datos de una organización sin ánimo de lucro como es el *Center for Responsive Politics*. Una entidad especializada en el seguimiento del dinero que financia las campañas políticas y creadora de una de las mejores bases de datos del país sobre las actividades de los lobbys, así como de los movimientos de los políticos a través de las “puertas giratorias” entre el gobierno y las empresas privadas.

Igualmente, queremos señalar que nuestra aproximación fundamental y enfoque sobre la materia tratada tienen una orientación más “microeconómica” que “macroeconómica”, como es propio del enfoque de los análisis de la nueva economía institucional antes mencionados en los que se inspira la tesis. De ahí las características del contenido, capítulos y referencias.

En suma, buscaremos centrarnos en describir los entornos institucionales específicos y en analizar su posible influencia sobre agentes concretos en contextos determinados que habremos de caracterizar. Nuestra intención será describir en qué medida las “reglas del juego” contenidas en los marcos institucionales en vigor durante los años previos al crash del 2008 (entendidas como normas formales, informales y mecanismos de cumplimiento) condicionaron los comportamientos y actuaciones de los agentes (“las jugadas”) y los resultados, *ceteris paribus*.

## **0.5. LAS FASES DE LA INVESTIGACIÓN AQUÍ REALIZADA Y LA ESTRUCTURA DE LA TESIS.**

De igual manera, nuestra investigación ha seguido diversas fases que han culminado en los capítulos que vendrán a continuación. Tras profundizar en el capítulo 1 en los aspectos relacionados con el enfoque, en el capítulo 2 describiremos de un modo global estas fases, los objetivos de la investigación y los factores institucionales más relevantes que hemos encontrado en el caso estadounidense. En los capítulos siguientes nos centraremos específicamente en alguno de estos aspectos institucionales. Así, en el capítulo 3 trataremos la evolución de la regulación financiera estadounidense y sus efectos. Abordando desde la respuesta legislativa a la crisis de 1929, en la que se construye un marco jurídico con un elevado grado de supervisión, hasta la desregulación de aquel cuerpo legislativo y su sustitución por un sistema de supervisión “ligero” que creó un nuevo escenario que favorecía a los grandes conglomerados financieros. En el capítulo 4 analizaremos la importancia de los sistemas retributivos de los ejecutivos del sector financiero estadounidense y su importancia en la explosión del sistema. Posteriormente, en el capítulo 5 analizaremos el papel de las agencias de calificación del crédito y el rol que jugaron. A continuación, en el 6 observaremos el papel de los economistas académicos o academia económica y la visión dominante que se impuso durante los años previos a 2008 en EE.UU. En el 7 describiremos cómo se fue construyendo de una ideología política pro-mercado y sus repercusiones. En el 8 detallaremos la respuesta que se ha dado desde el gobierno norteamericano a este desastre, una réplica construida con la intención de establecer los dispositivos correctores suficientes para intentar que no vuelva a suceder una situación de estas características. Finalmente, en el capítulo 9 intentaremos contrastar con datos algunas de las hipótesis explicativas básicas formuladas en los capítulos previos. Y el capítulo 10 contendrá las conclusiones alcanzadas en esta tesis, además de apuntar también futuras líneas de investigación.

También resulta necesario mencionar aquí que el intento de dividir y crear compartimentos en forma de capítulos hace inevitable el incurrir en alguna repetición en el relato explicativo para dotarlo en cada caso de la mayor consistencia y permitir una lectura independiente de dichos capítulos. Al final de este trabajo se encontrará el

listado de bibliografía utilizado y un anexo con los datos y fuentes usadas para la confección de las tablas estadísticas utilizadas.

## **0.6. COMENTARIOS FINALES.**

Para terminar esta introducción general, resulta necesario mencionar también otros dos aspectos esenciales del enfoque de análisis predominante entre los economistas institucionalistas en general, y en particular en el campo de la NEI, enfoque en el que principalmente se inspira la presente tesis.

El primero es el carácter interdisciplinar o multidisciplinar que caracteriza este tipo de análisis. La complejidad e interdependencia de los asuntos humanos en general, y económicos en particular, hace que resulten cada vez menos justificada la compartimentación estanca e incomunicada entre disciplinas. La creciente comunicación entre economistas, sociólogos, historiadores económicos y politólogos, entre otros, participantes conjuntamente en diversos congresos, jornadas y libros colectivos publicados constata ese cierto “pluralismo metodológico” y ampliación de enfoque ocurrido también en el campo de la nueva economía institucional. Ello ha permitido incorporar en los análisis económicos aspectos antes olvidados entre los economistas, que eran, sin embargo, abordados en el marco de otras ciencias sociales (Caballero, 2011).

El segundo tiene que ver con el hecho bastante aceptado entre los institucionalistas de que elaborar análisis institucionales explicativos y prescriptivos, por el carácter situacional de dichos análisis y la exigencia de contextualización, impide aspirar a ofrecer verdades explicativas universales y uniformes, o recomendaciones de actuación pública que puedan escapar al debate y aprobación por parte de los órganos políticos correspondientes, como tampoco es esa la intención de este doctorando. Sólo resulta coherente con un enfoque tal el elaborar explicaciones de realidades institucionales concretas y períodos específicos, con grupos de agentes participantes cuyos objetivos e intereses suelen diferir. Resulta también algo ya aceptado entre los institucionalistas que las propuestas que un grupo de investigadores puedan hacer para mejorar el funcionamiento una economía o nación no son directa y totalmente trasladables a otras. Como exponía Coase (1999b) “hay diferentes respuestas para cada país y cada situación histórica”.

Como veremos también en el capítulo dedicado al papel de los economistas académicos, Ostrom (2008) señala asimismo que los economistas institucionalistas deben reconocer que «derivar un simple y bonito modelo matemático no es el único objetivo de nuestros esfuerzos», y que «podemos causar daño aplicando a todos los casos una única prescripción institucional basada en modelos teóricos excesivamente simplificados». La «diversidad institucional» es una característica de nuestro entorno humano (Becker y Ostrom, 1995; Ostrom, 2005), lo que muestra que problemas y asuntos similares se organizan de manera diferente en unos y otros sitios, como ocurre con los sistemas de irrigación estudiados por Ostrom, por ejemplo. Por ello las propuestas de reforma que cabe derivar de los análisis institucionales, afirma esta autora, deben ir más allá de la búsqueda de «panaceas» o soluciones válidas para todo tiempo y lugar porque tales panaceas no existen. Lo que funciona en unos sitios y para unos grupos de personas puede no funcionar en otros. (Ostrom, Janssen y Anderies, 2007). En una línea similar, en Ostrom y otros (1999) puede encontrarse otro muy citado ejemplo de ello cuando la autora aborda el estudio de la gestión de las aguas comunales, mostrando que los mismos normas reguladoras que funcionan en un lugar pueden no hacerlo en otro, o puede que sí. En los asuntos económicos y políticos relativos a las personas, su evolución y sus causas, no cabe esperar leyes explicativas fijas, como sí que ocurre, en cambio, en el caso de muchos fenómenos naturales.

Por último, cabe advertir también en esta introducción general, tal como lo hace Eggertsson (2005), acerca de los riesgos de promover «trasplantes institucionales» de unas economías a otras. El enfoque de análisis en el que se inspira la tesis impide hacerlo, ya que el encaje de instituciones formales ajenas a una determinada comunidad de personas que resulte contraria a algunas de sus normas informales bien establecidas y aceptadas es el camino al fracaso de dicha reforma y probablemente al fracaso económico (North, 2000). Las instituciones informales importan y hay que prestarles atención. Este es otra de las características singulares del enfoque aquí adoptado.



# **CAPÍTULO 1: LA ELECCIÓN DEL ENFOQUE INSTITUCIONAL PARA EL ANÁLISIS DEL ESTALLIDO FINANCIERO DE 2008 EN EE.UU.**

## **1.1 INTRODUCCIÓN**

Como hemos explicado previamente, la elección del enfoque institucional para la realización de esta tesis obedece a varias razones. La primera es de componente personal, puesto que los temas que siempre han cautivado mi atención han sido asuntos en los que la perspectiva institucional es primordial. Por ejemplo, cómo se diseñan los marcos institucionales, tanto formales como informales, y cómo influyen sobre los procesos de toma de decisiones, sobre la eficiencia y productividad de las actividades económicas, o sobre la distribución de la renta. O por qué algunas sociedades consiguen éxitos con una determinada estructura institucional y otras, aplicando configuraciones institucionales similares, fracasan. O, por ejemplo, si la historia pasada de un determinado país condiciona y limita el presente y futuro del mismo.

La segunda razón para la elección de este enfoque tiene que ver con el hecho evidente de que las aportaciones de la economía institucional en general, y la nueva economía institucional en particular, han ido ganando tracción en los últimos años, como lo prueba su mayor visibilidad y presencia en revistas científicas y, también, el reconocimiento internacional otorgado a algunos de sus maestros, vía la concesión del premio nobel.

La tercera razón radica en que no se trata de una perspectiva economicista, sino de un enfoque interdisciplinar o multidisciplinar, como ahora veremos. Enfoque que da lugar a la elaboración de análisis económicos que ofrecen ya “una novedosa manera de analizar la organización de los asuntos económicos prestando atención al contexto político y social en el que esos asuntos tienen lugar” (Eggertsson, 2015). Y en los que no sólo los mercados y las empresas son estudiados sino también los asuntos económicos resultado de decisiones tomadas en parlamentos y ejecutivos o en las administraciones que componen el sector público, por lo que algunas tradicionales barreras disciplinares resultan superadas. De hecho, en palabras de Coase (1999) las ciencias sociales híbridas son muy fértiles respecto a las más reduccionistas, siendo las

aportaciones de la NEI un claro ejemplo de análisis explicativos y prescriptivos elaborados ya en la actualidad a partir de un enfoque amplio de análisis que permite a los investigadores incorporar influencias enriquecedoras de otras disciplinas.

Por último, conviene resaltar en esta introducción que, como es propio del trabajo de los investigadores en las ciencias sociales, en el campo de los análisis institucionales lo habitual es encontrar diversas corrientes de autores con análisis adaptados al caso real bajo investigación, al igual que un permanente debate, porque los asuntos económicos de las personas resultan mucho más variables e incluso contradictorios entre sí de lo que suele ser el caso en el ámbito de los fenómenos naturales sujetos a leyes causales fijas. Como veremos después no sólo intereses de los agentes económicos y políticos cuentan y han de ser tomados en consideración en el análisis explicativo, sino que los propios objetivos, interpretaciones e intereses de los investigadores también cuentan.

Por ello, se hace necesario abordar en este primer capítulo tanto el origen y la evolución de esas corrientes de análisis institucional como sus principales características metodológicas o de enfoque. A ello se dedican los apartados siguientes.

## **1.2 LOS ORÍGENES DE LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL: LOS INSTITUCIONALISTAS NORTEAMERICANOS.**

Hacer mención a esas primeras aportaciones con orientación institucional exige referirse, aunque sea brevemente, a las aportaciones pioneras de Thorstein Veblen, J. Commons y W. Mitchell, presidentes estos últimos de la American Economic Association, así como a otros trabajos más recientes de autores adscritos a esta corriente. Autores pioneros de lo que ha dado en llamarse vieja-original economía institucional.

De manera sintética, y por tanto simplificada, pues no son estos análisis sistémicos en los que la presente Tesis se fundamenta, cabe al menos mencionar que uno de esos pioneros, Thorstein Veblen, logró ocupar un lugar en la historia del pensamiento económico por combinar una perspectiva evolucionista Darwiniana con una aproximación institucionalista al análisis económico, lo que está en la base de su predilección por elaborar análisis sistémicos donde las fuerzas impersonales ocupan un lugar fundamental. De hecho, mezcló sociología y economía en su obra clave “Teoría de la clase ociosa” (1899), donde argumentaba que había una división fundamental en la

sociedad entre aquellos que se abrían paso a través de la explotación y aquellos que lo hacían por el camino de la industria. Según él, en las sociedades bárbaras ésta era la diferencia entre el cazador y el recolector de la tribu, mientras que en las sociedades más avanzadas es la diferencia entre la aristocracia terrateniente y los sirvientes.

Entre las afirmaciones reveladoras de su visión y, por tanto, de su análisis, en Veblen (1899) escribió también que “La situación de hoy modela las instituciones del mañana a través de un proceso de selección coercitiva, en el que se actúa sobre la visión habitual que los hombres tiene de las cosas, alterando o fortificando una visión o una actitud mental que viene del pasado”. En 1919, el propio Veblen elaboró el argumento de un modo más completo al afirmar que “las querencias y los deseos, el fin y el objetivo, los caminos y los medios, la amplitud y variación de la conducta de un individuo son funciones de una variable institucional que es de un carácter altamente complejo y totalmente inestable”.

Aunque con trabajos no tan basados en ese relato explicativo sistémico, algunas aportaciones de John Commons han de ser mencionadas aquí también. En la década de 1920, este autor había ya establecido la base de su trabajo en la idea de que la actividad económica depende, en parte, de las relaciones legales e institucionales subyacentes, las cuales evolucionan en el tiempo (Commons, 1924). Commons tomó las transacciones como la unidad básica de su análisis, distinguiendo tres tipos de transacciones “bargaining” (las que tienen lugar a través del mercado), “managerial” (como cuando un director le encarga a un subordinado hacer algo) y las “rationing” (como cuando el estado recauda impuestos).

Igualmente, Commons analiza los “marcos institucionales” a través de los cuales las transacciones se organizan y regulan. Esto incluye los marcos institucionales que dan lugar a organizaciones tales como los estados, iglesias, corporaciones financieras, sindicatos etc... Organizaciones o grupos de personas que además cuentan cada con otros marcos institucionales internos “normas internas de funcionamiento”, hábitos de comportamiento y rutinas. Tanto los marcos legislativos generales como las reglas internas evolucionan a lo largo del tiempo, por lo que cualquier análisis institucional de estos asuntos habrá de prestar atención a estos aspectos institucionales y su evolución, según Commons. Para él una institución constituye un entramado organizativo que permite la realización de acciones colectivas que van más allá de lo que es posible hacer individualmente, al tiempo que supone una restricción para ciertas acciones

individuales. Es en ese sentido en el que cabe interpretar su afirmación de que “las instituciones permiten una acción colectiva que expande al tiempo que controla y constriñe la acción individual” (Commons, 1931). Claramente su visión era que el ordenamiento institucional y la acción gubernamental son algo necesario para mantener el orden en las actividades económicas. Sin sanciones externas, incluyendo la amenaza de la fuerza legal, los individuos no respetarían, en su opinión, todos esos marcos institucionales en los que la vida en sociedad descansa. Estas ideas chocaron con las de los conservadores de su tiempo que rechazaban la idea de que la libertad individual había de ser controlada. Commons se defendió enfatizando que la acción colectiva era necesaria para el logro de determinados objetivos compartidos a decidir colectivamente o para asegurar una mínima coordinación, evitándose así la aparición de conflictos individuales mucho más fáciles de aparecer en situaciones sin esa regulación que permite la acción colectiva. Por ejemplo, la libertad dentro del mercado sólo es posible si los derechos de propiedad existen y si es posible realizar contratos que van a ser respetados.

En Commons (1934) exponía que “los individuos con los que tratamos son la Mente Institucionalizada (Institutionalized Mind)... Los individuos se encuentran los unos a los otros, preparados más o menos por el hábito, inducidos por la presión de la costumbre”. Por ello, Commons (1965) escribe que las instituciones “modelan a cada individuo”. En un artículo temprano Mitchell (1910) apuntaba en la misma dirección “Los conceptos referidos a entidades sociales o colectivas han de ser el núcleo de los análisis institucionales. Pues conceptos como los hábitos prevalentes de pensamiento han ganado aceptación general en cuanto a considerarlas normas que efectivamente influyen en las conductas. De este modo, estas normas o entes sociales que existen más allá de las personas ejercen, sin embargo, una cierta influencia sobre los cursos de acción futura de los individuos. El uso repetido de esas normas sociales de conducta y hábitos de pensamiento compartido por los miembros de un grupo social acaba por inculcar en esos individuos patrones comunes de conducta, sin que ellos muchas veces sean conscientes, creando en muchas ocasiones barreras a la acción individual que hubiera resultado sin tales restricciones socio-culturales”.

En estas breves referencias al origen de los análisis institucionales es necesario mencionar también la aportación de Mitchell. En su estudio de la evolución del dinero, Mitchell (1937) enfatizaba como el dinero cambiaba la mentalidad y la naturaleza

humana: “Ahora la economía del dinero... es, de hecho, una de las más potentes instituciones en toda nuestra cultura. En verdad estricta, imprime su sello sobre la naturaleza humana, nos hace reaccionar de una manera estandarizada a los estímulos estándar y afecta a nuestros mismos ideales de lo que es bueno, bello y verdadero”. Del mismo modo, Clarence Ayres (1944) explicaba que “lo que se quiere (wants) no son algo primario. No son mecanismos físicos innatos y no son atributos espirituales. Son hábitos sociales. Para cada individuo, su punto de origen está en la comunidad, e incluso estas tradiciones tienen una historia natural y están sujetas a modificación en el proceso general de cambio social”. Por último en uno de sus postreros trabajos publicados, Commons (1965) escribía sobre las instituciones y las creencias al exponer que “la institución en la que el individuo se encuentra es al mismo tiempo la causa y el efecto de sus creencias... Las creencias comunes y los deseos son la fuerza activa y vigorizante dentro de la institución”.

Además de los anteriores, toda referencia a esta corriente de análisis requiere, al menos, mencionar otros relevantes trabajos publicados durante las décadas de 1980 y 1990 por los continuadores de esta tradición, tales como P. Bush (1987), G. Hodgson (1988), W. Samuels y M. Tool (1989). Por ejemplo, Bush (1987) analiza el modo en que cambian las sociedades y se centra en la democracia a la que califica como “probablemente el proceso político (más capaz) de alimentar el ejercicio consciente de la discreción humana sobre la evolución de la sociedad”. Incluso Bush cita a Ayres (1961), quien escribió que “la esencia de la democracia no es el hecho de que la mayoría es la que manda, sino el proceso de formación de esas mayorías”.

En la actualidad, todos estos institucionalistas pioneros tienen seguidores que gestionan revistas académicas y asociaciones tales como la AFIT (Association for institutional thought), la AFEE (Association for Evolutionary Economics) o la EAEPE (Association for Evolutionary Political Economy). Véase algunos ejemplos de trabajos recientes en esta línea en Hodgson, Abrutyn y Turner (2011), Dolfsma (2013), Wäckerle (2013) y Dai, S. (2015).

Por último, en relación con el enfoque de análisis que ha caracterizado a estas aportaciones de la vieja economía institucional resulta necesario resaltar algunas de esas principales características metodológicas que ya se observan en los trabajos

mencionados, lo que nos servirá después para remarcar sus diferencias respecto al enfoque de la nueva economía institucional.

En primer lugar, todos estos trabajos de los “viejos institucionalistas”, a diferencia de lo que hacen los “nuevos institucionalistas” como ahora veremos, suelen estar basados en métodos holísticos de análisis, lo que les conduce a colocar como variables centrales de sus teorías a “fuerzas sistémicas” que serán las que arrastran y precipitan los acontecimientos, sin apenas espacio para la acción individual, como ya hemos apuntado. En segundo lugar, su predilección por elaborar razonamientos explicativos o relatos sistémicos, les lleva a concebir también el comportamiento de los agentes económicos que ellos analizan no suele venir determinado fundamentalmente por cálculos mentales individuales de los beneficios y costes pecuniarios esperados por los participantes, sino que en mayor medida su conducta vendrá determinada por otros elementos sistémicos de orden sociocultural e institucional. Por ejemplo, las normas que prevalecen en una comunidad, los valores éticos dominantes, los usos y costumbres, las tradiciones, los principios ideológicos, las presiones del entorno, la fuerza de acontecimientos cíclicos, la manipulación informativa de las clases dominantes, etc (Hodgson, 1997, 1998).

Por último, cabe resaltar en este apartado de la Tesis, que su enfoque sistémico les exige explicar los asuntos investigados haciendo referencia última al sistema, subsistema o entidad supraindividual de la que los participantes forman parte, así como a la posición ocupada por ellos en dicha entidad o sistema. Dicha posición será el factor básico que determine el conjunto de los valores, ideas, preferencias, objetivos de los miembros de ese sistema, así como de los condicionantes y fuerzas que incidirán sobre ellos (Wilber y Harrison, 1978; y Bush, 1993). Por ello cuando ponen especial atención en las consecuencias distributivas de cada estructura institucional, así como de los conflictos que se generarán cuando se plantean cambios o reformas institucionales (Sheehan y Tilman, 1992), su aproximación sistémica les suele conducir a plantear las cuestiones distributivas en términos de consecuencias y conflictos entre clases y grupos o subsistemas, de una manera muy impersonal y mecanicista.

En suma, de las citas anteriores se deduce que estos autores conciben los asuntos económicos de una manera compleja y con efectos circulares o de ida y vuelta, con movimientos causa-efecto de abajo arriba y de arriba abajo. Son los individuos los que crean y cambian las instituciones, pero a la vez que las instituciones moldean y restringen de manera sistémica a los individuos, Hodgson (2000). Por ello, en sus análisis, muchos de

estos autores, no todos como ya hemos mencionado, suelen poner todavía hoy un énfasis especial en mencionar las entidades supuestamente intervinientes (asociaciones, clubs, corporaciones, partidos políticos, sindicatos, clases sociales,...), bajo la presunción de que la mayor parte de sus integrantes son miembros pasivos que interiorizan los valores, motivaciones, reglas, preferencias o normas que componen el entramado institucional de esa entidad. Unos integrantes que, en los análisis de estos autores, aparecen como arrastrados por esas “fuerzas impersonales” propias de la entidad en la que habitan y que incluso, en algunos casos, esos autores parecen presuponer que dichas entidades tengan objetivos propios y funciones que están fuera del control de la mayoría de sus miembros . De la misma manera, cuando estos autores construyen modelos sobre cómo se producen los procesos de cambio y reforma institucional suelen preocuparse por identificar y mostrar los aspectos de control e influencias de poder y condicionamientos generados por la existencia de un marco institucional determinado.

### **1.3. EL SURGIMIENTO Y DESARROLLO DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL.**

#### **1.3.1. Orígenes y autores en el marco de la NEI**

Conviene empezar resaltando, en primer lugar, que la articulación y construcción de la Nueva Economía Institucional no puede explicarse como un avance logrado a partir de las aportaciones de los viejos institucionalistas (Toboso, 1997, 2011) La NEI, un concepto que fue acuñado por Oliver Williamson (1975), no empezó a ser reconocida como una corriente específica de análisis institucional hasta la década 1990 gracias a la aparición de muy citados libros y artículos de distintos autores, que se auto-etiquetaban como “nuevos institucionalistas”, recibiendo algunos de ellos el premio nobel de Economía, como ya resaltamos en la introducción general. Williamson (1985a), (1985b) y (1990), Williamson y Winter (1991) o North (1990a) y (1991) constituyen algunos ejemplos de ello.

Si hubiera que destacar algún acontecimiento especialmente influyente en la consolidación y desarrollo de estos nuevos análisis institucionales, éste sería la organización de las denominadas “International Seminar Series on the New Institutional Economics” que tuvieron lugar a partir de 1983, cuyos debates se publicaron en el Journal of Institutional and Theoretical Economics. Toda esta labor sirvió para fundar

en 1997 la International Society for the New Institutional Economics (ISNIE)<sup>1</sup>, lo que facilitó que autores de distinta procedencia abrieran discusiones más intensas y productivas. Como afirman Ménard y Shirley (2014), la creación de la ISNIE fue fundamental para el desarrollo de la NEI. Pues aunque las ideas de los buques insignia Coase, North y Williamson hubieran seguido siendo relevantes sin la ISNIE, el desarrollo de esta corriente de análisis institucional hubiera sido diferente.

Sencillamente, porque pese a los premios nobel de Coase y North, estas aportaciones seguían estando durante las décadas de 1980 y 1990 en la periferia de la economía. Los economistas que trabajaban en este campo estaban aislados los unos de los otros y pocos conseguían publicar trabajos institucionales en revistas académicas de relevancia. Muchos incluso alertaban a sus estudiantes de doctorado de que las Tesis Doctorales elaboradas usando los marcos analíticos de la NEI no serían bien valoradas por los economistas de la corriente principal de orientación neoclásica (“mainstream”). Sin embargo, la irrupción de la ISNIE trajo consigo una masa crítica de académicos que, unida a los autores más relevantes, ayudaron a legitimar sus conceptos centrales y a atraer a nuevos y particularmente jóvenes investigadores.

A partir de entonces, este tipo de análisis económico no ha dejado de aumentar en influencia y reconocimiento. Ese desarrollo se debió, en parte, como Arrow (1987) y el propio Williamson (1975) ya resaltaron durante aquellos años, al hecho de que en estos análisis se atribuye una importancia especial a la acción individual, como se hace en los análisis neoclásicos, pero ello se complementa con una consideración detallada de los marcos institucionales formales e informales en los que esas interacciones y transacciones tienen lugar, además de asumir que la racionalidad de los agentes es limitada. El no elaborar análisis explicativos sistémicos, en contra del proceder de muchos viejos institucionalistas, les situaba en una posición metodológicamente intermedia.

En palabras de Kenneth Arrow (1987, p.734), al contrario que los viejos institucionalistas, los nuevos institucionalistas “no pretenden dar nuevas respuestas a las tradicionales cuestiones económicas, tales como la asignación de recursos y el grado de utilización. En lugar de eso, su objetivo consiste en responder nuevas cuestiones, como por qué las instituciones económicas existentes en cada ámbito emergieron del modo en

---

<sup>1</sup> En junio de 2015, en la conferencia celebrada en la Harvard Law School, ISNIE cambió su nombre por el de Society for Institutional & Organizational Economics (SIOE). El cambio trajo el lanzamiento de una nueva web SIOE.org.

qué lo hicieron y no de otro modo...”. Esta innovación y diferenciación de enfoque es lo que le ha dado a la NEI su propia identidad, generando un cuerpo importante de seguidores. Aunque es necesario resaltar también la existencia de diversas corrientes y matices en las aportaciones de unos y otros autores en las que, dado el objetivo de la presente Tesis no es necesario abordar aquí en profundidad. (Caballero y Arias, 2013)

### **1.3.2. Las características principales del enfoque de la NEI.**

En relación con el enfoque de análisis predominante entre los nuevos institucionalistas cabe empezar resaltando de nuevo, en primer lugar, la gran importancia atribuida en sus análisis a los marcos institucionales en cuanto reglas escritas y no escritas que constituyen normas y restricciones que los seres humanos diseñan y establecen para otorgar derechos y capacidades, reducir la incerteza y ordenar sus interacciones, además de permitir la acción en equipo o colectiva, como ya mencionamos, (Menard y Shirley, 2005). Y esto es especialmente importante en lo que se refiere a la organización de los mercados financieros objeto de la presente tesis.

¿Qué engloba, pues, el concepto de institución en el enfoque de análisis predominante entre los nuevos institucionalistas? En primer lugar, el concepto institución comprenderá las normas escritas y los acuerdos que rigen las relaciones contractuales y el gobierno corporativo de las empresas o entidades financieras en nuestro caso. En segundo lugar, las constituciones, leyes y reglas que gobiernan la política, las administraciones, las finanzas y la sociedad de un modo más amplio. Por último, una parte menos formal, como serían los códigos de conducta no escritos, las normas de comportamiento y las creencias. A la hora de estudiar las instituciones y como interactúan con los acuerdos específicos, los nuevos institucionalistas han ido prestando una mayor atención a cómo los ciudadanos interpretan la realidad, lo que permite que se vaya modelando el ambiente institucional que construyen (North, 1990a, y Williamson, 2000).

En segundo lugar, cabe afirmar que los nuevos economistas Institucionales ya no asumen en sus análisis algunos supuestos tradicionales del enfoque neoclásico, como la presunción de que los individuos tienen perfecta información, y la presunción de racionalidad ilimitada o que las transacciones no tienen coste y son instantáneas. Por el contrario, en los modelos y teorías publicados en el marco de la NEI los autores suelen asumir que la información de la que disponen los humanos es incompleta, a la vez que

su capacidad mental de procesamiento de informaciones y datos es limitada. Debido a ello el ciudadano se enfrenta a la incerteza que provocan eventos y resultados imprevistos, debiendo además incurrir en costes de transacción para adquirir y procesar información. Así pues, para reducir los riesgos y minimizar los costes de transacción los seres humanos a lo largo de la historia han creado instituciones tanto formales (constituciones y leyes escritas que se han de cumplir), como informales (normas de conducta, creencias y costumbres que se estructuran e inculcan) para facilitar su vida en sociedad y sus interacciones, también económicas. Ciertamente es que distintos grupos de personas crean marcos institucionales distintos para organizar actividades similares, como se refleja en los trabajos de Ostrom ya mencionados.

Por tanto, para estos autores resulta evidente que el cómo funcione una economía de mercado dependerá, en parte, de las instituciones formales e informales existentes en general, y también de la manera en la que estén organizadas las empresas y las administraciones públicas (Menard y Shirley, 2005). Por ello, estos autores también suelen analizar cómo tales instituciones surgen, operan y evolucionan en cada país, región o mercado. North (1990a),

En tercer lugar, resulta necesario también hacer referencia a otros tres conceptos clave: los costes de transacción, los derechos de propiedad y los contratos. Lo que Ménard y Shirley (2014) definen como el “triángulo de oro de la NEI”, lo que unido a las asunciones más radicales sobre el comportamiento del ciudadano y otras ampliaciones ya mencionadas (North, 2005, Ostrom 2005, 2007, 2008 y Greif, 1994, 2005, 2006) han permitido a estos autores realizar importantes aportaciones en distintas áreas.

El primer concepto clave, los costes de transacción, surgen del trabajo seminal de Ronald Coase “The nature of the firm” (1937). Coase escribió que no estaba dispuesto a considerar a una empresa como una “caja negra” en la que por un lado entran los precios y por otro salen los productos sin fricciones ni costes distintos a los de producción. Un típico planteamiento neoclásico que también se aplica al tema de las políticas macroeconómicas, en las que estos autores no prestan atención en sus análisis a los procesos de deliberación y negociación de las que esas medidas surgen. Este posicionamiento le permitió hacerse las preguntas que empezaron a sentar las bases de la NIE, es decir, ¿por qué los individuos escogen constituir sociedades, compañías o cualquier otro tipo de entidad empresarial? En su lugar, ¿por qué no todas las transacciones se hacen a través del mercado? Coase respondió que las empresas existen, en parte, debido a que permiten economizar los costes de transacción.

Dejando aparte otros aspectos relacionados con el mayor control de los medios de producción que las empresas permiten a sus propietarios, Coase resalta que desde la perspectiva de la rentabilidad y los costes, no tendría sentido que crear empresas e integrar más y más fases de producción si resultase más caro hacerlo así que comprar los aprovisionamientos en los mercados. Pero la integración se justifica, en parte, porque aunque el precio pudiera resultar algo más barato, el recurrir permanentemente a los mercados tiene otros riesgos y costes de transacción derivados de buscar, negociar, controlar y hacer cumplir los contratos, que pueden no compensar en algunos casos. En otros sí, y de ahí la subcontratación. El nivel de los costes de transacción depende, para Coase, del marco institucional concreto dentro del cual operan los agentes económicos. Y unos marcos generan más costes que otros, y los hacen recaer de manera distinta sobre unos y otros participantes. North (1990a) constituye otro trabajo pionero en el que se apuntaló esta idea al exponer que “las reglas del juego” (entendidas como las reglas formales, informales y mecanismos de cumplimiento) influyen en el volumen de los costes de transacción y por tanto el nivel de eficiencia alcanzable en la economía, *ceteris paribus*.

El segundo concepto primordial, los derechos de propiedad, también fueron abordados de manera pionera por Coase, en su obra “The Problem of Social Cost” (1960), donde exploró el ejercicio los efectos dañinos que pueden ocurrir cuando el ejercicio de los derechos de alguien causa daño o costo a algunos de los tenedores de otros derechos. Coase exponía que la asignación de los derechos de propiedad importan porque los costes de transacción no son nulos, sino positivos, por lo que no es neutral cual sea la distribución inicial de estos derechos. Las negociaciones y transacciones en cualquier mercado se ven muy influidas por como esté distribuida la propiedad de los recursos, por el sistema legal concreto existente, por el tipo de intervención que lleven a cabo quienes controlen los gobiernos y por el entramado institucional general existente. Del mismo modo, cuando la gente negocia o intercambia derechos, lo que hace es negociar el derecho a realizar determinadas acciones, Coase (1959) . El cumplimiento o respecto de estos derechos una vez obtenidos suele venir exigido en la ley, pero también existen acuerdos o contratos informales que son respetados, dice Coase, por razones relacionadas con el cumplimiento de la palabra dada, exigencias éticas, respecto a costumbres ancestrales, o por miedo al ostracismo social que pueden sufrir los incumplidores.

El tercer concepto central es el de los contratos, definidos de un modo amplio como acuerdos entre partes escritos o no escritos, Ménard y Shirley (2014). No obstante, la definición de contrato de Williamson (1996) como “un acuerdo entre un comprador y un vendedor en el que los términos del intercambio se definen por una tripleta: precio, especificaciones del activo y salvaguardas”, será la que se convertirá un elemento de referencia, y especialmente en los análisis de los nuevos institucionalistas en temas organización industrial y organización de mercados y de empresas. Como dicen Ménard y Shirley (2014) los contratos, primero, no son nunca perfectamente ejecutados o cumplidos (“perfectly enforced”) y, dos, nunca son perfectamente completados (“perfectly completed”). Las personas pueden hacer cumplir los contratos y proteger sus derechos con ejércitos privados o con policía privada, pero esto es costoso. Como alternativa, pueden ceder esta obligación al estado, lo que reduciría los costos privados, pero éste puede usurpar derechos, por lo que surge el conflicto de “¿quién vigila al vigilante?” Un dilema tratado por North y otros, 2009, y Greif, 2005.

### **1.3.3. La ampliación de enfoque ocurrida en el marco de la NEI: La aproximación interdisciplinar o multidisciplinar.**

La aproximación reduccionista predominante en los círculos económicos de investigación hasta la década de 1980, que afectó a los primeros trabajos publicados por los nuevos institucionalistas durante las décadas de 1970 y 1980, pronto generó incomodidad entre los propios nuevos institucionalistas, como lo demuestran los trabajos de Langlois (1989 y 1990) y de North (1990a y 1991), lo que motivó una evolución de la NIE a partir de la década de los 90.

El propio North puede ser considerado un claro exponente de estos desarrollos analíticos, ya que pronto abandonó el denominado “efficiency view” (intento de explicar lo que ocurre a partir únicamente de consideraciones y cálculos de los agentes en pro de aumentar la eficiencia y reducir los costes de transacción), e introdujo en sus modelos explicativos otras variables institucionales y no institucionales, como la “ideología” y otras normas sociales, la fuerza negociadora (“bargaining strength”), los conflictos entre grupos sociales, etc.

De hecho, en North (2004) este autor afirma que los trabajos elaborados a partir del enfoque de la economía neoclásica no permite explicar adecuadamente los procesos de cambio económico, ni mucho menos los cambios políticos o sociales, que habitualmente tienen lugar en los países democráticos. Es precisamente explicar dichos procesos de

cambio y sus causas lo que los nuevos institucionalistas como North y otros intentan hacer, prestando atención en sus análisis a variables tradicionalmente poco tratadas en los modelos de orientación neoclásica. De la misma manera, North (2004) argumenta que los nuevos análisis institucionales representan un cambio respecto a la economía neoclásica al aportar una visión dinámica de las realidades estudiadas, frente a la visión estática y mecanicista transmitidas en las teorías neoclásicas del crecimiento, y en otros muchos ámbitos.

Como afirma el propio North, para captar los elementos que motivan el cambio económico, así como las condiciones que permiten explicar por qué unas economías presentan un mejor desempeño a lo largo del tiempo que otras no es suficiente el comprender las reglas básicas del juego económico en los mercados existentes o en la política o incluso las costumbres, normas y hábitos de comportamiento. También, se debe de conocer lo que la gente cree y como llegan a esas creencias, valores y aspiraciones. Por ello, North apuesta por estudiar el marco institucional más amplio que modela el funcionamiento de los mercados, incluyendo los aspectos formales e informales, e incluyendo a las creencias y normas sociales predominantes en cada ámbito, e incorporando también los aspectos relacionados con el conocimiento para entender el cambio institucional.

El cambio de enfoque que North y otros nuevos institucionalistas han logrado difundir ha supuesto un cambio importante y una considerable ampliación de enfoque respecto de las aportaciones de la NEI de las décadas previas a la década de 1990 (Rutherford, 1994, Toboso y Arias 2006). No sólo se mantuvo la presunción, como ya hemos dicho, de que los agentes tenían capacidades cognitivas limitadas a la hora de procesar la información y realizar sus cálculos, sino que los aspectos referidos a la interacción social se incluyeron también en los análisis de manera más sofisticada y completa, por lo que los supuestos de racionalidad y disposición de información característicos de postulados neoclásicos tradicionales se percibían como insuficientes. En esta línea, trabajos como los de Williamson (1990) o Denzau y North (1994), Eggertsson (1990), Greif (2006) y Ostrom (1994) son un ejemplo de esos desarrollos analíticos ocurridos. Al mismo tiempo, hubo también otros apreciables desarrollos analíticos. Así, en muchos trabajos se puso el énfasis en revelar que en determinadas circunstancias y en contextos institucionales específicos la búsqueda del propio interés y utilidad por parte de algunos

agentes económicos puede conducirles a comportarse maliciosamente, a incumplir sus promesas, a revelar información distorsionada o, incluso, a incumplir deliberadamente la legislación (Campbell, 2011; Horn, 2012, y Williamson, 1975). Según estos autores el principio de “la mano invisible” no está asegurado en cualquier orden institucional dado, ya que cuando los agentes actúan buscando su interés propio se puede causar perjuicio sobre otros. Este tipo de comportamientos puede darse tanto en los mercados, como en el proceso político. Y afectar tanto las transacciones que se dan bajo unas reglas dadas, como las transacciones y acuerdos conducentes a reformar esas reglas.

Aspecto éste que será abordado en los capítulos siguientes al tratar el proceso desregulador en relación con los mercados financieros que vivió Estados Unidos en las décadas de los 80 y de los 90. Así, en estos análisis de la NEI ya se incluyen conceptos y aspectos relacionados con la información asimétrica o el “inside information” (la ventaja informativa de conocer alguna noticia antes que el resto), lo que se asociará con comportamientos oportunistas y el surgimiento de problemas de selección adversa, riesgo moral u otros derivados de las relaciones principal-agente (Menard, 2015)

De igual manera, las normas sociales o marcos institucionales informales existentes en unos u otros ámbitos también son considerados como factores explicativos relevantes, pues el comportamiento de los agentes económicos suele verse influido por ellos (North, 1990 y Ostrom, 2000 y 2007). De hecho, las normas informales cuando son respetadas también constituyen reglas que restringen el comportamiento, con lo que aportan coordinación y límites a las transacciones que pueden llevar a cabo los agentes.

Otro aspecto al que los nuevos institucionalistas suelen prestar importancia para explicar lo que acontece, tanto en los mercados como en la política, es a los antecedentes históricos de cada asunto concreto investigado, (Greif, 2006; North, 1990a; North, 1990b; y North y Wallis, 1994), pues se razona que “los condicionantes del pasado resultan ser factores clave”. De este modo, muchos trabajos incorporan al análisis el concepto de “inercia institucional” o “dependencia de la senda” (path dependency), que pretende señalar que determinados procesos acumulativos en el tiempo conducen a situaciones difícilmente reversibles que conllevan resultados económicos difícilmente modificables (Compés 1999, Toboso y Compés, 2002). Es decir, la “historia importa”, pues las decisiones que se hayan tomado en el pasado condicionarán y limitarán las decisiones que se hayan de tomar en el presente, una idea presente en Arthur (1994). Algo que se observará perfectamente en un capítulo posterior

en el proceso de construcción del muro legislativo llamado Glass Steagall Act y su posterior revocación.

Por último, en relación con el enfoque, cabe resaltar también que la perspectiva analítica de la NEI permite estudiar no sólo los asuntos económicos que tienen lugar tanto en el sector privado, los mercados y las empresas, sino también aquellos que ocurren como resultado de decisiones que tienen lugar en el sector público y los procesos políticos, como ha quedado apuntado con anterioridad.

La influencia que estos trabajos y perspectiva institucional han tenido en otras ciencias sociales ha sido también notable y merece al menos ser mencionada aquí. De acuerdo con Caballero (2011), esta influencia ha sido evidente, entre otros, en campos como los de la organización empresarial (Williamson, 1985; Ménard, 2005), el crecimiento y el desarrollo económico (Rodrik et al., 2004; Shirley, 2005), la historia económica (North, 1989; Greif, 2006), el análisis económico del Derecho (Garoupa y Stephen, 2004; Hadfield, 2005), el análisis de los procesos legislativos (Weingast y Marshall, 1988; Caballero, 2007), el federalismo (Weingast, 1995; Caballero, 2005), el capital social (Knack y Keefer, 1997), los mercados políticos (North, 1990b; Dixit, 1996) la economía de los recursos naturales (Libecap, 2007 y Ostrom; 2008) o las políticas públicas y de regulación (Joskow, 2002; Spiller y Tommasi 2005).

En esta línea, Dixit (2009) apunta que la gobernanza, en cuanto concepto que hace referencia fundamentalmente a aspectos organizativos, es un aspecto cada vez mas estudiado en muchos campos de las ciencias sociales. Buen ejemplo de lo cual son artículos como el de John Gieve y Colin Provost (2012) “Ideas and Coordination in Policymaking: The Financial Crisis of 2007–2009”, en la revista “Governance: An International Journal of Policy, Administration and Institutions”. Una revista editada por Alasdair Roberts y Robert H. Cox, la cual está centrada en las Administraciones Públicas y las Ciencias Políticas. Un hecho que retrotrae a la hipótesis planteada por North (1999), quien llega a proponer una hipotética integración de las dimensiones políticas y económicas de los asuntos humanos, de los análisis políticos y los análisis económicos. En Toboso y Caballero (2015) se incluyen conjuntamente trabajos de economistas institucionalistas y polítólogos aplicados, entre otros.

#### **1.4. CONSIDERACIONES FINALES.**

Para terminar este capítulo sobre el origen, evolución y corrientes de análisis institucional en las que principalmente se inspira la presente investigación, resulta necesario subrayar algunos otros aspectos importantes del enfoque institucional utilizado en esta Tesis, porque ello permite ya avanzar algunas ideas sobre las conclusiones o hipótesis explicativas planteadas y contrastadas en los capítulos que siguen.

En primer lugar, como ya hemos expuesto, los autores que trabajan bajo esta perspectiva no pretenden alcanzar unas conclusiones explicativas que pasen por ser universalmente verdaderas, independientemente del lugar, periodo, contexto institucional y grupos de participantes afectados. Ni pretenden por tanto jugar el papel de expertos tecnocráticos capaces de aportar soluciones organizativas o reformas políticas únicas e indiscutibles que hayan de ser impuestas a los participantes sin su consenso y aprobación, o el de sus representantes políticos con mayoría en unos y otros parlamentos. El trasplante institucional de unos países a otros ya ha sido también criticado entre los nuevos institucionalistas (Eggertsson, 2015 y Ostrom, 2015). Los planteamientos tecnocráticos ya hace tiempo que están, pues, superados en el marco de esta tradición analítica, como lo muestra también esta cita de la premio nobel de Economía 2009, Elinor Ostrom: “Hemos encontrado innumerables casos en los que agricultores sin estudios eran capaces de auto-organizarse de una manera más beneficiosa para todos ellos de lo que ocurría en otros en los que habían intervenido ingenieros altamente formados" (Ostrom 2008, p. 3)

En segundo lugar, como expuso el propio Ronald Coase (1991), en su discurso de agradecimiento por la concesión del premio Nobel, cuando se trata de analizar estos temas se precisa disponer de un enfoque teórico coherente, sí, pero, asimismo, se necesita de mucho trabajo de campo. Según él, uno de los elementos característicos de muchos análisis económicos de aquellos años era la creciente abstracción del análisis, lo que provocaba que los modelos representaran un sistema económico que existe en la mente de los economistas, pero no en la realidad. Un resultado que él definía como una “economía de pizarra” (“blackboard economics”), por lo simplificado, abstracto y mecanicista que eran dichos análisis.

Sin embargo, en la realidad, las interacciones y transacciones económicas de las personas, en empresas y mercados o en parlamentos y otros organismos públicos, son enormemente complejas, variadas e incluso contradictorias cuando se compara lo que ocurre en unas empresas con lo que ocurre en otras, o las decisiones económicas, presupuestarias, etc, adoptadas por los miembros de un parlamento con las decisiones que tienen lugar en otros, etc. Como escribe Ménard (2015), cualquier análisis institucional de este o aquel mercado, incluyendo los financieros, que aspire a ser relevante habrá de “tomar en consideración los habituales puzzles que constituyen los complejos problemas reales que caracterizan nuestras interacciones humanas en el seno de mercados y gobiernos, de empresas y administraciones públicas”, y que suelen variar de unos sitios a otros, dependiendo de la configuración institucional existente y de los objetivos e intereses perseguidos por unos u otros participantes, entre otros factores relevantes.

Sin embargo, esos otros análisis formales y simplificados que responden a esa definición coaseana de “economía de pizarra” son muy queridos por muchos policy makers porque les permiten ofrecer respuestas simples a muchas preguntas que se les plantean. Y esto es aún más cierto en los regímenes políticos dictatoriales. Un aspecto que trataremos en el capítulo dedicado al rol de la academia económica y los servicios prestados como asesores y creadores de opinión en las décadas previas al estallido financiero estadounidense.

Pero, como Ostrom (2015) escribió, ser coherente con un enfoque de economía institucional exige prestar atención a esas particularidades y puzzles de cada situación investigada y ser consciente que distintos países, municipios o comunidades de regantes dice ella, suelen dar soluciones diferentes a los problemas similares. Un mismo problema de clara ineficacia en la gestión pública, por ejemplo, puede ser visto por los participantes y sus asesores como originado por causas diferentes en unos sitios y en otros, y por tanto dar lugar a que se aprueben reformas diferentes. Y ello tanto cuando las causas eran realmente diferentes como si la diferencia está en la percepción y el análisis explicativo realizado por asesores neoliberales en un caso y neo-institucionalistas en otro.

Como se afirma en Ostrom (2007b, 2015) y Ménard (2015), esa pretensión tecnocrática de encontrar un único sistema de gobernanza o política de validez universal aplicable a un determinado problema o conflicto económico, independientemente del lugar y de los participantes implicados, no es coherente con el enfoque de análisis institucional aquí mencionado. Dado que no parece factible encontrar “panaceas” o soluciones políticas únicas y universales (Ostrom, 2007b), siempre existirán “soluciones políticas y medidas alternativas, por lo que la elección debería de apoyarse en una valoración comparativa de las opciones existentes”, teniendo en cuenta además que “las políticas públicas casi siempre conllevan importantes e inesperadas consecuencias distributivas”. (Menard 2015).

# **CAPÍTULO 2: LOS PRINCIPALES FACTORES INSTITUCIONALES Y SUS VÍAS DE INFLUENCIA EN EL ESTALLIDO FINANCIERO: UNA PRESENTACIÓN GLOBAL.**

## **2.1. INTRODUCCIÓN**

El objetivo básico de este capítulo consiste en realizar un primer análisis global de cuáles han sido los principales factores institucionales, tanto formales como informales, que más directamente han contribuido al estallido financiero que tuvo lugar en EE.UU. a partir del 2007. En la medida en que en los capítulos siguientes profundizaremos en los factores institucionales que consideramos más relevantes, lo visto en este capítulo global constituye sólo un esfuerzo de síntesis, que de hecho ha sido elaborado una vez que la tesis ha estado concluida.

Como ya ha quedado explicitado, el análisis explicativo que desarrollaremos, tanto en este como en los siguientes capítulos, básicamente se inspira en el enfoque de la Nueva Economía Institucional, y especialmente aprovechando los últimos desarrollos, así como algunas otras aportaciones singulares en la tradición de la economía política, ya mencionadas en el capítulo anterior. El penúltimo capítulo contiene un primer ejercicio de contrastación empírica a partir de los datos estadísticos obtenidos de fuentes diversas de esas principales hipótesis explicativas, al que en este capítulo 2 no vamos a hacer referencia.

Resulta útil, pues, en esta introducción comenzar subrayando un aspecto ya apuntado en enero de 2011 por la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), que nos parece vital para comprender lo sucedido. A saber, que el estallido y derrumbamiento del sistema financiero estadounidense fue el resultado de “la acción y la inacción humana”, no algo provocado por la Madre Naturaleza o porque algunos ordenadores enloquecieran. Como explicaremos, durante más de 30 años se desregularon los mercados de capitales porque se confiaba y se creía que los agentes que operaban en ellos podían auto-regularse y auto-corregirse, dado que su supervivencia les iba en ello. Esta visión dominante fue defendida con vehemencia por Alan Greenspan, el ex presidente de la Reserva Federal,

durante su largo mandato (1987-2006) y por otros altos funcionarios (FCIC, 2011) así como apoyada, por sucesivos Congresos y Administraciones. Además, de promovida por economistas relevantes. Unas sucesivas reformas del marco legal que abrieron huecos en la supervisión de áreas críticas, como el mercado de derivados, y que eliminaron salvaguardas claves.

De hecho, el marco institucional resultante permitió incluso que las entidades pudieran escoger a su regulador, lo que motivó una carrera a la baja en la supervisión. Igualmente, los sistemas de compensación de las entidades financieras recompensaban la obtención del beneficio rápido en el corto plazo, sin considerar las consecuencias en el largo plazo. Una actitud que se filtró desde los Consejos de Administración hasta los comerciales bancarios a pie de calle.

También, veremos cómo las agencias de calificación del riesgo fueron esenciales en la destrucción del sistema financiero. Sencillamente, porque las titulaciones de activos hipotecarios se vendieron con su sello de aprobación, el cual era considerado un “input” para la supervisión. Dichos “ratings” u “opiniones” fueron clave en la subida del mercado, pero cuando la crisis estalló y las agencias rectificaron sus notas a toda velocidad entre 2007 y 2008, el caos se apoderó del mercado.

Como también expondremos, en este caso al examinar la influencia de ciertos marcos institucionales informales, otro factor que contribuyó al estallido fue la aspiración de la clase media de cumplir su “sueño americano” a través de la compra de una vivienda. Un deseo que se pudo cumplir gracias a las reformas legislativas impulsadas por los sucesivos gobiernos y a que las agencias facilitaron el acceso al crédito hipotecario, incluso a las clases con más bajos recursos. Un nuevo marco tras la desregulación que encajaba perfectamente con los objetivos de los propietarios y dirigentes de un sector financiero que buscaba maximizar sus beneficios en el corto plazo expandiendo el mercado hipotecario mucho más allá de lo que era recomendable. Una actitud que no fue frenada por la Reserva Federal, ni por las otras agencias supervisoras. Por ello, cuando los tipos de interés subieron, el sueño de poseer una vivienda terminaría en la pesadilla de una ejecución hipotecaria en centenares de miles de casos.

Evidentemente, resulta necesario en esta introducción el reconocer que la tarea investigadora a acometer en tanto en éste como en los capítulos posteriores, no es sencilla, por dos motivos principalmente. En primer lugar, porque como suele ocurrir en relación con los complejos asuntos económicos humanos, los factores confluyentes se imbrican y se superponen unos con otros, al igual que ocurre con los marcos institucionales, que suelen estar anidados unos en los otros, algo que ya señala Menard (2010) al escribir que “profundamente arraigada en la tradición de Coase, el enfoque de Williamson permite al investigador ser consciente de que los arreglos organizacionales internos a las empresas están integrados en su entorno institucional general más amplio”.

Por ello aunque de los análisis que siguen se concluirá que todos los factores institucionales aquí investigados han influido conjuntamente, junto a otros, en el estallido de la crisis, será difícil detallar cuánto ha influido cada uno. El análisis de contrastación de las principales hipótesis explicativas elaboradas que realizaremos en el penúltimo capítulo es sin duda un paso previo para el análisis posterior a realizar mediante la consideración de muchos más países gracias a las habituales técnicas econométricas.

Igualmente, el repaso que haremos de la literatura permite intuir que los debates y las discrepancias interpretativas en este campo siguen y seguirán, puesto que la revisión de cualquier crisis sirve como oportunidad para promover una particular visión del mundo. Como por ejemplo señalan Luttrell y otros (2013), una suma de factores como las malas prácticas bancarias, una mala conducta de las agencias de calificación de rating, una legislación laxa y unos incentivos gubernamentales equivocados condujeron al desastre, lo cual abriría el campo para la discusión. De esta manera, para aquellos que se sitúan a la izquierda el acento se debería de poner en lo que describen como perniciosos efectos de una cultura política neo liberal que promovió la idea de que cuanto menos regulación mucho mejor. Una corriente ideológica que nació en la presidencia de Ronald Reagan y que culminó en la de George W. Bush. Mientras, los que se sitúan en el otro lado del espectro político defenderían que, como siempre, el gobierno fue el causante al empujar constantemente a la industria bancaria a prestar a gente con bajos recursos para que pudieran comprar una vivienda. Es decir, el mercado, el mejor mecanismo creado por el hombre para asignar eficientemente los recursos existentes, fue pervertido por los

políticos que se empeñaban en que ciudadanos que no tenían dinero pudieran acceder al mercado inmobiliario para cumplir con el sueño de vida estadounidense, algo que posteriormente se convertiría en su vía crucis.

Así pues, de algún modo, como afirma Brescia (2011), la crisis financiera es como un test de Rorschach, una prueba en la que se presentan ante un individuo una serie de láminas con manchas de tinta ambiguas y desestructuradas las cuales ha de intentar describir. Las láminas son las mismas siempre, pero lo que el sujeto ve en ellas ayuda a explicar cómo dicha persona funciona y entiende el mundo que le rodea.

Cabe recordar también de manera sintética en esta introducción, como lo hace también Campbell (2004) y otros institucionalistas antes mencionados, que las instituciones son los cimientos de la vida social. Estos pilares que sostienen el entramado social consisten en las reglas formales e informales, los mecanismos de control y de aplicación de las normas y todos los sistemas que conforman el contexto en el que interactúan los ciudadanos, las empresas, los estados y el resto de organizaciones. Por ello, una de las características comunes de los análisis institucionales, es el especial énfasis puesto en resaltar la importancia y los efectos que los marcos institucionales tienen, tanto en términos de eficiencia y competitividad al afectar a los incentivos, como en términos distributivos al influir sobre los derechos y capacidades de decisión y negociación de los participantes. Es decir, cómo las instituciones existentes, y el cambio institucional cuando éste tiene lugar, afectan al funcionamiento de los mercados y el sector privado de la economía y también al funcionamiento de los procesos políticos de toma de decisiones y al funcionamiento del sector público.

Como ya quedó apuntado en la introducción general, los entramados de reglas jurídicas de distinto tipo (marcos institucionales formales), así como los conjuntos de normas sociales, hábitos y convenciones o cultura corporativa compartida (instituciones informales) por los agentes que interactúan en uno u otro contexto constituyen los factores explicativos principales sobre los que estos economistas centran sus esfuerzos en la actualidad (Ménard y Shirley, 2014), pero en el que también cabe mencionar trabajos ya clásicos como Ayala, J. (1999a y 1999b), Coase, R. H. (1974), Eggerston, T. (1990), North D. C. (1991) o North D.C. (1993).

Como afirma Williamson (2000), «las instituciones tienen importancia y son susceptibles de ser analizadas» ya que un adecuado marco institucional favorece el funcionamiento económico: «los inversores confían en derechos de propiedad seguros, facilitan la inversión en capital humano y físico, el poder del gobierno está limitado y restringido por un sistema judicial independiente, los contratos se ejecutan efectivamente, respaldando las transacciones económicas privadas» (Henry y Miller, 2009, p. 261). Así, el centro gravitacional de la NEI se asienta en la premisa de que los costes de transacción son positivos, la información es costosa e incompleta y que los contratos y que los derechos de propiedad están imperfectamente definidos y obligados a cumplir. Bajo estas circunstancias, “el marco institucional es un determinante crucial de la marcha de los asuntos económicos” (Ménard y Shirley, 2014).

Ello no significa, sin embargo, que éstos sean los únicos factores relevantes a tomar en cuenta para el análisis, como algunos críticos de este tipo de análisis parecen presuponer. Obviamente, otros diversos factores no institucionales pueden y suelen ser también relevantes. De la misma manera, resulta necesario subrayar que una cosa es afirmar que el entorno institucional importa y otra el averiguar cuáles son esas reglas legales y valores socio-culturales concretos que parecen decisivos en cada situación y cómo están influyendo sobre unos u otros participantes. El identificar las instituciones informales relevantes en cada situación resulta, además, una tarea más compleja que el identificar los marcos institucionales formales. Sencillamente, porque éstos al menos suelen estar plasmados en documentos escritos, aunque no siempre resulten reglas respetadas de la misma manera por todos los afectados. Como veremos, en términos generales la irrupción de las crisis y los fallos de las políticas tienen la propiedad de alterar dramáticamente los conocimientos que se suponen asentados (el “conventional wisdom”) en palabras de Gieve y Provost, 2012), de ponerlos en tela de juicio y de crear el ambiente propicio para que se modifiquen.

Comencemos, pues, con ese análisis global explicativo de los principales factores institucionales que confluyeron en el estallido de la crisis, mostrando sus vías de influencia. En capítulos posteriores profundizaremos únicamente en aquellos factores que aparecen como más significativos, para extraer entonces algunas hipótesis explicativas básicas que nos permitan realizar una primera contrastación empírica en el penúltimo capítulo. Esos otros capítulos posteriores, como ya se menciona en la

introducción general, se centrarán en analizar la importancia y efectos de la desregulación del sector financiero estadounidense (capítulo 3), la importancia del esquema de las retribuciones existente en el sistema financiero (capítulo 4), el rol de las agencias de calificación del riesgo (capítulo 5), el papel desempeñado por las ideas o paradigma dominante entre los economistas académicos (capítulo 6) y la influencia ejercida por las ideologías políticas existentes en EE.UU. durante las décadas previas al crash del 2008 (capítulo 7). En el capítulo 8 detallaremos la respuesta de la administración Obama..

## **2.2. MARCO INSTITUCIONAL Y COSTES DE TRANSACCIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTADOUNIDENSES: LOS CAMBIOS DEL MARCO REGULADOR Y LA INFLUENCIA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RATING.**

Como hemos visto, los costes de transacción son uno de los vértices del “triángulo de oro” del enfoque de la NEI. Los costes de transacción son aquellos costes en tiempo, esfuerzo y recursos distintos a los costes de producción o venta tradicionales en los que las partes incurren cuando se realiza un intercambio económico o realizan cualquier otra transacción política, o promueven una acción colectiva, etc., y que normalmente no están incluidos en las facturas. Aunque en algunos modelos y análisis no se mencionan este tipo de costes, en el mundo real, y como Coase (1937) expone, "cuando se desea realizar, por ejemplo, una transacción en un mercado, es necesario investigar a los contratistas, proporcionarles ciertas informaciones necesarias y establecer las condiciones del contrato, llevar a cabo las negociaciones que instauren un verdadero mercado, establecer una estructura de control de las respectivas prestaciones de obligaciones de las partes, etc.". La otra parte también incurre en este tipo de costes, que normalmente no son soportados de manera equitativa por todos los implicados. Las trabas y complicaciones que aumentan los costes de transacción para algunos participantes pueden ser los mecanismos que otros usan para lograr una negociación o contrato más favorable en términos distributivos (Toboso, 2011, 2013).

Es decir, todos son costes distintos del precio a pagar (Menard, 2015), aunque, su grado de existencia, tanto en las transacciones de los mercados como en las negociaciones y acuerdos de naturaleza económica que se adopten en la arena política, condicionarán la

marcha de la economía. Por ello, las preguntas naturales que surgirían al estudiar la economía de un país específico serían cuan importantes son estos costes y si representan un valor significativo en el conjunto de dicha economía. Pese a la dificultad de la labor, la diversidad de las aproximaciones y la falta de un consenso en cuestiones teóricas sobre los costes de transacción (Wang, 2003), algunos profesores se han adentrado en este camino. Por ejemplo, Wallis y North (1986), que han intentado cuantificar el valor de los costes de transacción en EEUU durante el período 1870 – 1970. De acuerdo a sus investigaciones, al comienzo del período revisado los costes de transacción se situaban en el entorno del 25% del PIB estadounidense, mientras que al final de la serie se encontraba en el 55%. Igualmente, Ghertman (1998) obtiene resultados similares para naciones como Alemania, Francia y Japón, algo que representa, en todos los países, una llamativa subida.

En términos generales, a partir del concepto de costes de transacción los autores que trabajan bajo el enfoque de la NEI prestan una especial atención al diseño del marco institucional vigente en una economía y sus repercusiones en cuanto que son estos aspectos institucionales los que más influyen sobre los costes de transacción existentes, influyendo por tanto sobre la eficiencia, productividad y competitividad de un país, e indirectamente sobre el progreso y desarrollo económico. A mayores costes de transacción, menor grado de eficiencia, *ceteris paribus* (North, 1990).

En relación con lo ocurrido en 2008 en los mercados financieros de Estados Unidos, estos aspectos son sin duda relevantes por varias razones. En primer lugar, durante las décadas previas a 2008 era extendida y aceptada la imagen de que los mercados financieros estadounidenses eran eficientes y funcionaban bien. Idea asentada, como describiremos en el capítulo 6 dedicado a la academia económica, en la llamada “Hipótesis de los Mercados Eficientes”, que afirmaba que los costes de transacción de adquirir y verificar la información utilizada para determinar los precios eran relativamente bajos. Por ejemplo, en el mercado inmobiliario se asistía teóricamente a esas mejoras gracias a, de un lado, la automatización para conceder créditos inmobiliarios, los cuales se reunían, se troceaban y se revendían vía titulizaciones; por otro, en el mercado financiero a la hora de otorgar “notas” por parte de las agencias calificadoras a dichas titulizaciones hipotecarias. Lo que significó que el modelo bancario tradicional, en el que el banco emisor mantenía los préstamos en su balance

hasta que eran pagados, se reemplazó por un modelo bancario de “originar y distribuir”, Brunnermeier (2008). La mayor eficiencia y menores costes de transacción para el sector financiero se tradujeron en un aumento de los riesgos generados.

En el caso de la concesión de hipotecas esto fue evidente, pues la mecanización del proceso de concesión, gracias a la ayuda de programas informáticos y de las bases de datos, ayudó a reducir los costes de transacción de manera muy importante (Scott, 2004). Así pues, tal como afirma Petersen (2004) “El trabajo de recolección y, en algunos casos, el procesamiento de la información puede ser delegado a trabajadores poco cualificados o a computadoras. Por lo tanto el trabajo caro puede ser sustituido por otro relativamente barato”. Es decir, la estandarización serviría para reducir costes, acortar plazos, ampliar el mercado (pues se podían conceder créditos a personas distantes y desconocidas) y mejorar la productividad (Petersen y Rajan, 1994). El aumento de la eficiencia en el funcionamiento de estos mercados fue pues importante, pero con las repercusiones en materia de generación de riesgos y aumento del endeudamiento ya mencionadas.

Respecto a las reformas regulatorias cabe señalar algo similar. Así, la idea predominante en aquellos años era que si se liberaba al mercado de la excesiva supervisión y de la regulación y burocracia excesivas también, ello permitiría reducir los costes de transacción y todo el mundo se beneficiaría. Como veremos con más detalle en el capítulo 3, ello equivale a decir que si se sustituía una pesada supervisión pública por una privada, mucho mejor. De hecho, en esta línea en 1996 se promovió la “Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act” la cual requería a los reguladores federales que revisaran sus normativas cada década y que solicitaran comentarios sobre normas que estaban “anticuadas, innecesarias o excesivamente gravosas”. El propio Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, lo expresó así en 1997 “Las fuerzas regulatorias privadas estabilizadoras del mercado deben de desplazar gradualmente unas estructuras de gobierno cada vez más ineficaces y engorrosas”<sup>2</sup>.

Pero, la desregulación fue más allá, ya que los seguidores de esta visión no querían nuevas regulaciones o desafiar a una industria que no cesaba de “desarrollar e innovar”

---

<sup>2</sup> Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, “The Evolution of Banking in a Market Economy,” observaciones en la Annual Conference of the Association of Private Enterprise Education, Arlington, Virginia, April 12, 1997.

nuevos productos. Incluso, como veremos en profundidad en el capítulo 3, cuando la Securities and Exchange Commission, la SEC, anunciaba que estaban trabajando en una nueva regulación, los lobbies bancarios y financieros transmitían automáticamente sus quejas a los miembros del Comité del Congreso con competencias sobre estos ámbitos, los cuales comenzarían a presionar a la SEC con cartas y con demandas de comparecencia que conseguían retrasar o desanimar la labor de los funcionarios. Mientras, el concepto que se extendió entre los funcionarios de la Reserva Federal fue que las instituciones financieras, dotadas de enormes incentivos para proteger a sus accionistas, se regularían correctamente para gestionar apropiadamente sus propios riesgos. Así el vicepresidente de la Reserva Federal, Roger Ferguson, alabó en un discurso<sup>3</sup> “la verdaderamente impresionante mejora en los métodos de medición y gestión del riesgo y la adopción creciente de estas tecnologías por la mayoría de los grandes bancos y otros intermediarios financieros”.

Como expone la FCIC (2010), la visión de la FED era que si los problemas surgían en el sistema bancario, los grandes bancos comerciales (que se pensaba que estaban bien capitalizados, bien gestionados y bien regulados, a pesar de haber eliminado muchas limitaciones a su actividad) podrían proveer un soporte vital al banco afectado. Y aún así, si la situación se complicaba y el mercado no se auto-arreglaba, la FED estaría ahí para salvar el día. Esa visión dominante la definió perfectamente Alan Greenspan “Aquellos de nosotros que apoyamos el capitalismo de mercado en su formas más competitiva podemos argumentar que los mercados sin restricciones crean un grado de riqueza que fomenta una existencia más civilizada. Una visión que siempre he encontrado fascinante”<sup>4</sup>.

En ese sentido, el cambio de rol que pasaron a desempeñar durante aquellos años las agencias de calificación del rating constituye un perfecto ejemplo de cambio de modelo de supervisión en el que ésta deja de ser pública para pasar a ser privada, como veremos en profundidad en el capítulo 5. Pues fueron dichas agencias las que acabaron encargándose de darle una calificación, su sello de aprobación, a las titulizaciones de dichos préstamos inmobiliarios. Unos préstamos entre los que había un porcentaje

---

<sup>3</sup> Vice-Presidente de la Reserva Federal, Roger W. Ferguson Jr., “The Future of Financial Services—Revisited,” observaciones en la Conferencia sobre “El Futuro de los Servicios Financieros”, University of Massachusetts, Boston, October 8, 2003.

<sup>4</sup> Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, “International Financial Risk Management,” notas ante el Council on Foreign Relations, November 19, 2002.

significativo que se concedían de una manera “abusiva (“predatory lending”), por ejemplo, ocultando información a los clientes o inflando los ingresos que recibía el solicitante. Ésto último permitía que fueran validados por las máquinas programadas que utilizaban las compañías originadoras de préstamos para determinar la capacidad de devolución del principal y los intereses por parte del cliente. Pero, como detallaremos en el capítulo 5 a partir de los testimonios recogidos por la FCIC (2011), había préstamos que al ser revisados por el equipo de personas de la agencia de calificación podían ser rechazados por no cumplir los estándares. Pese a ello, este negativo informe podía ser obviado por los responsables de la propia agencia de calificación y el préstamo finalmente aceptado para su venta y su posterior titulización. Sencillamente, porque la agencia de calificación temía y sabía que si no aceptaba como “aptos” un buen número de préstamos perdería el negocio, puesto que la entidad originadora terminaría por venderle el préstamo a otra entidad titulizadora y emisora de la competencia. Es decir, en ese marco informal las empresas originadoras de préstamo tenían un gran poder y las emisoras de titulizaciones querían estar a bien con ellas, lo que les garantizaba un flujo contante de materia prima que titular. Para ello, necesitaban la complicidad de las agencias de calificación y su sello de aprobación, para poder comercializar con facilidad la titulización. En definitiva, el modelo de la industria de las agencias de calificación había pasado de un modelo “inversor paga” a un modelo “emisor paga”, lo que abonaba el terreno para un conflicto de intereses. Un conflicto que se extendía a otros ámbitos, puesto que las agencias de calificación no sólo enjuiciaban las titulizaciones de créditos hipotecarios, sino también la propia deuda del banco emisor, a la vez que realizaban tareas de consultorías por otros servicios que las entidades financieras les proponían por los que cobraban jugosas sumas. Por todo ello, la desregulación y reducción de costes de transacción en este campo también influyó en el estallido financiero de 2008, como veremos con más profundidad en el capítulo que sigue.

Por ello, en dicho capítulo analizaremos si como consecuencia de esos cambios en el marco supervisor formal, donde la calificación “investment grade” era básica para una buena comercialización del título financiero, se acabó induciendo un marco institucional informal de valores y normas o prácticas de comportamiento (el “rating shopping” o “rating catering”), dada la presión comercial dentro de estas empresas calificadoras, en el que las tres grandes agencias estarían inclinadas a “inflar las calificaciones”. En

síntesis, las instituciones informales prevalecientes conducían a que cuando una agencia no “cooperaba” en conceder notas altas, la entidad financiera emisora y pagadora decidía llevarse su negocio a otra que fuera más amable. Lo que daba lugar no solamente la existencia de bancos demasiado grandes para caer (“too big to fail”), sino también la de bancos demasiado grandes para que su calificación fuera rebajada (“too big to downgrade”).

En la práctica, el que hubiera un input privado (la calificación que otorgaban las prestigiosas agencias privadas), inducía a los compradores a pensar que era innecesario e irrelevante el obtener una segunda revisión de la calidad de los activos inmobiliarios “empaquetados” y posteriormente “troceados”, y más cuando ése era el marco jurídico existente. Pero ello era compatible con el hecho de estar concediendo préstamos hipotecarios a segmentos poblacionales con muy poca renta disponible y muy vulnerables a subidas de tipos, ya que eran familias que se cargaban con una deuda que no podrían ni pagar ni refinanciar (Reinhart y Rogoff, 2010). Además, por si cabía alguna duda sobre la calidad de dichos activos, la entidad financiera adquiriente podía comprar también unos CDS, Brunnermeier (2008). Si ya existía todo esto desde el sector privado, la pregunta obvia era ¿para qué debía de inmiscuirse más el sector público? La regulación ligera, o la no regulación, parecía lo ideal, pero la eficiencia lograda tuvo consecuencias distributivas devastadoras para grandes grupos de población, como veremos en profundidad en capítulos posteriores. Lo que indica de nuevo que cambios institucionales, costes de transacción, eficiencia y aspectos distributivos son todos aspectos importantes a tomar en consideración en cualquier análisis institucional como el que aquí estamos haciendo.

Por último, en relación con estos aspectos, cabe también resaltar en este capítulo de análisis global, que una vez la crisis estalló, los mercados de activos se secaron por la falta de confianza de los operadores. Como dijo el premio nobel Harry M. Markovitz “Estos instrumentos provocaron una crisis de información en el que las partes se negaron a entrar en transacciones entre sí, debido al el riesgo de contraparte involucrado, porque nadie sabía quién tenía el papel malo”. En 2008, las agencias de calificación de crédito comenzaron a recortar drásticamente sus notas, como veremos en el capítulo 5. Todo ello incrementó enormemente los costes transaccionales, no sólo a la hora de buscar información, sino por la “rotura” de las horquillas, la falta de

profundidad en los mercados de bonos y el “vuelo a la calidad”, es decir, la búsqueda de activos considerados “seguros”, al menos triple A, por los operadores, Dick-Nielsen, J., Feldhütter, P., y Lando (2012). Al mismo tiempo, ese “vuelo hacia la calidad” provocó una ampliación de los diferenciales de precios entre bonos con calificación “investment grade” y los que tenían una calificación más especulativa, Friewald y otros (2012). Igualmente, se dio un efecto contagio hacia el mercado de préstamos interbancarios Brunnermeier (2008), algo que expondremos en el capítulo 9 al mostrar la evolución del TED Spread. En este escenario de estrés es interesante citar el trabajo de Brunnermeier y Pedersen (2005) cuando definen las prácticas predatorias en el trading como el trading que induce y/o explota la necesidad de otros inversores de reducir sus posiciones. De ahí que el mercado sea ilíquido cuando la liquidez es más necesaria. Con lo que yendo un poco más allá escriben que un trader se beneficia al provocar la crisis de otro trader, con lo que la crisis puede extenderse a través del resto de traders que operan en ese mercado. Por ejemplo, si el precio que cruzan sobre un bono los traders A y B está en la parte más baja de la horquilla le acaban de dar precio a toda la serie de ese bono y, consecuentemente, recortar hasta ese precio el valor de los demás bonos que estén repartidos en las carteras de los demás brokers del mercado.

## **2.3. MARCOS INSTITUCIONALES Y CONFLICTOS**

### **DISTRIBUTIVOS: EL RESCATE DE LAS ENTIDADES**

### **FINANCIERAS “TOO BIG TOO FAIL” Y LOS INCENTIVOS**

### **GENERADOS.**

Que en las transacciones económicas entre muchas personas suelen existir intereses en conflicto es ya algo que no sólo se tienen en cuenta en los análisis de la ciencia política, sino también en el marco de la Nueva Economía Institucional, como ya se apunta en la introducción general.

En el asunto del estallido financiero de 2008 que nos ocupa, los conflictos de intereses y los aspectos distributivos también constituyeron un aspecto importante a tomar en consideración. En este apartado queremos enfatizar de manera global el papel que cabe atribuir en nuestro análisis explicativo del desastre al hecho de que desde mediados de los 90 los grandes bancos estadounidenses se volvieron cada vez más grandes, más complejos y más activos en el campo de las titulaciones (FCIC, 2011). En el capítulo

3 profundizaremos en ello, y en el penúltimo buscaremos los datos estadísticos que apoyen o refuten tal explicación.

Los argumentos utilizados durante aquellos años para explicar y justificar tan espectacular aumento de tamaño eran que los avances en el proceso de datos, las telecomunicaciones y los servicios de información creaban economías de escala. Además, se debía de dejar competir a dichas entidades en igualdad de condiciones con los grandes bancos internacionales. En el nuevo paradigma predominante, cuanto más grande, más seguro. Pero no sólo eso, sino también más diversificado, innovador, eficiente y más capaz de servir las necesidades de una economía creciente. Sin embargo, la existencia de estos mega bancos les conferiría el carácter de “sistémicos”, es decir, “demasiado grandes para caer”, pues su quiebra afectaría a la totalidad de la economía. Es decir, ese estatus de “sistémico” les favorecería, por razones que después detallaremos, a costa del resto de la sociedad.

En términos generales, todo cambio de marco institucional altera los costes de transacción existentes en el marco anterior pero también afecta a la distribución de las rentas en la sociedad, por lo que lo que cabe esperar los participantes en cualquier mercado, en nuestro caso los propietarios y dirigentes del sector financiero, traten de conseguir marcos favorables (Toboso y Compés 2003, Toboso (2011)). De este modo, se puede mencionar a Eggertson (1996) que escribió como el enfoque institucional aporta una oportunidad para analizar los acuerdos institucionales que condicionan y determinan la relativa fuerza negociadora de los diferentes participantes. Consecuentemente, ello afectará a los ingresos y a la riqueza que obtengan.

Otros autores han explorado estos aspectos desde un punto de vista histórico y político, como Daron Acemoglu, profesor de Economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT), y James A. Robinson, profesor de Ciencias Políticas en la Universidad de Harvard, quienes publicaron un reconocido y debatido libro titulado “Por qué fracasan los países” (2012). Acemoglu y Robinson escriben que “los países difieren en su éxito económico debido a la diferencia en sus instituciones, las reglas que influyen sobre como la economía funciona y los incentivos que motivan a sus ciudadanos”. Por ello, los países que tendrán éxito serán aquellos que posean o desarrollen “instituciones económicas inclusivas”. Naciones que “permiten y animan la participación de grandes masas de ciudadanos en actividades económicas, que hacen el

mejor uso posible de su talento y habilidad y que permite a los individuos hacer las elecciones que desean”. Para ser inclusivas, estas instituciones deben de conseguir asegurar la propiedad privada, asegurar un sistema legal justo y una oferta de servicios públicos que provean un campo de juego equilibrado en el que la gente pueda intercambiar y contratar; además, ha de permitir la entrada de nuevos negocios y permitir a la gente elegir sus carreras”.

Igualmente, el libro proponía el concepto de “instituciones exclusivas”, aquellas en las que “el poder queda concentrado en las manos de una pequeña élite, a la vez que no impone restricciones al ejercicio de ese poder”. Por ello, esas instituciones económicas estarán estructuradas por estas élites para extraer los recursos de la población. Su análisis se centra en la forma en que usan el poder político aquellos que los ostentan, así como la distribución entre sus propios intereses y los del resto de la sociedad. De este modo, los autores explicaban que son las instituciones políticas las que determinan el diseño y desarrollo de instituciones económicas de calidad. A lo que hay que sumar, por supuesto, la capacidad de los ciudadanos para controlar a los políticos que han elegido y que les gobiernan. Para ellos, esas instituciones favorecedoras de la prosperidad, de las reglas que gobiernan el funcionamiento de las economías, así como los incentivos de que dispone la población, son las bases de las diferencias en la riqueza y su distribución.

En esta línea, podemos citar a Ostrom y Ahn, 2008, “Las reglas se pueden usar para incrementar el bienestar de muchos individuos o, si los procesos de elección colectivos están controlados por un subgrupo bien organizado, para beneficiar a un grupo más que a otros”. Pero, lo que resulta curioso es que en la búsqueda de su propio beneficio, estos grupos pueden poner en riesgo a todos los demás, como en el caso del estallido de la crisis estadounidense, ya que los bancos de Wall Street consiguieron una legislación favorable que les permitió ganar mucho dinero y arriesgarse indebidamente.

Por tanto, en el caso estadounidense que nos ocupa, resulta necesario resaltar ya en este capítulo de análisis global que el modo en el que la regulación financiera se fue modificando paso a paso para permitir que los bancos de este país se hicieron más grandes constituyó un factor clave para ese aumento de tamaño y de las estrategias seguidas, como analizaremos con mayor profundidad en el capítulo 3. Lo que unido a

los cambios que afectaban al papel desempeñado por las agencias de calificación ya mencionados sentó las bases del desastre.

Esos cambios legislativos en EEUU se inician desde que se aprueba la Glass Steagall Act en 1933, por la administración Roosevelt, como respuesta a la crisis bursátil de 1929 y la Gran Depresión de los 30, lo que da lugar a un gradual proceso de desmantelamiento durante los 80 y los 90, incluyendo la crisis de las Savings & Loans, el preludio de la crisis subprime, como veremos.

Igualmente, veremos que durante estas décadas se podía seguir el espíritu de la Glass Steagall Act y legislar para evitar la creación de conglomerados financieros, como sucedió en 1956 con la promulgación de la Bank Holding Company Act (1956), al prohibir a un banco de un estado el comprar a otro en otro estado. O bien, se podían permitir las fusiones entre bancos interestatales, como se aprobó en la Riegle-Negal Interstate Banking and Branching Efficiency Act de 1994, levantando también la restricción a que las oficinas de un banco sólo estuvieran en su estado original.

Finalmente, habremos de abordar también los efectos de la derogación de la Glass Steagall Act que tuvo lugar mediante la aprobación de la Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act de 1999.

Este empuje gubernamental desregulatorio estaba basado, como veremos, en el deseo de que las entidades financieras locales pudieran competir mejor internacionalmente y en la intención de no frenar la “innovación” financiera desarrollada por estas entidades. Una combinación que les convertiría en verdaderos conglomerados financieros que reunirían nuevamente banca comercial (con depósitos) y banca de inversión. Como explicaremos en el capítulo 8, el problema de esa reunión de líneas de negocio en una misma empresa es que en la parte de la banca de inversión la entidad financiera realice “proprietary trading”, es decir, que opere para sí misma en los mercados de capitales, buscando obtener rentabilidades. Algo que sucedió tras la derogación de la Glass Steagall Act. Ello puede terminar, como así fue, en la exposición material a activos de riesgo elevado que pueden comprometer la solvencia de la propia entidad y de todo el sistema, Chatterjee 2011.

En suma, el “proprietary trading” generó un claro conflicto de intereses, ya que por su trabajo los traders son ricamente recompensados, como veremos en el capítulo 4, a la vez que si se equivocan y la entidad se asoma a la quiebra, el estado se vería obligado a acudir a su rescate con dinero público para salvar a los depositantes e impedir el contagio del pánico a otras entidades. Un punto que revisaremos al hablar de las entidades “too big too fail”, en el capítulo 8, puesto que las autoridades ante el dilema final de rescatar o no a una entidad bancaria optarían por el rescate, ya que en palabras del ex presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, “las consecuencias para la totalidad de la economía al permitir una quiebra desordenada superarían los costes de evitar esa caída”. En ese capítulo nos preguntaremos si esa “percepción” informal de que el estado siempre acudiría al rescate se convertiría en la banca de Wall Street en una asunción, lo que terminaría por devenir en un “seguro de riesgo” efectivo para el equipo directivo del banco ante eventos inesperados (Noss y Sowerbutts, 2012; Davies y Tracey, 2014). Pese a las buenas intenciones del presidente de la Reserva Federal de evitar el mal mayor, una “garantía implícita” en los bancos más grandes representaría una transferencia de recursos de un grupo de agentes, el gobierno y, en última instancia, los contribuyentes, al sector financiero, algo que analizaremos en el capítulo 8, así como la respuesta de la Administración Obama a través de la norma Volcker.

Igualmente, en el capítulo 7 analizaremos si a medida que los bancos se hicieron más grandes y más ricos, consiguieron o no incrementar su capacidad de influir en la política estadounidense para conseguir que se desregulara, se regulara de un modo favorable o se dejaran de regular determinadas áreas de los mercados de capitales, como los mercados de derivados, dado que ese marco formal les convendría para mantener y aumentar sus beneficios. Con este fin, los lobbies utilizarían los argumentos de que una mayor y más exigente regulación frenaría la innovación financiera e impediría el acceso al mercado de la vivienda a miles de ciudadanos, algo que se alinearía con la tradición política estadounidense de promover políticas sociales de acceso a la vivienda por razones que luego expondremos. Por ejemplo, en 1982 la Administración Reagan aprobó la Garn–St. Germain Depository Institutions Act, una ley que desregulaba las cajas de ahorros (las Savings & Loans Associations) permitiéndoles tener en sus carteras un mayor porcentaje de préstamos comerciales y al consumo, a la vez que permitía a los bancos ofrecer préstamos hipotecarios con tipo de interés variable, los conocidos como ARM. El objetivo de la ley, según la administración estadounidense,

era la de “revitalizar la industria inmobiliaria, fortaleciendo la estabilidad financiera de las instituciones prestadoras de hipotecas para viviendas y asegurando la disponibilidad de préstamos hipotecarios” lo que ayudaría, en palabras del presidente Reagan<sup>5</sup>, a que millones de estadounidenses pudieran obtener financiación para comprar una vivienda en propiedad.

Como explicaremos en el siguiente capítulo, cuatro años después, la Tax Reform Act de 1986 facilitó la expansión del mercado de titulaciones hipotecarias en EEUU, pues permitía la conversión de créditos hipotecarios concedidos en activos financieros. Ello rompería el nexo de unión entre la entidad que generaba la hipoteca y la que finalmente recibía los pagos, la compradora de esa titulización. Así pues, se dejaba sin incentivo a los generadores de la hipoteca para asegurarse si los hipotecados serían capaces de pagar sus préstamos en el futuro, Shiller (2008). Simultáneamente, esta Tax Reform Act permitía una deducción ilimitada de intereses para hipotecas sobre la primera vivienda y, también sobre la segunda, Conlan y otros, (1990) y Ellis, (2008). Una nueva legislación que ayudaba a las S&L y a los bancos a seguir haciendo negocio, pero que definía un marco institucional en el que se creaban incentivos adicionales para solicitar más crédito hipotecario, por ejemplo, del estilo de una segunda hipoteca sobre la vivienda habitual u otra sobre la de la segunda residencia. Es decir, no se fomentaba el concepto de mantener un estilo de vida razonable acorde a los ingresos presentes, promoviendo el ahorro, sino que se incentivaba el endeudamiento hipotecario, puesto que tendría el premio de una deducción fiscal.

Pero, ¿qué palancas efectivas emplearían los lobbies bancarios para intentar modelar el marco institucional? Nos atrevemos a señalar dos. En primer lugar, el sufragar campañas políticas, como dicen Acemoglu y Robinson (2013), y, en segundo lugar, el dejar abierta una puerta giratoria entre la banca de Wall Street y los políticos de Washington DC. Por ello, en el capítulo 7 intentaremos examinar si estas palancas se pusieron en marcha por parte de los lobbies, si tuvieron éxito en su cometido y qué efectos tuvieron esas acciones, puesto que si fuera así el diseño de la política supervisora habría quedado en manos de unas élites, aunque los resultados ulteriores de

---

<sup>5</sup> Declaración del Presidente Ronald Reagan en el acto de la firma de la Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 October 15, 1982. Disponible en: <http://www.reagan.utexas.edu/archives/speeches/1982/101582b.htm>

esas decisiones afectaran a toda la sociedad. Algo que retrotrae al artículo seminal de Stiegler (1971) cuando habla en términos de oferta y demanda sobre la regulación existente. Stiegler expone que el bien que se va a negociar en el mercado político es una transferencia de riqueza, es decir, una modificación de la distribución de riqueza en la presente sociedad. En el lado de la demanda estarán los lobbies bancarios, mientras que en el lado de la oferta estarán los representantes políticos. En esta línea podemos anticipar que revisaremos la cruda sugerencia de Larry Bartel (2009), quien sostiene que durante los últimos 50 años virtualmente la totalidad de la élite política estadounidense habría dejado de compartir las preferencias de los votantes de ingresos bajos o medios, dado que la visión de los legisladores se habría acercado a posiciones muy cercanas a aquellos que se sitúan en los percentiles más altos de distribución de la renta. ¿Por qué? Como expone Acemoglu (2011) no lo sabemos con exactitud, pero una explicación plausible serían los efectos de dicha tarea de lobby desarrollada por las grandes entidades financieras y sus aportaciones a las campañas políticas. Como sí que muestra Bartel (2009), los políticos son muy “sensibles” y responden positivamente a las donaciones. Algo también subrayado por Hacker y Pierson (2009), quienes proveen evidencias de que la preocupación por la captación de fondos para financiar campañas ha forzado a republicanos y demócratas, especialmente estos últimos, a adoptar posiciones favorables a los grandes donantes. Como decía Mark Hanna (un asesor político de gran éxito a finales del siglo XIX) “Hay dos cosas que importan en política. La primera es el dinero. La segunda, no la recuerdo”. Un dinero del que disponía en abundancia el sector financiero y que servirá tanto para influir, como para bloquear decisiones. Por ejemplo, veremos cómo consiguieron retrasar la aprobación de una guía de normas sobre las hipotecas subprime durante casi 2 años. Simplemente, explotando la naturaleza competitiva y fragmentada de la regulación bancaria estadounidense, pues se tenía que encontrar un terreno común para todos los agentes sobre este tipo de productos.

#### **2.4. MARCOS INSTITUCIONALES Y PROBLEMAS DE COORDINACIÓN: DESREGULACIÓN FINANCIERA, CONFLICTOS ENTRE AGENCIAS REGULADORAS Y POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU**

Entre los elementos causantes del desastre financiero, otro factor institucional a estudiar es el que hace referencia a la falta de comunicación y coordinación entre la Reserva Federal y las agencias supervisoras, así como a la falta de coordinación entre sí de las propias agencias supervisoras. Ello privó a los ciudadanos estadounidenses de contar con un Banco Central y unas agencias que se ocuparon plenamente de vigilar la buena marcha de los intereses generales o el bien común, por ejemplo, al no compartir la información de la que disponían y coordinar con celeridad una respuesta, cuando las alarmas de préstamos abusivos saltaban en el cuadro de mandos.

Así, en el capítulo 7 consideraremos la falta de sintonía que existió entre la política monetaria y la política regulatoria. De este modo, veremos que mientras las subidas de los tipos de interés que llevó a cabo la Reserva Federal entre 2004 y 2006 afectaron sustancialmente al alza sobre el importe de la letra mensual de las hipotecas activos inmobiliarios, al mismo tiempo las agencias supervisoras de las entidades bancarias seguía permitiendo que éstas siguieran canalizando créditos hipotecarios a ciudadanos con bajos recursos para adquirir viviendas, lo que suponía hipotecarse a tipos artificialmente bajos gracias a la proliferación de productos hipotecarios no tradicionales como las ARM (las adjustable rate mortgages). Por ejemplo, las 2/28 ARM permitían pagar un tipo fijo los 2 primeros años, para pasar a variable en los 28 restantes.

De hecho, la mala praxis bancaria se manifestaba en la comercialización de los mismos ya que en un trabajo publicado por 2 economistas de la FED se ponía de manifiesto que el 38% de los clientes que firmaban un ARM no entendían como se reseteaba el tipo de interés, mientras que el 50% subestimaba cuan alto podían subir los tipos de interés. Pero, el comercializador hipotecario no estaba sentado a la mesa para informar de un modo didáctico. Estaba allí para llevarse su comisión. Como nos cuestionaremos en el capítulo 9, con esta estructura los segmentos poblacionales de menor renta podían adquirir una vivienda sí, pero deberían de ser los que más pronto entrarían en mora si subían los tipos de interés (Gieve y Provost, 2012).

También, en el capítulo 7 examinaremos por qué se seguían concediendo en el mercado hipotecario estadounidense en 2006 unos préstamos subprime hipotecarios que según un estudio de la Reserva Federal de noviembre de 2005 eran calificados como “irresponsables y arriesgados”. Los argumentos que analizaremos serán, en primer

lugar, si se daba un marco formal en el que la fragmentación de la supervisión financiera en EEUU dificultaba que los reguladores pudieran alcanzar acuerdos con celeridad y ponerlos en práctica. En segundo lugar, revisaremos si el marco formal jurídico que establecía que los supervisores se financiaban mediante las tasas que imponían a sus supervisados, siendo estos supervisados libres para escoger a su supervisor, influyó para que se creara un marco informal en el que las entidades supervisoras competían entre ellas para captar “clientes”, antes que cooperar en mejorar la supervisión y regulación global. Un marco informal que podría haber derivado en una carrera a la baja en los estándares de supervisión, ante la necesidad de mantener un caudal de ingresos que mantuviera a flote al supervisor, y en movimientos de entidades financieras buscando a supervisores menos intrusivos y sofisticados. Un aspecto que debilitaría la fortaleza y la independencia de la supervisión necesaria para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Todo ello, en un entorno en el que cada vez habría menos “clientes”, puesto que la desregulación financiera había facilitado la concentración bancaria.

## **2.5. LA IMPORTANCIA DE LAS INSTITUCIONES INFORMALES: SUEÑO AMERICANO, BOOM INMOBILIARIO Y ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS.**

Como expondremos en el capítulo 9, la burbuja de precios y el espectacular auge de las ventas que se vivió en la primera década del siglo XXI en el sector inmobiliario, nunca dada antes en la historia del país, no fue causada por elementos propios de una escasez desde el lado de la oferta. De acuerdo con Shiller (2008) no se dio una reducción en el stock disponible de suelo para edificar, una insuficiencia de materiales para la construcción o una subida en los costes laborales. Tampoco, se dieron elementos demográficos que animaran el incremento de precios, ya que desde el lado de la demanda, no había nuevas cohortes de estadounidenses, hijos de un baby boom previo, incorporándose al mercado, ni presión de nuevos compradores chinos o indios. Pero, un factor que sí se dio y que pretendemos describir en el capítulo 9 fue un exceso del crédito hipotecario, el elemento que sirvió de combustible para hacer correr el desenfreno en los mercados. La ola de dinero fácil y barato anegó el sistema cuando la FED rebajó los tipos de interés a mínimos históricos para estimular la economía, tras el

atentado terrorista del 11-S y la debacle en bolsa de las empresas punto-com. A partir de ahí, la avaricia financiera y las ambiciones excesivas que se desatan en el épocas de auge, especialmente en aquellos que cuentan con fondos billonarios propios o ajenos, como afirma Elster (2009), hizo el resto para el advenimiento del estallido final. Dicha expansión del crédito fue alentada por las entidades financieras, que querían expandir el mercado e incrementar sus beneficios, pero permitida por la acción gubernamental de un doble modo. De un lado, la inicial creación de empresas esponsorizadas por el estado dedicadas a facilitar dicho crédito, como la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). De otro, la desregulación financiera, que permitió a las entidades asumir más riesgos a la hora de comercializar y desarrollar nuevos productos financieros que aumentarían el crédito dirigido al mercado inmobiliario. Por ejemplo, las Mortgage Backed Securities (MBS) y las Collateralized Debt Obligations (CDO), unas titulizaciones que ofrecían inicialmente unas atractivas tasas de retorno debido a los altos intereses en las hipotecas.

En este punto, es importante recordar de nuevo, como apuntan Acemoglu (2011) y Johnson (2001), que parte del sector financiero privado estadounidense realizó importantes trabajos de lobby para conseguir relajar las normas financieras, un objetivo en el que se emplearon enormes cantidades de dinero. De hecho, según Johnson (2011) los méritos de la creación de un mercado subprime de hipotecas y la parte del león de su comercialización corresponden a gigantes privados del sector como “Countrywide, Ameriquest y muchos otros, respaldados por los grandes bancos”. De hecho, Acemoglu (2011) escribe que Fannie y Freddie no eran grandes jugadores en el sector a la hora de diseñar y comercializar, además de haber llegado tarde al mercado. Incluso, Acemoglu (2011) apunta esfuerzos para marginar a estas dos empresas esponsorizadas por el gobierno (Government Sponsored Enterprises, GSEs). Por ejemplo, en 1982 la Commission on Housing recomendó que ambas perdieran su estatus de empresa gubernamental y en 1984, con el apoyo y liderazgo del sector financiero, la administración aprobó la Second Mortgage Market Enhancement Act, la cual ponía al sector privado en igualdad de condiciones que las GSEs, al mejorar las condiciones de comercialización de los MBS de origen privado.

Con todo ello, y como veremos en el capítulo 9, el dinero fácil llegó a los consumidores, lo que de ser así habría empujado el precio de las viviendas. Un hecho que confirmaría

algo que Minsky (1992) ya describió en su modelo, la idea de que las burbujas crecen porque en el mercado se ofrece crédito accesible. Minsky y su modelo vivieron una oleada de popularidad en EEUU cuando estalló la crisis, ya que sus teorías fueron utilizadas por los medios de comunicación generalistas para explicar lo que estaba sucediendo. En síntesis, Minsky propuso teorías que conectaban la fragilidad del mercado, algo absolutamente normal en el ciclo vital de una economía, con las burbujas especulativas de los activos bursátiles, un elemento propio de los mercados financieros. En su opinión, en un ciclo de bonanza, cuando los flujos de caja de las empresas superan con claridad lo que se necesita para pagar las deudas, surge una euforia especulativa que hace que, con el paso del tiempo, las deudas superen con amplitud lo que los tomadores de deuda pueden pagar, lo que conducirá a una crisis. Como resultado, los bancos que prestan endurecerán las condiciones de acceso al crédito, incluso a las compañías que pueden pagar y, en consecuencia, la economía se contraerá. Este lento movimiento del sistema financiero de la estabilidad a la fragilidad, seguido por la crisis se conoce como un “Momento Minsky” y es quizás el aspecto más popular del trabajo de este autor. Como decíamos, este académico gozó de cierta notoriedad en los medios de comunicación en el momento en que estalló la crisis subprime, pero sus planteamientos no influyeron en los bancos centrales ni consiguieron penetrar en los altos círculos académicos que influían en los “policy makers”. Sencillamente porque Minsky no desarrolló modelos matemáticos sobre su trabajo, algo que parecía *conditio sine qua non* para adquirir una pátina de estudio relevante, un aspecto sobre el que volveremos posteriormente

No obstante, si nos fijamos específicamente en lo que sucede en el mercado inmobiliario cuando llega el crédito fácil hemos de poner el foco en el efecto de retroalimentación que señalan Jordà y otros (2015): la subida de precios de las viviendas mejora el valor del activo que sirve de garantía para la hipoteca. Consecuentemente, mejora la calidad de la cartera de activos de la entidad financiera y, por ello, su capacidad para apalancarse más y continuar prestando. Todo ello sustentando en la creencia popular y generalizada de que los precios continuarían subiendo sin fin, uno de los síntomas señalados por Shiller (2007 y 2008) como identificador de una burbuja especulativa. Una creencia generalizada que se asemeja al contagio de una “epidemia” social, Schiller (2007, 2008 y 2015). Según él ciertas ideas infectan a unos pocos, después a otros, los cuales continúan extendiéndola. Esta “epidemia” sigue creciendo

hasta que la mayoría están “contagiados”. En ese momento, la enfermedad se considera normal y aquellos que no están “infectados” son los que parecen “extraños”. Así, nuevos canales (anécdotas de amigos, artículos periodísticos, anuncios...) muestran las mismas clases de historias y toda la gente que ofrece sus opiniones parecen compartir las mismas asunciones. Gracias al contagio social, estas ideas se tornan “verdades”, no porque soporten un análisis riguroso, sino porque todos aceptan lo mismo como “verdad”, aunque la historia del sector inmobiliario estadounidense no corrobore esa infinita e imparable subida de precios.

Por todo ello, Jordà y otros (2015) concluyen que cuando el crecimiento del crédito alimenta las burbujas de precios de los activos inmobiliarios, los peligros para el sector financiero y para la economía real son mucho más sustanciales. Es decir, no es lo mismo una “exhuberancia irracional” de precios en un mercado bursátil que una burbuja inmobiliaria apalancada. Simplemente, porque el daño hecho a la economía por el estallido de una burbuja de crédito es mucho más significativa y duradera.

Sin embargo, para que todo ese crédito sea absorbido y se comience a hinchar la burbuja, el ciudadano, el cliente de la entidad financiera, ha de querer tomar esa deuda. Es decir, puedes llevar el caballo al río, pero de él depende si va a beber o no. Si el consumidor decide endeudarse es por una sencilla razón: sus expectativas futuras de ingresos, con los que saldará esa deuda, son altas en ese momento. Como Soman y Cheema (2012) exponen, los consumidores usan la información que les dan las entidades financieras sobre ellos mismos, como por ejemplo el límite de crédito que les conceden, a modo de señal “Específicamente, si los consumidores tienen acceso a grandes cantidades de crédito, probablemente inferirán que los ingresos durante su vida serán altos y, de ahí, que su voluntad de usar ese crédito sea también alto (como su gasto)”. Ciertamente, los consumidores pensarán que si una entidad financiera les concede o pre-concede un crédito, a través de cualquier proceso, es porque los considera aptos para devolverlo. ¿Y quién va a cuestionar a los que supuestamente gestionan correctamente un negocio de prestar dinero?

Del mismo modo, como expone Treeck (2012), los hogares con bajos ingresos que financian su consumo a través de crédito pueden estar reaccionando de una manera completamente racional ante el rápido aumento del consumo de los hogares con

mayores ingresos. Una idea apoyada por Frank y otros (2010) que apuntan a que los cambios en el modo en que gasta un determinado grupo social son capaces de modificar el marco de referencia que define los estándares de consumo para otros que están justo por debajo de ellos en la escala de ingresos. ¿Por qué? Porque en la búsqueda del reconocimiento social “las comparaciones que más importan están principalmente localizadas en el tiempo y en el espacio” y porque “la gente generalmente mira a los que están por encima de ellos en la escala de ingresos, en lugar de los que están por debajo”. Aspectos que Frank y otros (2010) definen como “los dos hallazgos más robustos sobre efectos demostrativos en la literatura de la economía del comportamiento”.

Estas características sociales fueron ya descritas por economistas como Adan Smith (1776) "Una camisa de lino, por ejemplo, es, estrictamente hablando, no una condición necesaria para vivir. [...] Sin embargo, en los tiempos actuales, en la mayor parte de Europa, un jornalero acreditado se avergonzaría de aparecer en público sin una camisa de lino" y Thorstein Veblen (1899) “El motivo es la emulación - el estímulo de una comparación odiosa [...]. Especialmente en una comunidad en la que las diferencias de clase son bastante vagas, todos los cánones y reputación y la decencia y todas las normas de consumo se remonta por gradaciones imprudentes a los usos y los pensamientos de la más alta clase social y pecuniaria, la clase rica y ociosa". Además, si se aplican al comportamiento del consumidor se podrá distinguir entre bienes no posicionales, donde la comparación importa menos, y bienes posicionales, donde la comparación importa más, Frank (1985) y Frank (2005). En los primeros encontraremos bienes como planes de pensiones. En los segundos, bienes como coches, joyas, educación y casas. No obstante, la intensidad del gasto y del endeudamiento dependerá del entorno institucional específico de cada país.

Como describe Bratt (2008) el concepto de “ser propietario de una vivienda como política social” tiene una larga tradición en EEUU. Como muestra, podemos citar al presidente Roosevelt, quien en 1933 creó la Home Owners’ Loan Corporation (HOLC)<sup>6</sup>, la cual ayudó a unos 800.000 propietarios a refinanciar y salvar sus casas de las ejecuciones hipotecarias. En su aprobación, el presidente declaró ante el Congreso “Implícita en esta declaración se encuentra una declaración de política nacional. Esta

---

<sup>6</sup> Homeowners’ Loan Act of 1933, Public Law No. 43, 73rd Congress, H.R. 5240. Housing and Development Reporter, 1975. Vol. 1, No. 24, April 21.

política consiste en que los grandes intereses de la nación requieren que se articulen salvaguardas especiales en torno a la propiedad de la vivienda como garantía de estabilidad social y económica, por lo que proteger a los propietarios de viviendas de una ejecución forzosa, en un momento de angustia general, ha de ser una preocupación propia del Gobierno”. Como reconocería posteriormente el historiador Arthur M. Schlesinger, Jr (1959) “al permitir que miles de estadounidenses salvaran sus hogares, la (HOLC) fortaleció el orden existente y el New Deal. Probablemente, ninguna otra medida individual consolidó tanto el apoyo de la administración a la clase media”.

En esta misma dirección podemos citar las palabras de Robert C. Weaver, el primer Secretario de Desarrollo de Vivienda y Urbanismo de la historia del país, quién se refirió a la propiedad del siguiente modo “Poseer una vivienda propia es tener un sentido de lugar y de propósito. La propiedad crea un orgullo de posesión, engendra responsabilidad y estabilidad” (Weaver, 1967). Weaver, de raza negra, fue uno de los primeros afroamericanos que ocupó un puesto en el gabinete de Roosevelt en 1934. Desde esa posición defendió siempre la necesidad de que la población negra pudiera acceder a comprar viviendas, como se advierte ya en un artículo publicado por él en 1940 titulado “Negroes need housing” (Weaver, 1940). Además, en los reivindicativos años 60 la propiedad de una vivienda era considerada como un medio importante para calmar a la población negra, en un momento de elevado conflicto civil y racial. Como testificó el profesor George Sternlieb de la Rutgers University Universidad en 1968 ante el Senado “No hay duda de que la posibilidad de revueltas en Newmark o en cualquier otra área hubieran sido sustancialmente inferiores con una mayor propiedades residenciales en manos de negros”.

Este empuje gubernamental continuó con la presidencia de Reagan, en la cual se orientó mucho más al mercado, y llegó intacto y más fuerte que nunca a la primera década de este siglo. Como subrayan Barth y otros (2015) los líderes políticos de todo el espectro político cantaban las virtudes de ser propietario de una casa, lo cual ayudó a fortalecer un marco informal social que alentaba la compra de una vivienda como la culminación ideal del sueño americano. Por ejemplo:

“You see, we want everybody in America to own their own home. That’s what we want.”

— *President George W. Bush, Oct. 15, 2002*<sup>7</sup>

“The most tangible cornerstone that lies at the heart of the American Dream, at the heart of middle-class life (is) the chance to own your own home.(...) A home is supposed to be our ultimate evidence that in America, hard work pays off, and responsibility is rewarded”.

— *President Barack Obama, Aug. 6, 2013*<sup>8</sup>

En el mismo sentido, Barth y otros (2015) apuntaban que dentro de los argumentos que utilizaban los políticos para espolear en esta dirección entraban consideraciones como que un alto porcentaje de ciudadanos propietarios en una comunidad reducía las tasa de criminalidad y animaba las actividades cívicas, a la vez que permitía un mejor desarrollo cognitivo y no cognitivo de los niños. De la misma manera, yendo un poco más allá, Rohe y otros, (2013) publicaron a través del Research Institute for Housing America<sup>9</sup> un informe en el que escribían que el poseer una casa supone un compromiso para fortalecer las familias y con la propia comunidad. En su opinión, el ser propietario ayuda a estabilizar los vecindarios ya que crean incentivos locales e individuales para mantener y mejorar la propiedad privada, así como los espacios públicos.

Incluso el propio Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, martilleó sobre la idea, hablando del ahorro, que no de la deuda que se contraía al hipotecarse:

“La decisión de comprar una casa es la decisión de una familia de plantar las raíces en una comunidad, con todos los incentivos implícitos para hacer que la comunidad prospere. Allá dónde florece la vivienda propia, no es ninguna sorpresa encontrar una mayor estabilidad del vecindario, más residentes con conciencia cívica, mejores

---

<sup>7</sup> WHITE HOUSE ARCHIVES. President Hosts Conference on Minority Homeownership. George Washington University. Washington, D.C. El 15 octubre de 2002. <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2002/10/20021015-7.html>

<sup>8</sup> The White House. Office of the Press Secretary."Remarks by the President on Responsible Homeownership". Desert Vista High School. Phoenix, Arizona. El 6 de agosto de 2013. <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2013/08/06/remarks-president-responsible-homeownership>

<sup>9</sup> Esta es una organización independiente, radica en Washington DC y creada por la Asociación de Baqueros Hipotecarios Estadounidenses, la Mortgage Bankers Association of America, con el objetivo de investigar cómo se pueden aumentar las oportunidades de adquisición de vivienda, en particular para las poblaciones y comunidades marginadas.

sistemas escolares y una reducción de los índices de criminalidad. De igual manera, la propiedad de una vivienda afecta a la capacidad de un hogar para acumular activos. Para la mayoría de los hogares, la propiedad de la vivienda representa un significativo hito financiero y es un vehículo importante para el ahorro en curso... [En 1998] la propiedad de la vivienda representa el 44 por ciento de los activos brutos de familias que ganan \$ 50,000 o menos al año (2002, p. 1)”.

## **2.6. DESIGUALDAD SOCIAL Y ENDEUDAMIENTO EN EEUU: ¿CAUSA O CONSECUENCIA DEL CRASH DEL 2008?**

Dentro de la literatura económica existen muchas visiones sobre las razones que causan el incremento de la desigualdad en la sociedad estadounidense. Entre ellas podemos citar: la globalización, lo que incluye el incremento del comercio internacional, una mayor inmigración y la deslocalización (Roberts, 2010), el cambio tecnológico (Acemoglu, 1999, y Goldin and Katz, 2008), deficiencias en el sistema educativo (Goldin y Katz, 2008), cambios en el sistema impositivo del país (Brownlee, 2004, y Piketty y Saez, 2007), la erosión del salario real mínimo interprofesional y el declive de los sindicatos (Lee, 1999; Card y otros, 2004; Gosling y Lemieux, 2004; Levy y Temin, 2007; Lemieux y otros, 2009; Dube y otros, 2011).

Pero, esta tesis no tratará de averiguar con detalle todas estas causas ya que sería motivo de una nueva investigación. Lo que sí que pretende es describir si la desigualdad fue una de las raíces del estallido de la crisis. En este sentido en los últimos años ha habido un buen número de trabajos elaborados por economistas y por organismos internacionales que señalan y sostienen que así fue. De este modo, podemos citar a la Comisión de Expertos de la ONU (2009), Stiglitz (2009b), IMF & ILO (2010), Reich (2010), Kumhof y Rancière (2010), Kumhof y otros (2012), Galbraith (2012) y Palley (2012).

La idea subyacente, como sintetiza van Treeck (2012), es que mientras en las últimas décadas los beneficios del aumento de la renta agregada fueron a parar a un pequeño grupo de hogares situados en la parte alta de la distribución de ingresos, el consumo de los grupos de ingresos bajos y medios se financió en gran medida mediante el aumento de crédito en lugar de un aumento de los ingresos. De todo este paquete de autores

destaca Raghuram Rajan, quien publicó un libro en 2010 titulado “Fault Lines” que iba a concentrar muchos comentarios, tanto en el lado académico como en el más popular. En su obra Rajan argumenta que la “respuesta política” a la creciente desigualdad fue la de expandir el crédito a los hogares, especialmente a los de menores ingresos. En su opinión, los beneficios (un fuerte consumo y la creación de puestos de trabajo) fueron inmediatos, mientras que el pago de la inevitable factura se posponía al futuro. Para él, el crédito se utiliza por los gobiernos a través de la historia para calmar las más profundas ansiedades de los ciudadanos. En el caso concreto de EEUU la posibilidad de poseer una vivienda en propiedad, una de las claves del sueño americano mencionado en el apartado anterior, se expandió a los hogares de niveles de renta bajos y medios.

Evidentemente, no sabemos si fue algo planeado o, al contrario, una reacción a la demanda social, pero Rajan (2010, p.9) expone la siguiente narrativa “cuando el dinero fácil empujado por un gobierno de bolsillos profundos entra en contacto con el afán de lucro de un sector financiero sofisticado, competitivo y amoral, una profunda fisura se desarrolla (en la sociedad)”. Como venimos describiendo aquí, el estallido de la crisis estadounidense es consecuencia de múltiples y variados factores, y aunque principalmente el foco se ha situado en otros como el papel crucial de la desregulación de los mercados financieros, la burbuja de activos y la acumulación de deuda (Shiller, 2008 o Reinhart y Rogoff, 2010) estos aspectos no parecen ser los únicos ni el fin de la cuestión “dado que la desigualdad podría haber tenido un efecto indirecto en la generación de las burbujas de activos” (Atkinson y Morelli, 2010). En suma, lo que van Treck (2010) llama la “hipótesis Rajan” sucedería cuando dado un incremento en la desigualdad, la expansión del crédito personal es necesario para apoyar la demanda agregada y el empleo, a la vez que insostenible.

Llamativamente, el análisis de Rajan sobre las políticas gubernamentales de promoción del crédito a grupos de bajos recursos, animándoles a adquirir hipotecas sub-prime que no podían permitirse, fue utilizado por políticos republicanos para poner énfasis en la intervención pública, antes que en el rol de las entidades financieras que facilitaban esos créditos. Específicamente, los miembros en minoría de la gubernamental Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC, 2011, p.486) lo usaron para escribir su “declaración discrepante” sobre los resultados de dicha Comisión. Algo que en opinión de Johnson (2011) era una “narración republicana” dirigida a ganar el apoyo de sus bases en el

camino a las elecciones de 2012, lo cual le llevaba a preguntarse retóricamente si, verdaderamente, “¿los pobres en EEUU son los responsables de causar la más severa crisis global en más de una generación?”.

Si nos situamos ya en la segunda mitad de 2015, parece que la economía estadounidense vuelve con brío a la senda del crecimiento, como intentaremos ver en el capítulo 9. No obstante, la crisis ha dejado una huella profunda en la sociedad estadounidense, pues ha servido para acentuar la desigualdad de la riqueza, ya que, los ciudadanos estadounidenses de menores ingresos que fueron los que recibieron hipotecas subprime para lograr su sueño americano, terminaron despertando en una pesadilla que les arrebató sus ahorros y sus casas. Así, no es de extrañar que el propio profesor y ya premio nobel de economía, Robert Shiller, declarará en 2014 que “El problema más importante que estamos enfrentando hoy es el crecimiento de las desigualdades en EEUU y en todo el mundo”. Igualmente, el presidente Obama se había expresado en esta misma línea a finales de 2013 “Sabemos que las frustraciones de las personas van más allá de las batallas políticas más recientes. Su frustración se basa en sus propias batallas diarias – llegar a fin de mes, pagar la universidad, comprar una casa, ahorrar para la jubilación. (Esta frustración) está arraigada en un sentimiento latente de que no importa lo duro que trabajen, pues las cartas están en su contra. (Esta frustración) está radicada en el temor de que sus hijos no van a vivir mejor que ellos. (Los ciudadanos) no pueden seguir el constante ir y venir de los detalles de la política en Washington, pero sí que experimentan de una manera muy personal esta imparable tendencia desde hace décadas. (Esa tendencia) es la peligrosa y creciente desigualdad y la falta de movilidad ascendente (en la sociedad) que ha puesto en peligro el acuerdo básico de la clase media de Estados Unidos: que si trabajas duro, usted tiene la oportunidad de salir adelante. Creo que éste es el desafío que define nuestro tiempo: Asegurarse de que nuestra economía funcione para todos los estadounidenses que trabajan”<sup>10</sup>.

Posiblemente, como hemos comentado el estudio de estos aspectos sobre la desigualdad de la renta en EEUU, analizando a las comunidades latinas y negras, abrirían nuevas líneas de investigación a este trabajo.

---

<sup>10</sup>“ Remarks by the President on Economic Mobility”. Oficina de Prensa de la Casa Blanca. <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2013/12/04/remarks-president-economic-mobility>. 4 de diciembre de 2013.

## **2.7. MARCOS INSTITUCIONALES INTERNOS EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y SISTEMA DE RETRIBUCIONES: EL PREMIO A LA ASUNCIÓN DE RIESGOS Y LA PRIMACÍA DEL CORTO PLAZO.**

De todas las causas que la literatura económica con orientación institucional señala como causantes de la desigualdad, al menos nos gustaría apuntar una que nos parece capital en todo el análisis que estamos intentando llevar a cabo: el comportamiento de los altos ejecutivos de las compañías financieras, dedicados a perseguir mayores rentas, a través de salarios y bonus cada vez más altos (Murphy y otros, 1991; Piketty y Saez, 2006; Philippon y Resheff, 2009). ¿Por qué? Porque como sugiere Acemoglu (2011) es “enteramente posible que la desigualdad por debajo del percentil 90 se produzca por la oferta, la tecnología y el comercio, mientras que los percentiles más altos sean impulsados por algo totalmente diferente y que ese algo totalmente diferente esté también muy relacionado con las causas de la crisis financiera y los peculiares procesos políticos que han sucedido en los Estados Unidos durante los últimos 25 años”.

Si analizamos la evolución salarial de este sector, Philippon y Resheff, 2009, encuentran que de 1909 a 1933 el sector financiero era un sector con una alta formación y que recibía unos elevados salarios. Sin embargo, tras la crisis de 1929, durante los años 30, se produjo un cambio muy significativo, pues el cierre de bancos provocó que el sector perdiera una enorme cantidad de capital humano y su estatus de elevados salarios. Este declive y nueva situación se mantuvo hasta los 80. En ese momento, los salarios relativos eran aproximadamente los mismos que en el resto de la economía. Pero, a partir de los 80 el sector volvió a pagar salarios elevados y a contratar a trabajadores altamente cualificados, especialmente a los brokers de activos financieros.

¿Por qué sucedió esto? Como hemos expuesto y como detallaremos en el capítulo 3, en los años 80 el proceso de desregulación se intensificó para ayudar a un sector financiero en problemas tras la quiebra de las S&Ls. Philippon y Resheff, 2009, escriben que un sector financiero regulado no es capaz de sacar partido de trabajadores altamente cualificados debido a las restricciones que imponen las leyes. Por ello, la demanda de

este tipo de trabajadores es reducida. Por el contrario, la desregulación aumenta la oportunidad de que estos trabajadores operen libremente y se vuelvan más productivos. Es por ello, que detectan un robusto y económicamente significativo efecto de la desregulación sobre la cualificación y los salarios en el sector financiero. Igualmente, Philippon y Resheff, 2009, opinan que en retrospectiva los reguladores no disponían de un capital humano suficiente, en número y en cualificación, para mantenerse al mismo nivel y para entender qué estaba haciendo el sector financiero que debía supervisar. Sencillamente, porque la diferencia salarial entre el sector público y el privado hacía imposible atraer y retener este talento.

Si ahora nos centramos en la distribución de los salarios en los diferentes sectores productivos de la sociedad, Piketty y Saez, 2006, exponen que durante los últimos 30 años, los ingresos de los percentiles más ricos de la población en países sajones se ha incrementado, pero no del mismo modo que en la Europa continental y en Japón. Según su trabajo, los ingresos provenientes de los salarios se han convertido en la principal fuente de ingresos de los percentiles más altos. Los autores agrupan las explicaciones de este fenómeno en tres bloques.

Primero, la visión del libre mercado (Murphy y Zabochnik, 2004) según la que el nivel del salario del Director General vendrá determinado por sus habilidades como gestor, habilidades generales que, incluso, le permitirán pasar de un sector a otro. Algo que podría aplicar a EEUU, pero que no explicaría que no haya sucedido en economías desarrolladas, como Japón y Alemania. Segundo, que existan regulaciones en el mercado laboral, sindicatos o normas sociales o institucionales respecto a la desigualdad salarial, las cuales podrían mantener los salarios de los altos ejecutivos bajo control. Como afirman Piketty y Saez (2006), ésto sucede en Japón y Alemania, pero no en EEUU. Tercero, la habilidad de los altos ejecutivos para fijar sus salarios y extraer rentas de los accionistas. Pero, no sólo de los accionistas, sino de la sociedad en general en último término. Un punto sobre el que pivota gran parte de los resultados de la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), cuando afirma que los sistemas de compensación del sector financiero “estaban diseñados en un ambiente de dinero barato, intensa competencia y ligera regulación” por lo que “demasiado a menudo recompensaban la operación rápida y la ganancia en el corto plazo, sin fijarse en las consecuencias en el largo plazo”. Como exponen Johnson y Kwak (2011) “la influencia

política de Wall Street ayudó a crear un ambiente de laissez-faire en el que los grandes bancos se volvieron más grandes y más arriesgados, hasta que en 2008 la amenaza de su caída pudo tomar al resto de la economía como rehen”. Lo que significaba, como veremos más tarde, que en último término los beneficios se privatizaban y las pérdidas se socializaban.

Por tanto, lo que Acemoglu (2011) y Johnson y Kwak (2011) sostienen es que la desregulación y la intencionada falta de regulación, algo conseguido por la industria financiera a través de labores de lobby y de cultivar contactos políticos cercanos, fueron elementos mucho más importantes que las políticas gubernamentales en la distorsión del mercado inmobiliario. Simple y llanamente, la concentración de la riqueza en manos de unos pocos es preludio de desestabilización y de falta de democracia, porque como se pregunta el también premio nobel Paul Krugman “*¿Alguien puede negar seriamente qué nuestro sistema político está siendo deformado por la influencia de grandes cantidades de dinero?*”

La estructura de los incentivos y de las remuneraciones es clave en toda organización, y mucho más en esas entidades financieras que son demasiado grandes o están demasiado entrelazadas para quebrar, como afirma Stiglitz (2010). A partir de ello, la principal acusación que se le hace al sector financiero estadounidense es que sus esquemas de retribución se centraron en obtener unos resultados que debían de ser a toda costa exitosos, lo que condujo a un comportamiento cortoplacista y a una toma excesiva de riesgo, Stiglitz (2010), Costas (2010), Hodgson (2009) y Krugman (2011), aspectos que desarrollaremos en profundidad en el capítulo 4.

Como veremos en dicho capítulo, la acción y la estrategia de las grandes compañías cotizadas estarán condicionadas por la obligada presentación de resultados trimestrales, semestrales y anuales. Lo que el empresario español José Manuel Entrecanales definió como “la presión de estar en el escaparate”. Sencillamente porque el éxito de dicha gestión era y es inmediatamente medido por la cotización bursátil de la acción, lo que mantiene y fija aún más la atención mediática e inversora en ese corto plazo.

Como expone Thomas Friedman (2010), la avaricia induce a que muchos de estos directivos pierdan de vista cualquier clase de pensamiento a largo plazo o sentido de la

responsabilidad, lo que apunta a que la crisis también fue motivada por una falta de ética en el desempeño profesional. Sintetizada, en la idea de que si algo va mal “*yo no estaré*” para responder aquí. Nos encontramos así con una disyuntiva ya habitual a lo largo de la historia de la humanidad como afirma Jeffrey Sachs (2012) cuando apunta que en ciertos casos el “interés propio puede dejar a las generaciones futuras a merced de las generación de hoy”. Aunque, según el propio autor, ese interés propio es también la piedra angular del capitalismo, pues operando a través de mercados bien regulados, se ha promovido el interés general hasta niveles antes impensables.

En el capítulo 4 revisaremos si, la estructura de incentivos y castigos existente ante los buenos o malos resultados hacía que todos los ejecutivos de las entidades financieras en EE.UU. fueran proclives a asumir riesgos. De hecho, incluso aunque los directivos de una entidad financiera no quisieran arriesgar es altamente probable que acabaran empujados a hacerlo, pues de no hacerlo podrían acabar obteniendo peores resultados en los siguientes trimestres y las cotizaciones bursátiles los señalarían con celeridad. Por tanto, había que atreverse y arriesgar en los negocios, y más cuando, como afirmaba Charles Prince, director de Citigroup, “*Siempre habrá alguien que venga al rescate y mientras suene la música hay que levantarse y bailar*”, como cita Friedman (2010) en su libro. Lo que recuerda al modelo teórico de Abreu y Brunnermeier (2002, 2003) en él se expone que se entendía que era más provechoso “cabalgar la ola” que “oponerse” a ella.

Se trataría, pues, de un sistema de retribuciones construido con su propia lógica y con sus propios acicates que, como afirma el propio Stiglitz (2009a) acarrearía incentivos muy distorsionados, particularmente para aquellas instituciones financieras que eran “*demasiado grandes para caer*”. Éstos incentivos en última instancia estarían establecidos del siguiente modo: “*si tomas riesgos y ganas, recibes la recompensa; si fallas, son los contribuyentes los que cargan con las pérdidas*”. Es decir, si había beneficios, éstos se privatizaban; si por el contrario se daban pérdidas, éstas se socializaban y se hacían públicas.

El símil que el mismo Stiglitz (2010) utiliza no deja lugar a dudas al considerar que en el casino en el que se convirtieron los mercados en EEUU “*cuando los bancos apostaron y perdieron, toda la nación pagó el precio*”. Una visión compartida e

identificada por Mary Schapiro, presidenta de la Securities and Exchange Commission, quien declaró a la Federal Crisis and Inquiry Commission, FCIC (2011) que los paquetes de compensación eran asimétricos “Así, pagaban a los empleados enormes sumas por el éxito a corto plazo, incluso si estas decisiones resultaban en pérdidas significativas en el largo plazo o en el fracaso de los inversores y contribuyentes”. Igualmente, el informe de la FCIC revela que las estructuras de compensación estaban sesgadas a lo largo de toda la cadena de titulización de las hipotecas. Desde los agentes que originaban las hipotecas, hasta los técnicos de Wall Street, quienes las reunían y homogeneizaban en paquetes que luego serían troceados y vendidos a fondos de inversión y a particulares, como veremos en los siguientes capítulos.

A este respecto cabe anticipar ya lo que Sheila Bair, la presidenta de la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC<sup>11</sup>, declaró a la Financial Crisis Commission, FCIC, que la práctica estándar de la compensación se basaba en el volumen de préstamos originados, en lugar de las prestaciones y calidad de los préstamos. Bair concluía en su testimonio que la crisis había demostrado que la mayoría de los sistemas de remuneración de las instituciones financieras no estaban vinculados a una gestión de riesgos adecuada. En su opinión, *“las fórmulas de compensación adoptadas permitían que los altos beneficios en el corto plazo (derivados de los préstamos concedidos) se convirtieran en generosos pagos de bonus, sin preocuparse por los riesgos del largo plazo”*.

En suma, cabe concluir, como escribe Costas (2010), que el estallido financiero en EE.UU. ha hecho saltar también por los aires la presunción de que los esquemas retributivos basados en bonus y opciones sobre acciones eran un buen mecanismo de incentivos salariales para estimular conductas financieras eficientes, a la vez que alineadas con los intereses de los accionistas. Como afirma también dicho autor, *“cuanto más alto es el incentivo, más coste de oportunidad tiene la conducta ética”*. Los datos estadísticos aportados en el penúltimo capítulo serán reveladores.

---

<sup>11</sup> La Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, es una agencia independiente creada por el Congreso estadounidense. Su misión es la de mantener la estabilidad y la confianza en el sistema financiero norteamericano. Para ello, asegura los depósitos y examina y supervisa las instituciones financieras.

## **2.8. IDEOLOGÍA, DESREGULACIÓN Y PAPEL DE LAS IDEAS ECONÓMICAS EN EL ESTALLIDO DE LA CRISIS DEL 2008 EN EEUU.**

Como dicen Gieve y Provost (2012) los cambios políticos suceden porque las coaliciones de “actores” son capaces de aprovecharse de las condiciones políticas para trasladar sus fuertes creencias sobre la política en ideas que terminarán impregnando a los policy makers, lo que conducirá al diseño del nuevo modelo organizativo de esa sociedad. Los cambios políticos profundos reflejan el poder de estas ideas y surgen por diversos motivos, un aspecto que describimos en el capítulo 7. Gieve y Provost (2012) explican que puede ser que los “intereses organizados” sean capaces de presionar y provocar el cambio, algo que sucedió como veremos con la revocación de la Glass Steagall Act, o puede que se dé un gran evento, o una situación o acción se convierta en un símbolo, que tengan un gran impacto en la población, como la Gran Recesión de 2009 a 2012. No obstante, estos dos escenarios pueden darse solos o conjuntamente, pero como estos autores escriben se requieren políticos expertos y talentosos para aprovechar el ambiente creado y empujar hacia una solución particular. De acuerdo con Kingdon (1984) el que se apruebe un cambio político requiere la reunión de tres "corrientes": problemas, políticas y políticos. En síntesis, un problema particular puede entrar en la agenda política del país, en ese momento, si un “emprendedor de la política” (“policy entrepreneur”) promueve una solución y se da la circunstancia de que el entorno político es el adecuado, la solución propuesta puede ser convertido en ley. Del mismo modo, Baumgartner y Jones (1993) muestran que los “emprendedores de la política” pueden explotar eventos o indicadores para centrar la atención de un modo sostenido en cuestiones particulares y lograr un cambio radical de política. Una figura, la del “policy entrepreneur” que se ajusta perfectamente a la de los legisladores Gramm, Leach y Billey, quienes promovieron la derogación de la Glass Steagall Act y la aprobación de la Services Modernization Act (1999). Por cierto, al legislador Phil Gramm le dedicaremos un espacio propio en el capítulo siguiente, dado que lo consideramos un perfecto ejemplo.

Como veremos a lo largo de los siguientes capítulos, una ideología favorable al mercado y contraria a la intervención gubernamental en los mercados de capitales fue la

que dominó la clase política norteamericana en los 80 y los 90, sentando las bases para el diseño de un marco regulatorio y supervisor ligero, que se consideraba el correcto, pero que a la postre resultó ser demasiado laxo. En este punto es relevante apuntar que, como analizaremos en el capítulo 6, había prominentes economistas que proveyeron a los políticos, los banqueros y los reguladores con la ideología adecuada para sostener, esto es, que cuanto más libres estén los mercados, esto es menos regulados, mayor beneficio social global se logrará. Igualmente, la idea que subyacía era que los modelos permitirían anticiparse a la crisis y, en caso de llegar, los nuevos instrumentos puestos a disposición del sector financiero, como los derivados, servirían para limitarla y contenerla. Como exponen Gieve y Provost (2012), estas ideas desembocaron en la forja de fuerte consenso entre los macroeconomistas profesionales, tanto los académicos como los funcionarios de alto rango gubernamentales o pertenecientes a grandes organismos internacionales. Este paradigma era tan dominante que no dejaba espacio a los puntos de vista discrepantes que prevenían que “los mercados no eran tan completamente racionales o que la titulización no reducía los riesgos hasta el nivel que todos esperaban”. Como muestra, Roberts (2010) cita al economista Robert Shiller quién, al hablar sobre su participación como experto en comités, explicaba que “... Cuando advertí sobre las burbujas que creía que se estaban desarrollando en los mercados de valores y de vivienda, lo hice con mucho cuidado, (pero) me sentí vulnerable al expresar esas opiniones tan extravagantes. El desviarse demasiado lejos del consenso, le deja a uno un sentimiento potencial de ostracismo respecto al grupo, con el riesgo de que (la carrera) de uno pueda acabarse”. Como exponen Colander y otros (2009) la ciencia económica fracasó en su deber de proveer a la sociedad con la información necesaria para conocer el funcionamiento de la economía y en advertir sobre las nuevas herramientas financieras que se habían creado, a la vez que fue muy reticente a enfatizar sobre las limitaciones de su análisis.

El propio presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, posiblemente el economista más poderoso del país, puesto que su cargo le confiere el control de las herramientas necesarias para modelar la política monetaria, defendió que el mercado asignaba correcta y eficientemente los precios, negándose a admitir la existencia de burbujas especulativas. A ello, hay que sumar su creencia en que los mercados tenían la capacidad de auto-estabilizarse y auto-corregirse. De hecho, como él mismo defendió la alineación de los intereses particulares de los agentes económicos producirían una

supervisión y regulación privada (como las notas de las agencias de calificación) que hacían innecesaria una mayor regulación y supervisión pública, Greenspan (2005). Con este modelo el sistema financiero, según él, se había vuelto “más resiliente”. Por ello, cuando los mercados de capitales se secaron y la crisis se precipitó Greenspan se sumió en sus propias palabras en un estado de “shocked disbelief” como veremos más tarde en el capítulo 7. Seguramente, porque como Hodgson (2009) escribe todo lo que él creía asentado y firme, había fracasado, con lo que había “*descubierto un fallo en el modelo de liberalización y auto-regulación*”.

Todo lo cual apunta a un marco informal de creencias, el “conventional wisdom” según Gieve y Provost (2012), que era el dominante y que consideraba que los mercados son naturalmente estables y que sólo abandonan su curso momentáneamente (Colander y otros, 2009). Este enfoque sobre el funcionamiento de los mercados de activos, al que Abolafia (2010) define como “fundamentalismo del mercado” lleva implícita según él otra idea: “la capacidad de los mercados financieros para conseguir resultados sociales óptimos”. Como decía Phil Gramm, el senador republicano por Texas, en abril del 2000 en una vista ante el Senado Estadounidense tras una visita a la Bolsa de Nueva York “Cuando estoy en Wall Street y me doy cuenta de que estoy en el mismo centro nervioso del capitalismo norteamericano y me doy cuenta de lo que el capitalismo ha hecho por la gente trabajadora de los Estados Unidos, para mí ése es un lugar sagrado”. Es decir, los mercados no son sólo unos mecanismos estupendos para valorar activos y canalizar el dinero de los ahorradores e inversores a las mejores ideas. También, son la mejor herramienta para mejorar el bienestar de los ciudadanos de una manera socialmente óptima. Así, el “milagro del mercado” había llegado a sus últimas consecuencias (Costas y Arias, 2011). Como el propio Gramm dijo sobre las hipotecas subprime, “Algunos ven en ellas el mal. Yo veo el Sueño Americano en acción”.

También, comentaremos la importancia de la profesión económica, puesto que hay economistas de élite que “moldean la opinión pública” y “crean la cultura sobre la regulación financiera”, al mismo tiempo que “influyen en la política en el nivel gubernamental”, de acuerdo con Epstein y Carrick-Hagenbarth (2010). Por ello, si estos economistas tan relevantes mantuvieran simultáneamente relaciones contractuales de asesoramiento con empresas de la industria financiera, posiblemente estarían incurriendo en un conflicto de intereses. Por ello, detallaremos un movimiento que

surgió entre los economistas estadounidenses, a raíz del estallido de la crisis, para que estas relaciones laborales (con entidades financieras, agencias de calificación del riesgo, etc...), al margen de las evidentes relaciones laborales académicas con sus universidades, se debían de hacer públicas. Simplemente, porque si no las revelan “no va a estar bien servida”, Epstein y Carrick-Hagenbarth, 2010, por esos técnicos supuestamente independientes.

Conjuntamente, como hemos ya comentado y veremos más adelante, la industria financiera estadounidense jugó un papel clave en el establecimiento de esta visión dominante de los mercados, de su funcionamiento y de sus bondades.” En suma, el marco regulatorio les beneficiaba y si no cambiaba ellos podían seguir ganando dinero sin más problemas. En otras palabras, si las leyes se volvían más restrictivas y los requisitos regulatorios se elevaban, entonces se conseguiría incrementar el nivel de seguridad del sistema en su conjunto. El de todos. Pero, ello limitaría el beneficio de un grupo concreto, el de la industria financiera, que prefería seguir apostando en el casino, como sostiene Stiglitz (2009a). Una vez todos estos marcos legales se reformaron para hacerlos coherentes con esas ideas y valores en favor de los mercados poco regulados, sólo era cuestión de tiempo que el desastre llegara, como afirma Stiglitz (2010). Por su parte, Paul Krugman (2009) se preguntaba en un artículo porque no mueren ya ideas como que “el sector privado funcione siempre sólo es bueno” y razonaba del siguiente modo “*Cantidades ingentes de dinero han ido a parar a demócratas obstruccionistas como Nelson y el senador Max Baucus, cuya Pandilla de los Seis y sus negociaciones han constituido un obstáculo crucial para la legislación*”. De un modo más sencillo, siempre que el salario (o contribuciones a su campaña) de un político dependa de que un punto de vista se mantenga, ese político no atenderá ya a más razones. El coste de ser ético es demasiado alto. El campo de juego no será neutral.

Y así concluimos este capítulo de presentación global de los principales factores institucionales que han contribuido al estallido financiero estadounidense. En los capítulos que siguen se aporta un análisis institucional en mayor profundidad de esos factores que aparecen como más relevantes a efectos de extraer algunas hipótesis explicativas fundamentales que serán contrastadas en el penúltimo capítulo, previo a las conclusiones.

# **CAPÍTULO 3. LA EVOLUCIÓN DEL MARCO REGULADOR DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EEUU. DESDE LA GRAN DEPRESIÓN A LA GRAN RECESIÓN.**

## **3.1. INTRODUCCIÓN: EL CONSTANTE CAMBIO DEL MARCO REGULADOR.**

El objetivo de este capítulo consiste en averiguar qué principales cambios tuvieron lugar en el marco regulador y supervisor del funcionamiento de los mercados financieros en EEUU y explicar cómo contribuyeron al estallido financiero del 2008, obteniendo algunas hipótesis explicativas básicas a contrastar en el penúltimo capítulo.

Aunque el período de análisis comprende desde el crack bursátil de 1929 hasta el estallido financiero de 2007-08, prestaremos una especial atención a las reformas tendentes a la desregulación implementadas a partir de la llegada del presidente Reagan a la presidencia, ya que es un punto de aceleración en este empuje desregulador, puesto que este gobierno colocó en puestos claves a funcionarios que compartían un enfoque orientado “hacia la desregulación de la industria financiera”, Reinicke (1995). Así, se nombró en 1987 a Alan Greenspan como presidente de la Reserva Federal, en 1982 a William Isaac como presidente de la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC<sup>12</sup> y en 1982 a Todd Conover, como Comptroller de la Office of the Comptroller of the Currency, OCC<sup>13</sup>. Igualmente, intentaremos en nuestro análisis señalar si el tipo de enfoque a la hora de diseñar el marco regulatorio era estricto, no favorable a la desregulación, o laxo, favorable a la desregulación. Para ello, procederemos a una subdivisión de varias etapas de ese espacio de tiempo de unos 80 años.

---

<sup>12</sup> LA FDIC es una corporación gubernamental creada en 1993 que opera como una agencia independiente, pues su financiación corresponde a los bancos a los que presta servicio. Garantiza una cobertura a los depósitos del sistema bancario estadounidense de hasta 250.000\$. También examina y supervisa entidades financieras estatales que no son miembros del sistema de la Reserva Federal.

<sup>13</sup> LA OCC es una oficina dependiente del Departamento del Tesoro que supervisa y regula los bancos nacionales, así como, las filiales y agencias en EEUU de bancos extranjeros.

Como es bien sabido el estallido de la crisis bursátil en EEUU en otoño de 1929 provocó una fuerte recesión económica que asoló el país. En ese escenario se produjo un cambio de gobierno: el demócrata Franklin Delano Roosevelt ganó al republicano Herbert Hoover en otoño de 1932. Así, la nueva Administración Roosevelt adoptó una aproximación o enfoque distinto a la hora de abordar los asuntos económicos. Se olvidó el anterior planteamiento basado en el *laissez faire* y se escogió la aplicación inmediata de un programa de intervención estatal, el New Deal. Al mismo tiempo el desastre financiero permitió al nuevo presidente Roosevelt terminar con el anterior marco regulatorio, caracterizado por su permisividad, y promover un nuevo marco regulador más estricto y exigente con el sector financiero.

Durante los 70 años siguientes el sector financiero luchó por derribar ese compacto muro legal que, si bien contenía el riesgo, también, limitaba sus beneficios. Una vez conseguido, el camino quedaba expedito hacia una burbuja inmobiliaria y un nuevo crack financiero.

Así pues, las diversas etapas en la regulación de los mercados financieros y los principales cambios ocurridos pueden ser sintetizados en las siguientes 4 fases, de las que en este capítulo analizaremos las 3 primeras, dejando la cuarta (la respuesta de la administración Obama), para el capítulo 8.

**Primera etapa:** Tras la crisis bursátil de 1929, en EEUU el Gobierno del presidente Hoover en EEUU se encomendó a la Teoría Liquidacionista, promovida por el Secretario del Tesoro, Andrew Mellon. Su idea era que el estado debía de mantener sus manos lo más apartadas posibles del sector bancario y financiero. Al mismo tiempo Mellon abogó por mantener un balance de la Reserva Federal ajustado. Por ello, no implementó medidas expansionistas, apostó por recortar gastos y se opuso a cualquier rebaja fiscal.

**Segunda etapa:** La llegada de Roosevelt a la presidencia de EEUU trajo un programa de choque de acuerdo a 3 premisas: ayuda inmediata, recuperación y reforma. Así, la Ley de Emergencia Bancaria, promulgada en marzo de 1933, creó un seguro de depósito por el 100% de las cantidades en las instituciones financieras, lo que devolvió la confianza en el sector financiero a la población. Posteriormente, la Comisión Pécora

investigó las causas que habían llevado a la crisis. De este modo descubrió las prácticas abusivas que se habían producido, por ejemplo, ya se comercializaron titulizaciones hipotecarias sobre préstamos subprime. Igualmente puso de manifiesto que los esquemas de incentivos a los comerciales potenciaban la toma de riesgos.

La respuesta fue la promulgación de un cuerpo de leyes que sí que intervenían en el mercado. Entre ellas, la Glass Steagall Act, en 1933, que separaba la banca comercial y de inversión, y la Securities Exchange Act, en 1934, que creó un supervisor como la Securities and Exchange Commission.

**Tercera etapa:** Romper un sólido bloque legislativo se puede hacer de dos modos. El primero es de golpe. Tras una crisis el sistema se muestra colapsado, por lo que los legisladores quedan dotados de razones para dismantelar la legislación previa. La segunda manera sería lentamente, poco a poco, ley tras ley. Ésto es lo que sucedió en las décadas posteriores a la aprobación de la Glass Steagall Act. De este modo, se pasó de una perspectiva que razonaba que la legislación restrictiva era la solución a los excesos del sector financiero, a considerar que la regulación estricta asfixiaba la pujanza de un sector floreciente para la economía estadounidense, a la vez que lo dejaba en desventaja respecto en el mercado internacional.

En este punto hemos de resaltar un matiz importante. No es que no hubiera legislación, porque en la década de los 80 y de los 90 se aprobaron muchas leyes, sino que legislación que se aprobaba favorecía el crecimiento de este sector al rebajar los requisitos y las exigencias para su operativa. Así, se podía seguir el espíritu de la Glass Steagall y legislar para evitar la formación de los conglomerados financieros, como sucedió en 1956, al prohibir a un banco de un estado el comprar a otro en otro estado. O bien, se podían permitir las fusiones entre bancos interestatales, como se aprobó en la Riegle-Negal Interstate Banking and Branching Efficiency Act de 1994. A ello, hay que sumar otras leyes que, una tras otra, iban a favor del sector bancario, abriendo huecos en la legislación. Por ejemplo, la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980, que eliminaba los techos estatales a los tipos de interés hipotecarios.

De esta manera, la visión que fue tomando tracción desde los años 80, desde la llegada del presidente Reagan, y que en los 90 alcanzó su velocidad de crucero, con el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan como uno de sus más firmes adalides, fue que el mercado funcionaría mucho mejor si se le liberaba de unas ineficaces y onerosas estructuras gubernamentales de supervisión que debían de retirarse. Además, el mercado tenía los incentivos suficientes para auto-vigilarse y auto-corrigerse.

Igualmente, en este capítulo estudiaremos como las sucesivas administraciones (gobiernos) independientemente de su color político, consiguieron expandir vía legislativa la disponibilidad de “casas asequibles” para las clases obreras estadounidenses, persiguiendo el tradicional objetivo de conseguir que las sociedad estadounidense fuera una sociedad de “propietarios” (el “homeownership”). Un aspecto que intentaremos contrastar en el capítulo 9. Y veremos como un instrumento para ello fue la creación de empresas esponsorizadas por el estado dedicadas a facilitar dicho crédito, como la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). También, veremos como la desregulación financiera permitió a las entidades financieras asumir más riesgos a la hora de comercializar y desarrollar innovadores productos que aumentarían el crédito dirigido al mercado inmobiliario. Por ejemplo, mediante hipotecas de tipo de interés ajustable (Adjustable Rate Mortgages, ARM) que luego la industria transformaría en Mortgage Backed Securities (MBS) y Collateralized Debt Obligations (CDO), unas titulizaciones que ofrecían inicialmente unas atractivas tasas de retorno debido a los altos intereses en las hipotecas. Elementos que sirvieron para incrementar el crédito hipotecario y empujar los precios al alza, lo que contribuyó a hinchar la burbuja inmobiliaria. Una hipótesis explicativa que en el capítulo 9 intentaremos corroborar o refutar.

No obstante, en todo este proceso desregulador hubo un elemento premonitorio de la crisis subprime y fue la crisis en los 80 de las Savings & Loans estadounidenses (S&Ls), el equivalente a nuestras cajas de ahorro. La subida de tipos de interés llevada a cabo por la FED en 1979, para contener la inflación, situó en una situación apurada a estas entidades que se financiaban en el interbancario a un tipo muy alto. Lo que obligó aprobar un paquete normativo de emergencia (la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980, la Economic Recovery Act de 1981 y la Garn–St.

Germain Depository Institutions Act de 1982). Dichas leyes otorgaban a las S&Ls muchas de las capacidades de los bancos, en cuanto a la posibilidad de ofrecer un más amplio abanico de productos, sin tener que cumplir sus mismas regulaciones. Como veremos, la relajación de la regulación permitió el incremento de los préstamos de las S&Ls en mercados muy distantes a ellas, directamente o a través de participaciones en préstamos hipotecarios conjuntos con otras entidades, lo que llevaría, con el paso del tiempo, a una situación de quiebra.

En cuanto a la Glass Steagall Act, veremos como ya a finales de los 80, la gran banca de inversión intentó revocarla en su totalidad, pero no lo consiguieron. Sin embargo aprovecharon la debilidad del sector bancario, dada la crisis de las S&Ls, para seguir presionando a los legisladores en la línea de la desregulación. Efectivamente, como veremos, en la Administración Reagan ello dio lugar al surgimiento de los bancos “no bancarios” a través de un resquicio legal que la Bank Holding Company Act (BHCA) permitía. ¿Cuál era la diferencia entre un banco “bancario” y un banco “no bancario”? Una empresa se podía convertir en un “holding bancario” (una “bank holding company”) y ser supervisado por la Reserva Federal si poseía un “banco” que concedía “préstamos comerciales” y, al mismo tiempo, ofrecía “depósitos a la vista”, “demand deposits”. Ello le daba la condición de un banco “bancario” ya que englobaba las dos vertientes del negocio tradicional que desarrollan estas entidades. En cambio, un banco “no bancario”, podría tener tal condición (la de ser una entidad financiera que ofreciera servicios bancarios sin tener la ficha bancaria) si no cumplía una de las dos circunstancias anteriores. Por ejemplo, podría conceder “préstamos comerciales” y no ofrecer “depósitos a la vista”; o al revés, no ofertar “préstamos comerciales” y sí “depósitos a la vista. Así, los grandes almacenes Sears tenían un “banco no bancario”. De este modo, estas entidades podían ofrecer cuentas corrientes a sus clientes, planes de pensiones, comprar acciones, etc...

Sin embargo, en la década siguiente se aceleró la velocidad reformadora y el punto más relevante de este cambio de perspectiva fue la promulgación de la Economic Growth and regulatory Paperwork Reduction Act en 1996, dirigida a la eliminación de leyes obsoletas, innecesarias o demasiado onerosas. Una ley que obligaba a los reguladores a revisar las normas cada década y a proceder a su eliminación, pero no a su sustitución.

El escenario ya parecía maduro en 1997, cuando el propio presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ya aseveraba que “El propio interés de los participantes del mercado genera una regulación privada del mercado”, la nueva visión que terminaría por imponerse. Por fin, en 1999 se deroga la Glass Steagall Act y se aprueba la Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act. Una ley que rompía el “muro” de separación entre empresas bancarias, sociedades de valores y compañías de seguros. Una norma que respondía a un deseo político de querer permitir a los bancos diversificarse y crecer con el objetivo de competir en mercados internacionales, Campbell (2010). Además, la ley promocionó la creación de conglomerados bancarios, lo que redujo la disciplina del mercado y permitió a los bancos el pedir prestado a un coste que no reflejaba el coste efectivo de sus activos.

El apetito desregulador no se detuvo aquí, sino que llegó a los mercados de derivados organizados y los mercados OTC. Aquí, el grupo de políticos desreguladores (o reguladores a favor del mercado) se apuntó su mayor éxito al impedir, primero, que la Commodity Futures Trading Commission pudiera ejercer una labor de vigilancia en el mercado y, segundo, promulgando la Commodity Futures Modernization Act, en el año 2000. Con ella, los principales comercializadores de estos productos, bancos y sociedades de bolsa, seguirían negociando con derivados OTC y serían supervisados por reguladores federales bajo estándares de “seguridad y solidez”.

Por último, la SEC optó en 2004 por una línea de “regulación ligera”, en la que se suavizaban los requisitos de capitalización para los bancos de inversión, hasta tal punto que se establecía un programa de supervisión ¡VOLUNTARIO!. Ello condujo a un enorme ratio de apalancamiento de la banca de inversión y evitó que, por ejemplo, las autoridades europeas supervisaran a las entidades estadounidenses, ya que “teóricamente” ya estaban siendo supervisadas en EEUU.

El cuerpo legislativo restrictivo estaba ya agrietado y no podía contener las nuevas prácticas en el mercado que conducirían a la crisis.

**Cuarta etapa:** El pinchazo de la burbuja inmobiliaria trajo consigo la crisis financiera, que mutó en crisis económica. La respuesta de la nueva administración Obama consistió en endurecer la legislación financiera y volver a una orientación menos permisiva a

través de la Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010. Este aspecto se analiza en profundidad al final de este trabajo en el capítulo 8.

Por tanto, en este capítulo concluiremos que la desregulación privó al sistema financiero estadounidenses, y a los ciudadanos, de una fuerza reguladora y supervisora fuerte e independiente. Lo que impidió salvaguardar la estabilidad financiera del país y fue devastador, ya que facilitó el estallido financiero. Igualmente, esta explosión debió de destruir el concepto de que los mercados son capaces de auto-regularse y auto corregirse, puesto que cuando el sistema explotó su supervivencia pasó a depender de los contribuyentes. Esa explosión dejó al presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, en un estado de “asombrada incredulidad” (“shocked disbelief”), dado que sus más firmes creencias habían sido arrasadas.

### **3.2. EL CRACK DE 1929, LA GRAN DEPRESIÓN Y LA PROMULGACIÓN DE LA LEY DE EMERGENCIA BANCARIA (1933).**

La crisis bursátil de octubre 1929 provocó el pánico y la desorientación entre los ciudadanos. Incluso para aquellos que no tenían su dinero invertido en bolsa la visión de aquellas masas de inversores agolpándose a la puerta del edificio de la bolsa de Nueva York significaba que algo iba muy mal. La onda expansiva no tardaría en llegar a toda la economía y significaría el final de los “Roaring Twenties”, o “Felices años 20”.

El mecanismo de transmutación de una crisis financiera, que afecta a Wall Street, a una crisis económica, que incide en Main Street, es casi siempre el mismo. Tras un exceso de crédito barato, asentado en unas expectativas futuras muy complacientes, la situación se da la vuelta. Así, la limitación súbita del crédito deja al sector privado, consumidores y empresas, fuertemente apalancados. En la Depresión de los años 30, las dificultades comenzaron cuando las entidades financieras restringieron el crédito en un movimiento defensivo, con lo que los negocios se quedaron sin el dinero necesario para seguir su dinámica habitual o iniciar nuevas inversiones. El cierre de la liquidez combinada con la caída del consumo, retraído por la incerteza y la falta de confianza, provocó el despido de trabajadores. Al agudizarse esta situación llegaron las bancarrotas y el cierre

de empresas.<sup>14</sup> Al mismo tiempo, según Charles Kindleberger (2005) no había un prestamista de último recurso en el sistema financiero, lo que llevó a la quiebra a cerca de 4.000 entidades financieras entre 1929 y 1932. Como expone Bernanke (1983) el número de bancos que quedaban al final de 1933 era de apenas la mitad de los que existían en 1929.

Esta oleada de bancarrotas bancarias fue consentida por las autoridades, pues la *Teoría Liquidacionista* promovida por Andrew Mellon, Secretario del Tesoro Norteamericano desde 1921 a 1932, planteaba en plena crisis de 1929 que el estado debía de mantener sus manos lo más alejadas posibles del sector bancario. La caída de bancos débiles era el precio a pagar para que el sistema se recuperara y renaciera, por lo que el gobierno rechazó prestar dinero a los bancos y no inyectó más capital. Herbert Hoover, el presidente norteamericano bajo el que Mellon servía en 1929, publicó en 1952 sus memorias y en ellas especificó los consejos que el mismo Mellon le transmitió para afrontar la crisis "Liquidar trabajos, liquidar acciones, liquidar agricultores, liquidar propiedades inmobiliarias... Ello purgará la podredumbre del sistema. Los altos costos de vida y los altos estilos de vida caerán. La gente trabajará más duro, vivirá una vida más moral. Los valores se ajustarán y la gente emprendedora sobresaldrá entre las personas menos competentes". Igualmente, abogó por mantener un balance de la Reserva Federal ajustado. Así, no implementó medidas expansionistas, apostó por recortar gastos y se opuso a cualquier rebaja fiscal.<sup>15</sup> En tiempos de crisis, Mellon aplicó un programa que hoy sería considera extremadamente liberal y que en su tiempo le valió convertirse en un político impopular, por lo que dejó el puesto en febrero de 1932. Después, sirvió un año más como embajador en el Reino Unido, para retirarse a continuación de la vida pública.

---

<sup>14</sup> Una especie de círculo que se autocumple. La incertidumbre sobre la situación económica hace que los consumidores moderen sus compras. Con ello la demanda cae y las empresas despiden. Posteriormente, se incrementan los temores y se acelera la caída del consumo.

<sup>15</sup> Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, es un especialista en la Gran Depresión y ha publicado numerosos artículos en revistas científicas. Su trabajo se centra menos en el papel de la Reserva Federal, y más en el papel de los bancos privados e instituciones financieras. Bernanke encontró que los trastornos financieros de 1930-33 redujeron la eficiencia del proceso de asignación de crédito. Ello condujo a que el crédito resultara más costoso y menos disponible, lo que actuaba deprimiendo la demanda, con ello identificó un efecto al que llamó "acelerador financiero". En su opinión, cuando los bancos se enfrentan a una recesión leve tienden a reducir los préstamos y la refinanciación. Esto perjudica a la economía, creando un círculo vicioso que puede llevar a una recesión mediana a convertirse en una gran recesión. Las referencias se encuentran en el ya citado Bernanke, Ben S. (1983). "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression". *American Economic Review* 73 (3): 257–276 y en Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1996). The financial accelerator and flight to quality. *Review of Economics and Statistics*, 78: 1-15.

En noviembre de 1932, en la parte más dura de la recesión, Franklin Delano Roosevelt ganó las elecciones presidenciales frente al republicano Hoover. Cuando Roosevelt llegó a la presidencia el desempleo afectaba a una cuarta parte de la población activa, los agricultores tenían serios problemas pues los precios habían caído un 60%, la producción industrial era la mitad que en 1929, y había 2 millones de personas sin hogar. Para empeorar la situación las progresivas bancarrotas bancarias y la incerteza ante lo que depararía la nueva presidencia habían vuelto a avivar el miedo entre los ciudadanos, quienes habían ido retirando paulatinamente sus depósitos de las entidades financieras.

Así, cuando el 4 de marzo de 1933 el nuevo presidente juró el cargo 32 de los 48 estados habían cerrado sus bancos, incluyendo el Distrito de Columbia. Por ello, Roosevelt abrió su discurso<sup>16</sup> de posesión con un duro ataque a los banqueros y a los agentes financieros quienes, de acuerdo con él, en su búsqueda del dinero habían conducido al país al desastre. *“Han fracasado por su propia terquedad y su propia incompetencia, han admitido su fracaso, y han abdicado (...) Los cambistas han huido de sus altos puestos en el templo de nuestra civilización. Ahora podemos restaurar el templo sobre verdades antiguas. La medida de la restauración se encuentra en la profundidad con la que apliquemos valores sociales más nobles que los meros beneficios monetarios”*. En este discurso inaugural Roosevelt también quiso infundir ánimo a la población en un tiempo de zozobra y dejó una frase para la posteridad: *“La única cosa a la que tenemos que temer es al mismo miedo”*.

Sin embargo, al día siguiente el Banco de la Reserva Federal de Nueva York no pudo abrir por falta de liquidez, lo que situaba al sistema financiero estadounidense en una nueva situación límite tras 3 años del crack bursátil. Por ello, la administración Roosevelt reaccionó rápidamente con un programa de choque bajo 3 premisas: ayuda inmediata, recuperación y reforma. Dentro de este paquete de medidas, llamado New Deal, el presidente Roosevelt declaró un período vacacional de 4 días en el sector bancario de todo el país, al que se sumaron incluso los mercados bursátiles, aunque éstos últimos no estaban incluidos inicialmente en la orden ejecutiva del presidente. Justo a los 4 días de esta declaración, el 9 de marzo de 1933, el Congreso aprobó la *Ley*

---

<sup>16</sup> Discurso inaugural de Roosevelt. <http://www.archives.gov/education/lessons/fdr-inaugural/>.

*de Emergencia Bancaria* por la que se creaba un seguro de depósito por el 100% de las cantidades depositadas en las instituciones financieras. También, la Reserva Federal se comprometía a proveer de liquidez a todas las instituciones financieras del país. No obstante, Roosevelt no reabrió los bancos tal y como estaba planeado. En su lugar alargó el plazo 3 días más. Tal vez en ese momento los ciudadanos podían haber reaccionado con terror, pero esperaron a escuchar el plan del presidente. Este llegó la noche del domingo 12 de marzo en su primera “*charla junto al fuego*”,<sup>17</sup> una alocución radiofónica de 15 minutos en la que informó al público que sólo los bancos sólidos tendrían de nuevo licencia para abrir por parte del Tesoro estadounidense. En sus palabras: “*Les puedo asegurar que es más seguro mantener su dinero en un banco reabierto que debajo del colchón*”.

Para alivio de todos, como explica Silber (2009), cuando las instituciones abrieron de nuevo al público el 13 de marzo 1933 los depositantes hicieron cola a la puerta de los bancos de sus barrios para volver a confiarles su dinero. En dos semanas, los estadounidenses tenían depositado de nuevo más de la mitad del dinero que habían sacado antes de la suspensión bancaria. La bolsa también festejó esta vuelta a la normalidad financiera. Así, el 15 de marzo de 1933, el primer día de operaciones tras el cierre prolongado, la Bolsa de Nueva York registró la mayor subida de su historia en una única sesión, concretamente subió un 15,34% y cerró en 62 puntos<sup>18</sup>. Por ello, Silber (2009) defiende que las dos medidas combinadas, vacaciones bancarias y Ley de Emergencia, terminaron con las crisis bancarias que habían proliferado durante la Gran Depresión.

### **3.3. LA COMISIÓN PECORA Y LA GLASS STEAGALL ACT (1933).**

El 4 de marzo de 1932 el Senado, con mayoría republicana todavía, decidió lanzar una investigación sobre las causas que habían llevado al crack bursátil de 1929. Las comisiones y las declaraciones comenzaron el 11 de abril, pero fueron duramente

---

<sup>17</sup> *Fireside Chats*, charlas junto al fuego. El presidente Roosevelt realizaría una treintena de estas alocuciones al pueblo norteamericano entre 1933 y 1944.

<sup>18</sup> El 3 de septiembre de 1929 el índice Dow Jones Industrial Average de la Bolsa de Nueva York alcanzó su récord histórico al llegar a 381 puntos. En julio de 1932 el DJIA había caído un 89% y registró el mínimo durante la Gran Depresión, 41 puntos. (Fuente: Bolsa de Nueva York)

criticadas por la oposición demócrata, quiénes la veían como un mero gesto para congraciarse con una población enfadada que estaba sufriendo los rigores de la Gran Depresión. Para intentar apaciguar los ánimos de la opinión pública los dos primeros directores de la Comisión fueron despedidos por su ineficacia, mientras que un tercero presentó su dimisión después de que la comisión no le diera un amplio poder de citación de testigos.

Afortunadamente, cuando parecía que la Comisión languidecía, se contrató a *Ferdinand Pecora*, un asistente del fiscal del distrito de Nueva York, para escribir el informe final. Cuando descubrió que la investigación estaba incompleta Pecora solicitó permiso para alargar un mes el trabajo y llevar a cabo más pesquisas. En su labor fue asistido por John T. Flynn, un periodista, y Max Lowenthal, un abogado, pero se encargó personalmente de llevar a cabo los interrogatorios a figuras de gran relevancia como Richard Whitney, presidente de la Bolsa de Nueva York, George Whitney, socio de J.P. Morgan & Co., y a un nutrido grupo de banqueros como Thomas W. Lamont, Otto H. Kahn y Albert H. Wiggin del Chase National Bank, así como a Charles E. Mitchell del National City Bank, ahora Citibank.

Rápidamente, Pecora se convirtió en un personaje famoso por sus duros y espectaculares interrogatorios a banqueros y a directores de sociedades de bolsa de Wall Street. El trabajo de la comisión encontró evidencias de prácticas irregulares y abusivas en los mercados financieros que beneficiaron a los inversores más acaudalados a costa de los más “ordinarios”. Así, se mostró la lista de clientes “preferentes” de Morgan que incluía a personas influyentes como al antiguo presidente Calvin Coolidge y a Owen J. Roberts, un juez del Tribunal Supremo. Este tipo de clientes tenía acceso a la compra de acciones a precios con fuertes descuentos. Al mismo tiempo, se reveló que el National City había vendido “malos préstamos” (el equivalente a “préstamos sub-prime”) en países Latinoamericanos a través de “titulizaciones” a inversores que no sospecharon nada. Además, Wiggin, del Chase National Bank se había lucrado en el crash al ponerse “corto” con las acciones del propio Chase y que Mitchell, como presidente, y otros altos cargos del National City Bank habían recibido 2,4 millones de préstamos sin intereses. Mitchell también reconoció que el National City Bank dio bonus a los comerciales basándose en sus cifras de venta, cuanto más arriesgado el activo, mayor el bonus

(Crawford, 2011). Estas conclusiones fueron titulares en muchos diarios estadounidenses<sup>19</sup> y obligaron a Mitchell<sup>20</sup> a presentar su dimisión.

Sin embargo, el caso de la empresa de cine FOX es a menudo citado como un ejemplo escalofriante de los supuestos defectos de la banca universal (Barrie Wigmore, 1985, pp 171-75 y Kroszner y Rajan, 1994). La adquisición de la Fox con problemas financieros por General Theater and Equipment (GTE) en 1929, fue financiado en parte con un préstamo de 15 millones de dólares del Chase National Bank. A principios de 1930 la compañía Chase Securities Company, entidad del propio banco, suscribió \$23 millones de acciones ordinarias y \$30 millones de obligaciones de GTE. La empresa GTE utilizó parte de este dinero para pagar el préstamo bancario de Chase. GTE se encontraba en dificultades financieras el año siguiente y volvió a solicitar a Chase más ayuda. En ese momento, Chase Securities ya con posiciones en acciones y deuda en GTE, decidió financiar otros \$ 30 millones en bonos. Dos años más tarde GTE fue a la quiebra. Wigmore (1985, p.175) afirma que las investigaciones del Comité Pecora muestran que el conflicto de intereses en el Chase hizo que suscribieran *"valores pobres para pagar sus propios préstamos, [y] que la información sobre la calidad de los títulos que Chase estaba intentando vender en el mercado se ocultó o tergiversó"*<sup>21</sup>.

Gracias al ágil e incisivo verbo de Pecora y a su trabajo, la comisión se rebautizó popularmente como la Comisión Pecora y la revista TIME le llevó a su portada en junio

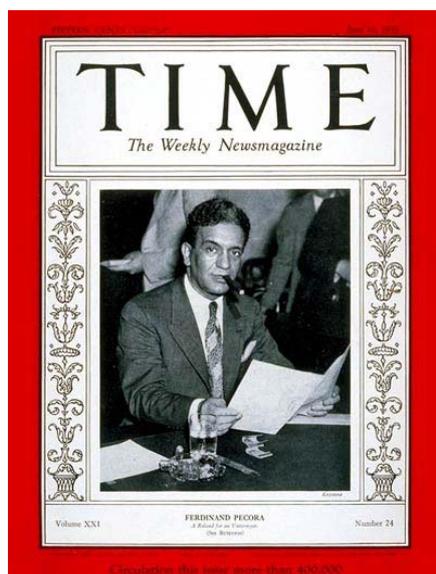
---

<sup>19</sup> "Damnation of Mitchell" Time Magazine. 6 de Marzo de 1933. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,745272-1,00.html>

<sup>20</sup> Charles E. Mitchell, más conocido como "Sunshine Charles", fue presidente del Nacional City Bank desde 1921 hasta su dimisión en 1933. Durante su mandato el banco experimentó una fuerte expansión, ya que llegó a tener 100 oficinas en 23 países. A principios de 1929, en una de las mayores acciones comerciales de la entidad, sus agentes comerciales vendieron 1,9 millones de acciones del propio banco por un total de 650 millones de dólares, una cantidad que se evaporaría en el crack de 1929. Llamativamente, mientras la Reserva Federal intentaba a principios de 1929 limitar la especulación en los mercados de capitales. Mitchell alardeaba de haber pagado un anticipo de 25 millones de dólares a sus comerciales. En los interrogatorios de la Comisión Pecora reconoció haber vendido a un familiar 18.000 acciones de su paquete en el National City con una pérdida de 2,8 millones. Su objetivo era evitar pagar impuestos federales en 1929, una acción absolutamente legal. Su renumeración en el National City Bank en 1927 fue de 1,081 millones de dólares, en 1928 fue de 1,341 millones y en 1929 de 1,133 millones. El senador Carter Glass, uno de los dos patrocinadores de la Glass-Seagall Act, dijo en noviembre de 1929 que *"Mitchels, más que otros 50 hombres, es responsable de este crack bursátil"*.

<sup>21</sup> KROSZNER y RAJAN (1994) consideran que dado que Chase se acabó convirtiendo en dueño de la mayor parte de las emisiones (porque no pudo convencer al público de comprarlas) y teniendo pérdidas de más de \$ 70 millones, la "aventura" de la Fox podría interpretarse como un ejemplo de mal juicio en los negocios en vez de un "abuso". Sin embargo, obsérvese que la intención de Chase era la de vender esos activos a sus clientes.

de 1933. La Comisión también recibió el apoyo del presidente Roosevelt para seguir adelante con su trabajo.



**Imagen 1: Portada de la revista TIME. 12 de junio de 1933**

La investigación de la Comisión comandada por Pecora sirvió para desvelar las prácticas abusivas y los conflictos de intereses entre la banca comercial y la banca de inversión. Del mismo modo, subrayó el contraste entre las vidas de millones de norteamericanos que cayeron en la pobreza y el modo de vida de la clase financiera dominante. De hecho, en los interrogatorios de las audiencias el propio banquero J. P. Morgan y muchos de sus socios admitieron no haber pagado impuestos sobre la renta en 1931 y 1932 debido a las pérdidas de sus acciones durante la caída bursátil, lo que les permitía compensar ganancias con pérdidas.

El trabajo de la comisión espoleó al Congreso Norteamericano a promulgar un cuerpo de leyes en 1933 consistente en la *Glass-Steagall Act*, que separaba la banca comercial y de inversión, la *Securities Act* de 1933, que establecía sanciones a aquellos que presentaran una información falsa sobre las salidas a bolsas, y la *Securities Exchange Act* en 1934, que creó la Securities and Exchange Commission, la SEC, el equivalente a nuestra Comisión Nacional de Valores, para regular los mercados bursátiles.

Como escribió Paul Krugman (2010), el legado de la Comisión Pécora fue un cuerpo legislativo que permitió el desarrollo de un sector financiero sólido durante el medio siglo posterior. Según él, “*la verdad es que Estados Unidos logró evitar las grandes*

*crisis financieras durante medio siglo después de que se hubieran llevado a cabo las vistas en la Comisión Pécora y el Congreso aprobara importantes reformas bancarias. Fue sólo después que nos olvidamos de esas lecciones, y de que desmanteláramos una regulación eficaz, que nuestro sistema financiero volvió a ser peligrosamente inestable".* De este modo, la crisis de 1929 fue “*una crisis transformadora,(...) junto con la Gran depresión de los treinta*” (COSTAS, 2010) porque consiguieron “*cambiar el equilibrio a favor de los gobiernos en perjuicio de los mercados*”. La llegada al poder en noviembre de 1932 de Franklin D. Roosevelt (“*Prefiero rescatar a los que producen alimentos que a los que producen miseria*”), y su política del New Deal son las que establecen el nuevo marco y visión “dominante” sobre los que se diseñará la nueva ley que nació el 16 de junio de 1933.

La Glass-Steagall Act fue promulgada el 16 de junio de 1933 y su nombre lo tomó de sus patrocinadores y promotores. Concretamente, el senador demócrata Carter Glass y el congresista demócrata Henry B. Seagall. Los principales objetivos de esta ley fueron:

1. **Separación total entre la banca de depósito y la banca de inversión (el mercado bursátil).** Tal y como queda reflejado en las secciones 16, 20, 21 y 32.
  - a. **Sección 16.** Prohibió que los bancos nacionales (es decir, los bancos regulados por la Office of the Comptroller of the Currency) pudieran negociar con activos financieros “no gubernamentales” tanto para clientes, como para ellos mismos a través de una cuenta propia. Mientras, la compraventa de activos financieros “gubernamentales”, como por ejemplo los bonos del estado, se permitía. De este modo, no se podría usar una cuenta de valores de la entidad para operar con el objetivo de conseguir beneficios para la propia entidad (el “proprietary trading”). Así, Wells Fargo no podría comprar un contrato de futuros sobre grano o sobre ganado en el Chicago Mercantile Exchange, ni para un cliente ni para él mismo a través de una de sus cuentas.
  - b. **Sección 20.** Se prohibía que los bancos supervisados en el nivel estatal y los bancos nacionales que fueran miembros de la Reserva Federal fueran o tuvieran filiales de compañías que estuvieran prestando “principalmente” servicios de correduría en bolsa.

- c. **Sección 21.** Se prohibía a las compañías que negociaran con activos financieros el aceptar depósitos. De este modo, un banco de inversión o un “hedge fund” no podrían comenzar un proyecto filial que ofreciera cuentas bancarias (“checking accounts”).
  - d. **Sección 32.** Se prohibía que los bancos miembros de la Reserva Federal pudieran compartir miembro de su Consejo de Administración con compañías que principalmente prestaran servicios de negociación en bolsa. Un detalle que quedó registrado en las actas del Congreso de EEUU “*En los siglos XIX y XX, los banqueros y los brokers bursátiles eran a veces indistinguibles*”.
2. **Creación de un sistema bancario conformado por bancos nacionales, estatales y locales.** La ley Anti-monopolio (Sherman Act) impedía la competencia desleal entre ellas.
  3. Se crea el **Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)** para asegurar los depósitos bancarios.

### **3.4. LEGISLAR PARA EVITAR LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS O LEGISLAR PARA FACILITARLOS. LA BANK HOLDING COMPANY ACT (1956) VS LA RIEGLE-NEGAL INTERSTATE BANKING AND BRANCHING EFFICIENCY ACT.**

Dentro del espíritu de la Glass Seagall Act, se desarrolló en 1956 la *Bank Holding Company Act*. Esta ley especificaba que la Junta de Gobierno de la Reserva Federal debía aprobar la creación de un holding bancario, y prohibía a las sociedades holdings de bancos con sede en un estado adquirir un banco en otro estado. La ley fue implementada, en parte, para regular y controlar los bancos que habían formado sociedades holdings con el fin de poseer tanto negocios bancarios como no bancarios. La ley prohibía a un holding bancario participar en la mayoría de las actividades no bancarias o adquirir derechos de voto de algunas empresas que no son bancos. Técnicamente, los bancos de un estado no podían operar en otro.

Sin embargo, Maine aprobó una legislación en 1978 que permitía a los bancos de fuera del estado operar en el suyo. Su ejemplo fue seguido por otros. Finalmente, en 1994 el Gobierno Federal aprobó la *Riegle-Negal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*. Esta ley permitía las fusiones entre entidades bancarias interestatales “*adecuadamente capitalizadas y administradas, con sujeción a los límites de concentración, las leyes estatales y las evaluaciones de la Community Reinvestment Act (CRA)*”. Esto permitió a los holdings bancarios adquirir bancos en cualquier estado y abrir oficinas donde se permitieran tipos de interés más altos sobre préstamos de cualquier tipo, lo que de facto abrió el negocio bancario en todo el país.

También, en 1978 el Tribunal Supremo Norteamericano tomó una decisión sobre el llamado caso “Marquette” por la que permitía a los bancos estadounidenses ofrecer tarjetas de crédito<sup>22</sup> a cualquier persona de EEUU que considerara idónea, independientemente de que habitara en su estado o no. Esta decisión también tuvo otro efecto: el principio del fin de las leyes estatales anti usura, pues hasta aquel momento cada estado de EEUU tenía su propio estatuto que dictaba cuánto interés se podía aplicar sin que se considerara ilegal o usura. La nueva normativa inició una carrera entre los estados para relajar este tipo de leyes y subir los techos. Así, los bancos estatales entraron en competencia con los bancos nacionales, con lo que el uso de las tarjetas de crédito se popularizó.

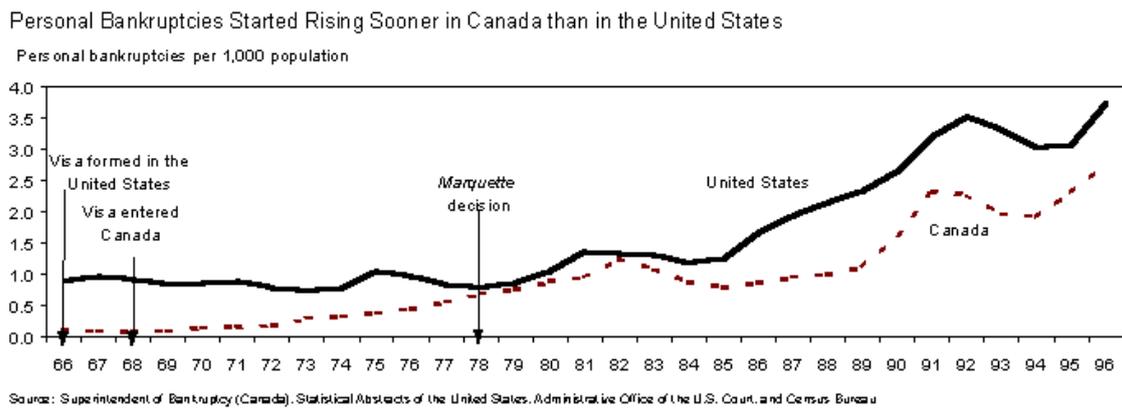
Igualmente, cabe señalar que en 1980 el presidente Jimmy Carter había firmado la *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, la cual eliminaba los techos estatales sobre tipos de interés para hipotecas y otros préstamos bancarios. Así pues, los bancos comenzaron a ofrecer cada vez más y más productos con riesgo como hipotecas sub-prime o tarjetas de crédito, una decisión que tuvo dos efectos. Primero, el aumento del crédito y, segundo, el espectacular incremento de la declaración de bancarrotas personales entre los consumidores norteamericanos en el período 1978 y 1996, pues se pasó de un ratio cercano al 0,9 por cada 1.000 personas, a un 3,5 por cada 1.000 personas (Ellis, 1998).

---

<sup>22</sup> En 1958, Bank of America introdujo su *BankAmericard* (la actual VISA), la primera tarjeta de crédito con un modelo de crédito revolving, en los que los titulares no tenían que pagar el saldo completo cada mes, sino sólo un pago mínimo, si así lo deseaban. Bank of America, al igual que otros bancos, trató de promover el uso de este nuevo producto enviando las tarjetas por correo, sin haberse solicitado no solicitado, a varios, a veces elegidos al azar, clientes en un área en particular.

El incremento de las bancarrotas personales en las tarjetas de crédito muestra bien a las claras qué sucede si se expande el mercado de préstamos en demasía y el dinero llueve sobre todos los consumidores sin control. Un interesante preludio de lo que vendría después con las hipotecas sub-prime.

**Gráfico 1. Quiebras personales en EEUU y en Canadá por cada 1.000 habitantes.**



Fuente: Ellis, (1998).

Como vemos, con estas acciones se fue favoreciendo el enfoque desregulador que terminaría, década después, por provocar el estallido del sistema financiero.

### **3.5. EL MERCADO DE LAS HIPOTECAS EN EEUU. LA NATIONAL HOUSING ACT DE 1934, LA GARN-ST. GERMAIN DEPOSITORY INSTITUTIONS ACT DE 1982 Y LA TAX REFORM ACT DE 1986.**

En junio de 1934, durante la Gran Depresión, se aprobó la National Housing Act, con el objetivo de que los ciudadanos norteamericanos pudieran acceder con mayor facilidad a viviendas e hipotecas asequibles. Esta ley desarrolló la *Federal Housing Administration, FHA*, una agencia gubernamental que aseguraba los préstamos hechos por bancos y otros prestamistas privados para la construcción de residencias y compra de casas. Posteriormente, unas enmiendas a la National Housing Act permitieron que en 1938 se creara la *Federal National Mortgage Association, Fannie Mae*. Su objetivo sería el de proveer a los bancos locales con dinero federal para financiar hipotecas, con

el fin de incrementar los niveles de propiedad de la vivienda y la disponibilidad de viviendas asequibles.

El sueño estadounidense de adquirir una casa propia recibiría más “impulsos institucionales” (Campbell, 2011) después de la Segunda Guerra Mundial. En el año 1968 la administración Johnson hizo que la hasta entonces estatal Fannie Mae se dividiera en dos. Por un lado, se desarrolló una nueva Fannie Mae que se convertiría en una empresa privada, con lo que se mantendría fuera del Presupuesto Federal. Por otro lado, se creó una nueva compañía pública que se llamaría Government National Mortgage Association, Ginnie Mae, que garantizaría, con el soporte del Gobierno norteamericano, el pago puntual de los pagos del principal e intereses sobre las titulizaciones de activos hipotecarios, los Mortgage Backed Securities.

En 1970 el gobierno permitió a Fannie Mae comenzar a comprar hipotecas privadas. Ese mismo año creó la Federal Home Loan Mortgage Corporation, conocida popularmente como Freddie Mac, para competir con Fannie Mae y facilitar así un mercado secundario de hipotecas más robustas y eficientes. Fannie, Freddie y Ginnie quedarían englobadas dentro de lo que se conoció como Government Sponsored Enterprises, empresas patrocinadas por el gobierno para aumentar la disponibilidad y reducir el coste del crédito a sectores específicos, en este caso, el de la vivienda.

El interés político para que el ciudadano estadounidense medio pudiera acceder a la compra de una vivienda asequible siguió presente en las sucesivas administraciones. Así, en 1982 la Administración Reagan aprobó la Garn–St. Germain Depository Institutions Act, una ley que desregulaba las cajas de ahorros (las Savings & Loans Associations) permitiéndoles tener en sus carteras un mayor porcentaje de préstamos comerciales y al consumo, a la vez que permitía a los bancos ofertar préstamos hipotecarios con tipo de interés variable, los conocidos como ARM. El objetivo de la ley, según la administración estadounidense, era la de “revitalizar la industria inmobiliaria, fortaleciendo la estabilidad financiera de las instituciones prestadoras de hipotecas para viviendas y asegurando la disponibilidad de préstamos hipotecarios”. De

este modo, y como dijo el Presidente Reagan en su firma<sup>23</sup>, la ley permitirá que millones de estadounidenses puedan financiar sus casa en los próximos años.

Conjuntamente, el mercado estadounidense de titulización sobre activos floreció gracias al cambio en la legislación impositiva, que habilitó la conversión de préstamos hipotecarios en activos financieros. La Tax Reform Act de 1986 allanó el camino, según Fligstein y Goldstein (2010), pues permitía la comercialización de las titulizaciones hipotecarias sin tener que hacer frente a una antigua variedad de problemas fiscales y contables, lo que las convertía en un activo más atractivo y flexible para los comercializadores, de acuerdo con Campbell (2011), p.218. Igualmente, hasta 1986 los propietarios de vivienda podían deducirse de los impuestos sobre sus ingresos los intereses pagados por sus hipotecas, así como intereses sobre otros tipos de deuda por consumo. La Tax Reform Act de 1986 fue también importante en este aspecto, porque eliminaba este último tipo de deducciones, pero permitía una deducción ilimitada de intereses para hipotecas sobre la primera vivienda y, del mismo modo, sobre la segunda, como muestran Conlan y otros, 1990, p.265. Ellis, 2008, p.17. ¿Qué conseguía este nuevo marco institucional? Crear incentivos adicionales para solicitar más crédito hipotecario, del estilo de una segunda hipoteca sobre la vivienda habitual u otra sobre la de la segunda residencia, por ejemplo, para financiar sus gastos. Lo sorprendente del caso es que mantener un nivel de vida por encima de lo que sería razonable, desincentivando el ahorro y promoviendo el gasto, tenía premio, ya que los ciudadanos que optaran por ello recibirían el beneficio de una deducción fiscal.

El cambio legislativo del año 82 y 86 ayudó al crecimiento del mercado de préstamos hipotecario y al mercado de titulizaciones que se derivaba de él. Hechos que intentaremos contrastar en el capítulo 9. Sin embargo, esta primera “fiesta” hipotecaria terminaría a principios de los 90 con una crisis<sup>24</sup> en el sector de estas entidades de ahorro y préstamos, Savings & Loans, el equivalente a nuestras cajas, según Yago y otros, (2004). Un aspecto que trataremos en detalle posteriormente.

---

<sup>23</sup> Declaración del Presidente Ronald Reagan en el acto de la firma de la Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 October 15, 1982. Disponible en:  
<http://www.reagan.utexas.edu/archives/speeches/1982/101582b.htm>

<sup>24</sup> La desregulación de los 80 les dio la posibilidad de convertirse en bancos “de facto”, aunque con un menor nivel de supervisión. Igualmente, el boom del mercado inmobiliario de los 80 les llevó a prestar más de lo conveniente. Nuevamente, la subida de tipos de los 90 pinchó la burbuja inmobiliaria, lo que llevó a que centenares de Savings & Loan, el equivalente a nuestras cajas de ahorro, a la quiebra.

No obstante, hasta entrar en la primera década de este siglo las hipotecas subprime, las de mayor riesgo, no comenzaron a ser comercializadas en masa. Una de las razones sería el recorte de los tipos de interés por la Reserva Federal, como respuesta a la crisis económica derivada del pinchazo de la burbuja de las compañías punto-com<sup>25</sup>. En un escenario de tipos bajos los márgenes bancarios se estrechan, por lo que en esa tesitura las entidades bancarias norteamericanas optaron por ensanchar el mercado de créditos concediendo préstamos más arriesgados en los que se iban a cargar unos mayores intereses. Ello implicaba ser más laxo a la hora de valorar la capacidad de re-pago del deudor, lo que incrementaba el riesgo de la operación y del balance de la entidad. Un aumento del crédito hipotecario que intentaremos revisar en el capítulo 9, ya que de ser así debió de empujar a la venta de viviendas y a la subida de precios de los activos inmobiliarios, lo que debió de servir para hinchar la burbuja inmobiliaria y llevar al sistema financiero a una situación límite.

También, Campbell (2011) apunta otros dos hechos que permitieron el despegue del mercado subprime hipotecario desde principios de la primera década de este siglo. Por un lado, la administración de George W. Bush limitó la cantidad de préstamos hipotecarios que Fannie y Freddie podían conceder, lo que eliminó este tipo de competencia y abrió el campo a las entidades privadas, creando incentivos a los prestamistas privados para entrar en el mercado y vender arriesgadas hipotecas subprime. Por otro, Fannie y Freddie comenzaron a comprar grandes cantidades de hipotecas específicamente del segmento subprime, lo que permitió crear un mercado para ese tipo de crédito que los bancos y las compañías financieras querían emitir para, acto seguido, deshacerse de él por su elevado riesgo. Para entender con que ligereza estaba regulado el mercado baste considerar las nuevas normas anunciadas por la Reserva Federal en diciembre de 2007 y aprobado en julio de 2008, dentro de su papel de garante del cumplimiento de la Home Ownership and Equity Protection Act. Entre ellas, normas tan básicas como prohibir que se ejercieran coerción sobre un tasador para que tergiversara el precio de una propiedad, o impedir la concesión de préstamos sin

---

<sup>25</sup> El 3 de enero de 2001 Greenspan recortó los tipos del 6,25% al 6%. Los síntomas de desaceleración siguieron acumulándose durante el año sobre la economía norteamericana y en septiembre de 2001 se produjo el ataque terrorista a las Torres Gemelas, lo que enrareció en sobremanera el ambiente económico. Con todo ello, la Reserva Federal decidió entonces relajar su política monetaria y, consecuentemente, durante los dos años siguientes recortó los tipos 12 veces más. En 2003 Alan Greenspan hablaba abiertamente del riesgo de “deflación”, una caída generalizada de precios, en la economía norteamericana, por lo que en junio la FED recortó de nuevo los tipos hasta el 1%, el nivel más bajo en los últimos 45 años, punto en el que permanecieron durante un año.

tener en cuenta la capacidad de los prestatarios para pagar el préstamo a partir de otros activos e ingresos que no fueran solamente la vivienda, Ellis (2008).

Campbell (2011) considera que la decisión comprar deuda subprime de Fannie y Freddie, las 2 compañías patrocinadas por el Gobierno, fue una respuesta institucional a las presiones políticas de Washington que querían expandir la disponibilidad de casas “asequibles” para los segmentos de la población con más apuros económicos, las clases obreras. Algo en lo que también coincide Flingstein y Golstein (2010) y Raghuram Rajan (2010), pues en su opinión, cuando los ingresos de las clases trabajadoras comenzaron a estancarse la clase política optó por una solución en el corto plazo, crédito para todos, no por una más costosa y a largo plazo, mejorar la educación y el capital humano. De algún modo, la decisión política fue que la clase media y obrera no se quedara atrás en el país de las oportunidades. Campbell (2011) argumenta que en los 70 la creciente competencia internacional había afectado duramente a las grandes compañías manufactureras estadounidenses, pues las había hecho perder importantes cuotas de mercado tanto doméstica como internacionalmente (Zucker y otros, 1982, capítulo 1). La competencia foránea impedía que las corporaciones norteamericanas optaran por trasladar el incremento de costes (laborales, energéticos, etc...) a los consumidores. Por ello, optaron por controlar y limitar el crecimiento de los salarios, lo que afectó a las clases medias y trabajadoras que vieron como el incremento de su renta disponible se limitaba cada vez más. Así, los ingresos familiares crecieron a una tasa del 3% en el período 1947 a 1973, mientras que en el período 1974 – 2003 ese incremento se ralentizó al 1%, algo que veremos en el capítulo 9. En suma, la consigna política fue que la creciente desigualdad de ingresos y la polarización social debían de ser evitadas con celeridad, en el corto plazo, no con políticas estructurales en el largo plazo. Igualmente, en el capítulo 9 intentaremos aportar datos para contrastar esta hipótesis explicativa.

### **3.6. EL DECLIVE DE LA GLASS STEAGALL ACT.**

#### **3.6.1. Las 4 primeras décadas desde su aprobación: De los 30 a los 70.**

De acuerdo con Garten (1989), Hendrickson (2001) y Peach (1941), después del crack de 29, los bancos comerciales se fueron retirando de los mercados bursátiles incluso

antes de que las prohibiciones impuestas por la Glass Steagall Act se hicieran efectivas. Sencillamente, porque la debacle en las cotizaciones acaecida en el otoño de 1929 seguía pesando en la mente de los inversores individuales. Al mismo tiempo, la depresión en las cotizaciones hacía que el mercado de acciones fuera muy poco atractivo para estos mismos inversores, quienes habían sido una parte muy importante en el total de la negociación diaria del mercado.

Por supuesto, las limitaciones puestas a la actividad bancaria comercial suscitaron controversia desde el primer instante. Un debate que fue alimentado en 1934 con la publicación de un estudio de Terris Moore en 1934, en el que concluía que los títulos suscritos para ser colocados en el mercado primario por sociedades de bolsa que eran filiales de bancos comerciales no les fue mejor ni peor que los que fueron suscritos por compañías independientes. Unos años después, en 1942, otro trabajo ratificaba esa idea, por lo que afirmaba que era un “mito” que las filiales de los bancos comerciales se hubieran aprovechado de los clientes de los bancos para venderles acciones sin valor.

Tal vez, a consecuencia de este primer estudio se produjo el curioso hecho de que en 1935 el propio senador Glass intentara derogar parte de las prohibiciones que él mismo había ayudado a establecer con la ley que lleva su nombre. Concretamente, las restricciones para que los bancos comerciales pudieran suscribir y garantizar la colocación de una emisión de acciones de una empresa privada. Así, Glass declaró que la oposición de la ley a que los bancos comerciales aseguraran la colocación de las emisiones había dañado indebidamente al mercado de valores, Edward (1938) y Wilmarth (2008). De este modo, la primera versión que aprobó el Senado en 1935 de la Banking Act incluyó la revisión de la Sección 16 de la Glass-Steagall Act para permitir que los bancos pudieran suscribir y colocar emisiones de nuevas acciones, Burns (1974), Patrick (1993) y Wilmarth (2008).

La propuesta de Glass, que parecía destinada a provocar la primera revocación parcial de su propia ley, fue bloqueada por el mismísimo presidente Roosevelt, quien se opuso a la revisión de la sección 16. Igualmente, escribió a Glass diciéndole que “los viejos abusos volverían si la suscripción se restaurara en cualquier modo, manera o forma”. En el Conference Committee nombrado por la Cámara de Representantes y el Senado para resolver este tipo de desacuerdos sobre una ley se aprobó la Banking Act y se eliminó la

proposición de Glass sobre la Sección 16, Burns (1974), Perkins (1971) y Wilmarth (2008).

Pasaron casi 3 décadas hasta que en los años 60 un nuevo funcionario público intentó derogar parte de la Glass Steagall Act. Concretamente fue James J. Saxon, el responsable de la Office of the Comptroller of the Currency, OCC, la agencia independiente que se encarga de supervisar y regular el funcionamiento de bancos y cajas en EEUU. Saxon era un reputado abogado que había trabajado tanto en el sector público, como asistente en la Secretaría del Tesoro, de donde paso a ser asistente del consejo del lobby bancario estadounidense por antonomasia, la American Bankers Association (ABA). De este puesto, Saxon saltó a la banca privada al convertirse en abogado del First National Bank of Chicago. De allí, fue reclamado por el presidente John F. Kennedy, quien le nombró Comptroller of the Currency. En 1961 Saxon llegó al cargo preocupado por lo que a su juicio era una evidente pérdida de capacidad competitiva de los bancos comerciales. De acuerdo con White (1992), Saxon quería liberalizar la regulación bancaria, que él consideraba una pesada carga, y expandir los poderes de los bancos nacionales, ya que en 1950 los bancos comerciales controlaban el 52% de los activos de las instituciones financieras estadounidenses, mientras que en 1960 esta cuota había caído a un 38%. Por ello, la agencia que dirigía concedió entre 1963 y 1964 la autorización para constituir 369 entidades bancarias en el país, un controvertido registro que él defendió insistiendo en que esa expansión era esencial para mantener el paso de una economía en expansión y generar competencia entre los líderes del mercado.

Así, en 1963 la OCC emitió una regulación que permitía a los bancos nacionales ofrecer a sus clientes minoristas cuentas en las que se podían depositar acciones comunes y otro tipo de activos, Pitt y Williams (1983), lo que consentía que los bancos ofrecieran servicios de inversión a sus clientes, Langevoort (1987). Al mismo tiempo, Saxon, que fue director de la OCC hasta 1967, consiguió que su agencia presentara otro bloque normativo que aprobaba que los bancos nacionales pudieran suscribir bonos tanto de municipios como de estados. Sin embargo, los tribunales anularon estos 2 últimos paquetes normativos al considerar que violaban la Glass Steagall Act<sup>26</sup>. De hecho, la

---

<sup>26</sup> Como la propia OCC recoge en su breve historia (<http://www.occ.gov/about/what-we-do/history/OCC%20history%20final.pdf>) el legado de Saxon fue un tanto mixto ya que su fuerte defensa

Corte Suprema expuso su perspectiva en un caso considerado seminal como fue el *Investment Company Institute v. Camp*.

### **3.6.2. La FED y la OCC pueden interpretar el alcance de la GSA: El seminal caso *Investment Company Institute vs. Camp*.**

Como describen Carpenter y Murphy (2010), lo que hizo la Corte Suprema fue analizar lo que supondría para los clientes minoristas de una entidad bancaria acceder a dos servicios como la compraventa de fondos de inversión y de otros activos de inversión. Así, determinó que la compañía resultante se diferenciaría en bien poco de las sociedades de inversión. No obstante, la Corte Suprema se mostraba reacia a dar un paso más allá y afirmar que la OCC dirigida por Saxon había violado las leyes bancarias. Así que optó por posicionarse del siguiente modo: Respetaría las interpretaciones que hiciera la OCC de la Glass Steagall Act, siempre que éstas fueran razonadas. Es decir, la Corte entendía que debía de dar un gran valor a los argumentos colegidos por la OCC, ya que la agencia está encargada del cumplimiento de la normativa bancaria y es la intérprete de la misma. Sin embargo, en este caso en concreto la OCC sólo había presentado la ley, sin hacer alusiones a la Glass Steagall Act, lo que la Corte entendió como una aprobación sin “una interpretación administrativa de las secciones 16 y 21”. Dada la falta de esa exégesis, la Corte llevó a cabo su propia interpretación de la historia legislativa de la Glass Steagall Act, GSA, para determinar la intención legislativa de la misma.

Por ello, la Corte concluyó que la GSA proponía un enfoque en el que los “riesgos” y los “peligros financieros” que surgen cuando los bancos comerciales realizan las actividades prohibidas por la ley no son compensados por las ventajas derivadas de su entrada en este sector, como pueden ser su experiencia en estas actividades o por la mejora de la competencia en ese ámbito. De hecho, la Corte identificó una serie “presiones comerciales” como “peligros sutiles”, los cuales ya estaban incluso presentes antes de la aprobación de la ley y que el Congreso ya quiso eliminar la propia ley en 1933. Los “peligros sutiles” a los que se hacía referencia eran aspectos como la asociación de la reputación de un banco con una filial suya que fuera una sociedad de

---

de la independencia de la OCC produjo una reacción contraria: para cuando dejó la agencia, las relaciones de ésta con la FED, la FDIC y el Departamento del Tesoro estaban seriamente dañadas.

bolsa, el riesgo de ofrecer una línea de crédito a clientes de la filial que opera en bolsa, los efectos que podría tener sobre los negocios del banco las pérdidas en las que pudieran incurrir los depositantes del banco y el conflicto de intereses que surgiría entre el papel de un banco como fiduciario financiero que ha de velar por los depósitos y el trabajo de un broker de inversiones que tenga que comercializar determinadas acciones y que trabaje para ese mismo holding bancario.

De esta manera, la Corte concluyó que la operativa de un fondo de inversión podría implicar esos “sutiles peligros” que el Congreso había querido restringir con la GSA. Peligros tales como que la reputación del banco se viera ligada al éxito del fondo, que el banco se viera presionado para rescatar un fondo fallido, que el banco estuviera tentado a extender crédito, a traicionar confianzas o a dar pobres consejos a sus clientes por el bien del fondo, lo que provocaría que las actividades del fondo podrían tener consecuencias negativas en la confianza de los clientes del banco.

Aunque la Corte dictó en contra de la OCC, su resolución influyó en el posterior desarrollo de la ley ya que fijaba que las conclusiones “razonadas” que desarrollara la agencia sobre los activos financieros y los bancos servirían para permitir su autorización. De acuerdo con Carpenter y Murphy (2010), los dos supervisores bancarios, la OCC, para bancos nacionales, y la Reserva Federal, para bancos extranjeros y para bancos pertenecientes al Sistema de la Reserva Federal, comenzaron a dotar a sus nuevas regulaciones de extensos razonamientos. Con ello, cambió el enfoque, porque cuando alguna decisión se consideraba que desafiaba a la GSA o a la Bank Holding Company Act, los tribunales se fijaban en la argumentación empleada y no valoraban si ésta era la mejor interpretación o si la Corte habría tomado la misma decisión. Como resultado, a partir de entonces los tribunales mayoritariamente aprobaron, como interpretaciones válidas de las leyes bancarias, las decisiones de la OCC y la FED. Éstas expandían las actividades sobre activos financieros que se consideraban permisibles para bancos, holdings bancarios y sus filiales. Llamativamente, las extensiones de actividades quedaban sujetas a ciertas condiciones como que estas actividades se desarrollaran de una manera segura y consistente.

Así, en 1974 la OCC autorizó a los bancos nacionales a ofrecer “servicios automáticos de inversión”, lo que permitía a los clientes retirar dinero de sus cuentas de depósito para comprar determinadas acciones, Keefe (1974). En 1977 el Consejo de la Reserva

Federal concluyó que la GSA permitía a los bancos vender papel comercial<sup>27</sup> de corporaciones, no a través de ofertas públicas de ventas, sino a través de una oferta privada a clientes escogidos. En 1978 Bankers Trust comenzó estas colocaciones, Pitt y Williams (1983). Además, en ese mismo año la OCC autorizó<sup>28</sup> a los bancos nacionales a comercializar de un modo privado la venta de activos emitidos, los “pass-through” certificates<sup>29</sup>, en una titulización sobre hipotecas residenciales.

Aunque, esta decisión fue una pequeña victoria para los bancos comerciales, éstos seguían frustrados con las continuas imposiciones impuestas por la GSA y otras leyes bancarias, Reinicke (1995), ya que su capacidad para hacer negocios seguía restringida. Sin embargo, el escenario de los años 70 cambiaría en los 80 con la llegada de la administración Reagan, la cual nombró a nuevos reguladores bancarios que compartían un enfoque orientado “hacia la desregulación de la industria financiera”, Reinicke (1995).

### **3.6.3. Los años 80: La desregulación bancaria en la era Reagan. Los bancos “no bancarios”.**

En 1982 dos nuevos funcionarios, William Isaac y C. Todd Conover, nombrados por el presidente Reagan comenzaron a hacer realidad esa nueva visión desde dos puestos claves del gobierno. William Isaac, presidente de la FDIC, ordenó un cambio sustancial: a través de una “declaración de política” la FDIC admitía que los bancos autorizados por un estado norteamericano y no pertenecientes al Sistema de la Reserva Federal pudieran tener filiales que suscribieran y colocaran emisiones de acciones. Igualmente, C. Todd Conover, el Comptroller de la OCC, aprobó que una compañía de fondos de inversión como Dreyfus Corporation y los almacenes Sears pudieran crear bancos filiales “no bancarios”, un “nonbank bank”, los cuales no estarían cubiertos por la Bank Holding Company Act. Ante estos eventos el consejo de la Reserva Federal, dirigida por Paul Volcker, solicitó al Congreso que anulara ambas acciones a través de nueva legislación, Reinicke (1995).

---

<sup>27</sup> Un activo financiero con vencimiento inferior a 1 año.

<sup>28</sup> OCC Interpretive Letter No. 25 (14 Febrero, 1978).

<http://www.occ.gov/news-issuances/news-releases/2010/nr-occ-2010-39f.pdf>

<sup>29</sup> Son certificados respaldados por hipotecas, donde los pagos originales del hipotecado y propietario de la vivienda “pasan” del banco original a los inversores a través de una agencia gubernamental o un banco de inversión. Normalmente, se comercializarán como activos financieros que representan una parte de un “pool” de hipotecas aseguradas por alguna agencia federal y reunidas, por ejemplo, por la the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).

La declaración de la FDIC confirmó que la GSA no restringía la posibilidad de que un banco autorizado por un estado federal tuviera sociedades de bolsa como filiales, aunque ese banco estuviera en su perímetro de aseguramiento, Reinicke (1995), Shull y White (1998) y Saba (1986). Es decir, quedó patente que las leyes estatales y la GSA diferían en cómo se regulaba la relación matriz-filial entre bancos y sociedades de valores, McCray (1988) y Shull y White (1998). Por ello, en los 70 los bancos extranjeros se aprovecharon de esta circunstancia para establecer estas líneas de negocio en aquellos estados que permitían tener estas filiales. Aunque, la International Banking Act de 1978 llevó a la arena de la supervisión de la Glass Steagall Act a las filiales estadounidenses de los bancos extranjeros que se habían establecido recientemente en el país, a estos bancos extranjeros se les permitió mantener estas inversiones. De este modo, a través de este resquicio legal Credit Suisse pudo mantener una participación de control en First Boston, una sociedad de valores líder, Capatides (1992).

Tras la decisión de la FDCIC, Reinicke (1995) señala que los medios de comunicación especializados mostraban su preocupación por la posibilidad de que los grandes bancos comerciales dejaran el Sistema de la Reserva Federal para liberarse de las restricciones que la GSA les imponía. Puesto que si eran bancos nacionales sólo tenían que convertirse en bancos estatales. La idea subyacente consistía en que a los grandes bancos comerciales les sería más fácil hacer tareas de lobby sobre un estado de la Unión para conseguir realizar actividades de banca de inversión, que sobre la totalidad del Estado Federal.

Por su parte, la acción de la OCC se basaba en un resquicio legal en la Bank Holding Company Act (BHCA), consistente en que una empresa se convierte en un “holding bancario”, una “bank holding company”, que deberá de ser supervisado por la Reserva Federal si posee un “banco” que hace “préstamos comerciales” (es decir, préstamos a negocios) y ofrece “depósitos a la vista”, “demand deposits”. Por contra, un banco “no bancario” podría tener tal condición si no cumple una de las dos circunstancias anteriores. Por ejemplo, podría conceder “préstamos comerciales” y no ofrecer “depósitos a la vista”; o al revés, no ofertar “préstamos comerciales” y sí “depósitos a la vista”. Con ello, la compañía que posea un banco “no bancario” no sería considerada un “holding bancario”, por lo que no debería de estar limitada a actividades “estrechamente

relacionadas con la banca”. Así, Sears, General Electric y otras compañías comerciales pudieron hacerse con “bancos no bancarios”.

De hecho, Sears construyó la “Red Financiera Sears”, o “Sears Financial Network”, la cual se combinó con cuentas bancarias y préstamos hipotecarios “Super AHORA”, ofrecidos a través de una caja de ahorros de California. Además, se incluía una tarjeta de crédito llamada “Discover Card”, emitida por un “banco no bancario”, un servicio de compra y venta de acciones gracias a la empresa Dean Witter Reynolds, seguros de viviendas y automóviles a través de Allstate y compraventa de viviendas con Coldwell Banker, Mayer (1984) y Shull y White (1986). En esta línea de creación de una gran empresa que fuera un “supermercado financiero” para sus clientes, Walter Wriston, el director general de Citicorp (luego Citigroup) declaró en 1984 que “el banco del futuro ya existía, y se llamaba Merrill Lynch”, Vietor, 1987. Una frase que, viniendo del que se consideraba el banquero más influyente de su tiempo, pues estuvo al frente de su banco de 1967 a 1987, apuntaba y presionaba a las autoridades en la dirección en la que esperaba y deseaba que su sector avanzara.

Efectivamente, en 1986 la mayoría de los grandes holdings bancarios habían hecho circular la amenaza de dejar de operar como bancos comerciales, para conseguir “las ventajas competitivas” que disfrutaban ya Sears y el propio Merrill Lynch. Concretamente, en octubre de 1986, Thomas Labrecque, el presidente del Chase Manhattan Bank, declaró que su banco y otros grandes bancos del país podrían renunciar a sus fichas bancarias federales para convertirse en entidades no bancarias, si el Congreso no les ampliaba el perímetro de sus competencias. Labrecque expuso que el Chase Manhattan Bank estaba estudiando la viabilidad de convertirse en una compañía holding de servicios financieros, la cual pudiera ofrecer la suscripción de activos financieros, la correduría de bolsa y la compraventa de fondos de inversión, así como servicios bancarios tradicionales, Gruber (1986). Según Labrecque, Chase podía dar ese paso en un plazo tan corto como 2 años, a menos que el Congreso les dejara competir en igualdad con firmas tales como General Motors Acceptance Corp., la cual podía ofertar servicios financieros de todo tipo sin cortapisas. Por ello, el presidente de la FDIC, William Seidman, advirtió que aquella actitud podía crear el “caos, en términos de la clase de estructura regulatoria que tenemos ahora, porque no fue construida para ello”, Reinicke (1995). Al mismo tiempo, Seidman mostró su predisposición a complacer las

exigencias de la gran banca comercial del país al afirmar que la posición del Chase ilustraba a la perfección “el hecho de que el sistema bancario necesita con urgencia un campo de juego equilibrado”. Por ello, las declaraciones de Labrecque no le parecían una amenaza, sino que pensaba que con ellas les estaba haciendo un verdadero favor “al forzarles a darle a los bancos más maneras de servir al público y ser más competitivos, a la vez que se mantiene un sistema que sigue siendo saludable y seguro”. Como Seidman explicó en un símil “el genio no bancario ha salido de la botella y nadie lo va a volver a meter dentro”, lo que venía a hacer notar que el Congreso no estaba mostrando una férrea voluntad para cerrar el agujero legal de los “bancos no bancarios” con ficha bancaria estatal y no nacional. Como vemos, las salvaguardas colocadas en la década de los 30 empezaban a saltar, lo que conduciría al estallido final.

Todas estas reclamaciones llegaban en un momento complicado, puesto que en 1986 el sistema bancario estadounidense estaba sufriendo una profunda crisis. La FDIC reconocía que el año anterior habían quebrado 120 entidades financieras y que en ese momento 150 tenían problemas. La Federal Savings and Loan Insurance, FSLI, había invertido la mayoría de sus fondos en pagar los depósitos de las Saving and Loans, S&Ls, que habían quebrado, por lo que se comentaba la posibilidad de un “matrimonio a punta de pistola” entre la propia FSLI y la FDIC, algo rechazado por Seidman quien buscaba un programa de recapitalización sólo para la FSLI. Aunque, el ratio de quiebras bancarias era el mayor desde 1933 en la post-Depresión, Seidman no creía estar ante una seria crisis, por lo que dejó patente su postura ante los medios, (Gruber, 1986). Así, declaró que “Con la desregulación, los negocios se tornan más competitivos”, puesto que “los mejores banqueros sobreviven y prosperan”. Esto se correspondía con una visión del mundo de los negocios “más normal”, en la que puede haber quiebras, por lo que descartaba volver a una situación “regulada” como la de 5 ó 6 años atrás, porque ahora estaban en “un mundo diferente”. También, Seidman añadió que muchas de las quiebras implicaban a bancos agrícolas que operaban en “zonas de casi depresión económica” y que un tercio de las quiebras eran el resultado de fraudes o de prácticas éticas impropias.

#### **3.6.4. La crisis de las Savings & Loans, el preludeo de la crisis subprime.**

Ciertamente, la crisis de las Savings & Loans, S&Ls, de los 80 y los 90 se llevó por delante a 747 entidades financieras, de las 3.234 que había en EEUU. Estas S&Ls, a las

que podríamos asimilar a las “cajas” o “cooperativas” de crédito en España, son entidades que por el lado del pasivo aceptaban depósitos de los ahorradores y que por el lado del activo se caracterizaban por ofrecer hipotecas, créditos para el consumo y personales a miembros de su entidad o “cooperativa”. En 1995 la Resolution Trust Corporation había cerrado 747 entidades fallidas, con un valor en libros de 402.000 millones de dólares y con un coste inicial para el estado de 160.000 millones de dólares<sup>30</sup>. En 1996 la General Accounting Office estimó que el coste total fue de 370.000 millones de dólares, lo que supuso un coste para los contribuyentes de 341.000 millones, Willentz, 2008.

La crisis de las S&Ls era consecuencia de un crecimiento desmedido en las décadas previas, de la desregulación y de la codicia de los cuadros directivos de estas entidades (Cottrell y otros, 1995). Un preludio de lo que vendría después en la primera década de este siglo XXI. Pero, como decimos, las mejores dos décadas de las S&Ls fueron las posteriores a la Segunda Guerra Mundial. En aquellos años, la vuelta al hogar de millones de soldados estadounidenses deseosos de volver a recuperar sus vidas pasadas condujo a un importante incremento en las nuevas familias que se constituían. Por supuesto, esas nuevas familias tuvieron hijos, el famoso “baby boom”, lo que llevó a la construcción masiva de nuevas áreas urbanas por todo el país para acomodar a una naciente clase media. Ese nuevo impulso constructor necesitó un fuelle financiero, el cual fue provisto por las S&Ls. Como se ha comentado anteriormente, las distintas administraciones estadounidenses y las sucesivas presidencias siempre estuvieron de acuerdo en que se ofrecieran hipotecas asequibles a la población estadounidense, con el objetivo de que esas nuevas cohortes de ciudadanos pudieran hacer realidad su sueño de poseer una vivienda.

Sin embargo, el generoso funcionamiento de las S&Ls como proveedor de hipotecas a los estadounidenses tenía un talón de Aquiles: el coste de financiación de las propias S&Ls. Así, se desataban periódicas guerras por la captación de depósitos, lo que implicaba elevaciones de las remuneraciones de dichos depósitos para atraer pasivos. Unas guerras episódicas que incluso enfrentaban a S&Ls contra bancos comerciales nacionales, (Shoven, Smart y Waldfogel, 1992). De hecho, el Congreso consideraba la

---

<sup>30</sup> "Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements" (PDF). U.S. General Accounting Office. Julio de 1996. Páginas 8a 13, tabla 3.  
<http://www.gao.gov/archive/1996/ai96123.pdf>

situación tan seria como para poner en riesgo, “la (largamente establecida) política pública de promover la propiedad de la vivienda” (Bradley, 2000). Por ello, en 1966 el Congreso estadounidense tomó la inusual decisión de establecer límites a los tipos que se podían ofrecer como remuneración a las cuentas de ahorro, tanto para S&Ls como para bancos comerciales. Con una salvedad, la ley daba siempre un margen favorable a las S&Ls de 50 puntos básicos, (Bradley, 2000). Una regulación asentada en la Interest Rate Control Act de 1966<sup>31</sup>, conocida como Regulation Q. El objetivo de esta discriminación positiva era que las S&Ls continuaran atrayendo depósitos que les permitieran financiar nuevas hipotecas. Sin embargo, las S&Ls no recibieron el permiso para ofrecer cuentas corrientes hasta finales de los 70, lo que restaba atractivo para los consumidores.

Pese a ese diferencial de “tipos de interés”, las S&Ls se enfrentaron en el período 1966 a 1979 a un entorno muy complicado, ya que los altos tipos de interés, el lento crecimiento y la inflación afectaban sus resultados. Además, los clientes depositantes se mostraban muy sensibles a los tipos, lo que motivaba un “movimiento” de fondos entre entidades a la búsqueda de mejores ofertas. Como que la economía estaba estancada y los tipos subían lentamente, cada vez menos clientes conseguían ser “aptos” para que se les concediera una hipoteca, lo cual iba contra el negocio y, consecuentemente, la generación de ingresos. Por ello, los directores y equipos técnicos de las S&Ls desarrollaron varias innovaciones, como instrumentos hipotecarios alternativos y cuentas corrientes que devengaban intereses, con el objetivo de conservar los fondos y generar negocio de préstamos. Además, la burbuja que se estaba viviendo en el sector inmobiliario estadounidense en esos años ejercía demasiado atractivo sobre estas entidades financieras como para poder desarrollar su negocio bajo un principio de prudencia. Baste decir que los préstamos hipotecarios en EEUU en 1976 alcanzaban los 700.000 millones de dólares, mientras que en 1980 alcanzaban los 1,2 billones de dólares. Como reconoció el antiguo presidente del FDIC y de la Resolution Trust Corporation, L. William Seidman en 1996, “Los problemas de los bancos en los 80 y en los 90 vinieron principalmente, pero no exclusivamente, de préstamos hipotecarios poco sólidos”.

---

<sup>31</sup> Interest Rate Control Act de 1966, Public Law 89-597, 1966. U.S.C.C.A.N. (Statutes at Large 80 (1966): 823) 3001.<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-80/pdf/STATUTE-80-Pg823.pdf>

Sin embargo, este panorama cambió por la subida de los precios del petróleo que motivaron una subida de la inflación. A ella respondió el 6 de octubre de 1979 el nuevo presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, con un discurso en el que advirtió del comienzo de una serie de subidas de los tipos de interés en el corto plazo, Walsh, 2004. Ello provocó que la subida en el coste de la financiación en el corto plazo fuera superior al retorno de las carteras de activos hipotecarios, una proporción importante de las cuales eran a tipo fijo. Según Zvi Bodie, 2006, este “descuadre” fue una de las causas importantes de la crisis de las S&Ls. Dado que la inesperada y rápida subida de tipos amenazaba con causar la caída de centenares de S&Ls, el Congreso accedió a desregular el sector. Por ello, aprobó tres leyes: la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980<sup>32</sup>, la Economic Recovery Act de 1981 y la Garn–St. Germain Depository Institutions Act de 1982. Concretamente, la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980, firmada en marzo de ese año por el presidente Carter, les daba a las S&Ls muchas de las capacidades de los bancos sin tener que cumplir sus mismas regulaciones. De hecho, las S&Ls podían elegir quien las iba a supervisar, si un estado o la FED. Así, muchas S&Ls optaron por ser supervisadas en un ámbito federal, pues les era más ventajoso. Por ello, estados como California o Tejas cambiaron su regulación para que fuera similar a la regulación federal.

Esta ola de desregulación no solo permitía ofrecer a las cajas un abanico de productos de ahorro más amplio, también les permitía expandir sus poderes para conceder préstamos (lo que incluía hipotecas con tipos de interés ajustables, las ARM), a la vez que la supervisión sobre ellas se reducía, gracias al uso de una normativa contable más permisiva para presentar sus estados contables, lo que invitaba al “fraude”, Black, 2005. Los cambios se establecieron para intentar permitir que las S&Ls escaparan de sus problemas, ayudándoles a retener sus depósitos y mejorando sus posibilidades comerciales, primando este aspecto frente a lo que debería de ser su objetivo primordial,

---

<sup>32</sup> Esta ley fue firmada por el Presidente Carter en marzo de 1980. Con ella se daba a las S&Ls muchas de las capacidades de los bancos, sin tener que cumplir sus mismas regulaciones. De hecho, las S&Ls podían elegir quien las iba a supervisar, si un estado o la FED. Así, muchas S&Ls optaron por ser supervisadas en un ámbito federal, pues les era más ventajoso. Por ello, estados como California o Tejas cambiaron su regulación para que fuera similar a la regulación federal.

es decir, la promoción de la construcción de viviendas y que los estadounidenses se convirtieran en propietarios de sus hogares<sup>33</sup>.

Específicamente, la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de marzo de 1980 permitía a las S&Ls realizar préstamos al consumo hasta un 20% de sus activos, emitir tarjetas de crédito, aceptar órdenes para negociar en mercado de tenedores de cuentas corrientes e invertir hasta un 20% de sus activos en préstamos hipotecarios. En agosto de 1981 se aprobó la Economic Recovery Act, a la vez el Federal Home Loan Bank Board<sup>34</sup> inició los cambios regulatorios para vender sus préstamos hipotecarios y usar el efectivo obtenido para buscar mejores retornos. La ley permitía que las pérdidas generadas por estas ventas pudieran ser amortizadas durante la vida del préstamo y que, también, pudieran ser compensadas contra los impuestos pagados en los 10 años previos. Estas concesiones motivaron que las S&Ls se mostraran ansiosas por vender sus préstamos. Los compradores, mayoritariamente firmas financieras de Wall Street, se beneficiaron de esta situación comprando esos préstamos con precios que fueron del 60 al 90% de su valor. A continuación, transformaron esos préstamos en bonos respaldados por el Gobierno (una cortesía de Ginnie Mae, Freddie Mac o Fannie Mae) que fueron nuevamente vendidos en el mercado. Curiosamente, las propias S&Ls compraron esos bonos (de hecho, tenían bonos por valor de 150.000 millones de dólares en sus balances en 1986), por supuesto después de pagar unas sustanciosas comisiones por su adquisición, Black, 2005, y Strunk y Case, 1988. En 1982, la Garn–St. Germain Depository Institutions Act fue aprobada y permitió incrementar la proporción de créditos al consumo e hipotecarios que podían conceder. En 1984, esos niveles se volvieron a incrementar, Mishler y Cole, 1995.

En suma, como concluyen Strunk y Case (1988), la relajación de la regulación permitió el préstamo de las S&Ls en mercados muy distantes a ellas, directamente o a través de participaciones en préstamos hipotecarios conjuntos con otras entidades. Sencillamente, porque en otras regiones se podía conseguir, supuestamente, unas tasas de retorno mayores. Sin embargo, estos prestamistas no estaban en estos mercados distantes y

---

<sup>33</sup> Extraído de la Crono Bibliografía de la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC ( “The S&L Crisis: A Chrono-Bibliography”. <http://www.fdic.gov/bank/Historical/s&l/>).

<sup>34</sup> El Federal Home Loan Bank es un conjunto de 12 bancos patrocinados por el gobierno. Su misión es proveer financiación estable, bajo petición y a bajo coste a entidades financieras estadounidenses (no a individuos) para préstamos hipotecarios, pequeños negocios y créditos en ámbitos rurales y agrícolas.

alejados de sus tradicionales ámbitos de influencia. Ello permitía a estas entidades participar extensivamente en actividades de construcción especulativas con constructores y promotores que tenían una participación financiera mínima o inexistente en esos proyectos. Además, una nueva generación de propietarios y de ejecutivos oportunistas llegó a los cuadros de mandos de estas S&LS. Unos mandos que no eran capaces de centrarse en cuestiones básicas como el control de los gastos o la prohibición de situaciones en las que los conflictos de intereses eran evidentes. Ello llevó a fraudes y a prácticas internas de abuso consentidas como, por ejemplo, la concesión de créditos a los propios miembros de los consejos. Además, la presión comercial en un mercado inmobiliario alcista en el que se premiaba la consecución de beneficios en el corto plazo les hizo apartarse de su política de préstamos tradicional, para adentrarse en créditos hipotecarios y en mercados de mayor riesgo en los que tenían poca experiencia. Igualmente, la falta de supervisión pública e independiente de sus negocios no hizo sino ayudar en el camino del desastre. Así, Black (2005) escribió que en lugar de admitir la insolvencia de sus entidades, castigadas por los altos tipos de interés, algunos directores optaron por utilizar una contabilidad creativa que convirtió sus negocios en “Esquemas de Ponzi”. Ésto les hacía parecer muy rentables, con lo que se atraían nuevos inversores y se crecía rápido, aunque verdaderamente se perdía dinero. Es decir, el riesgo moral y la adversa selección de incentivos del sector resultaron en un desastre financiero, lo que obligó a un rescate financiero por parte de los ciudadanos, como concluyó en 2006 un trabajo de Emmons y Pennington-Cross para la Reserva Federal.

#### **3.6.4.1. Algunos ejemplos de las quiebras de las cajas de ahorro. “Los cinco de Keating”.**

De todas estas debacles financieras, existen varios ejemplos. Una muestra singular de estas malas prácticas fue la quiebra en 1989 del Midwest Federal Savings & Loan of Minneapolis, la “caja” de referencia de Minnesota, tras 99 años de actividad. Un evento definido en abril de 1991 por el St. Paul Pioneer Press, el diario local más relevante, como “el mayor desastre financiero de la historia de Minnesota”. El presidente de esta entidad financiera, Hal Greenwood Jr., su hija, Susan Greenwood Olson, y dos antiguos ejecutivos, Robert A. Mampel, y Charlotte E. Masica, fueron acusados de fraude y conspiración. Finalmente, fueron declarados culpables de “delincuencia organizada”, una de las causas que llevó al colapso de la firma, la cual

costó a los contribuyentes 1.200 millones de dólares. Los fiscales definieron la actividad del cuarteto como un complot para enriquecerse personalmente, a la vez que se ocultaban enormes pérdidas. Hal Greenwood Jr., que afrontaba una pena máxima de 155 años, fue condenado a 3 años y 10 meses y a devolver 3,6 millones de dólares de salarios y otras compensaciones. Los otros encausados, incluyendo a su hija Susan, fueron condenados a penas de cárcel que variaban entre 6 meses y 2 años, a la vez que a devolver cantidades que iban entre los 74.000\$ y los 484.000\$.

Otro llamativo ejemplo, fue la quiebra del Silverado Banking, Savings and Loan Association de Denver, en la que era directivo Neil M. Bush, el hijo de George Bush quien en aquel momento presidía país. Los reguladores federales, la FDIC, acusaron a Neil M. Bush y otros directivos de la entidad de “graves negligencias”, las cuales habían conducido a un colapso que costó a los contribuyentes 1.200 millones de dólares. Específicamente, a Neil M. Bush se le acusó, durante los 3 años en los que fue directivo, de violar las regulaciones relativas al conflicto de intereses a la vez que de impedir que la S&L concediera préstamos inapropiados o, en algunos casos, ilegales. Particularmente se le señalaba en la demanda general por su participación en los préstamos a William L. Walters y Kenneth M. Good, socios e inversores con él en JNB Exploration Company, lo cual había violado su “deber fundamental” de evitar un conflicto de intereses o la apariencia de uno. De hecho, Douglas H. Jones, consejero de la FDIC, declaró que “Silverado fue víctima de abusos y graves negligencias por parte de sus directivos”.

Por último, la quiebra del Lincoln Savings and Loan collapsed en 1989, condujo al escándalo de corrupción conocido como “los cinco de Keating”, un caso que tomó el nombre de Charles Keating, el Director de la entidad y de cinco senadores estadounidenses que recibieron 1.300.000\$ de la entidad como contribuciones a sus carreras durante los años 80. Estos 5 senadores eran Alan Cranston (Demócrata-California), Don Riegle (Demócrata-Michigan), Dennis DeConcini (Demócrata-Arizona), John Glenn (Demócrata-Ohio) y John McCain (Republicano-Arizona). Dichos 5 políticos intervinieron en 1987 en favor de Keating y de la entidad cuando la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) inició una investigación sobre las actividades de la compañía. De hecho, el 9 de abril de 1987 se produjo una reunión de 2 horas entre 3 miembros de la oficina de la Federal Home Loan Bank Board, FHLBB, de

San Francisco y los 5 senadores en el despacho de DeConcini. Posteriormente, los reguladores explicaron que ese encuentro era muy inusual y que se sintieron presionados por un frente unido de senadores, a medida que los políticos presentes explicaron sus motivos (Nowicki y Muller, 2007). De acuerdo con las notas tomadas por uno de los funcionarios, DeConcini abrió el encuentro afirmando que determinadas y potenciales acciones que los reguladores estaban adoptando podían dañar a un ciudadano y a una empresa que era una parte importante de la economía local, a la par que un gran generador de empleo en la región. Así, uno de los senadores argumentó que cuál era el problema para llegar a un acuerdo que permitiera a la empresa seguir con su negocio.

Los reguladores no se dejaron intimidar y continuaron con su informe, el cual entregaron en mayo de 1987. En él concluían que el Gobierno debía de tomar el control de Lincoln a causa de sus malas prácticas a la hora de conceder préstamos<sup>35</sup>. Sin embargo, el presidente de la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB), Edwin J. Gray, cuyo mandato estaba a punto de expirar, decidió retrasar la acción, ya que había sostenido diversas polémicas previas con Charles Keating y consideraba que cualquier acción contra él podría ser tomada como una venganza. Ciertamente, este enfrentamiento venía de lejos, pues a principios de los 80 Gray temía que las “cajas” estuvieran actuando de un modo arriesgado, exponiendo los fondos que aseguraba el gobierno a pérdidas enormes. En este apartado de S&Ls arriesgadas Lincoln destacaba con luz propia. Curiosamente, Keating había incluso conseguido un informe muy favorable sobre las actividades de Lincoln de un importante economista que trabajaba en una consultora privada en aquel entonces, su nombre era Alan Greenspan, quien posteriormente sería presidente de la Reserva Federal. En dicho análisis se decía que las inversiones inmobiliarias de la compañía eran seguras, un argumento que fue utilizado constantemente por Keating para defenderse de los requerimientos de información de la FHLBB. Tiempo después el propio Greenspan lamentaría su falta de previsión. Como se observa Keating, que era un conocidísimo activista en la lucha contra la industria pornográfica de su país, combinó presiones “suaves” como intentar contratar a funcionarios de la FHLBB y a sus mujeres, con otras más “persuasivas” como las ya mencionadas de utilizar a los políticos que habían recibido sus donaciones o la

---

<sup>35</sup> "The Lincoln Savings and Loan Investigation: Who Is Involved". The New York Times. Publicado el 22 de noviembre de 1989. <http://www.nytimes.com/1989/11/22/business/the-lincoln-savings-and-loan-investigation-who-is-involved.html>

interposición de una demanda contra la FHLBB bajo la acusación de haber filtrado información confidencial de Lincoln a los medios.

Dado que el antiguo presidente Gray no ordenó ninguna medida contra Lincoln a partir del informe recibido, fue el nuevo presidente de la FHLBB, Danny Wall, quien tuvo que tomar la decisión. Sin embargo, su actitud hacia Keating fue mucho más “comprensiva”, ya que no adoptó ninguna acción aduciendo que las evidencias eran insuficientes. En septiembre de 1987, la unidad de la FHLBB de San Francisco que lideraba investigación fue apartada del caso y en mayo de 1988 la FHLBB llegó a un acuerdo con Lincoln, el cual incluía el no continuar adelante en una derivación criminal que pudiera haber terminado en el Departamento de Justicia. No obstante, en julio de 1988 se abrió una nueva auditoría de Lincoln y de su matriz American Continental.

Pese a que en mayo de 1987 los inspectores de la FHLBB habían aconsejado tomar el control de Lincoln, la entidad continuó operando y engordando su balance. Así, sus activos a mediados de 1987 eran de 3.910 millones de dólares, pero para abril de 1989 ya alcanzaban los 5.460 millones. En este espacio de tiempo, la compañía matriz de Lincoln, la American Continental Corporation, AAC, afrontaba una situación muy complicada, causada por las pérdidas de su división inmobiliaria y de proyectos, por lo que necesitaba urgentemente liquidez. Debido a ello el Departamento Comercial ordenó a los directores y cajeros de las oficinas de Lincoln que comenzaran a vender los bonos de alto rendimiento de AAC, los cuales servirían para recapitalizar la compañía, apoyando la estrategia con la habitual política de retribución vía bonus, es decir, a más venta del producto, más bonus para el empleado. Por ello, no es de extrañar que incluso se sugiriera a los clientes vender sus certificados de depósitos con garantía federal por estos otros bonos. Como reveló un periodista del NY Times que entrevistó a varios afectados, los comerciales del banco les mostraban a modo de garantía una lista de las compañías que poseía ACC y se les decía que el banco respaldaba al 100% esos bonos. Nadie les explicó que esos bonos estaban fuera del perímetro de seguridad de las autoridades bancarias o lo arriesgado que podía ser la inversión, dada la delicada situación financiera de ACC. Mucho más tarde, el presidente de la FDIC, L. William Seidman, escribiría que el hecho de que la red comercial de Lincoln empujara a sus depositantes a cambiar de activos fue “uno de los fraudes más despiadados y crueles de

la historia moderna”, a la vez que un claro ejemplo de un marco institucional perverso asentado en la política de retribución vía bonus.

American Continental se declaró en bancarrota en abril de 1989 y Lincoln fue puesto bajo el control de la FHLBB en ese mismo mes. Cerca de 23.000 clientes se quedaron con bonos sin valor, muchos de los cuales eran personas ya retiradas que vivían en comunidades residenciales para jubilados en California, con lo que perdieron los ahorros de sus vidas. El total de pérdidas en bonos estuvo en un rango entre los 250 y los 288 millones de dólares, mientras que el coste para el estado (contribuyente) fue de 3.000 millones de dólares.

Tras unas largas pesquisas, en 1991 el Comité Ético del Senado concluyó que Cranston, DeConcini, y Riegle habían interferido de un modo sustancial e impropio en la causa abierta por la FHLBB contra la Lincoln Savings. Así, Cranston recibió una reprimenda formal por parte del Senado constituido en sesión formal para tal acto, con más de 100 senadores presentes. Llamativamente, Cranston no fue acusado de infringir ninguna ley o norma, sino de violar unos estándares que el presidente del Comité Ético, Howell Heflin, declaró que “no permiten que las acciones oficiales se puedan conectar con la recaudación de fondos”. Por su parte, los Senadores Glenn y McCain fueron exonerados de haber actuado indebidamente, aunque fueron criticados por el Comité por su falta de criterio y pobre juicio. El caso recibió una fuerte cobertura mediática y provocó que tres de los “Cinco de Keating” vieran sus carreras políticas truncadas, concretamente, Alan Cranston, Don Riegle y Dennis DeConcini. Charles Keating cumplió 4 años y medio en la cárcel, a donde fue manteniendo que era un “prisionero político” del Gobierno de los EEUU y un chivo expiatorio por el mayor escándalo bancario en la historia de la nación.

#### **3.6.4.2. La lucha por contener la crisis de las S&Ls: la Competitive Equality Banking Act de 1987 y la Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act de 1989.**

Ante esta perspectiva, una nueva respuesta de las autoridades llegó en 1987, cuando el Senado y el Congreso aprobaron en marzo la Competitive Equality Banking Act

(CEBA)<sup>36</sup>. Una ley que primariamente pretendía ayudar con la crisis que las cajas estaban sufriendo en aquel momento en EEUU, abriendo la posibilidad a adquisiciones bancarias interestatales y a la recapitalizando la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC. Al mismo tiempo, establecía una moratoria hasta el 1 de marzo de 1988, sobre las acciones de los reguladores bancarios para aprobar las actividades de las sociedades de bolsa filiales. Asimismo, aplicaba las restricciones a las filiales que se contemplaban en las secciones 20 y 32 de la GSA de todos los bancos asegurados por la FDIC durante la moratoria y eliminaba el resquicio legal de los “banco no bancarios” asegurados por la FDIC, excepto para las compañías que se encargaran de préstamos industriales. Sin embargo, a los “bancos no bancarios” constituidos hasta entonces se les permitía seguir operando sin estar sujetos a las restricciones mencionadas, Reinicke (1995).

De este modo, la CEBA también intentaba ganar tiempo para que el Congreso pudiera analizar y resolver las cuestiones de las actividades sobre activos bursátiles afectados por la GSA. Un frente al que se aplicaría el Senador William Proxmire (Demócrata-Wisconsin), el nuevo presidente del Comité Bancario del Senado, a partir de 1987.

Pese a estos esfuerzos, la debacle de las S&Ls no se contuvo, por lo que el Congreso tuvo que volver a aprobar una nueva ley, la Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act de 1989 (FIRREA)<sup>37</sup>, la cual cambió radicalmente el sector de las “cajas” de ahorro estadounidense y su regulación federal, Fabozzi y Modigliani (1992). Los detalles más importantes de esta ley fueron los siguientes<sup>38</sup>:

1. Dos entidades como la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) fueron abolidas.
2. Se creó la Office of Thrift Supervision (OTS), una agencia dependiente del Departamento del Tesoro, a la que se le encomendó la misión de regular, supervisor y examinar las instituciones de ahorro.
3. Se crea la Federal Housing Finance Board (FHFB), la cual supervisaría a los Federal Home Loan Banks.

---

<sup>36</sup> Disponible en <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-3240.html>.

<sup>37</sup> Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-3100.html>

<sup>38</sup> The Credit World Magazine (1989) “FIRREA – It's Not a New Sports Car”. Número September–October 1989. p. 20. Editada por la International Credit Association.

4. La Savings Association Insurance Fund (SAIF) reemplazó a la FSLIC como “fondo de seguro” para estas entidades, con un límite de 100.000\$.
5. Se creó la Resolution Trust Corporation (RTC) para disponer de las S&Ls quebradas.
6. La ley concedió a Freddie Mac y Fannie Mae responsabilidades adicionales para dar apoyo a las familias de ingresos bajos que quisieran conseguir préstamos hipotecarios.

La crisis redujo el número de S&Ls de 3.234 en 1986 a 1.645 en 1995, Curry y Shibuth, 2000. Igualmente, la cuota de mercado que mantenían estas entidades de préstamos hipotecarios pasó del 53% en 1975 a un 30% en 1990 (FANNIE MAE, 1992). Todo ello tuvo un impacto directo en el número de viviendas construidas, pues en el período que va de diciembre de 1986 a enero de 1991, el número de viviendas privadas que comenzaron a construirse pasaron de 1,83 millones a sólo 798.000. La cifra más baja desde 1959 según el Departamento de Comercio estadounidense. Por supuesto, la ralentización de la construcción tuvo un efecto en la crisis económica de los 90 en EEUU. Además, Hellmann, Murdock y Stiglitz, (2000) consideran que el rescate del Gobierno a las S&Ls con el dinero de los contribuyentes podría haber creado un riesgo moral y haber actuado como un incentivador a las entidades financieras prestamistas para seguir realizando préstamos arriesgados durante la crisis financiera de las “subprime” en 2007, Poole, 2009, lo que incrementaría la probabilidad y severidad de las crisis venideras, Tuckman, 2012, ya que los bancos y las entidades aseguradoras no contaban con las reservas de capital suficientes para respaldar los compromisos que estaban adquiriendo en mercado.

### **3.6.5. La comparación internacional a finales de los 80: La GSA contra el resto del mundo.**

De acuerdo con Reinicke (1995), la idea de revocar la GSA cobró nuevas fuerzas y ganó el apoyo de parte del Congreso en 1987, debido a que los bancos adoptaron un nuevo hilo argumentativo: la GSA evitaba que los bancos estadounidenses pudieran competir internacionalmente en igualdad de condiciones. Ahora ya no se trataba de preservar la rentabilidad de los grandes bancos comerciales, si no de preservar la “competitividad” de los bancos estadounidenses y, por ende, de la economía estadounidense en su

conjunto. Así, la evidencia que se usaba era el declive de los bancos estadounidenses en el ranking internacional. Según Reinicke (1995) en 1960, 6 de los 10 mayores bancos mundiales eran estadounidenses. En 1980 sólo 2 estaban entre los 10 más grandes. En 1989 no había ninguno entre los 25 primeros. De hecho, a finales de los 80 tanto el Reino Unido como Canadá eliminaron la separación entre banca comercial y de inversión. Por ello, los críticos con la GSA recordaban, con cierta sorna, que solamente otro país industrializado defendía la histórica separación y ése era Japón. La razón era que la nación del sol naciente mantenía una legislación impuesta por los EEUU durante la ocupación de Japón tras la Segunda Guerra Mundial.

Igualmente, la banca comercial doméstica estadounidense se quejaba de que incluso en EEUU 17 bancos extranjeros estaban liberados de estas restricciones impuestas por la GSA, dado que ellos habían establecido sus sucursales supervisados por los estados correspondientes antes de que la International Banking Act de 1978 trajera a estas entidades al ámbito supervisor de la GSA, Capatides (1992). De un modo similar, las sucursales de los bancos estadounidenses en el extranjero eran libres de suscribir y negociar acciones. Así que no es de extrañar que Paul Volcker dijera que, “en términos generales”, no tenía sentido que los bancos estadounidenses pudieran suscribir acciones en Europa, pero no en EEUU, Reinicke (1995).

### **3.6.6 Las posiciones sobre la Glass Steagall Act en 1987. Los primeros intentos para dismantelar la Glass Steagall Act (1987).**

Desde finales de los 80 la gran banca de inversión comenzó a presionar con fuerza para que la Glass-Steagall Act fuera revocada. A juicio de la industria financiera norteamericana la excesiva intervención estatal impedía que el mercado desarrollara toda su potencialidad. En 1987 el Servicio de Investigación del Congreso (Congressional Research Service) preparó un informe en el que se exploraban los pros y los contras de la ley. Como dice el resumen del informe la ley había levantado un muro de separación entre la banca comercial y la banca de inversión, pero 50 años después ese muro “parecía estar en ruinas, pues los banqueros habían creado nuevos productos financieros semejantes a valores, así como sociedades de valores que habían diseñado otros productos financieros que se asemejaban a préstamos y depósitos”. Además, la desregulación en el Reino Unido, Canadá y Japón habían incrementado la presión sobre

el Congreso para re-examinar la ley. De hecho, la separación de funciones contribuyó a limitar el desarrollo de los grupos bancarios estadounidenses. A pesar del tamaño de la economía estadounidense, hasta el final del siglo XX los mayores bancos mundiales serían europeos y japoneses.

Argumentos a favor de preservar la Glass Steagall (tal y como se escribió en 1987)<sup>39</sup>:

1. La concesión del crédito (es decir, los préstamos) y el uso del crédito (es decir, la inversión), por la misma entidad llevan a conflictos de interés. Estos conflictos conducen a abusos. La Glass Steagall Act se diseñó para luchar contra ellos.
2. Las instituciones de depósito tienen un enorme poder financiero, en virtud del control del dinero de otras personas. Su alcance debe limitarse a garantizar la solidez y la competencia en el mercado de fondos, ya sean préstamos o inversiones.
3. La negociación con valores puede ser arriesgada, lo que conduciría a enormes pérdidas. Estas pérdidas podrían poner en peligro la integridad de los depósitos. A su vez, el Gobierno garantiza los depósitos y podría ser obligado a pagar grandes sumas de dinero si las instituciones de depósito se derrumbaran como consecuencia de las pérdidas de valores.
4. Las instituciones de depósito se supone que son gestionadas para limitar el riesgo. Por tanto, sus directivos no pueden estar condicionadas a operar con prudencia en las empresas de valores más especulativos. Un ejemplo es la caída de sociedades de inversión inmobiliaria patrocinadas por las compañías bancarias hace una década.

El argumento en contra de preservar la ley (como se escribió en 1987), es decir, por relajar sus restricciones, incluyen los siguientes contra-argumentos:

---

<sup>39</sup> Texto extraído y traducido de la biblioteca digital de la University of North Texas. <http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metacrs9065/>

1. Las instituciones de depósito operan ahora en los mercados financieros "desregulados" en los que las distinciones entre los préstamos, valores y depósitos no están bien dibujados. Estas instituciones están perdiendo cuota de mercado ante las firmas de valores que no están tan estrictamente reguladas, y frente a las instituciones financieras extranjeras que operan sin tantas restricciones de la ley.
2. Los conflictos de intereses se pueden prevenir mediante la aplicación de la legislación en contra de ellos, y por la separación de las funciones de préstamo y crédito a través de la formación de filiales claramente separada de las entidades financieras.
3. Las actividades bursátiles que las instituciones de depósito están buscando son de bajo riesgo por su propia naturaleza. Además, reducirían el riesgo total de las organizaciones al ofrecer diversificación.
4. En gran parte del resto del mundo, las instituciones depositarias funcionan a la vez y con éxito en los mercados bancario y de valores. Las lecciones aprendidas de su experiencia pueden ser aplicadas a nuestra estructura nacional y a la regulación financiera.

En enero de 1988, la General Accounting Office (GAO) envió al Congreso un informe (General Accounting Office, 1988), en el que, igualmente, se revisaban los beneficios y riesgos de derogar la GSA. El informe apuntaba que la ley había sido "ya erosionada y la erosión es probable que siga en el futuro". Es decir, el dique de contención que separaba la banca comercial y la de inversión estaba a punto de quebrarse. El GAO exponía que el enfrentarse con la cuestión de la deregulación de la Glass-Steagall "representa una oportunidad para abordar de manera sistemática y racional los cambios en la estructura regulatoria y legal que se necesitan para responder mejor a las realidades del mercado." La GAO advirtió que el fracaso del Congreso para actuar era "potencialmente peligroso "al permitir una "continuación de la integración desigual de las actividades comerciales y de banca de inversión".

### **3.6.7. Las sociedades bursátiles filiales de la sección 20 y el "5%" de los activos no elegibles. o cómo incumplir la gsa con un "atajo".**

En 1978 el Consejo de la Reserva Federal había autorizado a los holdings bancarios a crear sociedades filiales de bolsa que pudieran suscribir en el mercado primario y negociar activos financieros emitidos por el gobierno, así como otros que se consideraban “elegibles”, bank-eligible securities, (Fein, 2011). En 1984 sería el propio presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien, preocupado porque el marco legislativo se adaptará a las condiciones de mercado existentes en aquel momento, apoyaría la modificación de la Glass Steagall Act para permitir que dichas sociedades filiales pudieran suscribir y negociar, en pequeñas cantidades, activos financieros no elegibles, pero no acciones de corporaciones empresariales, Reinicke (1995) y Volcker (1984).

Como reflejó en un discurso Volcker (1984), ante la posibilidad de permitir expandir las capacidades de los holdings bancarios el punto de vista del presidente de la FED consistía en que era posible modelar al sistema financiero de modo que “reconozca y acomode las fuerzas del mercado, pero que también reconozca las continuas preocupaciones de las políticas públicas”. Así, Volcker exponía que “Queremos competencia y los beneficios para el consumidor inherentes a la competencia. También, queremos un sistema bancario seguro y sólido, estable en sí mismo, y que contribuya a una mayor estabilidad económica”. Tal vez por ello, para 1987 el Consejo de la Reserva Federal había aprobado que los Holdings bancarios Bankers Trust, Citicorp y JP Morgan establecieran filiales (de acuerdo con la “Section 20 affiliates”) para poder suscribir y negociar activos respaldados por hipotecas sobre activos residenciales, “residencial mortgage-backed securities”, bonos municipales y papel comercial. La Sección 20 de la Glass-Steagall prohibía a un banco el poder contar con una filial cuyo negocio estuviera principalmente centrado en suscribir y negociar con activo financieros. La interpretación del Consejo de la FED fue que la Sección 20 permitía a una filial del banco ganar el 5% de sus ingresos provenientes de la negociación de activos que fueran “bank-ineligible securities”, sujetos a varias restricciones, incluyendo “cortafuegos” para separar un banco comercial de su filial, Reinicke (1995). Tres meses después el Consejo añadió a la lista de “bank-ineligible securities” los activos

respaldados por “pools” de cuentas de tarjetas de créditos y “otros activos financieros” que las filiales de la Sección 20 podían suscribir, Reinicke (1995). Sin embargo, en 1987 el propio Volcker subrayó e hizo notar que los bancos que negociaran grandes paquetes de activos financieros gubernamentales tendrían la posibilidad de negociar un volumen significativamente importante de “bank-ineligible securities”, ya que todo dependía de la norma del 5% del total de los ingresos. Es decir, cuanto mayor fuera el paquete de activos elegibles, también mayor sería el paquete de activos no elegibles que generarían ese 5%. Ello le hizo mostrar su preocupación sobre un aspecto: ¿Tenía el Consejo de la Reserva Federal la autoridad para permitirlo sin una enmienda parcial a la Glass Steagall Act? Es por esta razón que Volcker y Wayne Angell, otro miembro del Consejo de la Reserva Federal, disintieron de la opinión mayoritaria (Reinicke, 1995). No obstante, ya se había conseguido incumplir la GSA con un "atajo". En este punto, vemos como se había conseguido abrir grietas en el muro de contención, lo que abriría el camino a la derogación total de la GSA.

Después de que la Financial Modernization Act de 1988 no se convirtiera en ley, su promotor, el Senador Proxmire y un grupo de Demócratas del Comité Bancario del Congreso, entre los que ya estaba Barney Frank, escribieron al Consejo de la Reserva Federal recomendándole expandir los poderes de las filiales de la Sección 20. Proxmire declaró que “el Congreso ha fracasado a la hora de hacer su trabajo”, por lo que era “el momento de que la FED tomará cartas en el asunto”, Reinicke (1995). Tras esta carta en 1989 el Consejo de la FED, ya con Alan Greenspan como presidente del mismo, aprobó que las filiales de la sección 20 pudieran suscribir activos bursátiles de compañías privadas, incrementando el porcentaje del 5 al 10% sobre los activos “bank-ineligible”. En 1990 el Consejo aprobó que JP Morgan pudiera suscribir acciones de empresas privadas. Una decisión que suponía, como dice Wolfgang Reinicke (1995), que las dos divisiones de la antigua casa “Morgan”, la comercial, J.P. Morgan & Co., y la de inversión, Morgan Stanley, volvían a competir en un único mercado, ofreciendo productos comerciales y de inversión. En suma, una revocación “de facto” de la GSA.

### **3.6.8 El liderazgo de Alan Greenspan en la FED. El camino abierto para la desregulación de la GSA.**

En agosto de 1987 el Senado confirmó a Alan Greenspan como presidente de la Reserva Federal y ya en diciembre de ese mismo año, el nuevo presidente dejó claras sus intenciones al declarar (Greenspan, 1987), ante el Congreso que el Consejo de la FED apoyaba la revocación de la Glass Steagall Act. Aunque, como hemos visto Paul Volcker había modificado su posición sobre la reforma de la Glass Steagall Act durante los 80, se le seguía considerando una voz “conservadora” y si se quiere anti-desreguladora entre los miembros del Consejo. Este escenario de voces “discordantes” cambió con la llegada del nuevo presidente, puesto que como escribe Reinicke (1995), el Consejo de la FED pasó a hablar con “una única voz”, uniéndose a otras dos importantes agencias estatales, la FDIC y la OCC, para pedir la derogación de la Glass Steagall Act.

El punto de vista de Greenspan quedó muy definido en su testimonio ante el Congreso de diciembre de 1987. En su opinión, esta revocación permitiría menores costes, a la vez que expandiría los servicios de los que gozarían los consumidores gracias a una mayor competencia. Igualmente, favorecería el fortalecimiento de las instituciones bancarias, lo que les ayudaría a competir más efectivamente en casa y en el extranjero en los mercados de crédito. Unos mercados transformados, a su juicio, por avances revolucionarios en la tecnología informática y en las comunicaciones. Todo lo cual podría esperarse que resulte en una mayor captación de capital por parte de la industria bancaria, el lugar donde más capital se necesita. Según él “las actividades bursátiles de las organizaciones bancarias pueden ofrecer importantes beneficios públicos, sin impedir la seguridad y solidez de los bancos, si éstos están dirigidos por gestores experimentados en compañías adecuadamente capitalizadas. En un marco que aisle al banco de sus filiales bursátiles” Ciertamente, Greenspan consideraba que las actividades relacionadas con valores eran arriesgadas, pero afirmaba que estos riesgos se podían gestionar prudentemente, a la vez que monitorizar y supervisar, de un modo correcto y suficiente, las actividades bursátiles de las filiales. En su opinión, la clave estaría en la suficiente capitalización bancaria. Como vemos, Alan Greenspan situó en el eje de su actuación un enfoque desregulador. Nuestra hipótesis es que, dado que su magisterio y

su reputación fueron creciendo con el paso de los años, pudo influenciar en políticos y en comités para que su visión se fuera imponiendo en los sucesivos años en los sucesivos gobiernos y en el resto de las agencias supervisoras. Es decir, su visión se convirtió en dominante.

De este modo, y con las siguientes palabras, dibujó el futuro legislativo del país “El Congreso aprobó la Ley Glass-Steagall hace más de 50 años, ya que creyó que los bancos habían sufrido graves pérdidas, como resultado de su participación en la banca de inversión. El Congreso también pensó que la implicación del banco en los aspectos de promoción de la actividad de banca de inversión podría producir una variedad de peligros "sutiles" al sistema bancario, como los conflictos de interés y la pérdida de confianza del público. En respuesta a estas preocupaciones, creemos que los riesgos de la banca de inversión respecto a instituciones de depósito son controlables, que el marco regulatorio establecido en las leyes de valores minimiza el impacto de los conflictos de intereses, que la red de seguridad federal establecida a través de un seguro de depósitos y el acceso a una línea de crédito de la Reserva Federal evitará la posibilidad de retirada de depósitos por una (situación) de pánico sobre los bancos si sus firmas de valores afiliadas experimentan pérdidas, y que los bancos pueden ser debidamente aislados de sus filiales de valores a través de un marco estructural adecuado”.

El 4 de enero de 1995, el nuevo presidente del Comité Bancario del Congreso, James A. Leach (Republicano – Iowa), presentó una ley para derogar las secciones 20 y 32 de la Glass Steagall Act. Leach volvió a utilizar los viejos argumentos contra esta ley, al afirmar que estaba “fuera de sintonía con la realidad”. Llamativamente, esta propuesta fue recogida por la Administración del presidente demócrata William Jefferson Clinton, ya que cuando en febrero de ese año Robert Rubin fue confirmado como Secretario del Tesoro éste corroboró que apoyaba dicha derogación, puesto que “es tiempo para que las leyes reflejen los cambios en el sistema financiero mundial”. De hecho, Leach y Rubin compartían una misma visión sobre el marco legislativo estadounidense del momento y no dudaban en calificar a la Glass Steagall Act como “obsoleta” y “caducada” (Hendrickson, 2001) y (Wilmarth, 2008).

### 3.7. LA ECONOMIC GROWTH AND REGULATORY PAPERWORK REDUCTION ACT (1996) Y LA CULTURA PRO-DESREGULACIÓN.

En 1996 se aprobó una nueva ley federal, la Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act, Ley de Crecimiento Económico y Regulación de los Trámites Administrativos. Esta nueva normativa requería a los reguladores federales revisar las normas cada década y solicitar comentarios sobre leyes “*obsoletas, innecesarias o indebidamente gravosas*”, “*outdated, unnecessary, or unduly burdensome rules*”. Esta llamada fue recibida por algunas agencias estatales con verdadero entusiasmo. Por ejemplo, En el informe anual de 2003 de la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, se incluye una muy llamativa fotografía del vicepresidente de la entidad, John Reich, al director de la Oficina de Supervisión del Ahorro (OTS<sup>40</sup>), James Gilleran, con la sierra mecánica, y a tres representantes de la industria bancaria, James McLaughlin de la American Bankers Association, Harry Doherty de America's Community Bankers, y Ken Guenther de la Independent Community Bankers of America.. En ella los 5 hombres están usando unas tijeras de podar y una motosierra para cortar una cinta roja que ata una enorme pila de papeles que representa la regulación.



**Imagen 2. Los miembros de la FDIC disponiéndose a “aligerar” la regulación. Fuente: Informe anual de la FDIC, 2003.**

---

<sup>40</sup> La OTS, Office of Thrift Supervision, era la responsable de la regulación de préstamos y ahorros y centró su tarea en el área de préstamos hipotecarios. En 2004, el director de la entidad, James Gilleran declaró que su objetivo era permitir que los bancos operaran en este campo con una amplia libertad de “intrusiones regulatorias”.

Tal y como describe el trabajo de la Financial Crisis Inquiry Commission<sup>41</sup>, otras agencias estatales no se mostraron tan “entusiastas” como la FDIC y sufrieron las consecuencias. Arthur Levitt, antiguo presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores norteamericana, la SEC, declaró que una vez se hacía público que estaban trabajando en el desarrollo de una nueva regulación, los “lobbies” financieros transmitían sus quejas a los miembros del comité del Congreso con jurisdicción sobre la actividad financiera en cuestión. De acuerdo con Levitt estos miembros comenzarían a “acosar” a la SEC con frecuentes cartas exigiendo respuestas a complejas cuestiones, así como solicitando comparencias de funcionarios de la SEC ante el Congreso. Estas peticiones consumían mucho del tiempo y de los recursos de la agencia, al tiempo que la desanimaban a iniciar el diseño de nuevas regulaciones. Levitt<sup>42</sup> lo describe como una especie de juego sangriento en el que se trataba de “hacer parecer a la agencia en particular estúpida o inepta o corruptible”.

El nuevo marco institucional formal tenía un sentido positivo, ya que se proponía mejorar la regulación del país, eliminando leyes y sustituyéndolas, en principio, por otras mejores y más adecuadas. Sin embargo, el marco institucional informal apuntaba únicamente a la reducción de la normativa, no a su mejora y sustitución. Lo que se enmarcaba dentro de la idea de que menos estado y menos regulación era bueno para la economía, pues supuestamente el mercado era capaz de auto-regularse. Además, los funcionarios gubernamentales creían que los incentivos privados estaban correctamente diseñados para prevenir cualquier tipo de crisis (Fligstein y Goldstein, 2010, p. 63). Como exponía Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal en 1997 *“El propio interés de los participantes del mercado genera una regulación privada del mercado. Por tanto, la cuestión real no es si un mercado debe ser regulado. Sino, si la intervención del estado fortalece o debilita la regulación privada”*<sup>43</sup>. El planteamiento fue calando y la perspectiva era positiva, gracias a la supuesta mejora en las “innovaciones financieras”. En un discurso de 2003, Roger Fergusson, Vicepresidente de la FED, alababa *“la verdaderamente impresionante mejora en métodos de gestión y*

---

<sup>41</sup> La Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) es una comisión de diez miembros nombrados por el gobierno de Estados Unidos con el objetivo de investigar las causas de la crisis financiera de 2007-2010.

<sup>42</sup> Levitt compareció ante la Financial Crisis Inquiry Commission el 1 de octubre de 2010.

<sup>43</sup> Extracto del discurso “Government Regulation and Derivative Contracts” pronunciado por Alan Greenspan, presidente de la FED, 21 de febrero de 1997 en la Conferencia sobre Mercados Financieros organizada por el Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

*medida del riesgo*”, así como la creciente adopción de estas medidas por parte de la mayoría de los grandes bancos comerciales e intermediarios financieros.

### **3.8. DEROGACIÓN DE LA GLASS-STEAGALL ACT. LA GRAMM-LEACH-BILLEY FINANCIAL SERVICES MODERNIZATION ACT (1999).**

En 1939 Ferdinand Pecora, el hombre que dio nombre a la Comisión que investigó para el gobierno norteamericano las causas del crash del 29, publicó un libro titulado “Wall Street bajo juramento”, “Wall Street under oath”. En él recordaba las vistas y los interrogatorios. Así como que las “argucias legales y la oscuridad fueron más vigorosos aliados de la banca”. En el prefacio de su obra, Pecora escribió premonitoriamente: “Bajo la superficie de la regulación gubernamental del mercado de valores, las mismas fuerzas que produjeron los excesos especulativos del desenfrenado mercado alcista de 1929 siguen dando pruebas de su existencia e influencia. Aunque reprimidos por el momento, no hay duda de que, dada una oportunidad adecuada, volverán a realizar actividades perniciosas. Con frecuencia se nos dice que esta regulación está ahogando la prosperidad del país. Así, Wall Street se mostró amargamente hostil ante la promulgación de la nueva legislación regulatoria. Ahora espera con ilusión el día en que pueda (...) retomar las riendas de su antiguo poder”.

Ese día llegó el 12 de noviembre de 1999 cuando la Ley Gramm-Leach-Bliley (GLB), también conocida como la *Ley de Modernización de Servicios Financieros*, fue promulgada por el presidente Bill Clinton y derogó parte de la Ley Glass-Steagall de 1933. Con la nueva ley se rompía el “muro” de separación entre empresas bancarias, sociedades de valores y compañías de seguros.

La Ley Gramm-Leach-Bliley permitía consolidar sus actividades a los bancos comerciales, bancos de inversión, sociedades de valores y compañías de seguros. Por ejemplo, Citicorp (un holding bancario comercial) se fusionó con Travelers Group (una compañía de seguros) en 1998 para formar el conglomerado Citigroup<sup>44</sup>, una

---

<sup>44</sup> Tal y como publicó el New York Times en 2010, el Director General de Citigroup manó colocar un pedazo de madera de unos 4 pies, unos 1,25 metros, de ancho con su cara grabada y las palabras “El

corporación bancaria que combina, de valores y de seguros en una misma entidad que reunía a Citibank, Smith Barney, Primerica y Travelers. Esta combinación, anunciada en 1998, habría violado la Ley Glass-Steagall y la Bank Holding Company Act de 1956 por la reunión de valores, seguros y banca, si no fuera porque se le concedió una exención de 2 años, con la idea que la ley se habría cambiado para entonces. Igualmente, tras la aprobación de la nueva ley el Bank of America se fusionó con el Fleet Bank de Boston.

La Ley de Modernización de Servicios Financieros respondía a un deseo político de querer permitir a los bancos diversificarse y crecer con el objetivo de competir efectivamente en mercados internacionales (Campbell, 2010, p.17). La justificación que daba el sector financiero para la aprobación de la ley era que los clientes suelen invertir más en activos financieros cuando la economía va bien, pero que cuando el ciclo cambia ponen la mayor parte de su dinero en cuentas de ahorro. Con la nueva ley, la institución financiera podría ofrecer ambos servicios, inversión y ahorro, fuera cual fuera el momento del ciclo económico.

Sin embargo, el crecimiento de estas instituciones financieras les permitió ganar tamaño para acceder a mercados internacionales donde poder captar capital. Así, se rompía la tradicional práctica bancaria norteamericana de los últimos 65 años de conseguir capital mayoritariamente a través de los depósitos. Igualmente, de acuerdo con Mehran y otros, 2012, la ley promocionó la creación de conglomerados bancarios, lo que redujo la disciplina del mercado y permitió a los bancos el pedir prestado a un coste que no reflejaba el coste efectivo de sus activos, como veremos en el capítulo dedicado a la respuesta de la administración Obama y el “too big to fail”. Lo que corrobora la visión de que las instituciones financieras han estado bajo unos niveles de control del mercado inferiores a los que se han practicado en las corporaciones, tal y como dicen Dewatripont y Freixas (2012) en la introducción del trabajo “The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms”.

A ello hay que sumar que la Securities and Exchange Commission había legislado en los 90 a favor de las titulizaciones. Ambos movimientos legislativos dejaron el camino

---

destructor de la Glass Steagall, en referencia a la ley derogada. BROOKER, Katrina. “Citi’s Creator, Alone With His Regrets”, New York Times, 2 de enero de 2010.

expedito para que los grandes bancos pudieran lanzarse a realizar inmensas titulaciones de dos subyacentes: créditos hipotecarios y créditos sobre las tarjetas de crédito<sup>45</sup>. De hecho, en 2002 había ya 6,6 billones de activos en el mercado de las titulaciones hipotecarias que representaban el 70% del total y que habían sido emitidas por empresas respaldadas por el estado como Fannie Mae y Freddie Mac. Así, la legislación facilitó el rápido crecimiento de lo que se denominó “*sistema bancario en la sombra*” (Campbell, 2010). Este sistema estaba asentado en un mercado Over The Counter, OTC, en el que los MBS, Mortgage Backed Securities, eran vendidos con su correspondiente seguro de precios, los Credit Default Swaps. Con todos estos ingredientes se creó un mercado de derivados que se suponía era capaz de reasignar y distribuir los riesgos de estos nuevos y exóticos productos. Un mercado que no estaba regulado, al no funcionar en mercados oficiales, lo que favorecía su opacidad.

Desde la academia económica la derogación de la Glass Steagall Act también fue defendida en aras de una mayor concentración bancaria. Por ejemplo, Cyree (2000) estudia los efectos del aumento de los poderes de banca de inversión en el sector de la industria bancaria comercial. En él llega a la conclusión que, aunque se pueda argumentar que los grandes bancos comerciales se espera que ganen en el mano a mano a los pequeños, sus hallazgos “*sugieren que la desaparición de la Glass-Steagall es en general positivo para la industria de la banca comercial*”. Estos resultados apoyaban las investigaciones de ANG y RICHARDSON (1996), KROSZNER y RAJAN (1994), y PURI (1996) que aseguraban que los posibles conflictos de intereses entre banca comercial y banca de inversión no eran muy graves.

Kroszner y Rajan (1994) evaluaron los argumentos esgrimidos en su momento a favor de la promulgación de la Glass-Steagall Ast. En síntesis exponen que, debido a los conflictos de interés, los bancos comerciales engañaron sistemáticamente al público para invertir en valores de baja calidad. Los autores utilizan la prueba de comparar el rendimiento de los valores ofrecidos por los bancos comerciales con los ofrecidos por bancos de inversión independientes. De ella deducen que “Permitir a la banca comercial y de inversión que habiten bajo un mismo techo no condujo a generalizar el fraude a los inversores. En su lugar, nuestros resultados sugieren que los mercados públicos y las

---

<sup>45</sup> La titulación de los créditos de las tarjetas de crédito fue introducido por Banc One Corporation a mitad de los 80 (Campbell, 2010).

agencias de calificación eran conscientes del potencial de los conflictos (o debilidad de la reputación) de los (bancos) afiliados e impusieron un descuento de mercado “limón” sobre los títulos suscritos por los afiliados”(p.24).

Además, Kroszner y Rajan (1994)) cierran su trabajo con la siguiente pregunta “Una cuestión importante que plantea el estudio, pero que no responde, son las consideraciones políticas detrás de la Glass-Steagall Act. Si la justificación económica dada a favor de la ley no estaba apoyada por las evidencias, ¿por qué se aprobó? ¿Eran los presuntos abusos simplemente una excusa para los legisladores en la década de 1930 para perseguir otras metas”.

Sin embargo, la derogación de la GSA supuso la eliminación, prácticamente total, de las salvaguardas del sistema financiero estadounidense. Éste es, para esta Tesis, uno de los principales factores del estallido del sistema financiero estadounidense, puesto que la eliminación de ese muro entre banca comercial y banca de inversión, era la manifestación clara de que un nuevo enfoque se había convertido en dominante. Las fuerzas del mercado podían actuar nuevamente y, lo que era más grave, las agencias supervisoras confiaban en ellas.

### **3.9. LA BATALLA PÉRDIDA POR LA REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS (1996-1999).**

A finales de los años 90 se discutió en EEUU sobre la posibilidad de incrementar la regulación sobre los contratos de derivados y arrojar algo de luz sobre esa “banca en la sombra”. En aquel momento la persona que más abogaba por un cambio en la legislación y por la regulación era Brooksley Born, la presidenta de la Commodity Futures Trading Commission, el equivalente a la española Comisión Nacional del Mercado de Valores, aunque en este caso la supervisión de Born se limitaba a los mercados de futuros. Su intención era vigilar todos los mercados de derivados, incluyendo las opciones porque *“El tamaño y la naturaleza de este mercado crea un riesgo sistémico potencial para todos los mercados financieros del país, lo que requiere una vigilancia por parte de las autoridades regulatorias federales”*. Como ella misma

reconoció al Washington Post, la mera idea de lo que podría suceder si esos productos se negociaban sin control la hacía despertar por las noches bañada en sudores fríos.

Born se enfrentó en vistas y reuniones a diferentes personas a las que solicitó poder elevar sus poderes regulatorios, a saber: Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal Norteamericana, Robert Rubin y Lawrence Summer, los dos Secretarios del Tesoro en mandatos consecutivos, Arthur Levitt Jr., Presidente de la SEC y, Phil Gramm, senador republicano por Texas. El resultado de la batalla fue muy claro. No sólo fue que Born perdiera. Es que además Gramm consiguió la aprobación para una legislación que prohibía específicamente la regulación sobre los derivados OTC.<sup>46</sup> Esta nueva ley se llamó la Commodity Futures Modernization Act y se aprobó el 21 de diciembre de 2000.

Como muestra del debate regulatorio aquí quedan transcritas algunas declaraciones realizadas en las vistas y publicadas en The Washington Post<sup>47</sup> sobre las diferentes visiones de la regulación de los derivados:

*"El tamaño y la naturaleza de este mercado, crea un potencial de riesgo sistémico en los mercados financieros de la nación que requiere la vigilancia de las autoridades reguladoras federales".* Brooksley E. Born, Presidenta de la Commodity Futures Trading Commission, 1996-1999

"La regulación de las operaciones de derivados que se negocian en privado entre profesionales no es necesaria. La regulación que no sirve a ningún propósito útil obstaculiza la eficiencia de los mercados para aumentar los niveles de vida." Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal, 1987-2006. Greenspan pensaba que la CFTC no tenía autoridad legal para regular el mercado de derivados, por lo que cualquier propuesta CFTC pondría en peligro la legalidad de los contratos existentes.

---

<sup>46</sup> Greenspan ha dicho que lamenta haberse opuesto a la regulación de los derivados; Summers, asesor económico del Presidente Obama al principio de su mandato, dio señales de haberse retractado al unirse a Tim Geithner, Secretario del Tesoro Norteamericano, para pedir una fuerte regulación. Por último, Phil Gramm, ya fuera del Senado, no quiso hacer comentarios a la revista FORTUNE. Las filas de los conversos, sin embargo, se vieron incrementadas por nada menos que el ex presidente Bill Clinton, quien declaró a al escritor Peter Baker del New York Times que equivocó al escuchar a Greenspan sobre los derivados y que ojalá hubiera exigido que fueran regulados por la Securities and Exchange Commission.

<sup>47</sup> "Key Players In the Battle Over Regulating Derivatives". Dentro del especial "The Crash. What went wrong?". <http://www.washingtonpost.com/wp-srv/business/risk/players.html>

"Creo que haríamos bien en recordar el adagio de Lincoln que dice que hacer vivir a una sociedad bajo leyes viejas y obsoletas - y creo que podríamos decir lo mismo acerca de la regulación - es como pedirle a un hombre a llevar la misma ropa que llevaba cuando era un niño." Phil Gramm, el senador republicano de Texas, 1985-2002, presidente, Comité Bancario del Senado, 1999-2001.

Todo ello, contribuyó aún más a profundizar en el enfoque favorable al mercado que se había impuesto como visión dominante. La derrota pública de Born enviaba un mensaje al resto de las agencias y funcionarios para que se unieran a él. Sin embargo, el situar fuera del radar de la supervisión a los mercados de derivados favoreció que se creara un mercado bancario en la sombra que era mayor que el propio mercado bancario regulado (Adrian y Shin, 2009) lo que elevó el riesgo global del sistema, en lugar de relocalizarlo. Todo lo cual contribuyó al estallido final.

### **3.10. LA COMMODITY FUTURES MODERNIZATION ACT (2000) Y EL AGUJERO “ENRON”.**

Esta ley, firmada por el presidente Bill Clinton el 21 de diciembre de 2000, clarificó la legislación sobre derivados. Así, la mayoría de las transacciones de contratos Over The Counter, OTC, entre “partes sofisticadas” no serían reguladas como “futuros” según la Commodity Exchange Act de 1936 o como “valores” según las leyes federales sobre activos financieros. En su lugar, los principales comercializadores de estos productos, bancos y sociedades de bolsa, seguirían negociando con derivados OTC y serían supervisados, las compañías, que no los derivados, por reguladores federales bajo estándares de “seguridad y solidez”. El gran argumento a favor de esta no supervisión directa, e indirecta a través de la supervisión a las entidades, fue que si se incrementaba la regulación sobre los derivados este negocio se marcharía de Estados Unidos. Además, la evolución a lo largo de la década de los 90 de la industria de los mercados de derivados, conjuntamente con sus cámaras de compensación, y el rápido crecimiento de los mercados OTC se entendía que eran el brillante resultado de la misma innovación, motivado por un esfuerzo por controlar y gestionar el riesgo. Es más, el propio FMI consideraba que pese a que los mercados OTC eran un segmento poco

regulado de los mercados financieros, su flexibilidad y su alcance global facilitaban un “arbitraje regulatorio” entre países, por lo que incluso una regulación y supervisión “ligeras” tenía efectos identificables, como consideraban Schinasi y otros (2000). En suma, el mercado financiero había logrado por sí mismo los resultados que los reguladores públicos pretendían lograr, como expone Kroszner (1999). Es más, según Kroszner (1999) las claves a la hora de diseñar la nueva regulación serían, primero, impedir que la regulación pública expulsara la regulación privada; y segundo, se debería de someter a la regulación pública a un análisis costo-beneficio, para ver si realmente vale la pena mantenerla.

El mismo Alan Greenspan, presidente de la FED, estaba inmerso en esta línea de pensamiento, pues ya en 1997 declaraba lo siguiente: “El propio interés de los participantes del mercado genera una regulación privada del mercado. Por tanto, la cuestión real no es si un mercado debe ser regulado. Sino, si la intervención del estado fortalece o debilita la regulación privada”<sup>48</sup>.

La consecuencia fue que la ley dejaba sin regular a los derivados energéticos Over The Counter (OTC), una de las causa de la implosión de Enron<sup>49</sup>. Por ello, en 2008 se promulgó la Close the Enron Loophole Act. Una legislación destinada a cerrar ese “hueco” abierto.

### **3.11. LA “POLÍTICA DE REGULACIÓN LIGERA” DE LA SEC. LA “ALTERNATIVE NET CAPITAL REQUIREMENT FOR BROKER DEALERS THAT ARE PART OF CONSOLIDATED SUPERVISED ENTITIES” (2004).**

En 2004 la SEC decidió suavizar los requisitos de capitalización para los bancos de inversión y las sociedades de bolsa a través de una normativa denominada “*Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities*”. Antes de su promulgación, las firmas de valores tenían que reservar un

---

<sup>48</sup> Extracto del discurso “Government Regulation and Derivative Contracts” pronunciado por Alan Greenspan, presidente de la FED, 21 de febrero de 1997 en la Conferencia sobre Mercados Financieros organizada por el Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

<sup>49</sup> Wendy Gramm, esposa de Phil Gramm trabajó en el equipo directivo de Enron, concretamente en el departamento de auditoría de la entidad, antes del colapso.

determinado porcentaje de cada dólar de capital en riesgo para garantizar su solvencia en el caso de un colapso del mercado, o que un cliente importante no pudiera hacer frente a sus obligaciones. Bajo las nuevas reglas, las reservas se determinarían de acuerdo a un cálculo más complejo y matizado de los riesgos, incluyendo aspectos como los movimientos de mercado adversos o cambios en la legislación.

Sin embargo, lo mejor era que las nuevas normas también permitían a las empresas utilizar los activos no monetarios, tales como contratos de derivados, para compensar el riesgo. Esto liberó más capital de los balances de los bancos, que de ser usado como “colchón” frente a posibles riesgos, pasó a utilizarse como garantía para pedir prestado dinero (Campbell, 2010, Vives, 2010). Estos nuevos importes fluirían a las matrices de sus bancos y servirían para apalancar nuevas inversiones en un mercado eferescente como era el de las titulaciones hipotecarias y los CDSs. Los grandes bancos de inversión presionaron con fuerza para que se aprobara esta nueva legislación.<sup>50</sup> La consecuencia directa fue la siguiente, el ratio de apalancamiento de los 5 grandes bancos de inversión, Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley, pasaron de una media de 12 a 1 a dispararse hasta una media de 27 a 1, e incluso en algunos casos puntuales hasta 40 a 1. Para empeorar la situación, muchos de sus préstamos eran a corto plazo, lo que significaba que tenían que ser renovados diariamente. Por ejemplo, Bear Stearns alcanzó un ratio de 33 a 1, es decir, por cada dólar en activos tenía 33 en deuda<sup>51</sup>.

Además, las normas que la SEC impulsó en 2004 establecían un programa, el Consolidated Supervised Entities (CSE), por el que los grandes bancos de inversión podían VOLUNTARIAMENTE ser sometidos a supervisión sobre sus niveles de su capitalización, liquidez y posiciones apalancadas. De este modo, los bancos estadounidenses consiguieron ser “supervisados” en EEUU por las autoridades

---

<sup>50</sup> En 2008 el NY Times publicó un artículo sobre las causas de la crisis financiera. En el que se exponía que los 5 grandes de inversión norteamericanos, incluyendo Goldman Sachs, que en aquel momento estaba presidido 2008 por Henry Paulson, quien luego se convertiría en Secretario del Tesoro, lideraron la presión sobre la SEC para que levantara las restricciones sobre el capital. Cinco miembros de la SEC se reunieron el 28 de abril de 2004 para tomar una decisión sobre la solicitud. Tras una discusión que duró 55 minutos las normas se levantaron por un voto unánime para aquellos bancos con activos superiores a los 5.000 millones de dólares. Curiosamente, Henry Paulson se convertiría 2 años después en Secretario del Tesoro en la administración.

<sup>51</sup> Según las conclusiones de la Financial Inquiry Crisis Commission, p. XX, las reinas del apalancamiento eran Fannie Mae y Freddie Mac, las empresas patrocinadas por el gobierno, GSEs, con ratios de 75 a 1.

competentes al respecto, lo que les evitaba que sus operaciones en Europa fueran supervisadas, pues, supuestamente, no tenía sentido una doble supervisión a ambos lados del Atlántico. Un excelente incentivo para hacer “lobby” sobre la administración estadounidense. Sin embargo, como expone el informe final de la *Financial Crisis Inquiry Commission* esta supuesta “regulación” en suelo norteamericano no funcionó en la práctica, pues el grado de apalancamiento bancario era a menudo ocultado a través de derivados y en entidades fuera de balance. Ello permitió el crecimiento de una “*banca en la sombra*”, donde también se situó el multimillonario mercado de repos que engrasaba el mercado. Todo lo cual, como venimos comentando, contribuyó decisivamente al estallido final.

Como reconoció, con crudeza y con meridiana claridad, el propio presidente de la SEC, Christopher Cox<sup>52</sup>, en una nota de prensa difundida el 26 de septiembre de 2008: “*Los últimos seis meses han dejado muy claro que la regulación voluntaria no funciona. Cuando el Congreso aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley, creó un vacío legal importante, al no dar a la SEC o cualquier otra agencia la autoridad para regular las grandes corporaciones bancarias como las que poseen Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, y Bear Stearns*”.

Además, el final de la nota de prensa concluía con la siguiente petición: “*Como hemos aprendido de la experiencia del CSE, es fundamental que el Congreso garantice que no haya este tipo de espacios sin regulación en nuestro marco normativo. Lamentablemente, como ya he informado al Congreso esta semana, un enorme agujero permanece: los cerca de \$ 60.000.000.000.000 de credit default swap (CDS) de mercado, que no están regulados por ninguna agencia de gobierno. Ni la SEC ni cualquier regulador tiene autoridad incluso para exigir una divulgación mínima. Insto al Congreso a actuar rápidamente para hacer frente a esto*”.<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup> Nota de prensa en la que el presidente Cox anuncia el fin del programa de supervisión consolidada de entidades. 26 de septiembre de 2008. Press release 2008-230, U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm>.

<sup>53</sup> La política de “regulación ligera” de la SEC ejemplifica perfectamente el cambio de enfoque sobre la regulación. La SEC se creó en 1933, en el mismo año que la Ley Glass Seagall Act, como una agencia independiente. Su misión inicial consistió en devolver la confianza a unos inversores golpeados por el crash del 29 y fue liderada en su composición por pesos pesados de la política del New Deal, incluyendo a James Landis y a William O. Douglas. Curiosamente, cuando al presidente Franklin D. Roosevelt le preguntaron porque en 1934 nombró como primer presidente de la agencia a Joseph P. Kennedy, un famoso y exitoso especulador bursátil, su respuesta fue: “*Pon a un ladrón para cazar a un ladrón*”. En el largo plazo, la razón principal para la creación de la SEC era regular el mercado de valores y evitar

Como dice el informe de la *Financial Crisis Inquiry Commision*, una vez el sistema estaba así configurado el colapso era inevitable, pues “¿*Qué otra cosa podía uno esperar de una autopista donde no habían ni límites de velocidad ni las divisorias de los carriles estaban netamente pintadas?*”<sup>54</sup>.

---

abusos de las empresas relacionadas con la oferta y venta de valores. También, se le dio el poder de autorizar y regular las bolsas de valores, las sociedades cuyos valores cotizan en ellos, y los intermediarios y comerciantes que se llevó a cabo la negociación. Con la promulgación de la Glass Seagall Act se le recortó la posibilidad de ejercer sus funciones en todo el mercado.

<sup>54</sup> Conclusiones de la *Financial Crisis Inquiry Commision*, p. XVII.



# **CAPÍTULO 4. LA IMPORTANCIA DE LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS DE LOS ALTOS EJECUTIVOS FINANCIEROS: CUANDO LOS INCENTIVOS ARRINCONAN A LA ÉTICA.**

## **4.1 INTRODUCCIÓN**

El objetivo de este capítulo consiste en examinar el sistema retributivo de los altos ejecutivos financieros durante el periodo previo al estallido de la crisis financiera a fin de explicar cómo dicho sistema generó unos incentivos orientados en pos del beneficio en el corto plazo, olvidando las consecuencias en el largo plazo, lo que condujo a una toma excesiva de riesgo, tal y como exponen Stiglitz (2010), Costas (2010), Hodgson (2009), Krugman (2011) y Kirkpatrick (2010). Ésta es una de las primeras lecciones que se puede extraer del análisis institucional sobre las causas de la crisis financiera aquí realizado. Aunque en este capítulo se aportan algunos datos en materia de retribuciones, será en el capítulo 9 cuando procederemos a realizar ese primer ejercicio de contrastación ya mencionado.

En ese sentido, cabe resaltar ya en esta introducción que, hasta cierto punto los principales ejecutivos financieros hicieron lo que es esperable a partir de un sencillo análisis institucional dado el sistema de incentivos y castigos que existía. Como explicaba Stiglitz (2010), si tomaban riesgo y ganaban, recibían una cuantiosa recompensa. Si por el contrario, fallaban y la entidad quebraba, el estado se vería forzado a acudir al rescate y las pérdidas serían pagadas por el contribuyente. Además, ¿caería sobre ellos alguna inhabilitación profesional? ¿Se les obligaría a devolver los emolumentos percibidos? ¿Se les multaría? La respuesta es que no, si atendemos al paradigmático caso de Richard Fuld, el director de Lehman Brothers, que tras la quiebra no ha sido inhabilitado y sigue trabajando en Nueva York en un hedge fund. Todo esto se explica en “La rabia contra los banqueros”.

Dado ese “cortoplacismo como perspectiva” resultante, lo inmediato era el límite temporal, y éste dictaba la gestión de la compañía. Y más en aquellas empresas que están cotizadas y que tienen la presión de presentar los resultados trimestral y

anualmente. Esta situación daba lugar a que en las empresas se pudieran distinguir dos grupos con intereses diferentes: los *stakeholders* y los *shareholders*. Los *stakeholders* de la entidad financiera son esos accionistas de referencia, pero también, los depositantes, los tenedores de deuda y el propio estado. Este último de dos modos: como asegurador último de los depósitos y como último agente al que reclamar en caso de externalidades sistémicas. Sin embargo, son los *shareholders*, los que controlan la compañía. Por ello, Mehran y otros (2012) concluyen que la acción de los *shareholders* en los bancos ha creado incentivos para tomar riesgos y maximizar el apalancamiento, a un coste sustancial para los *stakeholders*.

Como analizaremos a lo largo del capítulo, con las empresas enfocadas a la obtención del beneficio inmediato fue como se diseñaron los sistemas de incentivos, lo que Watkins (2011) define como la “norma Goldman” que el autor define como “perseguir oportunidades de conseguir beneficios sin importarte los efectos que pueda tener en los demás”. Por ello, en el sector bancario estadounidense la compensación se basaba en el volumen de préstamos originados, en lugar de las prestaciones y calidad de los préstamos. Como escriben Watkins (2011) y Costas (2010), cuanto más alto el incentivo, mayor coste de oportunidad tiene la conducta ética. Los bancos buscaban conceder préstamos subprime para conseguir una nueva fuente de ingresos, sin pensar en lo que podía pasar en el futuro con los deudores

Con esta búsqueda de los beneficios como parte de la cultura bancaria, a mitad de la década pasada el salario de los ejecutivos bancarios y el salario de los trabajadores de ese sector era muy superior al de los sectores no financieros. Este hecho se analiza en el apartado siguiente titulado: “El increíble caso de los crecientes salarios de los ejecutivos bancarios estadounidenses” y se apunta como origen un cambio normativo pequeño, pero esencial: en 1970 la Bolsa de Nueva York permitió que sus miembros pudieran convertirse en empresas cotizadas. Hasta entonces funcionaban como sociedades, en la que sus trabajadores/socios se tomaban el riesgo muy en serio. Al ser sociedades de valores el capital estaba muy poco disperso, igualmente, se prevenía que el crimen organizado pudiera infiltrarse en el mercado bursátil y se fomentaba un comportamiento empresarial poco arriesgado, dada la responsabilidad ilimitada de sus socios, Nordenflycht (2006). La salida a bolsa de estas compañías elevó el riesgo, al reducir las responsabilidades de los socios en eventuales “desastres financieros”. A partir de aquí,

la veda estaba abierta para fichar a los mejores brokers, que ya no eran socios, y pagarles en función de sus resultados. Algo que el mercado comenzó a demandar a estas empresas cotizadas, lo que analizaremos en profundidad el apartado titulado: “El Dorado de los banqueros”.

Por último, en el capítulo se aborda la siguiente pregunta relacionada con el pago a estos altos ejecutivos de tal elevadas sumas de dinero: si en el sector financiero estadounidense la competencia se entiende que es brutal, ¿por qué los beneficios son tan altos? Como veremos, y también afirman otros autores como Crotty (2007), una de las claves estuvo en el hecho de que el entorno institucional vigente permitió que los bancos de inversión asumieron mayores riesgos para ganar más con nuevos productos que, además, estaban lejos de la supervisión.

En el último apartado, el capítulo se cierra con el análisis del sistema de opciones sobre acciones, el método favorito para retribuir al ejecutivo bancario y animarle a asumir riesgos en el corto plazo, ya que los paquetes de acciones se ejercían mayoritariamente al recibirse. Es decir, como sostiene Mehran y otros (2012), las compensaciones con opciones “no estaban diseñadas para promover decisiones compatibles con la seguridad y robustez”, de las compañías, así como “la protección de los acreedores y de los contribuyentes. El apartado se cierra con el análisis del impacto de la *Omnibus Budget Reconciliation Act*, 1993, esta ley se aprobó con la intención de reducir el pago a los altos directivos. Para ello se limitó a 1 millón de dólares la deducción fiscal que podían aplicarse las empresas por los salarios que entregaban a los altos directivos, siempre que no se ligara al desempeño. El resultado fue un incremento de los paquetes retributivos consistentes en opciones sobre acciones, pues permitían mantener a las empresas las deducciones fiscales y a los ejecutivos sus altos sueldos. Aunque también florecieron retribuciones por desempeños cuanto menos curiosos, como, por ejemplo, “*mantener un lugar de trabajo divertido*”. Todo sea por cobrar.

Adicionalmente, en el capítulo se analizan otros métodos de remuneración enfocados al largo plazo que pueden ayudar a reducir la toma de riesgos en la gestión diaria de estas entidades. Ello se hace en el apartado titulado: “El Bonus y el Malus”. El capítulo se cierra con un análisis de la primera respuesta de la Administración/gobierno Obama a estas cuestiones. Por un lado, veremos cómo se impusieron límites salariales a las

cúpulas directivas de aquellas empresas financieras que fueron rescatadas. Por otro, a través de la Frank Dodd Act, se estableció la obligación de que los accionistas voten y aprueben, o no, la retribución de los principales gestores. Conjuntamente, ello obliga a que las entidades financieras desvelen cuales son los ratios salariales entre los altos directivos y los empleados de base, la llamada “pay gap provision”. Es decir, la distancia monetaria entre los generales y la infantería que pelea a diario en el campo de batalla.

## **4.2. DE CÓMO EL ENFOQUE DE CORTO PLAZO DISEÑÓ LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS QUE CONDUJERON A LA CRISIS.**

### **4.2.1. La rabia contra los banqueros.**

El 25 de marzo de 2009 un grupo de activistas que se llamaba a sí mismo “Bank Bosses are criminals”, “los jefes de los bancos son criminales”, atacó la casa Sir Fred Goodwin, el antiguo director del Royal Bank of Scotland. Los cristales de la mansión del banquero volaron por los aires a consecuencia de las piedras lanzadas por la horda. Así mismo, las ventanas y las lunas del Mercedes S600 aparcado en la entrada de la vivienda también fueron destruidas. Unos minutos después, un correo electrónico fue enviado a la policía desde la dirección [bankbossesarecriminals@mail.com](mailto:bankbossesarecriminals@mail.com). En él se reivindicaba el asalto y se decía: “Estamos enfadados porque la gente rica como él, se pagan a sí mismos unas enormes cantidades de dinero, y viven en el lujo, mientras que la gente corriente pierden sus empleos y sus casas”.

El ataque había sido el punto culminante a una campaña mediática contra Sir Fred Goodwin, el otrora todopoderoso Director del RBS entre 2001 y 2009 y devenido posteriormente a la categoría de “peor banquero de la historia”. Este viaje al desprestigio se produjo tras hacerse público que las pérdidas del banco en 2008 fueron de 24.100 millones de libras, la mayor pérdida corporativa en un año en la historia del Reino Unido, lo que provocó su rescate y nacionalización. Fred Goodwin era considerado el artífice de la compra del banco holandés ABN Amro, una aventura ruinosa para RBS. A ello, se sumaron las revelaciones de que el banquero tenía derecho a una pensión vitalicia de 750.000 libras anuales. Goodwin hubo de renunciar a una

parte muy cuantiosa de esta pensión en aquel año 2009, pero no sólo perdió dinero. En febrero de 2012 fue desposeído de su título de Sir, concedido anteriormente por los servicios financieros prestados.

Afortunadamente, los ataques vandálicos no se han generalizado, pero la irritación no sólo se ha mantenido, sino que ha ido calando en otros segmentos sociales. Como decía la columna Shumpeter, publicada en *The Economist*<sup>55</sup> en enero de 2012, “*Lanzar pullas a los banqueros es un pasatiempo muy popular*”. Es verdad, los mensajes enarbolados en las pancartas de los manifestantes del Movimiento 15-M español en 2011 no dejaban duda “*Si tú pagas su deuda, que ellos paguen tu hipoteca*” o “*Juegan con tu dinero y cuando pierden pagas tú*”. En el caso del movimiento estadounidense *Ocupa Wall Street*, “*Occupy Wall Street*”, se establecían ya porcentajes sociales al hablar de que el 1% de los malignos banqueros habían expoliado al otro 99% de la sociedad. Así, “*Somos el 99% y no permaneceremos más en silencio*” o “*El 1%, ¿no paga impuestos?*”.



**Imagen 3. Publicidad del movimiento Occupy Wall Street. Fuente: <http://occupywallst.org/>.**

Este arranque de ira en las sociedades occidentales es perfectamente entendible. La crisis financiera comenzada en 2008 terminó por convertirse en la Gran Recesión, la mayor contracción económica a escala planetaria desde los años 30. Del mismo modo, esta rabia social se ha nutrido del incesante trabajo periodístico y documental, como el oscarizado “*Inside Job*”<sup>56</sup>, que ha venido desgranando los orígenes, las causas y los

---

<sup>55</sup> THE ECONOMIST, Shumpeter, “The dangers of demonology”. 7 de enero de 2012. <http://www.economist.com/node/21542389>

<sup>56</sup> “*Inside Job*” es un documental escrito, dirigido y producido por el estadounidense Charles Ferguson. La película, en la que la voz del narrador pertenece a Matt Damon, lleva a cabo un detallado estudio sobre la crisis financiera. Ganó el oscar en 2011 en la categoría de Mejor Documental y otros 6 premios cinematográficos. Las 2 características principales del documental son su exhaustiva investigación y sus extensas entrevistas con relevantes políticos, financieros, periodistas y académicos. “*Inside Job*” describe

actores de la crisis. Pero, si hay algo que de verdad ha generado furia e irritación son, como expone Antón Costas, *“las elevadísimas retribuciones que han recibido los ejecutivos y directivos de los bancos y grandes corporaciones empresariales que han quebrado o necesitado la ayuda pública”* (Costas, 2010). El sentimiento generalizado que se ha instalado en la sociedad occidental es que los pocos que han generado la crisis se han llevado los beneficios, cuando los hubo. Mientras, las pérdidas sobrevenidas por la mala acción de aquellos terminan siendo sufragadas por los bolsillos de los sufridos contribuyentes.

Además, ¿ha habido castigos ejemplares para los ejecutivos que condujeron a la ruina de sus empresas financieras y a las economías nacionales a la crisis? La contestación es que no. Tan sólo Islandia decidió enjuiciar a los directores de sus bancos<sup>57</sup>. Por ello, se detuvo en su mansión londinense a Sigurdur Einarsson en abril de 2011. Einarsson era el presidente ejecutivo de uno de los grandes bancos de Islandia, el Kaupthing. En marzo de 2012 comenzó su juicio en la capital islandesa acusado de fraude y de manipulación de mercado<sup>58</sup>. En diciembre de 2013, Einarsson fue condenado a cinco años de prisión por su participación en la manipulación del mercado antes del colapso del banco Kaupthing, por el tribunal de distrito de Reykjavik. El 12 de febrero 2015 el Tribunal Supremo de Islandia confirmó su condena, pero redujo la pena a cuatro años de prisión<sup>59</sup>.

En EEUU podemos analizar la respuesta judicial y los castigos aplicados sobre la paradigmática figura de Richard Fuld, el Presidente Ejecutivo de Lehman Brothers. Fuld cobró mientras estuvo en el cargo un montante 500 millones de dólares según Bloomberg<sup>60</sup> y fue el principal responsable de la gestión de Lehman Brothers, que terminó con la mayor quiebra de la historia norteamericana. En octubre de 2008 Fuld se

---

el ascenso en EEUU de lo que dibuja como una arrogante industria financiera que termina por corromper a políticos, legisladores y académicos.

<sup>57</sup> “Islandia enjaula a sus banqueros” Publicado por Claudi Pérez en El País el 3 de abril de 2011. [http://elpais.com/diario/2011/04/03/negocio/1301836465\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2011/04/03/negocio/1301836465_850215.html)

<sup>58</sup> “Iceland Indicts 2 Former Executives of Failed Bank”. Disponible en: <http://dealbook.nytimes.com/2012/02/22/2-former-executives-of-failed-icelandic-bank-charged-with-fraud/>

<sup>59</sup> "Iceland convicts bad bankers and says other nations can act" REUTERS. 13 Febrero de 2015. . <http://uk.reuters.com/article/2015/02/13/uk-iceland-bankers-idUKKBN0LH0OC20150213>

<sup>60</sup> “How Much Did Lehman CEO Dick Fuld Really Make?”. Disponible en: [http://www.businessweek.com/magazine/content/10\\_19/b4177056214833.htm?campaign\\_id=rss\\_topStories](http://www.businessweek.com/magazine/content/10_19/b4177056214833.htm?campaign_id=rss_topStories)

presentó en la colina del Capitolio y compareció ante el Congreso Estadounidense para dar su visión de los hechos<sup>61</sup>. Se defendió argumentando que la caída de Lehman se debió a una falta de confianza del mercado en su conjunto y se preguntó por qué su entidad no había sido rescatada, cuando hubo otras que lo fueron. A la vez se preguntó porque no se había apoyado la fusión de su entidad con alguna otra entidad, lo que hubiera facilitado su salvación. Es decir, yo aposté y perdí, entonces, ¿por qué no vino el rescate gubernamental? Por supuesto, los miembros del Comité de Supervisión y de Reforma Gubernamental le fustigaron como el republicano Elijah Cummings, quién le preguntó “¿Cómo puede dormir por las noches?”, ya que, en su opinión, su desempeño había dejado una factura para el contribuyente de 700.000 millones de dólares.

Casi 2 años después Fuld declaró ante la Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC (2011) pero esta vez lo hizo por escrito<sup>62</sup>. Nuevamente, defendió su gestión y no se excusó por nada. Es más, afirmó que Lehman estaba correctamente capitalizada y fueron los rumores los que provocaron su debacle.

¿Qué fue de Fuld después? ¿Fue inhabilitado por las autoridades? ¿Fue a prisión? No. El 10 de noviembre de 2008 se conoció que había transferido su mansión de Florida a su mujer Kathleen por 100\$, con el objetivo de proteger la vivienda de posibles acciones legales civiles contra él. La pareja había comprado la casa 4 años antes por 13,3 millones de dólares<sup>63</sup>. A finales de marzo 2009 Fuld envió un correo electrónico anunciando que se había unido a Matrix Advisors, un hedge fund con sede en Nueva York<sup>64</sup>. En mayo de 2010 Fuld aparecía como registrado<sup>65</sup> en la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) como empleado de Legend Securities, una firma de banca privada y correduría de valores de Nueva York, posteriormente se conoció que en 2012 había abandonado la firma y que en 2013 trabajaba como consultor para GlyEco,

---

<sup>61</sup> “Fuld blames Lehman's fall on lack of confidence “. Market Watch. The Wall Street Journal. Disponible en: [http://articles.marketwatch.com/2008-10-06/news/30794682\\_1\\_chief-executive-richard-fuld-capital-levels-investment-bank](http://articles.marketwatch.com/2008-10-06/news/30794682_1_chief-executive-richard-fuld-capital-levels-investment-bank)

<sup>62</sup> Testimonio escrito de Richard Fuld frente a la Financial Crisis Inquiry Commission. 1 de septiembre de 2010. Disponible en: <http://blogs.wsj.com/deals/2010/09/01/dick-fuld-testimony-no-apologies-here/>

<sup>63</sup> “Lehman's Fuld sold Florida mansion to wife for \$100”. Reuters. Disponible en: <http://www.reuters.com/article/2009/01/26/us-lehman-fuld-idUSTRE50P04A20090126>

<sup>64</sup> “Lehman Brothers’ Dick Fuld Has a New Gig”. The Wall Street Journal. Disponible en: <http://blogs.wsj.com/deals/2009/04/03/lehman-brothers-dick-fuld-has-a-new-gig/>

<sup>65</sup> “Dick Fuld Re-Emerges at Legend Securities”. The Street. Disponible en: <http://www.thestreet.com/story/10757156/dick-fuld-re-emerges-at-legend-securities.html>

una empresa de energía verde. En mayo de 2015 inició una especie de “tour de regreso” comenzando una ronda de conferencias en diferentes eventos financieros en EEUU, como la Marcum Microcap Conference, un evento anual para empresas con un valor de mercado superior a 500 millones de dólares, charlas por las que no percibía ni un céntimo. En declaraciones a CNN Money explicó que la causa de la crisis había que buscarla en la burbuja inmobiliaria, la cual comenzó, en su opinión, con el agresivo empuje gubernamental para incrementar las viviendas en propiedad entre los ciudadanos “Querían que todo el mundo pudiera cumplir con el sueño americano”<sup>66</sup>.

En síntesis, ni cárcel, ni inhabilitación. La rabia de la sociedad tiene bases sólidas que recuerdan a un verso de las *Sátiras* de Horacio en el que describía a un romano ávaro “*La gente me silba, pero yo me aplaudo a mí mismo, mientras en casa contemplo las monedas de mi cofre*”<sup>67</sup>. Como decía Fuld a la CNN, pase lo que pase “Al menos mi madre me quiere”.

#### **4.2.2. El cortoplacismo como perspectiva.**

Esa percepción común, los banqueros se van de rositas y los ciudadanos cargan con las culpas de otros, dispara un importante grupo de cuestiones. Básicamente: ¿Por qué el sistema está construido así? ¿Por qué los banqueros ganaban tanto y el resto, en comparación, tan poco? Y si se quiere, ¿Cómo se diseñaron esos esquemas de retribución que condujeron a la ruina? Es evidente que la estructura de los incentivos y de las remuneraciones es clave en toda organización, y mucho más en esas entidades financieras que son “*demasiado grandes para caer, demasiado grandes para ser resueltas o que están demasiado entrelazadas como para quebrar.* (Stiglitz, 2010)”. A partir de ello, la principal acusación que se le hace al sector financiero estadounidense es que sus esquemas de retribución se centraron en obtener unos resultados que debían de ser a toda costa exitosos, lo que “*condujo a un comportamiento cortoplacista y a una toma excesiva de riesgo*” (Stiglitz, 2010).

---

<sup>66</sup> "Ex-Lehman CEO Dick Fuld: At least my mom still loves me". CNN Money. 28 de mayo de 2015. <http://money.cnn.com/2015/05/28/investing/lehman-brothers-ceo-dick-fuld-comeback-attempt/>

<sup>67</sup> “Populus me sibilta, at mihi aplaudo, Ipse domi simul ac nummips contemplor in arca”.

Ciertamente, esta actitud de las compañías orientada a la presentación de resultados trimestrales, semestrales y anuales, hacía y hace que la visión se focalizara en el corto plazo. A ello cabe añadir que el éxito de dicha gestión era y es inmediatamente medido por la cotización bursátil, lo que mantiene aún más la atención en ese corto plazo. En palabras del profesor Chang, un economista institucional de la Universidad de Cambridge, *"En los sesenta, un inversor británico mantenía por término medio seis años sus acciones en una compañía. Hoy en día, ese tiempo se ha reducido a tres meses... Al accionista no le preocupa el futuro a largo plazo de una empresa sino los beneficios que pueda reportarle en tres meses (...). Si gestionamos una empresa pensando en las accionistas, estamos posiblemente comprometiendo su propia supervivencia. A este punto hemos llegado"*.

Posiblemente el de Chang sea un punto de vista un tanto extremado, ya que hay muchos inversores que apuestan a largo plazo por las empresas y que tiene vocación de permanencia. Entre ellos los verdaderos "pesos pesados" por la cuantía de sus paquetes accionariales. Ellos son los que aportan un patrimonio a la compañía, incluso el suyo propio como es el caso de la familia o familias fundadoras, que les permite acceder a sentarse en el consejo de administración de las empresas. En este punto cabe distinguir lo que Mehran y otros (2012) definen como *stakeholders* y *shareholders*. Los *stakeholders* de la entidad financiera son esos accionistas de referencia, pero también, como ellos afirman, los depositantes, los tenedores de deuda y el propio gobierno de la nación. Este último de dos modos: como asegurador último de los depósitos y como último agente al que reclamar en caso de externalidades sistémicas. Sin embargo, son los *shareholders*, los que controlan la compañía. Por ello, Mehran y otros, concluyen que la acción de los *shareholders* en los bancos ha creado incentivos para tomar riesgos y maximizar el apalancamiento, a un coste sustancial para los *stakeholders*.

En las grandes entidades financieras la gestión de la compañía está delegada muchas veces en directores generales profesionales, ajenos a los *stakeholders*, los cuales no pueden abstraerse de los vaivenes de las cotizaciones bursátiles. Estos altos ejecutivos razonarán que mientras la cotización suba y dé jugosos dividendos, su actuación será juzgada positivamente, lo que les hará mantenerse en el puesto y, al mismo tiempo, percibir sus cuantiosos bonus. Por ello, los directores generales arriesgarán para contentar tanto a su consejo de administración como a los accionistas que, como sugiere

Chang, están “de paso”. En esta línea, Erkens y otros (2012) exponen que los paquetes de compensación que se nutren más de los bonus anuales y menos en las compensaciones asociadas al comportamiento a largo plazo de la acción se asocian con mayores pérdidas durante la crisis y una mayor asunción de riesgos antes de la crisis.

Como dice Thomas Friedman, la avaricia tienta a grandes cantidades de gente a perder de vista cualquier clase de pensamiento a largo plazo o sentido de la responsabilidad. Simplemente porque si algo va mal “*Yo no estaré*” para entonces aquí. Era el tiempo en el que como se expone en la FCIC (2011) en Wall Street se acuñó el término “IBGYBG” (“I’ll be gone, you’ll be gone”, “yo me habré ido, tú te habrás ido”), el cual se refería a operaciones que generaban unas grandes comisiones en el presente, aunque se arriesgarán grandes pérdidas en el futuro. Y como dice la FCIC (2011) el “IBGYBG” funciono en todos los niveles.

#### **4.2.3. Cuando los incentivos reducen la ética.**

Paralelamente a la visión cortoplacista, el diseño de la estructura de incentivos y de los posibles castigos derivados de los malos resultados hacía que todos los agentes ejecutivos fueran proclives al riesgo. De hecho, si una entidad financiera no quería arriesgar sería empujado a hacerlo, pues al no exponerse se quedaría atrás, obtendría menores resultados en los siguientes trimestres y las cotizaciones bursátiles la señalarían con celeridad. Por tanto, había que atreverse en los negocios, ya que, en palabras de Charles Prince, director de Citigroup, “*Siempre habrá alguien que venga al rescate y mientras suene la música hay que levantarse y bailar*” (Friedman, 2010).

Un sistema construido con su propia lógica y con sus propios acicates, pues como señala Stiglitz (2009a), las instituciones que son “*demasiado grandes para caer*” obviamente tienen incentivos muy distorsionados. Éstos quedarían establecidos del siguiente modo: “*si toman riesgos y ganan, reciben la recompensa; si fallan, son los contribuyentes los que cargan con las pérdidas*”. Es decir, si había beneficios, éstos se privatizaban; si por el contrario había pérdidas, éstas se socializaban y se hacían públicos. El símil que el mismo Stiglitz utiliza no deja lugar a dudas “*En el capitalismo de casino de Estados Unidos, cuando los bancos apostaron y perdieron, toda la nación pagó el precio*” (Stiglitz, 2010).

Una visión compartida e identificada por Mary Schapiro, presidenta de la Securities and Exchange Commission, quien declaró a la Federal Crisis and Inquiry Commission, FCIC (2011) *“muchas grandes instituciones financieras crearon paquetes de compensación asimétricos. Así, pagaban a los empleados enormes sumas por el éxito a corto plazo, incluso si estas decisiones resultaban en pérdidas significativas en el largo plazo o en el fracaso de los inversores y contribuyentes”*. Igualmente, el informe de la FCIC revela que las estructuras de compensación estaban sesgadas a lo largo de toda la cadena de titulación de las hipotecas. Desde los agentes que originaban las hipotecas, hasta los técnicos de Wall Street, quienes las reunían y homogeneizaban en paquetes que luego serían troceados y vendidos a fondos de inversión y a particulares.

A este respecto Sheila Bair, la presidenta de la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC<sup>68</sup>, declaró a la Financial Crisis Commission, FCIC, que la práctica estándar de la compensación se basaba en el volumen de préstamos originados, en lugar de las prestaciones y calidad de los préstamos. Bair concluía en su testimonio que la crisis había demostrado que la mayoría de los sistemas de remuneración de las instituciones financieras no estaban vinculados a una gestión de riesgos adecuada. En su opinión, *“las fórmulas de compensación adoptadas permitían que los altos beneficios en el corto plazo (derivados de los préstamos concedidos) se convirtieran en generosos pagos de bonus, sin preocuparse por los riesgos del largo plazo”* ganancias a corto plazo. Como escribe Costas (2010) *“cuanto más alto es el incentivo, más coste de oportunidad tiene la conducta ética”*.

Pero, si hemos de centrar el origen de la cuestión de los altos salarios la pregunta que cabe hacerse será ¿por qué se pagaban esas tremendas cantidades a los trabajadores del sector financiero? Por dos razones. En primer lugar porque se consideraba que esos ejecutivos eran brillantes y talentosos, y como tales se convierten en un bien escaso que hay que remunerar bien. Si no se marcharán a la competencia. Una explicación que encaja con la “teoría de la empresa” (Costas, 2010). En segundo lugar, porque *“se suponía que los esquemas de retribuciones a los directivos basados en bonus y opciones*

---

<sup>68</sup> La Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, es una agencia independiente creada por el Congreso estadounidense. Su misión es la de mantener la estabilidad y la confianza en el sistema financiero norteamericano. Para ello, asegura los depósitos y examina y supervisa las instituciones financieras.

*sobre acciones en función de los resultados eran un buen mecanismo de incentivos salariales para estimular conductas financieras eficientes y alinearlas con los intereses de los accionistas” (Costas, 2010).*

Efectivamente, se suponía que era un buen mecanismo, porque cuando llegó la crisis esa percepción se reveló falsa. Como explica Alan S. Blinder, profesor de Economía Pública en la Princeton University y antiguo vicepresidente de la Reserva Federal, el esquema retributivo de los traders de cualquier hedge fund o de la División de Inversiones de un banco de inversión en EEUU para sus “*apuesta financieras*” eran algo así como lanzar una moneda al aire. Si salía “*Cara, te haces más rico que Creso; cruz, te quedas sin bonus, recibes 4 veces el salario medio interprofesional y puede que, o puede que no, tengas que buscar un nuevo trabajo*”. En el caso de los directores generales y la cúpula directiva de los grandes bancos de inversión el esquema de incentivos sería “*Cara, te haces más rico de lo que Creso imaginó nunca; cruz, recibes un paracaídas de oro que todavía te hace más rico que Creso*”. No obstante, para los accionistas la resolución de las apuestas financieras no presentaba un conjunto de soluciones posibles tan absolutamente favorables. De hecho quedaría como “*Cara, nos quedamos con una parte de las ganancias; cruz, absorbemos prácticamente todas las pérdidas*”. Por ello, de acuerdo con Blinder la conclusión es clara: los traders y los ejecutivos querrán seguir lanzando más monedas al aire, así como hacer apuestas más arriesgadas con mayor cantidad de dinero. En cuanto a los accionistas, encontraremos un amplio abanico de posiciones, aunque posiblemente la mayoría estará centrada en empujar a los directivos a conseguir que el valor siga alto y que dé buenos dividendos.

En esta línea de descripción de la cultura de apuestas arriesgadas, el mejor ejemplo lo protagonizan los departamentos de trading por cuenta propia de la gran banca de inversión estadounidense. Un aspecto sobre el que volveremos al describir la norma Volcker. Pero, en este punto, vale la pena hacer referencia a la carta de renuncia<sup>69</sup> a su puesto de Greg Smith, Director Ejecutivo de Goldman Sachs y responsable del negocio de derivados en Europa, Oriente Próximo y África. Smith escribe en su polémica carta que el ambiente en el banco es “tóxico y destructivo”. En su opinión, el problema es que

---

<sup>69</sup> Publicada en el New York Times el 14 de marzo de 2012. Greg Smith “Why I am leaving Goldman Sachs”.  
<http://www.nytimes.com/2012/03/14/opinion/why-i-am-leaving-goldman-sachs.html?pagewanted=all>.

en la operatoria del día a día en Goldman Sachs el interés de los clientes se deja de lado y se prioriza el hacer dinero. Smith recuerda con orgullo su llegada a la compañía, su labor de promoción de su empresa en los campus universitarios para captar talentosos jóvenes y cómo siempre anteponía en su labor el interés del cliente al de hacer dinero vía comisiones. Pero, ahora Smith se refería a reuniones sobre ventas de derivados en las que se describía a los clientes como “marionetas”, a las que “sacarles los ojos (los beneficios)”. Por ello, se preguntaba qué tipo de conclusión podía sacar un joven analista junior que se sentara en un rincón de la sala durante esas reuniones y qué tipo de modelo de ciudadano se estaba creando. Además, Smith culpaba de este cambio cultural en la compañía a la cúpula directiva, incluyendo al director ejecutivo de Goldman Sachs, Lloyd C. Blankfein, y a su presidente, Gary D. Cohn.

Afortunadamente, siempre habrá alguien dispuesto a defender a los directores generales de las entidades financieras. Por ejemplo, Fahlenbrach y Stultz (2009) en su trabajo *“Bank CEO incentives and the credit crisis”* llegan a la conclusión de que *“Los (esquemas de) incentivos de los directores generales de los bancos no pueden ser culpados por la crisis de crédito o por la actuación de los bancos durante la crisis”*. De acuerdo con su estudio, los directores de los bancos no redujeron sus paquetes accionariales antes o durante la crisis. Es más, no hay evidencia de que cubrieran la exposición de sus títulos. Por ello, y según los autores, los ejecutivos sufrieron unas extremadas pérdidas en su riqueza como consecuencia de la crisis. En promedio, unos 5 millones de dólares, aunque hubo casos de más de 30 millones.

Este estudio tiene su interés y entendemos que está elaborada de forma honesta. Pero, a la hora de analizar sus resultados se han de tener en cuenta 2 detalles. El primero, no se hace referencia a las externalidades generadas por la actuación de los banqueros. En segundo lugar, Fahlenbracht trabaja para la Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne (EPFL) y, también, para el Swiss Finance Institute. Esta última es una institución privada establecida por la Asociación de Banqueros Suizos y financiada por los bancos suizos y la Bolsa Suiza. Es decir, al menos este investigador está trabajando indirectamente para los bancos, lo que genera un potencial conflicto de intereses, punto

sobre el que volveremos más adelante. De hecho, el trabajo fue publicado inicialmente por el Swiss Finance Institute en 2009, antes de aparecer en el *Journal of Finance*<sup>70</sup>.

Los resultados a los que llegan Fahlenbrach y Stultz difieren notablemente de las conclusiones obtenidas por Bebchuk, Cohen y Spamann en su paper *“The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”*. En él los autores explican que “En contraste con lo que se ha asumido hasta el momento, los altos ejecutivos de esas dos empresas no fueron devastados económicamente por su gestión de las compañías durante el período 2000-2008. Ellos fueron capaces de cobrar grandes cantidades de compensaciones basadas en el rendimiento, tanto de bonos y de venta de acciones, durante los años que precedieron el colapso de las empresas”. De este modo, y pese a que el estallido de la crisis arruinó el valor de los paquetes de acciones que los ejecutivos bancarios tenían, a juicio de los autores el saldo final del período es *“decididamente positivo”*.

Por ello, las importantes pérdidas que registraron los ejecutivos de estas firmas no debe ocultar el hecho de que sus elecciones y decisiones estuvieron condicionadas por una estructura de incentivos y de compensaciones que condujeron a una “toma excesiva de riesgos”. Bebchuk, Cohen y Spamann (2010) recomiendan. Así, para cerrar su trabajo los autores escriben *“Los legisladores y reguladores que tratan de prevenir futuras crisis harían bien en considerar seriamente el papel de los incentivos en la crisis financiera y el modo en que se establecen dichos incentivos en el futuro”*.

Al mismo tiempo, podemos añadir un revelador detalle sobre la gobernanza de las entidades financieras que los reguladores deberían de considerar. Como muestran Aebi y otros (2012) aquellos bancos en los que el Director de Riesgos de la entidad reporta directamente al Consejo muestran un mejor comportamiento durante la crisis financiera que aquellos en los que el Director de Riesgos reporta únicamente al Director General. Ello da soporte a la hipótesis de que la gobernanza del riesgo en general y la línea de reporte (así como la dependencia jerárquica en el organigrama de la institución) del Director de Riesgos en particular son relevantes para analizar cómo han respondido los bancos a la crisis, porque el Director General y el Director de Riesgos pueden tener

---

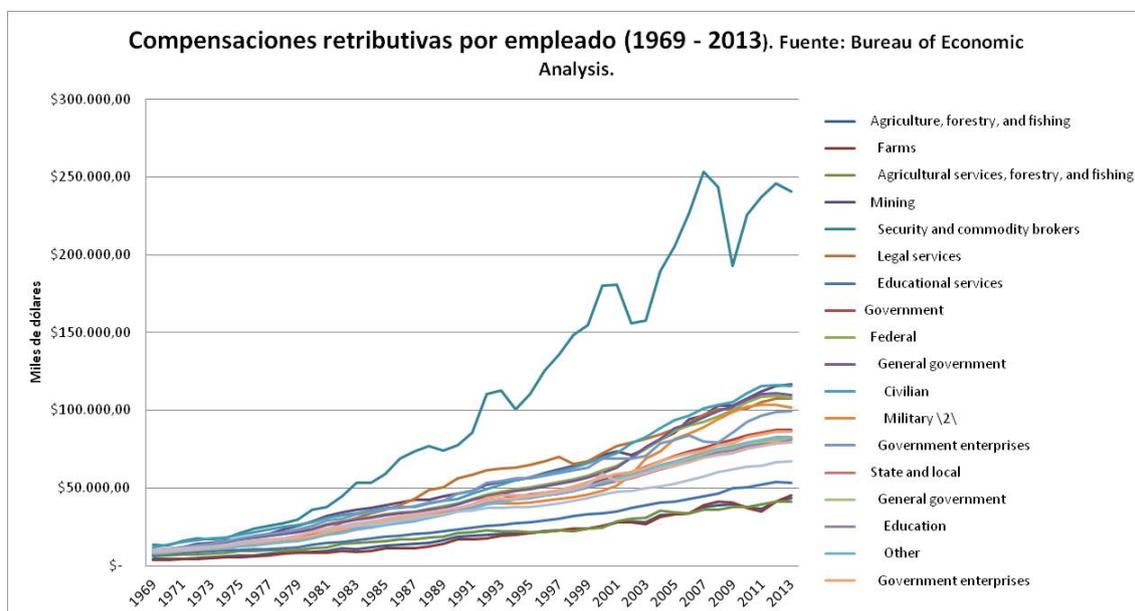
<sup>70</sup> Research Paper Series N°09 – 27. Accesible en: <http://www.swissfinanceinstitute.ch/print/rp27-2.pdf>

conflictos de intereses y si no hay un reporte al Consejo el riesgo puede no recibir la atención apropiada.

#### 4.2.4. El increíble caso de los crecientes salarios de los ejecutivos bancarios estadounidenses. Del trabajo en equipo, el *partnership*, al individualismo.

De un modo muy llamativo, en el sector financiero norteamericano se produjo una escalada espectacular en las escalas salariales a partir de los años 80, como se constata en el gráfico 1 siguiente, sobre el que volveremos en el capítulo 9. Como se aprecia en el gráfico, las compensaciones retributivas<sup>71</sup> entre los trabajadores de diferentes sectores productivos de los EEUU se mueven en un rango muy corto. No obstante, esa “convergencia retributiva” se mantiene hasta finales de los 70. A partir de ahí, en los 80, las retribuciones de los brokers de acciones y de mercaderías se disparan, lo que provoca que el diferencial de retributivo se acreciente entre este sector y todos los demás.

**Gráfico 2. Compensaciones retributivas por empleado equivalente a tiempo completo por tipo de industria (1969-2013).**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Datos de dominio público

<sup>71</sup> Dichas compensaciones retributivas incluyen los sueldos y salarios, bonus, programas médicos, planes de pensiones etc... Que se abonan a los empleados. En el caso de los militares, también se incluyen los pagos en especie como uniformes, viviendas e, incluso, alimentación.

Pero, ¿por qué se mantuvieron las retribuciones de todos los sectores económicos estadounidenses alineados y, de pronto, se rompe ese alineamiento? Sencillamente, porque hasta los 70 los brokers estadounidenses, no podían asumir riesgos excesivos, pues, según la regulación vigente en aquel momento les iba el patrimonio propio en ello. Como exponen Goldberg y White (2003), durante la mayor parte de su historia las grandes sociedades de valores y las propias sociedades rectoras de las bolsas se organizaron como sociedades privadas en las que la figura del socio tenía una importancia capital.

Las ventajas del sistema eran que *“exponía a los socios a la responsabilidad personal por las acciones de sus compañías”* lo que permitía un cuidadoso control inicial de los candidatos a socios y posteriormente de los propios socios. De hecho, cuando se admitía a un nuevo socio era como entregarle una *“participación” en la reputación de la empresa* (MORRISON y WILHEM, 2008). Así, los socios antiguos ejercían de mentores de estos nuevos socios, formándolos en los valores de la compañía. Además, estos socios antiguos deseaban que estos nuevos socios incorporados mantuvieran intacta la reputación de la compañía, pues así también aseguran que en el futuro habría un mercado para sus acciones.

Peter J. Solomon, un antiguo socio de Lehman Brothers, testificó en enero de 2010 ante la FCIC y explicó cómo funcionaba este marco regulatorio, así como la cultura financiera y bancaria que se derivaba de él. Según Solomon durante aquellos años él y sus socios se sentaban a trabajar en una gran sala común, no para socializar mejor, sino para *“escuchar, interactuar y controlar”* a los otros, pues todos estaban en el mismo barco. Solomon declaró que *“dado que ellos eran personalmente responsables como socios, se tomaban el riesgo muy en serio”*.

De acuerdo con estas reglas, en los 60 la New York Stock Exchange, NYSE, la Bolsa de Valores de Nueva York, prohibía a sus miembros (las sociedades de valores que negociaban las acciones) el estar cotizados en bolsa. Incluso se iba mucho más allá, pues la NYSE se reservaba el derecho a aprobar a todos los propietarios, los socios, de las compañías que fueran miembro. Entre los objetivos de esta prohibición estaban el evitar la entrada como miembro a entidades cotizadas cuyo accionariado/propietarios

estuviera muy disperso y que cambiara frecuentemente de manos. También, se pretendía prevenir que el crimen organizado pudiera infiltrarse en la NYSE. Al mismo tiempo se intentaba fomentar un comportamiento bursátil poco arriesgado, dada la responsabilidad ilimitada de los socios (Nordenflycht, 2006).

En este punto es importante resaltar que el ser miembro de la Bolsa de Nueva York no era requisito imprescindible en EEUU para la práctica de la banca de inversión. Como explica Nordenflycht (2006) las compañías podían suscribir emisiones de acciones, vender acciones al público e incluso negociar acciones en otras bolsas. Por ejemplo, First Boston era una sociedad de valores cotizada desde su fundación en 1933. No se le permitía el ser miembro de la NYSE, pero aún así era una compañía líder en el sector.

Este marco institucional se mantuvo hasta que a finales de los 60 llegó una crisis financiera a Wall Street que rehizo la industria bursátil. Esta crisis, conocida como la “paperwork crisis”, la “crisis del papeleo”, fue consecuencia de un largo período alcista registrado en los años previos en los que la contratación creció enormemente. Como muestra, baste señalar que en 1965 el volumen negociado en la Bolsa de Nueva York era de 5 millones de dólares diarios, mientras que en 1968 era de 12 millones de dólares diarios. Como expone Wyatt Wells (2000) esta explosión negociadora abrumó y saturó a los operadores de las sociedades de valores, quienes trabajaban con papel y pluma y pasaban manualmente las órdenes. La respuesta de estas empresas fue la de modernizarse para lo que adquirieron ordenadores que les permitían pasar órdenes más rápidamente y en bloques, en caso de ser necesario. Sin embargo, este salto tecnológico era caro y demandaba un personal más cualificado del que tenían las compañías, por lo que el proceso de adaptación resultó fallido en muchas ocasiones. Así, los problemas de back office a la hora de registrar y liquidar operaciones proliferaron, lo que llevó a que las sociedades de valores no pudieran realmente mantener un estricto control sobre sus gastos y posiciones.

El problema sobrevino, como casi siempre, cuando el mercado se dio la vuelta y comenzó a bajar en 1969. Una bajada que continuaría en 1970. La caída del volumen negociado en esos dos años hundió los ingresos de las sociedades de valores que, súbitamente, se quedaron sin ese elevado nivel de comisiones. Como describe Wells (2000) en el período 1969-1970 más de 100 entidades que eran miembro de la Bolsa de

Nueva York, una sexta parte del total, desaparecieron como resultado de fusiones y liquidaciones. Ello condujo a que miles de trabajadores del sector financiero perdieran sus trabajos en una escala no vista desde la Gran Depresión.

Estos acontecimientos condujeron a que las compañías que operaban en Wall Street necesitaran más recursos monetarios para mejorar sus niveles de capital circulante y fijo (Nordenflycht, 2006). Además, la emergente demanda de inversores institucionales, que operaban lanzando grandes bloques de órdenes, precisaba una financiación en el corto plazo que era ofrecida por los propios brokers. Igualmente, para tramitar grandes cantidades de órdenes se precisaba invertir en equipos informáticos. Curiosamente, las sociedades de Wall Street no podían hacer estas inversiones. No podía acceder capital externo, a menos que admitieran rápidamente a nuevos socios, y el capital que ya estaba dentro podía marcharse con sólo notificarlo con 90 días de antelación. Algo que sucedió cuando comenzaron los problemas financieros, precisamente el momento en el que más se precisaba un colchón de capital.

Como expone Nordenflycht (2006) en este contexto y en el año 1969 fue cuando la sociedad de valores DLJ, Donaldson Lufkin Jenrette, comunicó a la NYSE que iba a registrar una petición para salir a cotizar. Además, informó que si no se le concedía llevaría su negociación en grandes bloques a otras bolsas de valores. Otros miembros de la NYSE, como Merrill Lynch, vieron la oportunidad y apoyaron públicamente esta petición. Con la crisis en su apogeo la NYSE no quería perder cuota de negocio y accedió. Así, en 1970 la NYSE votó que sus miembros podían salir a cotizar a bolsa.

De este modo, el marco institucional legal cambió totalmente, en un proceso que se convirtió en una experiencia “perturbadora” (GOLDBERG, WHITE, 2003) para los ejecutivos de las empresas. Por un lado, muchos de los socios no acababan de entender estos cambios y recelaban de una nueva estructura jerárquica que barría el antiguo marco institucional. En él todo el equipo, salvo las 2 ó 3 personas de la cúpula directiva, tenían el mismo status, lo que implicaba un “arreglo informal” (GOLDBERG, WHITE, 2003) de vigilancia y control interna, en el que un socio “cubriría” a otro que no estuviera haciendo correctamente su trabajo. Con la nueva reglamentación este marco institucional informal ya no podría mantenerse. Por esta

razón muchos socios salieron del negocio y vendieron sus paquetes accionariales llevándose su capital con ellos.

Por otro lado, la salida al mercado bursátil de estas sociedades se hizo con una combinación de nuevas acciones y de acciones a la venta de socios retirados, lo que provocó que las cotizaciones cayeran, incluso por debajo del valor en libros, durante los 2 años siguientes. De este modo, algunas de estas sociedades de valores se encontraron con la necesidad de obtener capital, lo que condujo a la fusión de algunos de estos brokers. En ese nuevo escenario de cotización y de estar en el “escaparate” bursátil estas empresas comenzaron a sentir los rigores de la presión del mercado a la hora de informar de sus resultados trimestrales y anuales, concentrándose en el corto plazo.

Además, la fuerte competencia que se daba en esos años 70 obligó a que los brokers evolucionaran para desarrollar otras líneas de negocio financiero y prestar otros servicios, con lo que se convirtieron en corporaciones. Goldberg y White (2003) consideran que esto generó problemas de supervisión regulatoria, porque, por ejemplo, ¿qué agencia estatal estadounidense iba a controlar los servicios de banca que ofrecían los brokers? El mismo problema se repetiría para los bancos extranjeros que abrieron sociedades de valores filiales en Estados Unidos.

Por tanto, la modificación de la reglamentación de la Bolsa de Nueva York sobre sus miembros permitió su salida a bolsa, lo que motivó un profundo cambio en la cultura del sector. Simplemente porque reducía las responsabilidades de los socios en eventuales “desastres financieros”. Además, la salida a bolsa de los bancos de inversión en los 80 y en los 90 cambiaría también el esquema retributivo de los ejecutivos. Brian Leach, un antiguo ejecutivo de Morgan Stanley, describió al equipo FCIC el esquema retributivo antes de que su empresa emitiera acciones y saliera a cotizar *“Cuando empecé en Morgan Stanley, era una compañía no cotizada. Cuando estás en una compañía no cotizada no te pagan hasta que te retiras. Quiero decir, se paga un buen sueldo año a año, pero el verdadero “bonus” te llega una vez te has retirado”*.

#### **4.2.5. “El Dorado” de los banqueros.**

Como expone el informe final del FCIC cuando los bancos de inversión salieron a cotizar en los 80 y los 90 la relación tan cercana entre las decisiones de los banqueros y sus compensaciones se quebró. Ahora ya estaban negociando con el dinero de los accionistas. Al mismo tiempo, los más talentosos gestores de carteras habían dejado de estar “atados” a sus compañías y se habían convertido en “agentes libres”. Por ello, para evitar su fuga las empresas empezaron a ofrecer agresivos incentivos, a menudo ligados al precio de las acciones y con pagos acelerados. Por su parte, los bancos comerciales se sumaron a este tipo de remuneraciones para no quedarse atrás. Algunas de estas entidades incluyeron “provisiones de devolución” que requerirían el retorno de compensaciones si eran considerados responsables de la posible mala marcha de la compañía. Aunque, como expone el informe del FCIC, estas provisiones demostraron ser demasiado limitadas para *“frenar el comportamiento de gestores y traders”*.

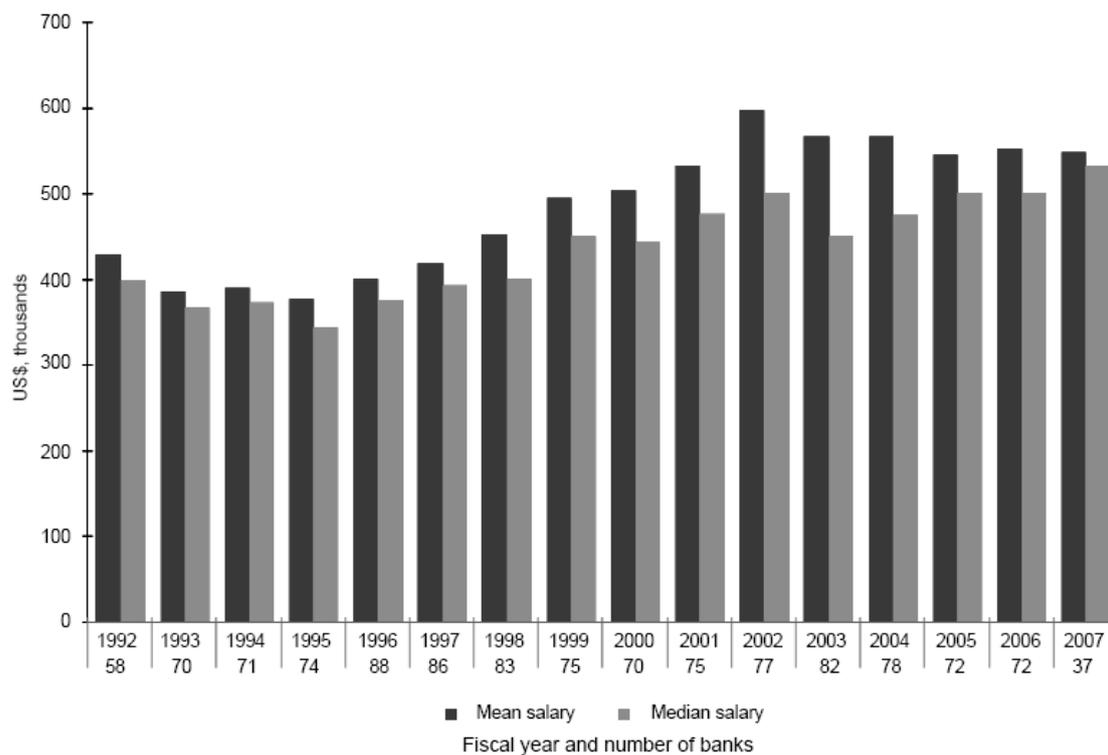
Según CAI y otros (2010) la remuneración de los más altos ejecutivos de las corporaciones estadounidenses se incrementaron tan sólo un 0,8% al año durante los 30 años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Pero, el trabajo de Frydman y Saks (2007) señala que la tasa de crecimiento salarial comenzó a agrandarse durante los 70, aumentando su velocidad en cada década, hasta que alcanzó un ratio del 10% anual en el período que va desde 1995 a 1999. La FCIC señala que la gran parte de este incremento proviene del sector financiero, pues en el año 2005 el salario promedio de un ejecutivo bancario ya era de 3,4 millones de dólares anuales, el mayor de cualquier otro sector industrial. Interesantemente, CAI y otros (2010) subrayan que los salarios base ejecutivo difieren poco entre sectores. La parte del león estaba en que el sector financiero pagaba más bonus y concedía paquetes accionariales mayores como retribución. Por ejemplo, los traders eran los mejor pagados con diferencia, promediando hasta 7 millones de dólares anuales como retribución.

Si atendemos al trabajo de Mehran y otros (2012), para su análisis de la compensación de los ejecutivos bancarios en EEUU utilizan diferentes gráficos del informe de Standard & Poor's Executive Compensation y de Thompson Reuters. En la Figura 1 se presenta la media y la mediana de los salarios de los ejecutivos bancarios en el período 1992-2007. Como se aprecia se da una tendencia alcista en términos nominales en los 90 y unos pagos relativamente estables en la primera década de este siglo. El gráfico 2 muestra la media y la mediana de los bonus entregados para el mismo período. Lo

llamativo del gráfico es que hay una significativa caída en los bonus 2006/07, lo que en palabras de los autores sugiere que o bien “el pago está relacionado con el rendimiento o que las fuerzas del mercado están en marcha”.

**Gráfico 3. Media y mediana de los salarios de los ejecutivos con mayor jerarquía en sus empresas en el período 1992-2007 (2012).**

**Figure 1** Mean and median highest ranked executive salary in commercial banks, 1992–2007

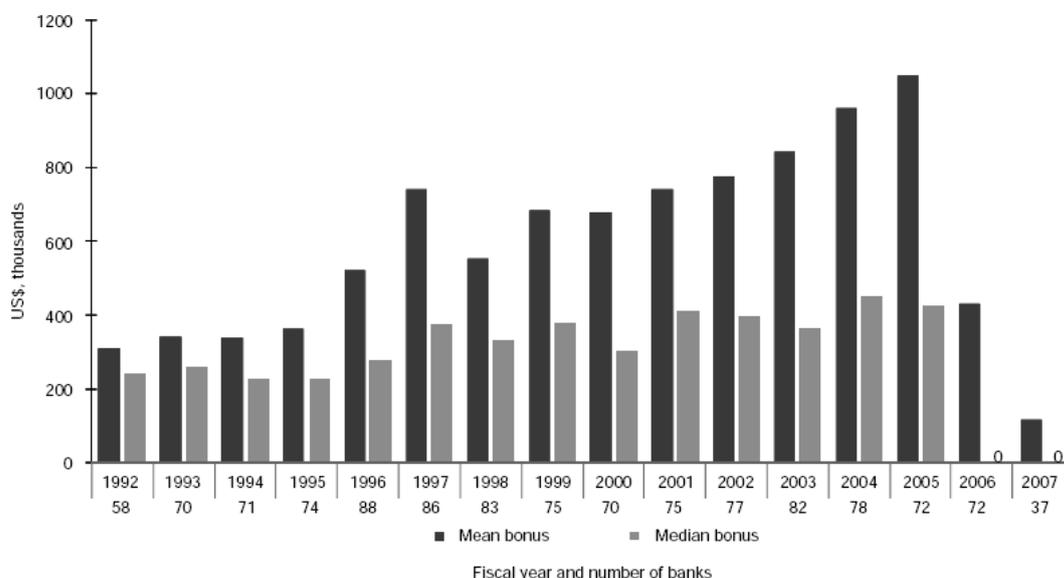


Source: Standard & Poor's Executive Compensation.

**Fuente: Mehran et altri (2012).**

**Gráfico 4. Media y mediana de los bonos de los ejecutivos con mayor jerarquía en sus empresas en el período 1992-2007 (2012).**

**Figure 2** Mean and median highest ranked executive bonus in commercial banks, 1992–2007



Source: Standard & Poor's Executive Compensation.

Fuente: Mehran et altri, (2012).

En la misma línea, el informe de la FDIC confirma que los bancos de inversión, que desde los 90 estaban registrando beneficios récord prácticamente cada año, entregaban alrededor del 50% de sus ingresos como retribuciones a sus banqueros. Lo que quiere decir que eran unas fábricas de hacer dinero, como expone Crotty (2007), pero para la cúpula directiva. Como se aprecia en la tabla siguiente, de elaboración propia:

**Tabla 1. Compensaciones sobre ingresos desde 2005**

Banco	Período	% Compensación sobre ingresos
Goldman Sachs	2005-08	44- 49%
Morgan Stanley	2005-08	46 – 59%
Merrill Lynch	2005-06	Entorno del 50%
	2007	141% (Año en el que ya sufrieron pérdidas)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch. Datos de dominio público.

En la misma línea de ver como evolucionaron los salarios dentro del sector el informe de la FDIC también ofrece datos. Así, se puede comparar el salario de un director ejecutivo de un gran banco en los 80 y los sueldos 20 años después. Como se muestra en la tabla siguiente, de elaboración propia, el incremento es en verdad sugerente:

**Tabla 2. Evolución de los salarios de un director ejecutivo desde los años 80.**

<b>Banquero (CEO)</b>	<b>Año</b>	<b>Retribución</b>	<b>Entidad</b>
John Gutfreund	1986	3,2M\$	Salomon Brothers
Stanley O'Neal	2006	91M\$	Merrill Lynch
Lloyd Blankfein	2007	68,5M\$	Goldman Sachs
Richard Fuld	2007	34 M\$	Lehman Brothers
Jamie Dimon	2007	28 M\$	JP Morgan Chase

**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Salomon Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Lehman Brothers y JP Morgan Chase. Datos de dominio público.**

Pero, si queremos hacernos una idea de la magnitud de las cantidades abonadas bastaría un dato: el total de los bonus entregados en Nueva York a los banqueros fue de 33.000M\$ en el año 2007. El pago total de salarios en el conjunto de la industria financiera estadounidense en 2007 fue de 137.230 millones de dólares, en 2008 123.400 millones y en 2009 se estimaba en unos 145.000 millones de dólares.

Curiosamente, el 31 de julio de 2009, cuando ya la crisis había estallado, el fiscal general de Nueva York, Andrew M. Cuomo hizo público un informe en el que revelaba que 9 de las entidades financieras que habían sido rescatadas por el estado habían pagado a 5.000 de sus banqueros y de sus traders bonus de más de 1 millón de dólares por el año 2008. Por ejemplo, en Goldman Sachs los bonus de más de 1 millón de dólares fueron a 953 traders y banqueros, mientras que en Morgan Stanley fueron a 428 empleados.

Incluso cuando el sistema financiero comenzaba a resquebrajarse por la crisis de las hipotecas subprime el flujo del dinero no se detuvo. Sirva como muestra que Stanley O'Neal, el primer hombre de raza negra que llegaba a la dirección de un gran banco de inversión como Merrill Lynch, se llevó a casa 161 millones de dólares al ser despedido

en noviembre de 2007. Además, consiguió un dudoso reconocimiento: el puesto 18 en la lista de peores Directores Generales de la historia, según la cadena de televisión CNBC (CNBC,2009). Charles Prince consiguió una compensación de 40 millones de dólares al abandonar la dirección de Citigroup. Un finiquito similar al que se llevó Richard S. Fuld, de Lehman Brothers.

Por cierto, Fuld consiguió el primer puesto como peor Director General de la historia en la mencionada lista de la CNBC. Sus méritos: disparar el pánico financiero a escala mundial y firmar la mayor bancarrota jamás conocida en EEUU, pues la deuda pendiente de la entidad cuando quebró era de 613.000 millones de dólares. Además, la cadena de televisión considera que nunca admitió que su firma tuviera problemas, lo que imposibilitó que con antelación se tomaran los pasos necesarios para rescatarla o limitar los daños.

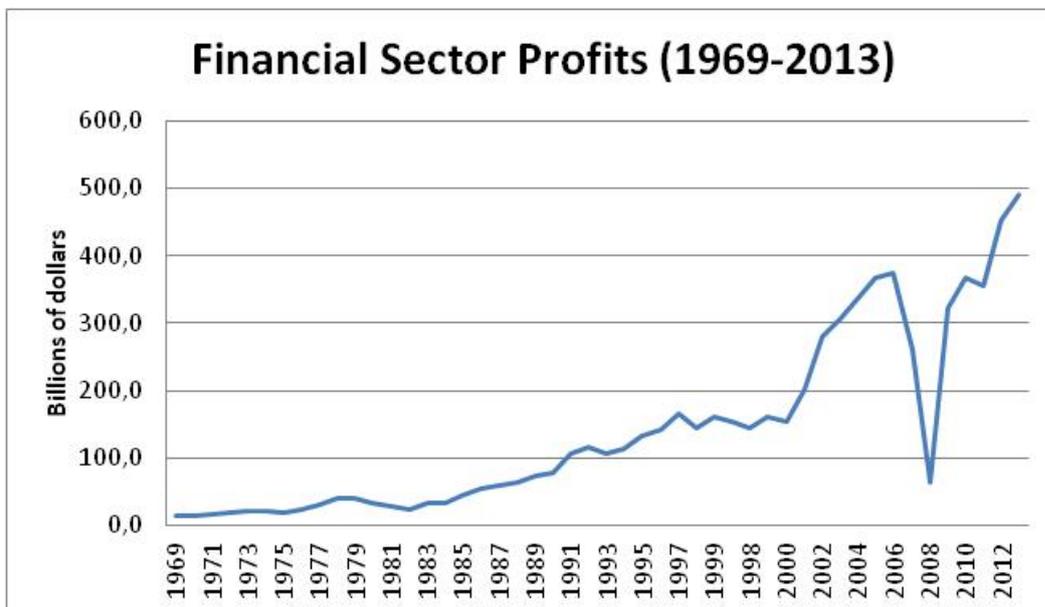
#### **4.2.6. Si los en los mercados financieros la competencia es tan intensa, ¿por qué los beneficios de los bancos son tan altos?**

En 1997, la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, organizó una conferencia sobre la actividad bancaria en los 80. En la sesión de clausura Paul Volcker, lanzó una pregunta a la distinguida audiencia, una que él no sabía responder: *“Me llama la atención que cuando uno mira al sistema bancario, nunca antes en nuestra vida ha estado la industria bajo tanta presión (...), pero, al mismo tiempo, la industria nunca ha sido tan rentable con tanta aparente fortaleza. ¿Cómo puedo reconciliar esas 2 observaciones?* (FDIC, 1997).

Como elemento ilustrativo, baste ver el siguiente gráfico sobre la escalada de los beneficios reales del sector financiero estadounidense, teniendo en cuenta el consumo de capital y la variación de inventarios. Obsérvese el fantástico ritmo que consigue el sector desde los 80 hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria. Concretamente, en 2008, ejercicio en el que se ha de “pasar la fregona” para recoger los restos de la burbuja, el beneficio conseguido es sólo de 95.400 millones de dólares, pero al año siguiente se regresa a la tenencia, al conseguir ya 363 millones. A partir de ahí, el sector

vuelve a cifras récord, por encima de los 500.000 millones de dólares de beneficios el año del estallido:

**Gráfico 5. Beneficios del sector financiero 1948-2014 (dólares encadenados 2013).**



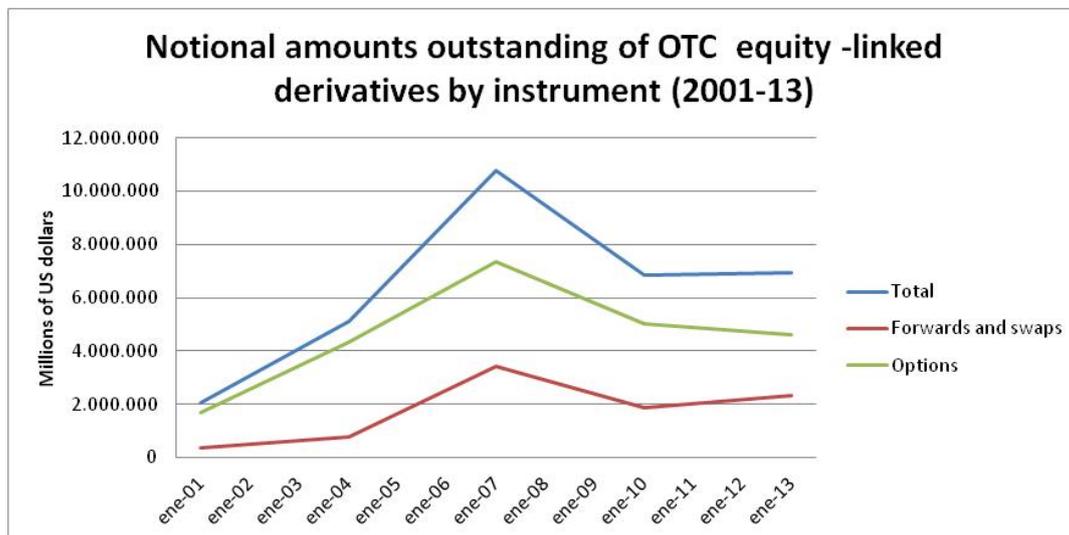
**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Datos de dominio público.

Crotty (2007) da 4 razones que pueden explicar esta paradoja. Primero, la demanda de productos y servicios financieros ha crecido exponencialmente. Segundo, ha habido un rápido crecimiento en la concentración de los mercados financieros y mayoristas, así como en mercados domésticos minoristas. Lo que Shumpeter llamó competición “correspetiva”, un régimen industrial en el que las grandes compañías pueden competir en muchos aspectos, pero evitan los tipos de acciones competitivas como las guerras de precio que podrían recortar los beneficios industriales.

Tercero, las grandes instituciones financieras han asumido mayores riesgos, lo que les ha producido mayores beneficios. Un riesgo que está parcialmente oculto, porque mucho de él está localizado fuera de balance. Cuarto, los grandes bancos de inversión han convertido la innovación en su negocio central. Así, han creado y negociado derivados cada vez más complejos en volúmenes cada vez más altos. Ello les ha permitido conseguir altos márgenes, pero no negociando a través de bolsas organizadas, sino por medio de mercados OTC. El siguiente gráfico muestra el crecimiento

espectacular de los derivados negociados en el mercado OTC en la primera mitad de la década inicial del nuevo siglo y su posterior moderación.

**Gráfico 6. Saldo vivo nocional de los contratos OTC por instrumento (2000-13)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of International Settlements.

Datos de dominio público.

En las conclusiones de su trabajo, publicado en abril de 2007, Crotty se muestra especialmente acertado al advertir que las condiciones ideales de crecimiento de los últimos años terminarán pronto, pues no tiene sentido que los mercados globales continúen proveyendo liquidez ilimitada a bajos tipos de interés. Incluso apuntaba que los *“un evento de cola serio está ahí fuera esperando a anunciar su presencia”*. Por ello, Crotty cerraba su trabajo advirtiéndole que el ciclo podía acabar súbita y dolosamente *“Estoy tentado a decir que esta Época Dorada terminará con un BANG antes que con un sollozo”*.

#### **4.2.7. La popularidad de las opciones como forma de retribución a los banqueros.**

¿Qué parte de la crisis financiera es imputable al diseño del sistema de retribuciones como apunta Stiglitz y, en concreto, a las opciones? En el ámbito de la empresa privada,

la teoría de agencia, diseñada por Michael Jensen y William H. Meckling<sup>72</sup>, explica que los directivos actúan como agentes de los accionistas, a través de un contrato implícito, en el que los sistemas retributivos deben ir dirigidos a producir alineamiento entre el interés de unos y de otros (Trias Sagnier, 2009). El mecanismo retributivo por excelencia, tanto en los tiempos de bonanza de las punto-com como en el de las hipotecas subprime en los bancos ha sido el de las opciones sobre acciones, pues se considera que consiguen ese alineamiento entre directivos y accionistas de manera automática, como exponen Hall y Murphy (2003). Igualmente, valdría la pena apuntar que esos mecanismos retributivos están diseñados por los propios beneficiarios, con la complacencia del consejo de administración, que en la mayoría de los casos simplemente ratifica la propuesta de los máximos directivos.

¿Cómo funcionan las opciones sobre acciones? Es un esquema retributivo que permite al empleado (el alto ejecutivo) comprar en el futuro un paquete accionario a un precio determinado. Ello, le generará una importante ganancia si el precio de la acción en el momento de ejercer la opción está por encima del precio pactado, lo que se conoce como estar “*en el dinero*”, o “*in the money*”. Del mismo modo, la opción no tendría valor si la cotización de la acción estuviera por debajo del precio acordado, lo que se define como que la opción está “*fuera del dinero*”, o “*out of the Money*”.

Si volvemos de nuevo al estudio de Mehran y otros (2012), en él se documentan 7.254 paquetes de opciones sobre acciones entregadas a los 5 máximos ejecutivos de distintas entidades bancarias. De este análisis emerge un detalle significativo, el calendario de ejercicio de esas opciones. Concretamente, el 64% de estas opciones tenían una vencimiento igual o inferior a los 2 años, mientras que a los 5 ó más años expiraban sólo el 7,4% de esas opciones. De hecho, en el primer año los ejecutivos ya ejercían el 45,7% de sus opciones. Ello revela un sistema de retribución muy centrado en el corto plazo, lo que muestra que los incentivos para tomar decisiones que tuvieran resultados

---

<sup>72</sup> El trabajo más conocido de Jensen es el paper publicado con William H. Meckling en 1976 con el título “*Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*,” (“Teoría de la empresa: Comportamiento directivo, costes de agencia y estructura de la propiedad”). Este paper se puede considerar como un referente por ser uno de los más citados en trabajos posteriores. Además, de renovar el interés en la teoría de la empresa y de agencia, un campo en el que fue pionero Ronald Coase, el artículo argumenta que los intereses de los directivos son diferentes de los accionistas, por ello la utilización de las opciones sobre acciones se convirtieron en la manera de premiar el trabajo directivo.

rápidos, permitiendo maximizar el número y volumen de comisiones a percibir, comenzaban en la cúpula y luego iban filtrando hacia abajo, hasta la red comercial.

#### **4.2.8. El cambio del marco legislativo sobre las retribuciones: La *Omnibus Budget Reconciliation Act*, 1993, y la sección la Sección 162(m) del IRS.**

El informe de la FDCI expone que el marco legislativo sobre las retribuciones cambió a partir de la aprobación de la *Omnibus Budget Reconciliation Act*, en 1993. Esta ley perseguía, entre otras cosas, recortar el salario a los ejecutivos, pero terminó por no hacerlo y por promover, indirectamente, el uso de opciones sobre acciones en las corporaciones. La historia de este cambio legislativo comenzó 2 años antes (Businessweek, 2006), cuando el Gobernador de Arkansas, Bill Clinton, y futuro presidente de los EEUU leyó un libro publicado en 1991 que estaba muy de moda en círculos empresariales titulado “In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives” (“En búsqueda del exceso: La sobre-compensación de los Ejecutivos Estadounidenses”) del experto en retribuciones salariales y consultor Graef Crystal. El libro causó un fuerte impacto en el candidato, ya que en él se describía como el salario de los trabajadores estadounidenses apenas había subido en los últimos 20 años, mientras que el de los directores generales se había incrementado un 400%. Por ello, cuando Clinton llegó a la presidencia, su equipo decidió cambiar la legislación para recortar los salarios a la cúpula directiva de las corporaciones. Hasta ese momento, las compañías podían deducir todas las compensaciones que se les hicieran a los altos ejecutivos. A partir de entonces, la nueva legislación permitiría a las compañías deducir en los salarios que superaran la cifra de 1 millón de dólares y sólo si los ejecutivos conseguían alcanzar unos objetivos especificados previamente.

Pasada una década se pudo comprobar que la ley, la Sección 162(m) del IRS code, no había funcionado. Así lo demostró un estudio publicado en 2005 por la Harvard Business School, en el que se exponía que la compensación promedio para los directores generales de las compañías que conforman el índice bursátil S&P's 500 había pasado de 3,7 millones de dólares a 9,1 millones de dólares.

¿Qué problemas permite revelar nuestro análisis institucional? Para garantizarse la deducción fiscal completa del pago a los altos ejecutivos, las empresas podían cambiar

cualquier cantidad por encima del techo salarial de 1 millón de dólares de retribución laboral, por otro tipo de compensaciones que tuvieran cabida en la descripción de “pago por desempeño”. En esta categoría entraban directamente las “opciones sobre acciones”, ya que el desempeño sería la cotización de la acción sobre la que se entendía que incidiría la gestión de los máximos ejecutivos. Pero, no solamente entraron en la categoría las opciones sobre acciones. De hecho, se permitió a las empresas deducirse por salarios ejecutivos ligados a objetivos tan vagos y etéreos como “*logro individual de compromisos personales*” (en el caso de Bell South Corporation), mejora de la “*satisfacción de los consumidores*” (Dell Inc) o por “*mantener un lugar de trabajo divertido*” (AES Corp.) Como publicó Bloomberg Businessweek el remedio de Clinton se “*convirtió en la mayor broma interna (de la industria) en la larga historia de intentar frenar el pago a los ejecutivos*”.

Así pues, una idea, la de recortar el salario a los ejecutivos a través de una determinada legislación, terminó por no hacerlo y por promover el uso de opciones sobre acciones en las corporaciones. Además, su uso se incrementó en un mercado alcista, tal y como describen Hall y Leberman (2000), pues era la forma más interesante de retribución. Como ejemplo, baste citar que si tomamos en cuenta sólo las 5 grandes firmas bancarias de Wall Street (Merrill Lynch, JP Morgan, Lehman Brothers, Bear Sterns y Citigroup) y nos fijamos en el período 2004-08 la cifra que pagaron a sus directores generales asciende a 3.000 millones de dólares según datos de la Securities and Exchange Commission, SEC.

#### **4.2.9. El diseño de las retribuciones en el largo plazo. El Bonus y el Malus.**

Una de las ideas más interesantes que se baraja sobre la retribución a los ejecutivos financieros es la diseñar una retribución a largo plazo, en la que se puedan valorar los efectos de la actuación del ejecutivo en un amplio período. Como defienden Clementi, Cooley, Richardson y Walter, (2009), y Narayanan (2009), la aproximación al problema de la remuneración sería la del “*bonus/malus*”. Es decir, en los buenos tiempos, con una “marea alta” de crédito fácil y de bonanza económica los “barcos” flotan cada vez a mayor distancia del suelo marino. Ello hace muy difícil distinguir a los buenos de los malos “capitanes de barco”, ya que la mayoría obtiene unas tasas de retorno muy altas.

Pero, es en los malos tiempos cuando se puede separar el grano de la paja. Así pues, la compensación debería de tener una estructura “multi-anual”, con los malos años restando del conjunto de la compensación, del mismo modo que la buena actuación suma.

No obstante, existen algunas propuestas más sofisticadas. Por ejemplo, Bolton y otros, (2011), proponen unir, al menos en parte, la compensación del Director General de una entidad financiera al Spreads del CDS (siendo del Spread del CDS la cantidad de dinero que pagaría anualmente el comprador para protegerse ante un impago<sup>73</sup>) por ese del banco que dirija durante el período en el que esté al cargo. De este modo, a mayor Spreads en el CDS se debería de pagar una menor compensación, y viceversa. Sencillamente porque el Spread es un precio de mercado para la probabilidad que tiene el banco de incurrir en un impago en la devolución de la deuda emitida y de sus intereses. Mientras, Bebchuk y Spamann, (2010), y Edmans y Liu (2011), sugieren conectar la compensación de los directivos directamente al nivel de deuda de la entidad.

## **4.3 LA PRIMERA RESPUESTA DE LA ADMINISTRACIÓN OBAMA ANTE EL ASUNTO DE LAS RETRIBUCIONES**

### **4.3.1. Los límites a los salarios de los ejecutivos bancarios en EEUU.**

Este movimiento de reducción y control de los salarios de los banqueros españoles no es una acción aislada emprendida por nuestro país, sino más bien todo lo contrario. Dentro de la agenda de las reformas del sistema bancario mundial hay una parte que trata de mejorar el gobierno corporativo de las entidades financieras, *“incluyendo lo que se refiere a las decisiones sobre el nivel y la composición de las retribuciones de los altos directivos”* (Salas Fumás, 2010).

Por ejemplo, en el Reino Unido el ministro británico de Empresas, Vince Cable, propuso el 23 de enero de 2012 que los accionistas pudieran bloquear los sueldos excesivos de los directivos como una medida para hacer más transparente y justo el

---

<sup>73</sup> Por ejemplo si el CDS Spread de Coase Corporation es de 0,5% y el nominal del contrato a proteger es de 10 millones de dólares, la cantidad a pagar por el comprador del CDS es de \$50.000 (0,5% x \$10.000.000)

sistema de pagos a los altos ejecutivos. Ello venía a reconocer que los salarios de las cúpulas directivas no se votaban en las juntas de accionistas, sino que o bien iban incluidas dentro de un paquete de decisiones que se votaba en bloque o, directamente, no se votaban. Cable apuntó en el Parlamento que las compañías y los inversores reconocen que existe una "desconexión" entre el sueldo de los directivos y su rendimiento, y recordó que el salario de los ejecutivos aumenta cinco veces más rápido que la media de la remuneración del resto de los trabajadores (Expansión, 2012).

Si nos fijamos de nuevo en el caso norteamericano, en febrero de 2009 la administración Obama decidió imponer un techo salarial de 500.000\$ a los ejecutivos de las entidades financieras estadounidenses que hubieran sido rescatadas a través del Trouble Asset Relief Program, o TARP. A estos ejecutivos se les prohibía recibir otro tipo de bonus, a menos que fuera en acciones que no podían venderse inmediatamente. Ese límite sólo se podía superar si se daba una “buena causa” que fuera autorizada por el técnico designado por la Administración Demócrata, Kenneth Feinberg, encargado de supervisar las retribuciones. El presidente Obama justificó esta decisión afirmando que *“Si los contribuyentes te están ayudando, entonces tienes ciertas responsabilidades que te (impiden) llevar un alto nivel de vida”*.

Sin embargo, el 23 de enero de 2012 los auditores federales anunciaron a través de un informe<sup>74</sup> que el Gobierno había fallado a la hora de contener las compensaciones a los ejecutivos de compañías rescatadas. De hecho, según el reporte el propio Kenneth Feinberg, el supervisor, habría recibido presiones por parte de las compañías y del propio Tesoro estadounidense para saltarse la cuestión de los límites salariales. Sencillamente, porque la prioridad del Gobierno era que el dinero prestado le fuera devuelto. Así, el informe revelaba que 49 ejecutivos habían recibido paquetes retributivos por un importe de 5 millones de dólares o más, durante el período 2009-11.

Como respuesta, el Tesoro Norteamericano hizo pública una carta en la que el tope salarial de 500.000\$ era meramente una guía, no una regulación estricta. Además, añadía, tal y como había aparecido en el informe del supervisor, que el Tesoro había

---

<sup>74</sup> El informe fue emitido por la oficina del Special Inspector for Troubled Asset Relief Program. Se puede encontrar en: [http://www.sig tarp.gov/reports/audit/2012/SIGTARP\\_ExecComp\\_Audit.pdf](http://www.sig tarp.gov/reports/audit/2012/SIGTARP_ExecComp_Audit.pdf)

emitido 6 principios generales<sup>75</sup>, y luego le había concedido a Weinberg la facultad para aplicarlas según las circunstancias individuales de cada ejecutivo. En suma, el tesoro no discutía el número de individuos que habían obtenido un salario superior a los 500.000\$, pero sí que afirmaba que se había tenido éxito en recortar las compensaciones a altos ejecutivos de forma clara.

#### **4.3.2 La Dodd-Frank Act y el “SAY ON PAY”.**

Independientemente del salario establecido para las entidades rescatadas con dinero público, la Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act, 2010, trata la cuestión de las compensaciones a ejecutivos. Concretamente en el Subtítulo E del Título IX de la ley, que versa sobre la protección del inversor. En él se especifica la obligación de la Securities and Exchange Commission, SEC, de regular para que los mercados de valores estadounidenses denieguen la posibilidad de estar cotizadas a aquellas empresas que no cumplan con lo establecido en la ley sobre compensaciones. Una ley que da el derecho a decidir a los accionistas de la empresa sobre la remuneración ejecutiva, el *Say on Pay*. A saber, que:

1. Al menos una vez cada 3 años, una empresa cotizada está obligada a someter a la votación de los accionistas la aprobación del plan de remuneración de la directiva.
2. Al menos una vez cada 6 años se someterá a votación si la revisión y aprobación anterior del plan de remuneración, establecido cada 3 años, debe de ser realizado de un modo más frecuente. Es decir, anual o bianualmente, en lugar de trianualmente.
3. Los accionistas pueden desaprobar cualquier contrato de blindaje (paracaídas de oro, “golden parachute”) con su voto.

---

<sup>75</sup> Estas 6 indicaciones eran: (1) evitar los incentivos a tomar riesgos, (2) mantener la empresa competitiva y retener y reclutar empleados que contribuyan al éxito de la empresa, con su capacidad para devolver las ayudas, (3) la asignación de la compensación entre sueldo e incentivos; (4) pagar basándose en parámetros métricos, (5) establecimiento de una compensación consistente con la de homólogos de otras empresas, y (6) ajuste de la compensación que refleje la contribución del empleado al valor de la compañía

4. Los accionistas deben de estar informados de la relación entre la remuneración de la directiva ya pagada, teniendo en cuenta cualquier cambio.
5. La compañía debe de informar si algún miembro de la directiva ha comprado algún instrumento financiero que le permita protegerse frente a caídas en el valor de la acción de la empresa, ya que parte de la retribución puede ser un paquete de acciones.
6. Se ha de informar a los accionistas del salario del director general y de posiciones similares.
7. Se ha de informar de la media salarial de los empleados de la compañía, quitando de esa media los sueldos medios de la cúpula directiva.
8. Se ha de comunicar cual es el ratio, el abanico salarial, entre la cúpula directiva, y el salario medio de los empleados de la empresa. Un aspecto conocido como el “pay gap provisión”. Sin embargo, a principios de mayo de 2012 la norma todavía no había sido redactada por la SEC, mientras que los “lobbys” argumentaban la extrema complejidad del cálculo de ese tipo de información, tal y como informaba la editorial del New York Times<sup>76</sup>. No obstante, la realidad era que las cúpulas directivas y los consejos de administración se mostraban muy reticentes a hacer pública este tipo de información.

Como que estas normas atañen a la SEC, la Dodd-Frank Act lo que plantea son enmiendas a la Securities Exchange Act de 1934. La ley que creó la Securities and Exchange Commission, la SEC, y que fue diseñada por la Administración Roosevelt como respuesta al crack bursátil. Lo que no deja de ser paradójico, pues el regulador vuelve a fijarse en leyes antiguas para volver a reconstruir un marco regulador no favorable a que “el mercado se auto corrija” y se auto regule<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> New York Times. Editorial (2012) “The boss and everyone else”. Publicada el 1 de mayo de 2012. <http://www.nytimes.com/2012/05/02/opinion/the-boss-and-everyone-else.html?partner=rssnyt&emc=rss>

<sup>77</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. Capítulo 9. “ALL IN”. [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_chapter9.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_chapter9.pdf)



# CAPITULO 5. LA INFLUENCIA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN. ¿QUIÉN VIGILA A LOS CALIFICADORES?

## 5.1. INTRODUCCIÓN.

*“Hoy hay 2 superpotencias en el mundo. Los Estados Unidos y el Servicio de Rating de bonos de Moody’s. Los Estados Unidos te pueden destruir bombardeándote y Moody’s puede destruirte recortando el rating de tus bonos. Y créame, a veces no está claro cuál es más poderoso.”*

**Thomas Friedman, periodista, el 13 de febrero de 1996,  
entrevistado por Jim Lehrer<sup>78</sup>**

En este capítulo se analiza el papel jugado por las agencias de calificación del riesgo en el estallido del sistema financiero estadounidense a fin de extraer algunas hipótesis explicativas fundamentales a ser contrastadas con los datos aportados en el penúltimo capítulo.

Pero resulta útil mencionar ya en esta introducción que el análisis realizado nos permitirá mostrar cómo dichas agencias jugaron un rol importante, ya que concedieron el sello de aprobación, con unas calificaciones demasiado altas, a unas titulaciones que luego tuvieron que rectificar a la baja a toda prisa. Con este doble movimiento contribuyeron, de un lado, a avivar un mercado ya de por sí alcista y, segundo, a traer el caos con los recortes de nota, cuando el mercado comenzó a caer.

Pero, lo mejor del caso estadounidense es que si se le pregunta a una agencia de calificación qué sucede si falla estrepitosamente en sus valoraciones, o si algún emisor de títulos se enfada por la nota que le conceden, o si se le amenaza con demandas por sus errores, su respuesta sería sencilla y desarmante: *“No pasa nada. Sólo damos opiniones. Opiniones”*. Y es absolutamente cierto. En el aviso que Moody’s inserta en sus papeles de trabajo se lee *“Los ratings son, y deben de ser interpretados solamente*

---

<sup>78</sup> “There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me; it's not clear sometimes who's more powerful”.

*como declaraciones de opinión y no como declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, vender o mantener activos*". Lo que técnica y legalmente las exonera, en principio, de cualquier responsabilidad por las notas que producen.

Como se expone en el apartado 5.2.2., el verdadero trabajo de una agencia de calificación es el de valorar el riesgo de crédito de los emisores de instrumentos financieros. Para ello, determinan y publican sus calificaciones, lo que representa únicamente su opinión, tal y como apunta Véron (2011), sobre la posibilidad de impago del principal y los intereses. Además, esta opinión tiene una fecha de caducidad ya que su análisis sólo refleja un "*punto en el tiempo*". Es decir, las agencias dejan claro que sus notas no están garantizadas y que cualquier cambio en las circunstancias de los factores de riesgo invalidará su análisis.

Pero, si ello es así, una pregunta surge de inmediato: si sus notas no son más que opiniones, ¿por qué los agentes financieros las tienen en consideración? Por dos razones. La primera, descrita en el apartado 5.2.2., es que la labor de las agencias de calificación reduce uno de los fallos del mercado: la información imperfecta, de acuerdo con Losada, 2009. Así, cuando las agencias hacen públicas sus notas se intenta reducir la asimetría de información entre emisores de activos y los potenciales inversores, lo que conduciría a un mercado más eficiente que asigna mejor los recursos. Por ejemplo, cuando se opera en mercado los inversores de renta fija tratan de conseguir la información necesaria para tomar decisiones de compra y venta, lo que supone unos elevados costes de transacción. Simplemente, porque las operaciones financieras han crecido en volumen y complejidad en los mercados de capitales, especialmente en EEUU (Boot y Thakor, 2010). Por ello, los inversores profesionales pertenecientes a entidades financieras optan por "externalizar" de sus compañías la tarea de valorar esos activos financieros y cederla a las agencias de calificación.

En segundo lugar, las calificaciones que conceden son usadas por los reguladores financieros como un "input" para su labor de supervisión del sistema financiero, un aspecto que veremos posteriormente. La práctica internacional consiste en limitar las inversiones de los gestores de los grandes vehículos de inversión, Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de pensiones, a activos financieros con un rating igual o superior al *investment grade*, grado de inversión. El límite sería un rating BBB- o

superior. Así, más de la mitad de todos los bonos corporativos están en manos de de instituciones sujetas a restricciones de inversión basadas en ratings (Bongaerts y otros, 2012).

No obstante, pese a este papel tan importante que las agencias de calificación del riesgo desempeñan en el sistema financiero, éstas pueden fallar, como lo prueba la crisis financiera asiática que se desató en julio de 1997, lo que describimos en el título 5.2.3. Al analizar esta crisis Ferri, Liu y Stiglitz (1999) concluyen que las agencias de calificación crediticia la agravaron. De hecho, al haber fallado a la hora de pronosticarla decidieron adoptar posteriormente un sesgo “*excesivamente conservador*”, a juicio de los autores. De este modo, recortaron las calificaciones de estos países “*más de lo que el empeoramiento de los fundamentales económicos de estos países hubiera justificado*”. Esta rebaja incrementó notablemente el coste de endeudamiento exterior y restringió el flujo de crédito a la zona, lo que alargó y amplificó el período de dificultad.

En el apartado 5.3. se narran los errores que cometieron durante la gestación de la crisis 2007-08. Alguno flagrante, como tener adjudicado el “investment grade” sobre el papel comercial de Lehman Brothers la mañana en que este banco presentó la quiebra. Pero, su mayor error fue legitimar la oleada de titulizaciones respaldadas por hipotecas subprime que inundaron el mercado entre 2004 y 2007. Esta actitud cuestiona la calidad de sus notas y su independencia respecto a los emisores, lo que abre la posibilidad a considerar un conflicto de intereses dentro de un modelo en el que el “emisor paga”. La razón es simple: los emisores podrían estar dispuestos a pagar más por una mejor calificación que les facilitaría una mejor colocación en mercado y los calificadores a embolsarse esa mayor comisión.

Nuestro análisis en este capítulo nos permitirá también, pues, resaltar la importancia del marco institucional informal que existía entre los propietarios y altos directivos de las agencias y los bancos emisores según el cual si una agencia de calificación no “cooperaba” en calificar con notas altas sus emisiones, los bancos se llevaban su negocio a otro sitio. Por ello, veremos cómo inflaron sus notas, para conservar su cuota de mercado en un entorno extremadamente competitivo y seguir ganando sus comisiones. ¿Cómo se puede solucionar todo esto para que no vuelva a suceder? Por supuesto, con la regulación adecuada que modifique los incentivos y estrategias

seguidas por los principales participantes. Pero averiguar cuál es dicha legislación para cada periodo, país, etc no es tarea fácil. “Institutions matter”, pero instituciones similares pueden tener efectos distintos en distintos sitios, periodo o colectivos implicados, como ya resaltamos en la introducción general. En el apartado 5.4. se profundiza en estos posibles cambios legislativos a partir de la pregunta: “¿Quién vigila a los vigilantes?”. Las autoridades norteamericanas y europeas están desarrollando nuevas normativas a los dos lados del Atlántico en un intento de conseguir una mayor supervisión.

Hecha esta introducción global del capítulo, pasemos a desarrollarlo.

## **5.2. EL ROL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y SU SUPUESTA INFALIBILIDAD.**

### **5.2.1. Las tres grandes del mercado de agencias de calificación del riesgo.**

Las Agencias de Calificación del Crédito, en adelante las ACCs, se encargan de valorar el riesgo de crédito de los emisores de instrumentos financieros. Para ello, determinan y publican sus calificaciones, lo que representa únicamente su opinión, de acuerdo con Véron, 2011, sobre la posibilidad de impago. De hecho, sus notas miden probabilidades relativas de default, no probabilidades absolutas. Así, una calificación AA implica una probabilidad de impago inferior a una nota BB, pero en ningún caso se aportará una estimación numérica de las probabilidades asociadas a cada evento.

El que sea únicamente la *opinión* no es baladí, pues ellas se reconocen como meros “publicadores”, lo que equivaldría a ser una especie de “editor” que está simplemente expresando sus consideraciones sobre una compañía. Como se lee en el anuncio de advertencia, los disclaimers, que Moody’s inserta en sus papeles de trabajo “*Los ratings son, y deben de ser interpretados solamente como, declaraciones de opinión y no como declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, vender o mantener activos*”<sup>79</sup>. La principal implicación es que las agencias disfrutan de la protección de la Primera Enmienda de la Constitución Estadounidense, en caso de que sean demandas

---

<sup>79</sup> Disclaimer de Moody’s “The ratings . . . are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell, or hold any securities.”

por inversores y por emisores que les reclamen que han sido dañados en sus intereses por las agencias, (White, 2010). Además, esta opinión tiene una fecha de caducidad ya que su análisis sólo refleja un *“punto en el tiempo”*. Es decir, las agencias dejan claro que sus notas no están garantizadas y que cualquier cambio en las circunstancias de los factores de riesgo invalidará su análisis. Sin embargo, como Gary Witt, un antiguo manager general de Moody’s, declaró a la Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC (2011), *“La gente esperaba demasiado de los ratings... Las decisiones de inversión deberían siempre de estar basadas en mucho más que en un rating”*.

Este mercado está dominado mundialmente por 3 grandes jugadores:

- Standard & Poor’s (S&P): Una división de Mc Graw-Hill Companies, un grupo norteamericano cuyo accionariado muy repartido. Concretamente, en agosto de 2015 tres grandes gestoras de fondos eran las mayores accionistas de Mc Graw Hill Companies. A saber: Fidelity Investments (8,638%), Vanguard Group (6,16%) y BlackRock (5,307%).
- Moody’s Corporation: Una compañía norteamericana cuyo accionariado también está sumamente distribuido, pues su mayor accionista es Berkshire Hathaway, con un paquete muy estable de un 11,5% de las acciones.
- Fitch Rating: Una división del Grupo Fitch, el cual es propiedad de la francesa Fimalac, un vehículo de inversión con sede en Paris, y la norteamericana Hearst Corporation. Desde diciembre de 2014, Fimalac controla un 20% y Hearst un 80%. Curiosamente, Marc Ladreit de Lacharrière, un hombre de negocios francés, controla el 79% de las acciones de Fimalac. De hecho, las iniciales de Fimalac responden al nombre del grupo que él mismo creó, Financière Marc Ladreit de Lacharrière.

Por supuesto, como señala Véron (2011), en el mercado existen otras agencias de calificación de riesgos como, por ejemplo, AM Best, con base en EEUU y especializada en la industria de los seguros, Dominion Bond Rating Service, Canadá, Japan Credit Rating Agency, Japón, o Dagon Global, China. Sin embargo, el porcentaje de las “3 grandes” suma el 90% de los ingresos totales del sector, en la tabla adjunta en millones

de dólares, y el 97% de las calificaciones adjudicadas. La fuente de los datos son los informes anuales de las compañías y la Securities and Exchange Commission, SEC, en el año 2011 así como los cálculos de Véron (2011).

**Tabla 3. Datos sobre los ingresos y la facturación de las 3 principales agencias de crédito**

Datos 2011	S&P	Moody's	Fitch	Otros
Ingresos (US\$m)	1.696	2.032	657	sin datos
% de las "3 grandes" sobre total	39%	46%	15%	sin datos
Ganancias operativas (US\$m)	762	773	200	35
% del Total	43%	44%	11%	2%
Calificaciones de crédito en circulación	1.190.500	1.039.187	505.024	81.888
% del Total	42%	37%	18%	3%
Analistas de crédito y supervisores	1.345	1.204	1.049	392
% del Total	34%	30%	26%	10%

**Fuente: Véron, (2011)**

En este punto es interesante señalar que las 3 grandes agencias tienen su sede en Nueva York, lo que refleja el peso de EEUU en el negocio de esta industria: el 54% de los ingresos de Moody's proviene de este mercado, mientras que el 52% de su plantilla global trabaja allí; en el caso de Fitch, el ratio de ingresos es del 42% y de la plantilla el 35%, (Véron, 2011).

Sin embargo, cabe apuntar que la presencia física en el mercado norteamericano parece no haber sesgado sus notas a favor de los intereses estadounidenses, (Véron, 2011). Primero, porque los equipos de estas empresas tienden a estar formados por personas de muy diversas nacionalidades. Segundo, la rebaja del rating de EEUU por parte de S&P, añade crédito a que los juicios de las agencias no están condicionados por su presencia en aquel país. De hecho, la rebaja de la nota de AAA a AA+ en agosto de 2011 fue fuertemente criticada por la administración norteamericana, como lo prueban las duras palabras (CNBC, 2011) de Timothy Geithner, Secretario del Tesoro, quien declaró que la agencia había mostrado un "*juicio terrible*" y que su nota era consecuencia de la falta de conocimiento de "*las finanzas de la nación*".

### **5.2.2. ¿Qué papel desempeñan las agencias de calificación de riesgo?**

Como decíamos en la introducción, la razón de la existencia de las agencias de calificación es que reducen uno de los fallos del mercado: la información imperfecta,

(Losada, 2009). Así, cuando las agencias hacen públicas sus notas se intenta reducir la asimetría de información entre emisores de activos y los potenciales inversores, lo que conduce a un mercado más eficiente que asigna mejor los recursos. Esta asimetría en la información es consecuencia de la diferencia de datos que manejan los oferentes de activos y los posibles compradores. Es evidente que el emisor es quien mejor sabe cual es la realidad de su compañía, a la vez que se sentirá incentivado a no dar aquellas referencias que le sean más perjudiciales, así como a presentar bajo la mejor luz posible los informes que le sean más favorables.

De este modo, si no existieran agencias independientes los emisores ofrecerían al mercado sus activos y, por supuesto, todos hablarían muy bien de su solvencia. Ello generaría un problema de “*selección adversa*”, lo que provocaría que los compradores consideraran que, como describió George Akerlof (1970), todos los productos son “limones”, productos de baja calidad, y que no hay “cerezas”, productos de alta calidad con bajo riesgo de incumplimiento en la devolución del principal e intereses. Es por ello, que las agencias ayudan con sus calificaciones a distinguir, de entre una numerosísima oferta, cuales son los productos muy buenos, los buenos, los regulares y los malos.

El resultado final es que los emisores pagan un tipo de interés acorde con su riesgo de crédito. Conjuntamente, como los activos tienen una “nota” los inversores pueden comparar el riesgo de distintas inversiones, aunque sean ofertadas por diferentes sectores o países, (Losada, 2009), lo que facilita la labor a los agentes del mercado. Por ejemplo, un gestor de fondos de inversión no deberá de analizar a todos los emisores, sólo tendrá que fijarse en las notas de los activos para acomodarlos a las distintas políticas de inversión establecidas en sus carteras. Ello le permitía cumplir perfectamente con la regulación, ya que las autoridades financieras utilizaban las notas para establecer las obligaciones de emisores, gestores e inversores. Es decir, como señala White (2010) las autoridades regulatorias estadounidenses habían delegado la supervisión de la calidad de las carteras de activos a las agencias de calificación y con ello, su labor se había hecho imprescindible. Por ejemplo, los bancos centrales, no sólo el estadounidense, ofrecen líneas de liquidez a bancos a cambio de las garantías que puedan aportar. Estas garantías serán unos activos con unos mínimos de calidad que

vendrá definida en muchos casos por la referencia a la valoración de una agencia de calificación. Igualmente,

El problema es que, como se advierte, las agencias de rating conforman una industria en la que la reputación es quizás el mayor activo, pues es verdaderamente lo que respalda sus valoraciones, (Losada, 2009). Este elemento reputacional necesita ser construido con tiempo y con un historial de acertadas calificaciones que reflejen fielmente la solvencia de los emisores. De ahí que este aspecto temporal se convierta en un obstáculo para la entrada de nuevas agencias en el mercado, lo que dificulta la llegada de otros agentes.

### **5.2.3. Las agencias de calificación del riesgo pueden fallar.**

La primera grieta que se abrió en el concepto de la supuesta “infabilidad” de las agencias de calificación de rating se produjo durante la crisis financiera asiática que se desató en julio de 1997. En aquel momento el Gobierno tailandés se vió forzado a dejar flotar libremente su divisa, por falta de reservas en dólares con la que seguir defendiendo su tipo de cambio fijo respecto a la moneda estadounidense, lo que condujo a su depreciación. Ello desencadenó un efecto dominó sobre el resto de divisas de la región, pues Filipinas, Indonesia y Malasia también asistieron a la pérdida del valor de sus monedas. La crisis afectó a Japón y a Corea del Sur, grandes vendedores de mercancía en la región, que vieron como caían sus mercados de valores e, igualmente, sus divisas.

Al analizar esta crisis Ferri, Liu y Stiglitz, (1999) concluyen que las agencias de calificación crediticia la agravaron. De hecho, al haber fallado a la hora de pronosticarla decidieron adoptar posteriormente un sesgo “*excesivamente conservador*”, a juicio de los autores. De este modo, recortaron las calificaciones de estos países “*más de lo que el empeoramiento de los fundamentales económicos de estos países hubiera justificado*”. Esta rebaja incrementó notablemente el coste de endeudamiento exterior y restringió el flujo de crédito a la zona, lo que alargó y amplificó el período de dificultad. Ferri, Liu y Stiglitz consideran que, tras un fracaso tan flagrante en sus predicciones iniciales, las agencias de calificación tendrían un incentivo para volverse más

conservadoras, pues deberían de recuperarse del daño que sus errores les habían causado, así como reconstruir su propia reputación.

El segundo gran revés que sufrieron las reputaciones de las agencias de calificación fueron las quiebras de Enron, 2001, y Parmalat, 2003. Las respuestas que dieron las agencias de calificación al deterioro que tanto Enron como Parmalat registraron en sus riesgos de crédito fueron inexplicablemente lentas. En el caso de Enron, las 3 grandes agencias mantuvieron el “investment grade”, la calificación que se considera apta para que se pueda invertir, hasta 5 días antes de la quiebra, White, 2010. Moody’s y S&P rebajaron la calificación a “non-investment”, activo en el que no invertir, tan sólo 2 días antes de que presentara su quiebra, (Güttler y Warenburg, 2007). Por último, las principales agencias tenían adjudicado el “investment grade” sobre el papel comercial de Lehman Brothers la mañana en que este banco presentó la quiebra, (White, 2010).

Estos episodios llevan a cuestionar la calidad de sus notas y de su independencia respecto a los emisores, (Losada, 2009), pues se puede dar un conflicto de intereses, (Costas y Arias, 2011), ya que los emisores podrían estar dispuestos a pagar más por una mejor calificación que les facilitaría una mejor colocación. Sencillamente, porque el modelo de la industria de las agencias de calificación de rating no es “el inversor paga”, sino “el emisor paga”, lo que haría aflorar dichos conflictos de interés (White, 2010; Pagano y Volpin, 2010, y De la Dehesa, 2009).

Igualmente, la relación con los bancos emisores no terminaba con la valoración de estas titulizaciones. Por un lado, De la Dehesa apunta que las agencias cargaban servicios de consultoría a los mismos emisores de las titulizaciones, lo que aumentaría ese conflicto de intereses. Como bien afirma De la Dehesa “probablemente ganaban tanto dinero con sus servicios de consultoría que no apreciaban el riesgo de reputación que implicaba para ellas y para la viabilidad futura de sus servicios de calificación”. De otro lado, las agencias de calificación también determinaban el “rating” de la deuda propia senior emitida por los mismos bancos, lo que supone un elemento determinante de los costes de la emisión (el cupón a pagar) para el banco. Como señala la consultora Oliver Wyman (2011) la deuda senior continua siendo la mayor fuente de financiación a largo plazo de los bancos. Llamativamente, Langfield y otros (2013) analizan 38.753 ratings trimestrales concedidos a la deuda propia emitida por la banca estadounidense y europea

(EU15) en el período 1990-2011. En su trabajo concluyen que los grandes bancos reciben en promedio más ratings positivos de aquellas agencias a las que proveen con un negocio sustancial de titulización que aquellos que no, lo que les lleva a hablar de bancos que son demasiado grandes para que su calificación sea rebajada (“too big to downgrade”). Según ellos, existe una relación entre la dirección (sesgo) del error en la calificación crediticia y el tamaño del banco: Los grandes bancos obtienen sistemáticamente una mejor calificación respecto a su probabilidad de entrar en quiebra. Una distorsión competitiva que es económicamente significativa, dado que el informe señala que ese sesgo equivale a un abaratamiento del coste de financiación de unos 40 puntos, y que contribuye a la existencia de “bancos demasiado grandes para caer” (“too big to fail”), una cuestión sobre la que volveremos más adelante al analizar la respuesta de la administración estadounidense.

### **5.3. SU PARTICIPACIÓN EN LA GESTACIÓN DE LA CRISIS**

#### **5.3.1. El sello de aprobación en un mercado de agentes cegados.**

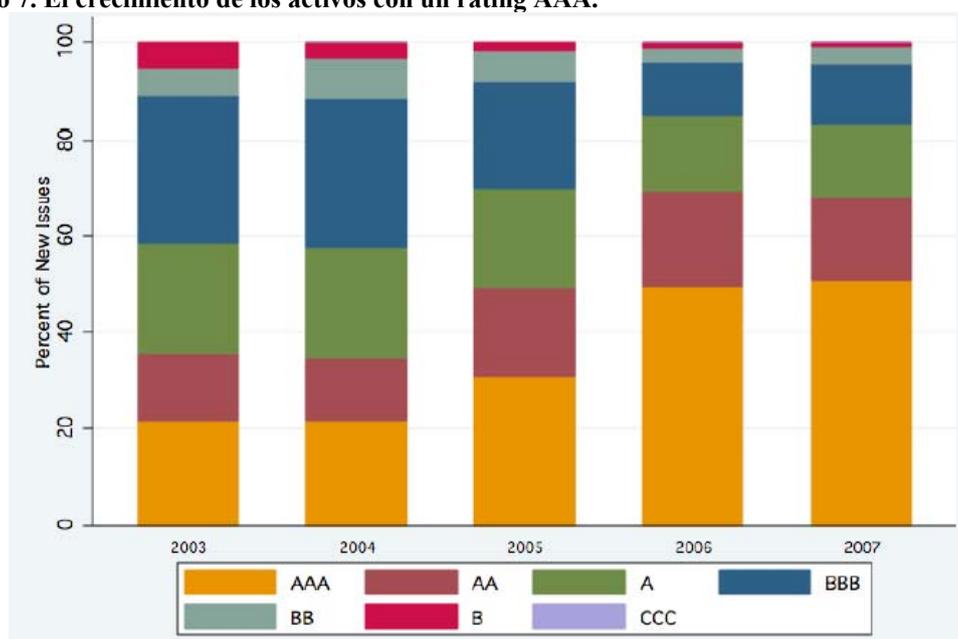
El modelo que se instauró en las agencias de calificación de riesgo, es decir, recoger información y una paga de las empresas privadas que emitían, para publicar un juicio u “opinión” resumido en una calificación, a la que se le daba un estatus especial conferido por una política pública, ha sido duramente criticado (Pagano y Volpin, 2010 y Financial Stability Board, 2010). Los errores y las previsiones sesgadas echas por las agencias de calificación tienen el potencial suficiente para causar o exacerbar crisis, consiguiendo que el sistema financiero sea más vulnerable a situaciones extremas (Manso, 2013).

Evidentemente, la crisis de las hipotecas subprime desatada a partir del pinchazo inmobiliario de 2006 cuestionó nuevamente la actuación de las agencias de calificación porque puso de manifiesto que habían errado en la calidad de sus notas, al valorar como activos excelentes aquellos que los acontecimientos demostraron que no lo eran. Las conclusiones de la Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC (2011) son muy claras: “los fallos de las agencias de calificación fueron engranajes esenciales en la rueda de la destrucción financiera”. Para la Comisión las titulizaciones hipotecarias que se situaron en el corazón de la crisis no podrían haber sido comercializadas sin su “*sello de*

*aprobación*”. De este modo, los inversores confiaron en ellas, a menudo ciegamente. Sus calificaciones ayudaron a la subida del mercado y su recortes durante 2007 y 2008 trajeron el caos.

Como expone Guillermo de la Dehesa, la clasificación crediticia AAA ha sido tradicionalmente *“aquella que sólo obtienen algunos países muy avanzados y estables, algunas empresas excelentes y algunos bancos muy eficientes”*, lo que implica que teóricamente la AAA ha de ser una calificación escasa, pues premia la excelencia. Una categoría que, por definición, no es abundante. Por ello, sorprende que según la FCIC durante cada día laborable de 2006 la agencia Moody’s estampara su sello “AAA” a 30 nuevos activos financieros. Del mismo modo, es impactante ver cómo crece el número de activos titulizados respaldados por hipotecas que reciben la triple A en aquellos dorados años, tal y como se desprende del gráfico que publicó Bloomberg Financial en 2009 (Fligstein y Goldstein, 2010).

**Gráfico 7. El crecimiento de los activos con un rating AAA.**



**Fuente: (Fligstein y Goldstein, 2010).**

En principio, los emisores verdaderamente buenos que quieren financiarse emiten unos instrumentos de deuda que en opinión de De la Dehesa son *“muy sencillos y fácilmente comprensibles y distinguibles por cualquier inversor”*. Además, estos activos cotizaban en mercados organizados, lo que les dotaba de transparencia y liquidez. Bien al

contrario, las agencias de calificación concedían la máxima nota a instrumentos financieros estructurados que *“ningún inversor era capaz de entender”* según De la Dehesa, incluso *“ni siquiera las mismas agencias de rating”* y que se vendían entre partes en mercados no organizados. Sin embargo, las calificaciones eran erróneas, como lo probó el estallido de la burbuja y la posterior rebaja de los ratings.

Ello apuntaría a que en un entorno de fuerte presión comercial, motivado por los beneficios que se estaban embolsando, las agencias de calificación de riesgo no dedicaron suficiente tiempo y recursos al análisis (Véron, 2011). Como dice Coffee, 2011, al contrario que los auditores o los analistas de valores, las agencias de calificación no conducían una verificación exhaustiva sobre los datos y la información que introducían en sus modelos. Incluso la SEC lo describe de una manera clara, al decir que las agencias de calificación del riesgo *“no se comprometían en una due diligence u otro método que permitiera verificar la precisión o calidad de los datos de los préstamos, (los cuales) constituyen el subyacente de los paquetes de RMBS que ellas valoraban”* (SEC, 2008). Así, Coffee (2011) expone que antes del año 2000 las agencias de calificación podían confiar en un tercero independiente para obtener información sobre la calidad de la garantía en las titulizaciones. De igual manera, los bancos inversores confiaban el proceso de *“due diligence”* sobre las titulizaciones a compañías especializadas en estas labores. Estas firmas, de las que Clayton Holdings era probablemente la más conocida, enviaban escuadrones de analistas a revisar mediante muestreos la documentación y los *credit score* de los préstamos.

Aunque, el sistema de muestreo no era una *“auditoría”* extensiva, al menos sí que podía identificar el probable porcentaje de activos *“problemáticos”*. Sin embargo, la intensidad de estas supervisiones decayó después del año 2000. En una entrevista en *Los Angeles Times*, el director ejecutivo de Clayton Holdings, Frank P. Philipps, afirmó que *“A principios de la década, una compañía de activos financieros podía pedirle a Clayton que revisara entre el 25 y el 40% de los préstamos sub-prime de un paquete, comparado con el típico 10% de 2006...”* (Reckard, 2008). No hacía falta ya revisar tan exhaustivamente, porque, según Flipps, las compañías de Wall Street y sus clientes inversores eran capaces de aceptar mayores niveles de posibles impagos y fraudes en los préstamos sub-prime. Ello sucedió conforme aumentaba su confianza en el software diseñado para compensar el riesgo, cargando tipos de interés más alto, comisiones extra

y penalizaciones por pagar anticipadamente las hipotecas. De hecho, Flipps declaró que los inversores sólo querían, en algunos casos, un testeo mínimo.

Como dice Coffee (2011), el modelo de negocio de “*originar y distribuir*” redujo la intensidad de la supervisión. En este marco institucional, el cliente era el que marcaba las condiciones y éste no quería arruinar un negocio que era muy floreciente, ya que las hipotecas sub-prime (las que se concedían a clientes con menor calidad crediticia) crecían en popularidad, pasando de sumar 13.000 millones en 1995 a 594.000 millones en 2005 y 521.000 millones en 2006. Así, Clayton Holdings (que era subcontratada) llegó a tener contratadas a 900 personas para revisar estos contratos y subcontrató a su vez a otros 350 de otra empresa dedicada a este desempeño, Bohan, con lo que pasó de tener unos ingresos de 19 millones en el año 2000 a 239,2 millones en 2006.

El personal empleado para los procesos de “*due diligence*” también declaró al periodista de Los Angeles Times que los supervisores de las compañías originadoras de los préstamos a menudo cambiaban la documentación para evitar préstamos “bandera roja”, aquellos que no podrían ir en el paquete que se titularía. Estos analistas informaban que había préstamos donde la documentación se había falseado para dar una imagen más positiva (por ejemplo, inflando los ingresos de la familia que adquiriría la hipoteca) por lo que rechazaban los préstamos y les daban una nota deficiente (Grado 3)<sup>80</sup>. Pero, aún así, los compradores de préstamos seguían adquiriendo esos paquetes. Por ejemplo, la FCIC (2011) desveló que en los 18 meses que van de enero de 2006 a junio de 2007, Clayton analizó 911.039 préstamos. De ellos, un 28% recibió el Grado 3. Pues bien, de esos préstamos Grado 3 el 39% fueron aceptados para su titulación. Keith Johnson, el presidente de Clayton desde mayo de 2006 a mayo de 2009 compareció ante la FCIC (2011) y declaró que sus clientes a menudo aceptaban esos préstamos Grado 3 para preservar su relación de negocios con el originador del préstamo, puesto que un gran número de rechazos podía conducir al originador a vender sus préstamos a un competidor. Es decir, según Johnson era un mercado en el que el poder lo tenían los originadores y vendedores de préstamos, “más que los tituladores de Wall Street”. Como venimos describiendo en esta Tesis, esta irresponsabilidad en

---

<sup>80</sup> Los préstamos Grado 1 eran los que se aprobaban directamente pues cumplían los requisitos básicos y las guías marcadas. Los Grado 2 puede que no cumplieran estrictamente los requisitos, pero se aprobaban por los factores de compensación. El Grado 3 era para los préstamos que no cumplían los requisitos.

gran escala, a la hora de originar y distribuir préstamos, se convertiría en uno de los factores que condujo al desastre final. Sencillamente, porque las compañías estarían más preocupadas por el volumen que por la calidad de los préstamos concedidos. Si ello fuera así, nos encontraríamos con un enorme volumen de crédito concedido indebidamente, algo que intentaremos contrastar en el capítulo 9.

También, De la Dehesa, 2009, aporta otra explicación: que los modelos de riesgos estuvieran mal hechos, o que *“fueran excesivamente optimistas sobre los riesgos de impago”*. Ciertamente, todos los modelos y todo el concepto de crecimiento económico se apoyaban en una única y fallida premisa: los precios de la vivienda en EEUU seguirían subiendo. Una creencia social que, según Schiller (2008), parecía extenderse entre los ciudadanos como una *“epidemia contagiosa”* y que era el síntoma evidente, la subida continuada de precios, de que se estaba hinchando una burbuja. Como expone De la Dehesa se presumía que *“el prestatario de una hipoteca tiene siempre menores probabilidades de dejar de pagar su deuda si su colateral sigue aumentando su precio”*. Los problemas surgieron cuando los precios de la vivienda cayeron de un modo brusco y prolongado. Un escenario que no se preveía, ya que no se había dado desde la Gran Depresión, lo que significaba que había acaecido un evento de riesgo de cola.

Como sostiene Stiglitz (2009a), las agencias de calificación creían en la *“alquimia financiera”* y convirtieron hipotecas sub-prime con la peor calificación, F, en activos calificados como A, la mejor valoración posible. Suficientemente buenos como para ser comprados por fondos de pensiones. Por ejemplo, en el informe de la FCIC se lee que Moody’s calificó como triple A casi 45.000 activos financieros respaldados por hipotecas entre 2000 y 2007. Sin embargo, los resultados fueron desastrosos, ya que las calificaciones del 83% de los activos triple A de ese año fueron degradados. De acuerdo con Stiglitz (2009a), esta incesante actividad calificatoria permitía una entrada constante de flujos monetarios en el mercado de la vivienda, es decir, *“la gasolina de la burbuja inmobiliaria”*. Pero, con todo, lo peor fueron las malas valoraciones, consecuencia también del conflicto de intereses de ser pagadas por aquellos a los que valoran y de la lucha entre las 3 grandes agencias en el sector. Mantiene Stiglitz (2009a), que la competencia en este caso tiene un efecto perverso: *“causó una carrera a*

la baja, una carrera para ver quien proveía el rating más favorable” a aquellos que eran calificados.

En la misma línea, Neil Fligstein y Adam Goldstein (2010) documentan la “*complicidad de las agencias de calificación*” a la hora de legitimar la oleada de titulaciones respaldadas por hipotecas subprime que inundaron el mercado entre 2004 y 2007. Conjuntamente, aseveran que las 3 grandes agencias “*inflaron sus calificaciones*” sobre los activos respaldados por hipotecas emitidos entre 2003 y 2007. Así, describen un marco institucional informal entre las agencias y los bancos emisores en el que si una agencia de calificación no “cooperaba” en calificar con notas altas sus emisiones, los bancos se llevaban su negocio a otro sitio. Una práctica conocida como “rating shopping” o “rating catering”, compra de calificaciones, (Skreta y Veldkamp, 2009; Benmelech, Efraim y Dlugosz, 2010; y Griffin y otros, 2013).

Por ello, las agencias de calificación escogerían participar activamente en hinchar la burbuja inmobiliaria valorando muy positivamente estos activos y obteniendo unos cuantiosos beneficios hasta 2007 (Fligstein y Goldstein, 2010). Ello explicaría que las notas de una y otra agencia de calificación fueran prácticamente “calcadas” sobre los mismos activos, ya que como encuentran “cuando una agencia de calificación emitía una nota AAA, en sólo el 3,7% de los casos otra agencia no daba esa misma nota” (Griffin y otros, 2013). De acuerdo con Griffin y Tang (2011), los equipos de calificación que interactúan más cercanamente con sus clientes producen calificaciones sesgadas al alza que los equipos que se quedan en la unidad de supervisión de sus cuarteles centrales. Otra evidencia sobre el resultado de las “amistosas relaciones” entre supervisor y supervisado es la que sugieren He y otros (2011) al apuntar que el sesgo al alza es mayor en aquellos activos de mayor valor y donde por tanto la comisión de la agencia calificadora va a ser mayor.

También, el propio Paul Krugman, 2010, se hace eco del trabajo del subcomité permanente de investigaciones del Senado de Estados Unidos, en el que se analiza la crisis financiera y el papel de las agencias de calificación. En un mensaje de correo electrónico, un empleado de S&P expone que es conveniente organizar un encuentro para “hablar de ajustar los criterios” con los que valorar los títulos respaldados por hipotecas “ante la continua amenaza de perder contratos”. Otro correo electrónico se

queja de tener que utilizar recursos "para maquillar las cifras de los préstamos subprime y los alt-A [productos para prestatarios que no cumplen los requisitos para préstamos convencionales] para conservar la cuota de mercado". Por ello, Krugman concluye que "Está claro que las entidades distorsionaron sus tasaciones para agradar a sus clientes". A este argumento cabe sumar el trabajo de Camanho y otros (2010) cuando exponen que una mayor competencia entre las agencias de calificación reduciría los beneficios de mantener una buena reputación. Es decir, el incentivo presente, sobrevivir a los competidores y conservar la cuota de mercado, se priorizaría sobre el incentivo a largo plazo de invertir en la propia reputación emitiendo valoraciones ajustadas y no sesgadas. En consecuencia, la calidad de las calificaciones bajaría. Del mismo modo, Bar Isaac y Shapiro (2013) consideran que la calidad de la calificación crediticia variará en función del ciclo económico. Según ellos, en períodos de expansión, la calidad bajará y, por el contrario, subirá en momentos de crisis y tensión. La razón es que cuando las quiebras son escasas el incentivo para invertir en capital reputacional a largo plazo decrece.

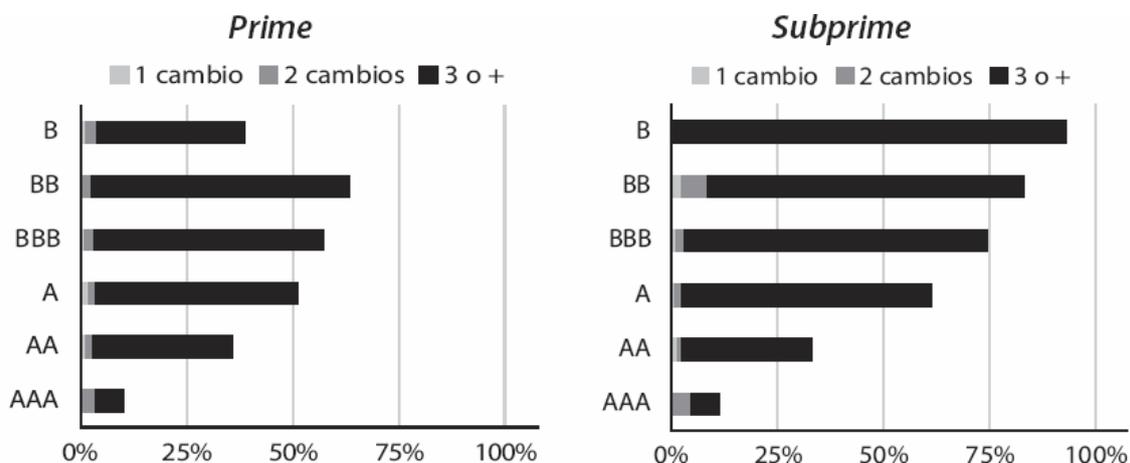
Si observamos el comportamiento del mercado de la vivienda en EEUU, el giro a la baja en los precios en 2007 provocó que las agencias de calificación tuvieran que afanarse a recortar sus calificaciones previas. Sencillamente porque, como exponen Benmelech y Dlugosz, entre 2007 y 2008 la solvencia de los activos financieros estructurados se deterioró drásticamente y las calificaciones tenían que mostrarlo. Por ejemplo, 36.346 tramos de emisiones valorados por Moody's fueron degradados. De ellos casi un tercio tenía la máxima calificación crediticia. Todo esto refuerza la idea de Griffin y Tang (2012) cuando analizan las calificaciones que daban las Agencias de Calificación a los CDOS (las collateralized debt obligations) al exponer que dados los ajustes contables que luego tuvieron que hacer, los segmentos AAA eran en realidad niveles BBB.

Otra manera de observar la degradación en la calidad de las notas la aporta el el trabajo de Losada (2009), con datos obtenidos de Standard and Poor's. En él se muestra el porcentaje de titulaciones de RMBS<sup>81</sup> de Estados Unidos emitidas desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercer trimestre de 2007 con descensos en su rating. Los datos son del 9 de junio de 2008.

---

<sup>81</sup> Los RMBS son Residential Mortgage Backed Securities, es decir, activos titulizados y respaldados por hipotecas residenciales.

**Gráfico 8. Degradación en la calidad de las notas**



**Fuente: LOSADA (2009).**

En términos generales, Fligstein y Goldstein, 2010, consideran que una explicación solamente basada en la estructura de los incentivos no acierta a explicar el comportamiento de los principales agentes. Es cierto que la estructura descrita sugiere que las astutas entidades financieras habrían titulizado arriesgadas hipotecas sub-prime, para luego vendérselas a cándidos inversores que probablemente no entendían el riesgo de los activos que se contenían en esas opacas estructuras. Pero, empíricamente ésto no es lo que sucedió totalmente en el caso de los activos financieros apoyados en hipotecas sub-prime. Las entidades que originaron, ensamblaron y emitieron estos títulos, los sub-prime MBS, se quedaron con una considerable porción, principalmente porque ofrecían unos altos beneficios en el corto plazo. Por tanto, Fligstein y Goldstein, 2010, razonan que más que un escenario en el que cada actor estaba “*desplumando al siguiente tipo en la línea, los datos son más consistentes con una teórica imagen de amplia ilusión colectiva*”. Un tiempo de bonanza en el que todo el mundo se fiaba de todo el mundo y se consideraba que la posibilidad de que acaeciera un evento de cola era extraordinariamente remota.

Pero, además cabe recordar que los incentivos para “inflar los ratings” era particularmente fuertes por un cambio normativo impulsado por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) que paso un tanto desapercibido. Este cambio, realizado el 2 de enero de 2002, consistió en reducir los requisitos de capital a mantener en balance sobre los Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) que los bancos

comerciales tuvieran emitidos, tal y como se muestra en la siguiente tabla de elaboración propia. Es decir, como sugieren Stanton y Wallace (2010) era muy interesante el acumular en balance activos con una triple AAA, porque los requisitos para mantenerlos habían caído a una quinta parte, lo que favorecería un artificial “inflado” de esos ratings, demandado por las entidades financieras a las agencias de calificación. Además, como ya hemos mencionado, los activos AAA podían utilizarse como colateral para acudir a la barra de liquidez del Banco Central en caso de necesidad, lo que mejoraba la imagen y posición de la entidad financiera ante el mercado y lo que a su vez le permitía emitir deuda senior propia a menor coste. Todo ello explicaría que cuando la situación cambió bruscamente, esos activos sufrieran un recorte drástico en su calificación y un incremento en su mora que no se correspondería con su calificación inicial, con lo que complicaron todavía más la situación a los bancos que los tenían en balance, ya que debían de dotar nuevas provisiones a medida que sus notas se reducían para cumplir con la normativa. Ello contribuiría a aumentar la presión sobre las entidades, con lo que incrementaría la vulnerabilidad total del sistema.

**Tabla 4. Nuevos requisitos de capital a mantener en balance por las entidades financieras sobre los Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). Aprobada el 2 de enero de 2002 por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).**

<b>Bancos Comerciales</b>				
	Rating	Peso del riesgo	Requisitos de capital	Requisito de capital por cada \$1 en el balance
<b>2002 - 2008</b>				
BONO CMBS				
A) Investment grade	AAA	20%	8%	\$0,016
	AA	20%	8%	\$0,016
	A	50%	8%	\$0,040
	BBB	100%	8%	\$0,080
B) Non Investment grade	BB	200%	8%	\$0,160
<b>1997-2001</b>				
BONO CMBS				
A) Investment grade	AAA	100%	8%	\$0,080
	AA	100%	8%	\$0,080
	A	100%	8%	\$0,080
	BBB	100%	8%	\$0,080
B) Non Investment grade	BB	200%	8%	\$0,160

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).  
**Datos de dominio público.**

## **5.4. VIGILANDO AL VIGILANTE.**

### **5.4.1. ¿Por qué es necesaria la regulación de las Agencias de Calificación?**

Como expone Losada (2009), la industria del rating funciona como un oligopolio que ofrece, principalmente, un servicio de análisis y calificación que elimine “las asimetrías de información en los mercados financieros”. En esta explicación se señalan dos fallos del mercado que la regulación debería de reducir. Por un lado, al ser *de facto* un oligopolio, la normativa debería de estar encaminada a abrir ese mercado a nuevos jugadores y a promover la competencia. Por otro, las calificaciones que conceden son usadas por los reguladores financieros como un “input” para su labor de supervisión del sistema financiero. Por ello, el trabajo de las autoridades financieras ha de ser “garantizar que la calidad de los ratings usados en la regulación financiera sea suficiente”.

Respecto a la competencia, cabe apuntar que el poder de mercado de las grandes agencias favorece la aparición de “comportamientos anticompetitivos”, (Losada, 2009), que se pueden sintetizar en:

1. Los “ratings no solicitados” por el emisor. La agencia de calificación los emite basándose únicamente en la información hecha pública por el emisor, probablemente apoyándose en la noble idea de que se ha de dar transparencia al mercado. Sin embargo, Losada, 2009, considera que *“las grandes agencias usarían estos ratings para presionar a los emisores a los que no califican”*, pues los emisores se verían forzados a entablar conversaciones con la agencia, aportarle la información “privada” y, definitivamente, pagar por su calificación, lo que le llevaría a mantener o mejorar el dato previamente emitido, (Partnoy 2002; Fulghieri y otros, 2010). Así, Cantwell, 1998, expone que el 90% de los emisores que fueron calificados por primera vez sin haberlo solicitado tomaron la decisión de contratar y pagar las siguientes revisiones del rating. Algunos de los que no lo hicieron sufrieron las consecuencias, como Hannover Re, una aseguradora alemana, de la que Moody’s publicó un rating no solicitado. La compañía germana recibió una carta de Moody’s en la que se le explicaba que este rating se le concedía de manera gratuita, pero que *“esperaba con ilusión el día en que Hannover Re estaría dispuesta a pagar”*. Sin embargo, en aquel momento Hannover Re ya pagaba cheques de 6 cifras a otras dos compañías, por lo que no dio su brazo a torcer. Así que Moody’s continuó recortando su nota en los años sucesivos y enviando nuevas cartas que la entidad teutona rechazaba. Finalmente, en 2004 Moody’s recortó la calificación de Hannover a bono basura y, aunque las otras compañías de rating le habían dado buenas notas, muchos inversores se sobresaltaron por la rebaja y vendieron sus acciones. El coste de la pérdida en mercado para el valor fue de 175 millones de dólares en cuestión de horas.
2. El “notching” punitivo. El “notching” punitivo se refiere a la práctica en la que una agencia de calificación de riesgo, a la que llamaremos A, reduce automáticamente el rating de bonos, calificados por otra agencia, a la que denominaremos B. Estos bonos se usarán como ingredientes en una nueva estructura que será calificada por la agencia A. El tipo de activos que habitualmente se utilizaban como “ingredientes” eran las commercial mortgagebacked securities (CMBS), las residential mortgaged-backed securities (RMBS) y las assetbacked securities (ABS). Estos instrumentos se incluían en vehículos tales como las collateralized debt obligations (CDO), las structured

investment vehicles (SIV) o los asset-backed commercial paper programs (ABCP). De este modo, los emisores se ven forzados a que todas sus estructuras y todas sus emisiones sean analizadas y valoradas por una única agencia de calificación, pues si es así el porcentaje de bonos con una calificación mejor será mayor, (Losada, 2009, y Calomiris, 2009).

3. La venta en lotes. Consistía en la venta de un servicio o producto condicionado a la compra de otro servicio. Según LOSADA, 2009, las agencias de calificación pueden establecer que sólo emitirá un rating sobre una emisión si el emisor acepta que la agencia le califique sus futuras emisiones. De hecho, también podría ligarse la emisión de una calificación a que el emisor “*compre servicios de asesoramiento sobre la forma óptima de estructurar la operación*”.

Respecto a la emisión de los ratings, los reguladores han de velar para que se emitan con la máxima calidad informativa. Es decir, que la nota represente fidedignamente la situación de la empresa analizada. El problema es que “*la calidad de los ratings se puede contrastar ex post*”, pues como dice Losada, 2009, si las posibles “quiebras” pronosticadas se han materializado o no.

#### **5.4.2. La regulación de las entidades de rating en EEUU. La Frank Dodd Act (2010).**

Las agencias de calificación comenzaron su vida fuera del perímetro de la supervisión pública (Véron, 2011). De hecho, fue en 1909 cuando John Moody publicó la primera calificación crediticia públicamente disponible sobre bonos, concretamente sobre bonos del ferrocarril y en aquel momento tan sólo fue considerado como un ejercicio de consultoría. Posteriormente, el negocio de Moody’s fue seguida por Poor’s Publishing en 1916, la Standard Statistics Company en 1922 y Fitch Publishing en 1924, (White, 2010). Es decir, la industria de la calificación sobre el crédito arrancó en EEUU en el primer cuarto del siglo pasado, pero no fue hasta la década de los 30 cuando se incorporó el uso de los ratings como elementos relevantes, como *inputs*, de la regulación financiera. Su objetivo era proteger los intereses de los inversores en Instituciones de Inversión Colectiva, IIC, y fondos de pensiones. Las reglas consistían en limitar las inversiones de los gestores de los grandes vehículos de inversión, IICs y

Fondos de pensiones, a activos financieros con un rating igual o superior al *investment grade*, grado de inversión. El límite sería un rating BBB- o superior, (Losada, 2009).

Llamativamente, el uso de los ratings no estaba ni supervisado ni impulsado desde los reguladores, sino que fue la pura práctica de la industria financiera la que los fue imponiendo, (Losada, 2009, y Véron, 2011). Sin embargo, la crisis financiera de los 70 convenció a las autoridades de la validez de este uso. Por ello, en 1975 la Securities and Exchange Commission, SEC, creó en 1975 un registro para las agencias de rating llamado National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO). Este censo recogería a las únicas entidades capaces de emitir las notas para determinar los requerimientos de capital de los intermediarios en los mercados y las entidades de crédito, (Coffee, 2011).

Como exponen Losada (2009) y Coffee (2011), los requisitos de registro usados en aquel momento por la SEC no eran los adecuados, pues para ellos no existían las condiciones de transparencia deseables, ya que nunca se publicaron los criterios específicos que debía de cumplir una agencia para alcanzar el reconocimiento NRSRO. De hecho, los únicos requisitos conocidos eran muy amplios: los ratings de la agencia debían de ser fiables, creíbles y ampliamente usados por el mercado. Además, la reputación y el reconocimiento del mercado también contaban para entrar en el registro, con lo que implícitamente ya se establecía una barrera de entrada. También, Losada (2009) y Coffee (2011), exponen que una vez una agencia tenía el estatus de NRSRO, la SEC nunca se planteó retirárselo.

De este modo, el nuevo proceso de registro separó y segmentó a la industria del rating. El entrar en el registro NRSRO significaba que los ratings de esa agencia serían admitidos en la regulación de los reguladores federales y estatales, lo que aportaba a estas notas un valor añadido. Curiosamente, esta decisión regulatoria fue el origen del oligopolio actual de la industria del rating. Así, a principios de los 80 existían 7 agencias registradas, pero tras un período de fusiones y adquisiciones el número de jugadores se redujo a las 3 conocidas, Moody's, S&P's y Fitch (White, 2010).

La falta de una regulación y supervisión fuerte continuó hasta que las quiebras de Enron y Parmalat cuestionaron, como se ha comentado, el papel de las agencias de

calificación. Por ello, las agencias de supervisión de distintos países consideraron establecer una regulación, al menos de mínimos, coordinada, (Losada, 2009). De este modo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) analizó el estatus de las agencias de rating y en diciembre de 2004 publicó el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”, conocido como Código IOSCO. En él se establecían los modelos para un correcto funcionamiento de las agencias.

Estas nuevas normas<sup>82</sup> deberían de garantizar que:

1. Se asegure la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de los ratings.
2. Se mantenga la independencia de las agencias y se eviten los conflictos de interés.
3. Se asuma la responsabilidad ante inversores y emisores. Para ello, se ha de aumentar la transparencia de sus métodos de valoración y se use de un modo adecuado la confidencialidad de la información remitida por los emisores.

Al mismo tiempo, la promulgación de la Sarbanes Oxley Act<sup>83</sup> en 2002 generó un intenso debate sobre las agencias de calificación, lo que llevó a la Credit Agency Reform Act de 2006, (Losada, 2009, y Véron, 2011). Esta ley entró en vigor el 1 de enero de 2008 y sirvió para reformar el proceso de registro NRSRO, que pasa a denominarse Nationally Recognized Statistical Rating Organization. De este modo, el antiguo sistema de registro se convirtió en un sistema de reconocimiento, en el que cualquier agencia que cumpla unos requisitos puede emitir ratings que sirvan como inputs para la regulación financiera, (Losada, 2009).

Bajo este nuevo modelo, las condiciones que se exigen a las agencias para el registro son: 3 años de actividad y el facilitar a la SEC un historial de su actividad que demuestre el acierto y la coherencia de sus calificaciones. Igualmente, las agencias

---

<sup>82</sup> “Statement of principles on the activities of credit rating agencies”. Septiembre 2003. <http://www.fsa.gov/inter/ios/20030930/02.pdf>

<sup>83</sup> En la sección 702 de la Sarbanes Oxley Act se solicitó un estudio por parte de la SEC sobre el papel de las agencias de rating en los mercados financieros. Ese informe se tituló “The Role and Function of Credit Rating Agencies in operations of the Structured Markets”, “El papel y la función de las agencias de calificación de crédito en las operaciones de los mercados estructurados”.

deben enviar confidencialmente los siguientes datos: un listado con sus 20 clientes más relevantes, sus cuentas financieras, la metodología utilizada y la política adoptada para evitar los posibles conflictos de interés con los emisores. Por ejemplo, si existen “murallas chinas” entre los equipos de la agencia que elaboran las calificaciones y los que ofrecen asesoramiento al mismo emisor.

En diciembre de 2008 y en noviembre de 2009 la SEC promulgó nueva normativa que ahondaba en estos aspectos obligando a que las agencias de calificación no valoren las emisiones de deuda en estructuras complejas que ellas mismas hayan ayudado a designar y que los analistas asignados a un emisor no sean los mismos que discutan las tarifas de la compañía, (White, 2010).

Por último, el nuevo sistema tiene un detalle claramente diferenciador respecto al anterior modelo y es que las agencias pueden perder su condición NRSRO si sus notas bajan de calidad. Para ello, la SEC supervisa mediante tablas estadísticas la evolución de las calificaciones concedidas, (Losada, 2009).

### **5.4.3. La regulación de las entidades de rating en Europa.**

En la Unión Europea la regulación no era intrusiva hasta que los colapsos de Enron y Parmalat antes comentados trajeron el debate sobre si era conveniente regular o no a las agencias de calificación, (Losada, 2009, Coffee, 2011, y Véron, 2011). Es por ello que en febrero de 2004 el Parlamento de la Unión Europea solicitó a la Comisión “una resolución sobre si las agencias debían de ser reguladas y, en caso afirmativo, de qué manera”. Del informe se derivó que en Europa se aprobara el Código de Conducta propuesto por IOSCO.

Cabe recordar, que las agencias de calificación son agentes importantes dentro del sistema financiero europeo. Básicamente, porque los Acuerdos de Basilea (Basilea II) establecían que las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio usando como input los ratings de los activos y de los deudores que tenían en cartera. En la Directiva<sup>84</sup> que ha desarrollado Basilea II se fijan las condiciones que las agencias de

---

<sup>84</sup> Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006.

calificación de crédito deben cumplir para que sus notas sean válidas para el cálculo regulatorio. Aquellas agencias que cumplan los requisitos se denominarán External Credit Assessment Institutions, ECAI, Instituciones Externas de Valoración, (Losada, 2009). Las agencias registradas como ECAIs deberán de tener un historial de ratings que demuestre su fiabilidad y credibilidad, de un modo muy similar al antiguo sistema de registro NRSRO de EEUU. En el caso español las autoridades encargadas de otorgar el registro ECAI son la CNMV y el Banco de España.

La crisis financiera de 2008 también ha motivado que el marco regulatorio evolucione rápidamente con la adopción de sucesivas regulaciones en Septiembre de 2009, conocida como CRA 1, y en mayo de 2011, CRA 2, Véron, 2011. Conjuntamente, la recientemente creada European Securities and Markets Authority, ESMA,<sup>85</sup> será el organismo que ha de regular y supervisar a las agencias de calificación del riesgo.

En julio de 2015 ESMA tenía 40 agencias de calificación inscritas en su registro<sup>86</sup>. Además, el 2 de febrero de 2012 ESMA había lanzado un nuevo registro, el Central Rating Repository, CEREP<sup>87</sup>, en el que se provee información sobre los históricos de calificaciones de esas 40 agencias. Según ESMA, la base de datos del CEREP permite a los inversores valorar por vez primera en Europa en una única plataforma la actuación y la fiabilidad de los ratings sobre diferentes clases de activos y en distintas regiones a lo largo del tiempo.

#### **5.4.4. La convergencia legislativa EEUU y Europa.**

Como se ha descrito, desde 2010 en adelante, las legislaciones de los dos lados del Atlántico intentan afrontar los mismos problemas. Por ello, ambas legislaciones tienden a converger en los siguientes puntos:

- Hacer pública la metodología de las agencias para determinar los ratings.
- Una mayor regulación y supervisión.
- Intentar atraer una mayor competencia al sector.

---

<sup>85</sup> A través de la Directiva Europea No 1095/2010.

<sup>86</sup> Disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

<sup>87</sup> Disponible en: <http://cerrep.esma.europa.eu/cerep-web/>

En buena lógica esta convergencia debería de conducir a una supervisión y regulación global, dada la integración de los mercados. Como sugirió Véron (2011), la International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) sería el foro lógico para armonizar. Y de hecho, así ha sido, puesto que en febrero de 2014 presentaron su borrador del “Code of conduct fundamentals for crédito rating agencies” y en marzo de 2015 el código definitivo<sup>88</sup>.

Además de todo lo visto, no podemos dejar de señalar la idea de los profesores Matthew Richardson y Lawrence White (2009) en un trabajo publicado por la Universidad de Nueva York, que ha recibido las alabanzas del propio nobel Paul Krugman (2010). Los dos profesores exponen que en un modelo en el que “el emisor paga” se corre el riesgo de inflar las calificaciones, como antes se ha visto. En un modelo que se asentara sobre el patrón “el inversor paga” se podría favorecer el comportamiento “free-rider”, ya que las notas se acabarían conociendo y aquellos que no las pagaran saldrían ganados al conocerlas con posterioridad.

Por ello, Richardson y White proponen que la SEC cree un departamento que centralice, al estilo de una cámara de compensación, la oferta y la demanda de los servicios de las agencias de calificación de riesgo. De este modo, si una compañía desea que se valore su deuda debería de acudir a la plataforma y solicitar la valoración. Dependiendo del tipo de activo la elección podría ser aleatoria o depender de la experiencia y trayectoria histórica de la agencia. Una vez seleccionada la cámara asignaría una tasa fija.

Las ventajas de este modelo son que al seguir el modelo de “el emisor paga” no hay problema de “*free rider*”, a la vez que el conflicto de intereses desaparece, pues es el organismo regulatorio el que selecciona la agencia. Además, el problema de incrementar la competencia también se ataca, pues la elección del regulador se sustentaría en el buen desempeño de la agencia. No obstante, los propios autores señalan que esta solución se sustenta en la “*fe en la habilidad del regulador de supervisor y evaluar la actuación de las agencias de rating*”. Lo cual, ¿será posible?

---

<sup>88</sup> CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES. Informe final. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

Dependería de los medios con los que se dote a la Securities and Exchange Commission.



# **CAPITULO 6. CULTURA, PRESUNCIONES, IDEOLOGÍA E INTERESES DE LOS INVESTIGADORES Y ANALISTAS ECONÓMICOS**

## **6.1. INTRODUCCIÓN. EL PAPEL DE LOS ECONOMISTAS DE ALTO PERFIL INSTITUCIONAL EN LA CRISIS.**

Este capítulo se aborda la descripción y el papel que han desempeñado en el estallido de la crisis las reglas formales e informales por las que se rige la academia de los economistas (el marco institucional del trabajo académico), así como los intereses de algunos destacados analistas económicos.

Ciertamente, la crisis pudo haber significado una gran oportunidad para que la ciencia económica y sus profesionales, los economistas, demostraran, como dice Krugman (2011), toda su valía. Sin embargo, nuestro análisis nos permitirá concluir que se falló tanto en la prevención, advertencia y resolución inmediata, y el objetivo del capítulo es aportar los argumentos que apoyan tal conclusión. En un capítulo posterior realizaremos un primer intento de contrastación empírica de algunas hipótesis explicativas aquí elaboradas al respecto.

En ese sentido, cabe ya resaltar en esta introducción, que los grandes e influyentes economistas que más sobresalían en sus respectivos campos, tanto en el ámbito privado como en el público, ni la vieron venir, ni imaginaron que sería de tal magnitud. Evidentemente, no todos los economistas son iguales, ni trabajan sobre enfoques analíticos comunes, además de ocupar posiciones profesionales con distinta capacidad de influencia. Como veremos, habrá determinados economistas que, en función de su rango y reputación en una organización, tendrán la autoridad y la capacidad para intervenir en mayor medida en el posible debate y posterior consenso generado en uno u otro ámbito. Un consenso que acabará por hacer caer la balanza de un lado o de otro en

las decisiones políticas, especialmente, en el caso de los gobiernos favorables a una perspectiva ideológica. Así, en términos de capacidad para ejercer influencia no tendrá la misma relevancia el ocupar el cargo de presidente de la Reserva Federal, como Alan Greenspan, o el haber recibido un premio Nobel de economía, como Robert Lucas, que el ser un profesor asociado en una pequeña universidad de uno de los estados de la Unión. Y ello es necesario tomarlo en consideración en nuestro análisis institucional, que es como ya mencionamos en capítulos anteriores un análisis situacional. Por ello, este capítulo se centrará en el análisis de las ideas y comportamientos de los economistas de alto perfil institucional y en el proceso de construcción de este consenso, el cual se mantuvo hasta que irrumpieron bruscamente los datos y evidencias que claramente lo contradecían.

Este proceso de generación del consenso fue estupendamente descrito (aunque, de una manera no intencionada) por James Pethokoukis, del Instituto Estadounidense de la Empresa. Pethokoukis publicó un artículo de opinión<sup>89</sup> en marzo de 2014 en el *National Review* para analizar el libro “El capital en el siglo XXI”, una obra del economista francés Piketty. Piketty, que es Presidente Asociado de la Escuela de Economía de París, señala en su trabajo que en la sociedad occidental se está produciendo un marcado aumento de la desigualdad, apuntando el contraste entre el lento crecimiento de los ingresos de la mayoría de la población y el espectacular ascenso de las rentas de las clases altas. Así, este autor argumenta que se está volviendo a una organización social en la que existe una oligarquía que hereda su riqueza, la cual procede no de rentas del trabajo, sino de rentas del capital acumulado previamente. Pues bien, James Pethokoukis tachaba a Piketty de “marxista” y daba la clave al escribir que el mensaje de este “profesor de izquierdas” debía ser rebatido, porque, de lo contrario, “se propagará entre la intelectualidad y remodelará el paisaje político-económico en el que se librarán todas las futuras batallas de las ideas políticas”.

Así pues, los contenidos del presente capítulo se organizan del siguiente modo. La pregunta directa y un tanto provocadora que sirve de título al apartado 4.2., “¿*Sirven los economistas para algo?*”, sintetiza, a mi juicio, el sentir de la sociedad estadounidense tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en aquel país. Una ciudadanía muy habituada

---

<sup>89</sup> <http://www.nationalreview.com/article/374009/new-marxism-james-pethokoukis>

a ver a prominentes economistas exponer sus ideas en programas especializados en medios de comunicación, los cuales otorgaron a Alan Greenspan el estatus de estrella de rock. En el apartado 4.3. siguiente, titulado “*Pero, ¿nadie lo vio venir?*”, se intenta mostrar que aunque había un consenso académico aparente, también había disidentes que alertaban sobre riesgos latentes en el sistema como Roubini, Dale, Blanchflower, Minsky y Rajan.

A partir de aquí, el capítulo se adentra en el análisis institucional de las causas que llevaron a la creación de ese consenso académico en torno a ideas, principios y concepciones que no dejaban hueco a la posibilidad de que, como expone Krugman, “los viejos fantasmas pudieran volver a manifestarse bajo nuevas formas”. Los dos siguientes apartados, “*El dominio de la técnica*” y “*Sin matemáticas no hay publicación*”, intentan mostrar como la profesión, a la hora de intentar diseñar “soluciones supuestamente técnicas” a problemas políticos, abandona lentamente la toma en consideración de los contextos históricos e institucionales en los que los fenómenos investigados tienen lugar, en favor de la modelización matemática. Esa formulación se extendió entre los *papers* elaborados por un gran número de economistas y los que no tenían un enfoque tan formalista y matemático; encontraron serias dificultades para ser publicados.

Los dos apartados siguientes tratan de los dos grupos de economistas académicos más relevantes, a nuestro entender, en la crisis: los macroeconomistas y los economistas financieros. Por un lado, los macroeconomistas, de inspiración neoclásica y liderados por Robert Lucas, construyeron modelos pretendidamente consistentes y rigurosos, lo que llevó a Lucas a anunciar en 2003 que “la macroeconomía ha tenido éxito: el problema central de la prevención de las depresiones (económicas) ha sido resuelto”. Tal vez, el error de los macroeconomistas estrella fue el no ser lo suficientemente humildes para aceptar que la economía es una ciencia social muy compleja y que los modelos pueden ser útiles como herramientas de apoyo para tomar decisiones, no como plataformas de software que proveen soluciones cerradas e indiscutibles. Por otra parte, los economistas financieros desarrollaron sofisticadas y seductoras teorías, como la Hipótesis de la Eficiencia de los Mercados, lo que dotó a los mercados de capitales de un aura de mecanismos infalibles a la hora de asignar precios. Al mismo tiempo, el desarrollo de instrumentos financieros como los futuros y opciones sembró la idea de

que el riesgo podía ser redistribuido y reducido, con lo que se minimizaba la percepción del mismo. Ciertamente, un buen uso de estos derivados hubiera podido servir a la relocalización del riesgo, pero la negociación en los mercados OTC, sin Sociedades Rectoras y Cámaras de Compensación, incrementó el nivel de peligro al no estar dentro de mercados organizados y supervisados.

Por último, en el apartado final se aborda el papel de los economistas como expertos en los medios de comunicación y los potenciales conflictos de intereses que pueden surgir. Aunque una imagen muy extendida del trabajo de los economistas académicos es la de aportar soluciones “supuestamente técnicas e indiscutibles” a los problemas, lo dicho en capítulos anteriores sobre el enfoque y aportaciones del análisis institucional no permite resaltar ya aquí que cuando existen conflictos de interpretación o de intereses entre los participantes en cualquier mercado o asunto, la discrepancia entre investigadores económicos en la explicaciones y las soluciones no es muestra de ignorancia. Dejando al margen que los investigadores también tienen sus propios intereses, como después veremos.

En este sentido, cabe ya resaltar en esta introducción, que en EEUU la presencia de relevantes economistas en distintas tribunas y debates es muy habitual. Por ello, también analizamos en este capítulo el conflicto de intereses que puede surgir cuando los economistas académicos asumen el papel de expertos, ante los medios de comunicación, y no revelan a la vez sus afiliaciones privadas con la industria financiera. Es decir, que cuando un economista prestigioso publica un artículo en un diario económico o en una revista científica analizando, por ejemplo, la regulación financiera, no comunica también que está contratado por una compañía de servicios financieros, una agencia de rating o un banco de inversión. De aquí que una de las preguntas que nos formulemos sea: ¿actuaron esos economistas en la búsqueda de “respuestas técnicas indiscutibles” a los problemas o estaban al servicio de otros intereses? ¿y si algunos destacados economistas tuvieran “incentivos” perversos? Dado que la de economista es una de las labores más influyentes en la sociedad, puesto que algunas de esas ideas, y no otras, acaban siendo dominantes en un determinado ámbito y terminan por condicionar la toma de decisiones políticas, al final del capítulo se señala la opinión de varios autores que sugieren que la profesión debe de considerar adoptar un código de conducta o un cuerpo de normas éticas a fin de revelar los conflictos de intereses que pueda

haber, entre otros, a la vez que lo deseable sería reforzar la legislación sobre incompatibilidades. De hecho, el capítulo termina con el requerimiento de la American Economic Association (AEA) y la National Bureau of Economic Research (NBER), las organizaciones de economistas líderes en EEUU, de que se desvelen los potenciales conflictos de intereses en artículos de revistas o en “working papers”, siguiendo la práctica de la profesión médica. No estaría de más tampoco que los distintos grupos de economistas explicitaran claramente el enfoque de análisis que utilizan y los sesgos metodológicos y epistemológicos que de ello se suelen derivar.

## **6.2. ¿SIRVEN LOS ECONOMISTAS ACÁDEMICOS PARA ALGO?**

Como dice el profesor John Kay (2011) *“La reputación de los economistas, que nunca fue demasiado alta, ha sido una víctima de la crisis global”*. La crisis financiera que comenzó a finales de 2007 ha traído un importante cuestionamiento de la profesión económica, tanto de su papel como de sus capacidades. De hecho, como expone Krugman (2011) el pliego de acusaciones se puede resumir en 3 cargos principales. Primero, no vieron venir la crisis. Segundo, jamás imaginaron una de este tipo, pues en palabras de otro economista *“ésto es como una laguna de cisnes negros”*. Tercero, después de que la crisis haya golpeado los profesionales han fracasado en ofrecer consejos útiles, cuando no una *“cacofonía de voces”* (Krugman, 2011) que no brindaba ninguna guía útil para desarrollar una correcta política monetaria.

De este modo, si los médicos encuentran su mejor hora en las epidemias y los militares en las guerras, los economistas debían de haber demostrado su valía en estos turbulentos episodios de crisis y Gran Recesión. Sin embargo, han fallado tanto en la prevención, el análisis y la cura, lo que ha dejado su reputación en mínimos históricos. El mejor ejemplo de esta pérdida de prestigio reputacional es el de Alan Greenspan, antiguo presidente de la Reserva Federal. Su fe en la libertad de los mercados y en las bondades de la innovación de la industria financiera hizo que utilizara toda su influencia en su defensa, tanto en las esferas legislativas de su país como en los medios de comunicación más populares donde alcanzó un estatus de, prácticamente, “estrella del rock”.<sup>90</sup>

---

<sup>90</sup> Alan Greenspan fue portada de la revista Time en 1999. En esa fotografía aparecía él en primer plano flanqueado por Larry Summers y Robert Rubin, los dos Secretarios del Tesoro que le habían acompañado en sus labores de gestión financiera a finales de los 90. El texto de la portada no dejaba lugar a dudas “El Comité para salvar el mundo” era el titular. A continuación se decía “La historia desde dentro de cómo los Tres Mosqueteros han prevenido una crisis económica global, por ahora”.

Greenspan, conocido como el *Oráculo* por su habilidad para entender lo que necesitaba el mercado en cada momento, declaró en 2004 *“no solamente las instituciones financieras se han vuelto menos vulnerables a los shocks de factores de riesgo subyacentes, sino que el sistema financiero como un todo se ha vuelto más resiliente”*. Realmente, el que una vez fuera llamado “Maestro” no sólo encandiló a los medios de comunicación, a los congresistas y a los presidentes norteamericanos que renovaron su mandato una y otra vez. El mundo académico también se rindió a él y a su visión. En esta línea uno de los trabajos más laudatorios que este estudiante ha leído sobre Alan Greenspan es el *“Understanding the Greenspan Standard”* (*“Entendiendo los estándares de Greenspan”*) de los profesores Alan S. Blinder y Ricardo Reis, de Princeton University, un artículo que se publicó unos meses antes del retiro de Greenspan de su puesto en la Reserva Federal. Con cierto humor, y sin ocultar su admiración, los autores se preguntan sobre cómo se tomaran los mercados su sustitución por “un mero mortal”, p.79. Además, p.83, se dice *“Pero ¿qué pasa con su legado? ¿Qué parte de la destacada actuación de la FED de Greenspan se espera que sobreviva al retiro de Greenspan? Y ¿cómo, en ausencia de la clonación humana, se llevará a cabo (la labor del Banco Central)? Como es bien sabido, Greenspan nunca ha escrito su “fórmula mágica”, ni siquiera, con unas pocas y notables excepciones, ha ofrecido alguna ventana a su pensamiento”*.

Sin embargo, una vez explotó la crisis y el edificio financiero se vino abajo Alan Greenspan se vio forzado a dar explicaciones y disculparse. En octubre de 2008 afirmaba ante un Comité de la Cámara de Representantes<sup>91</sup> que había cometido *“un error a la hora de presumir que el propio interés de las organizaciones, específicamente los bancos”* protegerían *“a los accionistas y a sus acciones en las compañías”*. Lo que le había dejado en un estado de *“asombrada incredulidad”* (*shocked disbelief*). El presidente del Comité, Henry A. Waxman, de California, le recordó que *“Usted tenía la autoridad para prevenir las prácticas de préstamos irresponsables que condujeron a la crisis de las hipotecas subprime”*. A continuación le preguntó a bocajarro: *“¿Cree usted que su ideología le empujó a tomar decisiones que desearía no haber hecho?”* Greenspan admitió: *“Sí, he encontrado un fallo. No sé cuán*

---

<sup>91</sup> Testimonio de Alan Greenspan ante el Committee on Government Oversight and reform, US House of Representatives.

*significativo o permanente es. Pero he estado muy angustiado por ese hecho*” (Andrews, 2008). En suma, Greenspan se había dado de bruces con la realidad y había *“descubierto un fallo en el modelo de liberalización y auto-regulación”*, (Hodgson, 2009). Tal vez, esta declaración sea una de las que con más claridad revela la influencia en el estallido final del sistema financiero de uno de los factores institucionales que venimos señalando en esta Tesis. A saber, la adopción por parte de los funcionarios de mayor jerarquía en el gobierno estadounidense de una ideología neo liberal, la cual condujo a una orientación reguladora pro-mercado que se asoció a una regulación “ligera”. Elementos todos que condujeron al desastre final.

La desregulación de los mercados financieros, promovida por sucesivos gobiernos, y los errores en la supervisión fueron devastadores para los mercados de capitales estadounidenses. Dichas reformas estuvieron asociadas a una visión ideológica neoliberal que creía que el mercado funcionaría mejor cuanto menos supervisado estuviera y más libertad se le concediera,

Individualmente, Greenspan ha quedado marcado por la crisis y su legado, tras casi 19 años al frente de la FED, ha sido puesto en duda. Pero, igualmente, otras instituciones como el Fondo Monetario Internacional también han quedado en entredicho por su incapacidad para prever la crisis, pese a su excelente equipo de economistas. Baste recordar el optimismo que irradiaba el FMI en 2007 al publicar en su informe sobre estabilidad macroeconómica mundial. En él justificó la buena marcha de la economía del siguiente modo *“el desarrollo en el sistema financiero global ha jugado un papel importante, incluyendo la habilidad de los Estados Unidos para generar activos con una liquidez atractiva y con capacidad para gestionar el riesgo”*. Es decir, los derivados que luego se convertirían en “armas de destrucción masiva”, en palabras del inversor Warren Buffet, eran por entonces la panacea.

Pero, no sólo bancos centrales como la FED o instituciones como el FMI, así como sus funcionarios, han perdido credibilidad con la crisis. Los economistas y la profesión académica en general han salido también muy maltrechos. Especialmente los macroeconomistas, como ejemplifica el profesor Robert Lucas de la Universidad de Chicago, quien clamó en 2003 que *“la macroeconomía ha tenido éxito: su problema central de prevención de la depresión ha sido resuelto”*. A ellos hay que sumar los

profesores de finanzas que defendían la eficiencia de los mercados, como Glenn Hubbard, Dean de la Columbia Business School, que publicó en 2004 un trabajo conjunto con William C. Dudley, Economista Jefe de Goldman Sachs & Co titulado *“Como los mercados de capitales mejoran el rendimiento económico y facilitan la creación de puestos de trabajo”*. En él se puede leer, p.3, que *“los mercados de capitales han también actuado para reducir la volatilidad de la economía. Las recesiones ocurren menos frecuentemente y tienen una menor intensidad. Como resultado, los incrementos repentinos en la tasa de paro han ocurrido menos frecuentemente y han sido menos severos”*.

### **6.3. PERO, ¿NADIE LO VIO VENIR?**

Sí que hubo honrosas e importantes excepciones. Voces un tanto apartadas de la corriente mayoritaria y que cuando estalló la crisis fueron recuperadas. A modo de ejemplo, Dodgson (2009) cita como *“profetas del crash de 2008”* a Nouriel Roubini, profesor de economía en la New York University, Richard S. Dale, un profesor de finanzas británico; David Blanchflower, miembro del comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, y a Hyman Minsk, economista norteamericano. A este grupo también habría que añadir a Raghuram Rajan, un joven profesor de la Booth Graduate School of Business de Chicago<sup>92</sup>, quien inesperadamente “aguó” un tanto una fiesta de despedida de Alan Greenspan organizada por la Reserva Federal en 2005.

En el caso de Roubini, éste publicó en la primavera de 2006 un artículo titulado *“Por qué los bancos deben pinchar las burbujas”*. En él sostenía que *“los argumentos de la FED, presentados y repetidos por Greenspan y otros funcionarios de la FED, de que no tiene sentido responder a las burbujas de activos, son incorrectos”*. Roubini argumentaba que la práctica de la FED de las dos últimas décadas de no reaccionar al crecimiento de burbujas en el precio de los activos, como el de los valores tecnológicos o el de las viviendas residenciales, había contribuido a los desequilibrios económicos, materializados en una baja tasa de ahorro y un elevado déficit por cuenta corriente. Todo ello, hacía a la economía norteamericana altamente vulnerable a *“los cambios de*

---

<sup>92</sup> Rajan se unió a la Universidad de Chicago en 1991. Ganó en 2003 el premio Fisher Black Prize al economista menor de 40 años que más ha contribuido a la teoría y la práctica de las finanzas. A finales de ese mismo año se convirtió en economista jefe del FMI, la persona más joven y el primer no occidental en ocupar ese puesto.

*los inversores en la valoración del riesgo y a una negativa evolución económica mundial*". Como conclusión de su trabajo, demandaba que la FED cambiara su enfoque respecto a qué hacer respecto a las burbujas.

Posteriormente, el 7 de septiembre de 2006, Roubini se ganó su sobrenombre de "Doctor Apocalipsis" en un encuentro organizado por el Fondo Monetario Internacional. En él profetizó que EEUU se enfrentaría a un colapso en los precios de las viviendas, una aguda caída en la confianza del consumidor y una recesión. Según él, la mora hipotecaria se dispararía, lo que rompería el mercado de titulización de activos hipotecarios y el sistema financiero en su totalidad se tensionaría. De esta manera, el shock destruiría bancos y otras grandes instituciones financieras como Fannie Mae y Freddie Mac. Tras esta espantosa visión el moderador del debate quiso rebajar la tensión en la sala al señalar los refrescos de la mesa de ponencias y decir "*Después de escucharle, creo que vamos a necesitar una bebida más fuerte que esto*", a lo que los asistentes respondieron con risas. En el turno de réplica el economista Anirvan Banerji del Economic Cycle Research Institute de Nueva York, cuestionó el trabajo de Roubini al afirmar que no estaba basado en modelos matemáticos, con lo que su percepción era simplemente la de un agorero.

Del mismo modo, Richard S. Dale<sup>93</sup>, publicó en 1993 un libro titulado "*International Banking Deregulation*" en el que argumentó que la entrada de los bancos en el especulativo mercado de las acciones había precipitado el crack de 1929. Por ello, la vuelta de la banca a este tipo de actividades a partir de las desregulaciones de los 80 podría precipitar otro colapso financiero. Su análisis descansaba en la observación de que si a los bancos se les permitía diversificarse, más allá de las actividades bancarias no esenciales, incurrirían en un riesgo excesivo, en particular en los mercados de valores. En su opinión, la cuestión sería entonces si "*La mezcla de negocios bancarios y de valores puede ser regulado de tal manera que se evite el peligro de una desestabilización catastrófica de los mercados financieros*"<sup>94</sup>. Una vez consideradas distintas opciones regulatorias Dale concluía su trabajo con la siguiente apreciación

---

<sup>93</sup> En octubre de 2008 la socióloga británica Laurie Taylor pidió a los oyentes de su programa de radio de la BBC que le ayudaran a encontrar a un economista que hubiera predicho la crisis crediticia de 2008. El 15 de octubre anunciaron que el elegido era un relativamente desconocido profesor de finanzas, Richard Dale.

<sup>94</sup> Ibid, p.2.

*“Permitir a los bancos participar en arriesgadas actividades no bancarias podría o bien desestabilizar el sistema financiero mediante la activación de una ola contagiosa de quiebras bancarias o, alternativamente, imponer costos potencialmente enormes para los contribuyentes al obligar a los gobiernos o sus agencias a llevar a cabo operaciones de apoyo”*<sup>95</sup>.

Como el propio Dale (2008) explica, la visión que prevalecía en aquel momento entre los académicos financieros, tal y como quedó reflejada en la crítica del libro en el *Journal of Finance*<sup>96</sup>, era que la estructura financiera era irrelevante para la estabilidad financiera. La sabiduría convencional aprendida en el período 1929 - 33, decía que una contracción económica tal y como ocurrió entonces debería de ser neutralizada con una inyección de reservas. Además, aunque los fondos buscaran activos de alta calidad como refugio, el movimiento conocido como “flight to quality”, sería improbable que esto se convirtiera en una *“fuente de riesgo sistémico”*<sup>97</sup>. Todo lo contrario a lo que ocurrió en 2008, cuando la drástica intervención gubernamental garantizando los depósitos de los clientes, facilitando el préstamo en el mercado interbancario y nacionalizando parcialmente los bancos más seriamente afectados, fue la única respuesta posible para evitar un colapso del sistema financiero en toda regla.<sup>98</sup>

Por su parte, David Blanchflower, profesor y miembro del comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, anticipó a principios de 2008 que la crisis de crédito llevaría al Reino Unido a la recesión. Su punto de vista no fue aceptado por el resto del Comité, hasta que en septiembre su visión fue la que prevaleció. Preguntado por Hodgson, Blanchflower explicó que lo que le llevó a adoptar su punto de vista no fueron sofisticados modelos matemáticos, sino una detallada lectura de otro tipo de datos y encuestas, incluso de datos considerados “blandos” como la encuesta de confianza del consumidor. Según él, *“los modelos de predicción mayoritariamente no sirvieron... los analistas tienden a quedarse por debajo en sus predicciones de recesión”*.

---

<sup>95</sup> Ibid., p.43.

<sup>96</sup> Book Review por Richard Herring, *Journal of Finance*, Septiembre 1993, pp. 1555-1556

<sup>97</sup> Ibid, p.1554

<sup>98</sup> En opinión de Dale, lo que se vivió en ese 2008 fue no sólo la fractura del sistema financiero mundial, sino el descrédito de una disciplina académica. Dale expone que hay alrededor de 4.000 profesores universitarios de finanzas en el mundo, pero ha habido muy pocos avisos desde la comunidad académica del potencial incendiario de los mercados financieros globales.

Respecto a Hyman Minsk, sus trabajos sobre las causas y las fases de una crisis financiera no obtuvieron una gran difusión cuando fueron inicialmente publicados. Su visión sobre el capitalismo, como un sistema frágil que inherentemente tiende a la inestabilidad y la crisis, no caló entre los académicos<sup>99</sup>. Sin embargo, sus estudios han sido revisitados tras la crisis de 2008 y se le considera uno de los economistas de referencia sobre estas cuestiones.

El último de este grupo de “visionarios” es Raghuram Rajan, profesor de la Booth Graduate School of Business de Chicago. En 2005, en una celebración en honor de Alan Greenspan, quien estaba a punto de retirarse como presidente de la Reserva Federal de EEUU, Rajan presentó un polémico documento muy crítico con el sector financiero titulado *“Has Financial Development Made the World Riskier?”* (*¿El desarrollo financiero ha hecho al mundo más arriesgado?*). En él argumentaba que a los directivos del sector financiero se les animaba a *“(tomar) riesgos que generan consecuencias adversas severas con una probabilidad pequeña, pero, a cambio, ofrecen una generosa compensación el resto del tiempo. Estos riesgos son conocidos como los riesgos de cola [...] Pero quizás la preocupación más importante es si los bancos serían capaces de proporcionar liquidez a los mercados financieros si el riesgo de cola se materializa, (de tal manera) que se pudieran deshacer las posiciones financieras y las pérdidas se pudieran asignar, para que (de este modo) las consecuencias para la economía real se redujeran al mínimo”*. Rajan ahondaba en su planteamiento: *“El riesgo nunca puede ser reducido a cero, ni debe de serlo. Debemos de estar preparados para una crisis de baja probabilidad y alto coste. En tal caso, es posible que las pérdidas que emanen de una catástrofe financiera no puedan ser enteramente asumidas por las presentes generaciones, por lo que deberían de ser compartidas por las futuras”*<sup>100</sup>.

---

<sup>99</sup> Minsky afirma que en tiempos de prosperidad, cuando el flujo de caja de las empresas se eleva más allá de lo que se necesita para pagar la deuda, se desarrolla una euforia especulativa. Poco después las deudas exceden lo que los prestatarios pueden pagar con los ingresos que se generan, lo que produce una crisis financiera. Como resultado de tales burbujas especulativas de préstamos, los bancos y prestamistas ajustan el crédito disponible, incluso a las empresas que pueden pagar los préstamos, como consecuencia la economía se contrae.

<sup>100</sup> *Ibíd.* (p.38)

Nuevamente, otro economista lanzaba un aviso, pero la visión dominante era que el riesgo podía ser contenido y domesticado, gracias, por ejemplo, a la venta de Credit Default Swaps, que deberían de actuar como seguros frente al impago de los bonos. Así, el Secretario del Tesoro, Larry Summers, que también estaba en la reunión de 2005 en la que se homenajeaba a Greenspan, se dirigió a la audiencia tras la exposición de Rajan y dijo que su trabajo estaba basado en premisas “*equivocadas*”. Es decir, su enfoque no encajaba con la visión dominante en el marco institucional académico. Como lo define Krugman (2011, p.309) los economistas estaban “*cogidos en la espiral de los tiempos, con su fe en la sabiduría de los mercados y de la industria financiera*”. Esta visión dominante es la que fue imponiéndose en la academia y trasladándose a los políticos legisladores, lo que contribuiría al estallido final.

Realmente, aquellos eran años en los que se respiraba felicidad y placidez, ya que como dicen Costa y Arias (2011) predominaba “*una sensación de confort en amplias capas sociales*”. Tras largas décadas de Guerra Fría que había consumido ingentes recursos económicos de ambos bandos, el bloque soviético se había resquebrajado y el “capitalismo popular” aparecía como un sistema económico vencedor y sin alternativas, Costas y Arias, 2011. Como explica Charles Bean (2009), Subgobernador del Banco de Inglaterra, el período 1993 – 2007 fue un largo tiempo de inusual estabilidad macroeconómica, con un crecimiento estable, baja inflación y el desarrollo de economías emergentes. A lo que hay que sumar una laxa política monetaria en Estados Unidos que generó una oleada de crédito fácil. Igualmente, la percepción del riesgo, medida en términos de Value at Risk, VAR, era mínima entre los intervinientes en el mercado, pues los impagos y las pérdidas de capital eran muy bajas, Crotty, (2009) gracias a la “innovación financiera”. De hecho, el índice VIX<sup>101</sup>, el índice de volatilidad del mercado de opciones y futuros creado por el Chicago Board Options Exchange en 1993, registró niveles cercanos a 10 en el período 2005-07. Una cifra paupérrima que da

---

<sup>101</sup> Aunque el índice VIX es conocido popularmente como un índice que mide el “miedo del mercado”, un índice VIX alto no es necesariamente una señal de un mercado bajista. Realmente, sólo mide la volatilidad del precio de las opciones. Así, un registro “alto”, por ejemplo, por encima de 60, lo único que implica es que el mercado percibe que puede darse una volatilidad importante en un sentido o en otro. Si los inversores anticipan un movimiento alcista podrían estar dispuestos a comprar opciones call para aprovechar esa subida, pero el aumento de volatilidad haría que la cotización de la prima subiera y, consecuentemente, el índice VIX. Por el contrario, si se previera una caída brusca, los inversores podrían intentar comprar opciones put para proteger sus carteras, aunque los vendedores de esas opciones las cotizarían más caras, con lo que nuevamente el VIX subiría. Por tanto, sólo cuando los inversores estimen que el mercado se mostrará calmado en el corto plazo (las opciones cotizadas que conforman el índice tienen un vencimiento de 30 días) el VIX será bajo, por ejemplo, por debajo de 20.

una idea del exceso de confianza de aquellos días. Más tarde, cuando estallara la tormenta, el índice VIX marcaría sus máximos. Así, el 24 de octubre de 2008 llegaría a 89,53 puntos.

Posiblemente, toda esta complacencia fue consecuencia de dos factores. De un lado, la investigación y el desarrollo por parte de una nueva generación de financieros y matemáticos habían llevado a la obtención de nuevos conocimientos que sirvieron para “crear crédito”, lo cual nutrió la burbuja de activos bursátiles e inmobiliarios. De otro lado, la idea de que los derivados servían para “domesticar” a riesgo era comúnmente aceptada. Todo ello aderezado con una característica constante en los ciclos económicos: cuanto más tiempo duraba la calma, más operadores del mercado se convencían de su permanencia. Sencillamente se volvía a repetir la famosa idea de que *“Esta vez es diferente”*<sup>102</sup>.

En este escenario de sosiego y bonanza económica las voces de los economistas *“disidentes”* mencionados en este capítulo, Roubini, Dale, Blanchflower, Minsk y Rajan, eran arrinconadas o directamente desechadas de la discusión científica, pues sus puntos de vista no encajaban en el marco institucional académico vigente. De algún modo, este grupo y algunos otros profesionales parecieron revivir el mito griego de Casandra, quien tenía el don de la profecía y la maldición de que nadie la creyera. Como expone Krugman (2011, p.309), es cierto que pocos negaban la posibilidad de que hubiera quiebras en bancos convencionales, del modo en que tan frecuentemente habían sucedido en el pasado. Pero, de ahí a volver a la arena académica para debatir la posibilidad de que *“los viejos fantasmas pudieran volver a manifestarse bajo nuevas formas”* distaba un mundo. Hacerlo *“habría sido cuestionar toda la base de décadas de política, sin mencionar las bases de una industria muy lucrativa”* (Krugman, 2011, p.310).

### **6.3.1. El dominio de la técnica matemática y econométrica.**

De acuerdo con Hodgson (2009) un economista que aspire a ser publicado hoy en las revistas científicas más prestigiosas *“no necesitará leer o citar a ningún economista que no sea del pasado reciente”*. Así, los economistas no se sienten atraídos por

---

<sup>102</sup> Curiosamente 2 profesores estadounidenses, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff publicaron en 2009 un libro que obtuvo excelentes críticas con esa idea en su título *“Esta vez es diferente. 800 años de disparates financieros”*.

estudiar contextos históricos, intelectuales o institucionales. Lo que prima es el estudio y desarrollo de modelos matemáticos que sostengan el entramado de los trabajos que se presentan. Además, el acelerado proceso de especialización y el creciente volumen de conocimiento han provocado, de acuerdo con Hodgson (2011), que *“la ciencia se haya subdividido”* en un número infinito de sub-disciplinas de las que es cada vez más difícil mantenerse al día. En ese escenario, *“la reflexión crítica global y la conversación entre disciplinas”* están cada vez más deterioradas. Es lo que Krugman (2011) llama la *“Edad Oscura de la Macroeconomía”* en la que muchos de los profesionales han perdido sus antiguos conocimientos, *“del mismo modo en que los bárbaros perdieron el conocimiento de los Griegos y los Romanos”*.

De este modo, el éxito en la academia económica venía de la publicación de “trabajos duros”<sup>103</sup>, lo que en palabras de Krugman serían aquellos trabajos en los que se *“utilizan rigurosas y preferiblemente dificultosas matemáticas”*. En su opinión, sucesivas generaciones de economistas han sido educados en la nueva macroeconomía y en el culto de la métrica, lo cual ha hecho que se pierda el contacto con los conocimientos previos. Como dice Hodgson (2009, p5.) los matemáticos han invadido los temarios de las universidades más importantes, por lo que los estudiantes de economía no han sido ni preparados ni animados para *“priorizar la economía del mundo real y de las instituciones”*. Por ejemplo, Hodgson se queja de que el tratamiento de grandes cuestiones como la naturaleza y las causas de la riqueza y pobreza de la sociedad no aportan galardones, *“a menos que uno pueda reducirlo a un respetable formalismo”*<sup>104</sup>. Una idea en la que también ahonda Colander (2011), al decir que hace falta un cambio en la estructura de la profesión en la que *“necesitamos más economistas formados en la sutileza de las cuestiones políticas y las realidades institucionales”* (p.21). Es decir, economistas que conozcan como funcionan la macroeconomía y las instituciones financieras. Hodgson (2011) va incluso más allá y propone que en los

---

<sup>103</sup> Desde un punto de vista institucional el profesor que quiere progresar en su carrera se centrará en el tema y el estilo de trabajo que le facilite ser publicado y citado posteriormente. Por ello, las matemáticas son el camino más fácil al estrellato académico.

<sup>104</sup> Kay expone que si gran parte de la moderna agenda de investigación no está conectada con el día a día de los negocios y de las finanzas, esto es todavía más evidente en lo que se enseña a los estudiantes. En su opinión, los graduados serían capaces de importar datos del PIB y de los precios al consumo e introducirlos en un paquete estadístico, pero duda de que tuvieran la capacidad de entender cómo se derivan estos números. Es decir, estarían un poco mejor preparados que los ciudadanos de a pie para explicar cuestiones tales como *“¿Por qué las industrias nacionalizadas son más eficientes en Francia que en Gran Bretaña? ¿Por qué un profesor de escuela recibe un salario más alto en Suiza que en la India? O ¿Son las entradas de cine en Londres caras porque los alquileres son altos, o viceversa?”*.

planes de estudio de los economistas no sólo se incluyan las matemáticas, una materia según él “*virtualmente universal*” en la currícula económica, sino también “*filosofía y relevantes partes de la historia de las ideas*”. Hodgson considera que la filosofía anima a mantener un estado mental crítico y ayuda a “*localizar las grandes cuestiones*” que han de ser resueltas.

Todo este proceso institucional, en el que la profesión abrazaba las técnicas matemáticas y econométricas, separando la sustancia de las grandes cuestiones<sup>105</sup>, ha motivado diversos avisos de los que Hodgson recoge un nutrido grupo en sus trabajos. Así, Arjo Klammer y David Colander (1990, p.18) en su libro “*La forja de un economista*” publicaban una encuesta en la que se mostraba que sólo el 3% de los estudiantes graduados en los mejores programas de economía de Estados Unidos percibían que “*tener un profundo conocimiento de la economía*” era “*muy importante*” para el “*éxito profesional*”. Un 65% pensaba que “*ser inteligente en la resolución de resolución de problemas*” era lo que importaba, mientras que un 57% afirmaba creer que la “*excelencia en las matemáticas*” era muy importante. Igualmente, Bruno Frey y Reiner Eichenberg (1993, p.190) apuntan que los posgrados son educados “*en un modo abstracto, orientado a la teoría que no presta gran atención a los hechos institucionales*”

Unos años más tarde, en 1997, el prestigioso y metodológico economista británico Mark Blaug lo explicitó de una manera aún más clara “*La economía moderna está enferma. Se ha convertido en un juego intelectual practicado por sí mismo y no por sus consecuencias prácticas para entender el mundo económico. Los economistas han convertida la asignatura en una especie de matemáticas sociales en las que el rigor analítico lo es todo y la relevancia práctica es nada*”. Al año siguiente expondría de un modo bastante pesimista “*Hemos creado un monstruo que es muy difícil de detener*”.

En ese mismo año el premio nobel de economía Ronald Coase lamentaba que “*la economía es un sistema teórico que flota en el aire y tiene poca relación con lo que sucede en el mundo real*”. Poco después, en 1999, otro premio nobel como Milton

---

<sup>105</sup> Wassily Leontieff, premio nobel de economía en 1973 y autor de la famosa tabla input-output, ya se quejaba en 1982 en la revista *Science* que los modelos se habían vuelto más importantes que los datos “*Página tras página de las revistas económicas profesionales están llenas de fórmulas matemáticas. Año tras año teóricos economistas continúan produciendo decenas de modelos matemáticos para explorar en gran detalle sus propiedades formales; y los econométras ajustan funciones algebraicas de todos los tipos posibles para, esencialmente el mismo conjunto de datos*”.

Friedman expondría que *“la economía se ha vuelto cada vez más una rama arcana de las matemáticas, en lugar de enfrentarse a los problemas económicos reales”*. Pero, el que mejor lo sintetizó fue Mankiw (2006, p.2) cuando escribió que *“Dios puso a los macroeconomistas en la Tierra no para proponer y testear elegantes teorías, sino para resolver problemas prácticos”*. La distancia a la realidad de los modelos formales se amplió, por lo que aunque los modelos daban respuestas, lo cual produjo una sensación de confianza que resultó ser falsa, lo cual contribuiría al derrumbe del sistema financiero, como veremos en el próximo apartado.

### **6.3.2. Sin matemáticas o econometría no hay publicación.**

Como hemos visto, la cultura del uso de las técnicas matemáticas y econométricas estaba bien arraigada en la academia económica mucho antes del crack de 2008. Una perspectiva que distaba mucho del enfoque de la economía en 1920, cuando era una disciplina *“mucho más discursiva y mucho menos obsesionada con la técnica”* (Hodgson, 2009). De hecho, el conocimiento previo, aquel que Krugman declaraba perdido en estas últimas décadas, sí que se transmitía a principios del siglo pasado, ya que se hacía hincapié en la historia de la disciplina. Ello significaba que a los nuevos estudiantes se les hacía partícipe de los problemas de larga duración que se pretendía resolver y de las cambiantes aproximaciones teóricas para afrontarlos.

Como explica Hodgson (2009), la nueva generación de economistas que empezó a trabajar tras la Gran Depresión tenía en mente que debía de encontrar soluciones. Para ello, contaban en aquel momento con la doctrina de Keynes que emergía como la gran referencia. Como Samuelson describió en 1986 con un divertido símil en una entrevista, *“La Teoría General infectó a los economistas menores de 35 años con la inesperada virulencia con la que un virus ataca por primera vez y diezma a una tribu de isleños de los Mares del Sur. Los economistas mayores de 50 años demostraron ser bastante inmunes a la enfermedad”*. Por ello, *“Al final de la guerra, la totalidad de la profesión era Keynesiana”*. Un argumento documentado también por HALL (1989). Sencillamente porque la lucha contra la Gran Depresión y la emergencia de la guerra había persuadido a los economistas de la necesidad de incurrir en déficits gubernamentales, unos principios que, por ejemplo, influirían notablemente en la acción de gobierno del presidente Roosevelt.

Así que, esta nueva generación modelizó aquellas partes de la teoría keynesiana en las que era posible hacerlo. Con ello, la academia giraba hacia una aproximación más formal, más matemática. ¿Por qué? Hogson (2009) da dos razones. La primera, porque las matemáticas proponían soluciones aparentemente técnicas a los problemas urgentes. Por ejemplo, dentro de un modelo si se “*incrementaba la variable G se podría aliviar el problema del desempleo*” (Hodgson, 2009, p.7). Es decir, el modelo podía ser limitado, pero tenía un gran atractivo tecnocrático. Segundo, la Segunda Guerra Mundial significó la militarización de la actividad científica. Ello proporcionó prestigio y recursos económicos a la investigación económica, especialmente la asignación y distribución de unos recursos escasos que debían de maximizar una función objetivo, dadas unas instituciones y una tecnología.

A partir de aquí la formalización matemática se extendió, como se muestra en el trabajo de *Stiegler y otros (1995)* en el que se analizan las revistas y diarios económicos más relevantes, como la *American Economic Review*, la *Economic Review*, el *Economic Journal*, el *Journal of Political Economy* y el *Quarterly Journal of Economics*. Según el estudio, antes de 1920 la exposición verbal dominaba más del 90% de los artículos publicados en estas revistas. Por el contrario, la exposición verbal fue deviniendo en menos dominante después de 1940, cayendo a un porcentaje del alrededor del 33% en los 60. A principios de los 90 el álgebra, el cálculo y la econometría dominaban en más del 90% de los artículos publicados en las mejores revistas. En paralelo, los grandes pensadores económicos dejaban de ser citados en los artículos económicos a medida que transcurrían las décadas (Hodgson, 2009). De este modo, Keynes era citado en poco más de 1.000 artículos durante los 50, pero su nivel de referencia caía a poco más de 400 citaciones en los 90 y a poco más de 200 en el período 2000-09.

Evidentemente, en cualquier ciencia hay distintas ramas de pensamiento a las que se adscriben los científicos que trabajan en esa disciplina. Robert Shiller en su libro “*The Subprime solution: How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to do about it*” (2008) habla sobre como la mayor parte de los economistas tienden a agruparse como un rebaño (“herding”) alrededor de una visión convencional debido a la formación previa y por la mayor dificultad de ir contra la tendencia dominante. Quienes por su propia formación, por sus convicciones o por su sensibilidad política acaban trabajando bajo enfoques de análisis más heterodoxos, automáticamente tienen más difícil avanzar por la escalera que lleva a los pisos superiores de la pirámide de la

profesión, el lugar donde se profesa el reconocimiento. Por ello, resulta interesante la cita de Robert Lucas en su artículo de 1980 “La muerte de la economía keynesiana”<sup>106</sup> cuando escribe que *"No se pueden encontrar buenos, economistas menores de cuarenta años que se identifiquen a ellos mismos o a su trabajo como" keynesianos". De hecho, la gente incluso se ofende si se refiere a ellos como "keynesianos". En los seminarios de investigación, las personas no toman las teorías keynesianas ya en serio, el público comienza a murmurar y a reírse"*. Como vemos, Lucas menciona esta anécdota con un tono que Krugman (2011) califica como *"aprobador"*. Pero, lo interesante, no es el tono, sino como trabajan las instituciones de economistas. Tras 35 años, las universidades “salt water” (las cercanas al mar, como Berkeley), seguían manteniendo lazos con Keynes, mientras que las universidades “fresh water” (las cercanas al agua dulce, como los lagos de Chicago) habían rechazado su legado, aquel que Samuelson describía que había “infectado” a toda la profesión tras la Segunda Guerra Mundial.

Este problema de comportamiento de rebaño es especialmente severo en una *"disciplina tan monolítica como la economía"* puesto que se ve dominada en cada época por unos pocos paradigmas y enfoques teóricos. Además, estas perspectivas se apoyan en el control de las grandes revistas científicas (Hodgson y Rothman, 1999). Hodgson (2009) escribe que la distribución oligopolística del poder dentro de la disciplina afecta tanto a la publicación como a la financiación de los estudios. Así, los papers de una naturaleza menos técnica serán más difíciles de publicar en revistas prestigiosas y las solicitudes de subvenciones serán desechadas por los economistas que actúan como “árbitros” para enjuiciarlas. Por esta razón, los candidatos sin una buena cartera de modelos tienen pocas posibilidades de ser promocionado.

Por ello, para ser promocionado y ascender en la profesión el “nuevo economista” deberá de citar a los economistas “viejos” y, a ser posible, seguir sus técnicas de modelización y contraste. Salirse del paradigma y abrir nuevas vías será muy difícil, cuando el “nuevo conocimiento” ha de competir con el paradigma y con el efecto de que “los ricos se vuelven más ricos” en cuanto a la citación de sus artículos (Mazlounian et al., 2011). Pues, cabe recordar que el estar en una posición alta en el rango de la citación equivale a la percepción de “excelencia académica” en el propio ámbito. De este modo, la academia económica se comporta como una organización que

---

<sup>106</sup> Tal y como aparece reflejado en Mankiw (2006) y en Krugman (2011).

muestra ciertos patrones de comportamiento social colectivo, tanto para determinar la jerarquía como para aceptar nuevos adeptos, economistas, a través de sus artículos. Este sistema organizativo genera consecuencias como el “Efecto Matthew”, descrito por Merton (1968) como aquel en el que los científicos famosos reciben una cantidad de crédito que, a veces, puede parecer desproporcionado en relación con sus aportes efectivos, en detrimento de los académicos más jóvenes o menos conocidos. Ello conducirá a que un pequeño grupo de científicos acumulen una gran autoridad, lo que se reflejará en una gran cantidad de atención y de citas. No hablemos ya de si uno de estos científicos recibe un premio importante, como el nobel. Ello traerá una cascada de citas y la revisión de sus trabajos antiguos que serán citados con profusión, aunque en su día pasaran más desapercibidos (Mazlounian et al., 2011).

### **6.3.3. Los macroeconomistas. El peligro de adoptar unos supuestos demasiado simplificadores, poco o nada realistas.**

En su conferencia de agradecimiento del premio nobel de Economía Robert Lucas (1995) explicó que el trabajo seminal por el que había recibido el premio era parte de un esfuerzo por intentar comprender cómo los cambios en la política monetaria pueden influir en la inflación, el empleo y la producción. El modelo que el diseñó fue conocido como el nombre de “Equilibrio General Dinámico Estocástico”, EGDE, en inglés “Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE, el cual se convirtió en el actual paradigma dominante, tanto en la gestión de grandes instituciones, en la enseñanza y en la investigación en macroeconomía<sup>107</sup>, lo que es un buen ejemplo de lo que hace el marco institucional dentro de una disciplina.

En esa conferencia, Lucas, de la Universidad de Chicago, describía su modelo original como tan “*simple y flexible*” que le permitía ilustrar muchos temas (p.256). Para ello, hacía un buen número de asunciones. La primera, que todo el mundo vive durante 2 períodos de igual duración, en los que en uno trabaja y en el otro gasta. Además, la población se mantiene constante, puesto que al final de cada año los viejos mueren, los jóvenes se vuelven viejos y llega un nuevo grupo de jóvenes. También, se asume que no

---

<sup>107</sup> El programa ha sido descrito como “economía de agua dulce”, “freshwater economics”, porque los líderes de esta corriente han estudiado en lugares como Chicago, Rochester y Minnesota, cercanos a grandes masas de agua dulce, como los Grandes Lagos, en contraste con aquellos lugares localizados a la orilla del mar, como Harvard, MIT y Stanford, los que producen “economía de agua salada”, “saltwater economics” y que siguen una línea más keynesiana.

hay estructura familiar en esta economía: no se puede heredar y no hay apoyo financiero de un grupo a otro. Igualmente, hay que suponer que una de las personas jóvenes puede trabajar y producir bienes, mientras que una persona vieja le gusta consumir bienes pero no puede producirlos. Se asume que la tecnología que existe es en la que por cada unidad de trabajo se consigue una unidad de mercadería. Por cierto, los bienes producidos no se pueden almacenar. Y la lista de restricciones sigue y sigue.

Tras esta extensa enumeración, surgen algunas cuestiones. ¿Conocen alguna sociedad que remotamente se le parezca a la descrita por Lucas? ¿Son realistas estas asunciones? Ciertamente, en muchos casos la ciencia usa presupuestos simplificadores que son irreales. Pero, sirven para que el modelo pueda centrarse en aspectos de interés, eliminando otros que son accesorios y que pueden confundir. Como señala Kay (2011), cuando los físicos estudian la gravedad lo hacen asumiendo que en el mundo no hay resistencia al aire. Esta simplificación será importante para algunas situaciones e irrelevante para otras. Por ejemplo, la resistencia al aire será notable si dejamos caer una pluma de ganso desde el Miguelete de Valencia, pero irrelevante si lo que cae es una bala de cañón.

Sin embargo, la lista de condiciones que se han de asumir para que el modelo de Lucas funcione es extremadamente larga. De algún modo, cada vez que se añade una condición es como añadir un grado de separación entre la realidad y el universo figurado que intenta reproducir esa realidad. Lucas describe la “*mecánica*” de los modelos como de un sistema de diferentes ecuaciones cuya solución “*imita alguno de los principales hechos del comportamiento económico que observamos en el mundo*” (p.37). Así, Lucas habla de “*la construcción de un mundo mecánico, artificial, poblada por robots que interactúan que son estudiados por la economía en general*” (p.5). Por ello, utiliza el término “teoría” en un sentido muy estricto, refiriéndose a un explícito sistema dinámico como “*algo que se puede poner en una computadora y (darle a la tecla de) ejecutar*” (p.5). En estos modelos se asume que el ciudadano “responde mecánicamente a eventos” (Kay, 2011) de acuerdo a reglas de comportamiento muy específicas

El éxito de los modelos DSGE creados por Lucas y desarrollados por reputados macroeconomistas como Edward Prescott y Thomas Sargent, premio nobel de economía

2011, se fue extendiendo. ¿Por qué triunfaron estos modelos DSGE? Porque daban respuestas, algo siempre tranquilizador cuando se formulan preguntas, lo que sedujo a los economistas y les llevó a creer que lo que sus modelos dejaban fuera no era relevante. Además, el uso de las matemáticas los envolvía de un aura de consistencia y rigor que proyectaba una definitiva imagen de fiabilidad. Por ello, su uso se extendió y se usaron con profusión entre bancos centrales y grandes instituciones como el FMI<sup>108</sup>, sirviendo como guía para deliberar y tomar decisiones.

Por ejemplo, en el caso del BCE, el equipo de economistas del banco desarrolló su propio modelo DSGE para analizar la política monetaria: el Smets-Wouters (2003)<sup>109</sup>. Un modelo que alimenta sus cálculos con datos trimestrales del área euro. El modelo se centra en 3 tipos de agentes económicos: hogares, empresas y el banco central. Por supuesto, como buen DSGE el modelo implanta varias asunciones. Así, establece que los hogares distribuyen su riqueza entre efectivo y bonos sin riesgo. Igualmente, los hogares deciden cuánto consumen, cuánto van a invertir y cuánto van a trabajar y por qué salario. También, los hogares maximizaran una función de utilidad con 3 argumentos: bienes, dinero y ocio. Al mismo tiempo, las empresas utilizan trabajadores y capital y deciden cuánto producen y a qué precio vender sus productos. De igual modo, los precios son determinados en función de los costes marginales actuales y esperados, pero también por la pasada inflación. Y la enumeración continúa.

No obstante, como decíamos, pese a todas estas asunciones los DSGE triunfaron y se volvieron ubicuos. Por ello, los macroeconomistas se mostraban felices en la primera década de este siglo, al considerar que la macroeconomía vivía una época dorada. Así, cuando Robert Lucas, de la Universidad de Chicago, impartió la conferencia presidencial a la Asociación de Economistas Norteamericanos en el año 2003 declaró sin rubor que *“la macroeconomía ha tenido éxito: el problema central de la prevención de las depresiones (económicas) ha sido resuelto”*. Unos años después, en 2008, Olivier Blanchard, presidente del Departamento Económico del MIT y posteriormente economista jefe del FMI, publicó un artículo titulado “El estado de la Macroeconomía”, en el que hacía un recorrido por la evolución de la macroeconomía desde los años 70

---

<sup>108</sup> Por ejemplo en diciembre de 2007 el Departamento Africano del FMI presentó un trabajo titulado “An Estimated DSGE Model for Monetary Policy Analysis in Low-Income Countries”.

<sup>109</sup> Página del BCE [http://www.ecb.int/home/html/researcher\\_swm.en.html](http://www.ecb.int/home/html/researcher_swm.en.html)

hasta ese momento. En su opinión, tras la “explosión” inicial de la macroeconomía en la que se empezaron a publicar multitud de trabajos por una nueva hornada de profesionales la disciplina se convirtió “en un campo de batalla”. Sin embargo, Blanchard consideraba que con el paso del tiempo se había producido un “*gran progreso*”, pues una gran visión compartida había surgido sobre la metodología. El propio Blanchard reconocía que “como todas las revoluciones, ésta ha llegado con la destrucción de ciertos conocimientos, y sufre de extremismos y de “*herding*”. Pero, en suma, “*el estado de la macroeconomía es bueno*”.

Con todo ello, en un escenario en el que la academia macroeconómica se regocijaba por sus logros, los modelos DSGE se expandieron, lo que implicaba creer que lo que dejaban fuera los modelos no era relevante. Por ello, algunos de los modelos usados por bancos de inversión e instituciones financieras asumieron como ciertos e inamovibles que los mercados son “completos”, líquidos y profundos, y que los precios existen hoy y en cualquier momento, no importan las contingencias que se den. Es decir, se asumía que en este mundo se podía siempre tomar prestado a un tipo, el que fuera, e invertir a la tasa libre de riesgo, porque en el mercado interbancario siempre se podría encontrar contrapartida. Podría ser a un precio gravoso, de acuerdo, pero no se iba a bloquear. Siempre habría un precio cotizado. Como consecuencia, en los años precedentes a la crisis, muchísimas instituciones financieras “compraron” este tipo de ideas e hicieron esas asunciones. Siempre se podría refinanciar sus deudas a corto plazo, hacer “roll-overs”, y vender sus activos respaldados por titulizaciones hipotecarias. La mera posibilidad de que un evento de alto impacto y bajísima probabilidad golpeará a los mercados no se contemplaba. Pero, cuando la crisis golpeó todas estas asunciones saltaron por los aires. Lo que se desató entonces fue una lucha encarnizada por la liquidez. Los bancos de inversión vendieron todo lo que pudieron, los mercados interbancarios se secaron y los bancos centrales tuvieron que actuar como prestamistas de último recurso.

Tras el impacto de la crisis, las acusaciones sobre el DSGE y sobre su creador, Robert Lucas, fueron muy duras. La carga fue dirigida por pesos pesados como Brad DeLong, de la Universidad de California, Berkeley; Paul Krugman, de Princeton, y Willem Buiter, de la London School of Economics. Según estos críticos, uno de los más grandes macroeconomistas de su generación y sus seguidores “*están cometiendo antiguos y*

*básicos errores de análisis*” (THE ECONOMIST, 2009) Además, en opinión de estos economistas críticos el profesor Robert Barro, de Harvard, otra de las grandes figuras macroeconómicas de este tiempo, estaba proponiendo “*argumentos verdaderamente estúpidos*”, por lo que los últimos 30 años en el campo de la enseñanza de la macroeconomía tanto en Universidades británicas como en norteamericanas había sido “*una costosa pérdida de tiempo*”.

Cuando la tormenta intelectual arreció, el propio Robert Lucas (2009) decidió publicar un artículo defendiendo su disciplina. Lucas se quejaba de que los macroeconomistas fueran caricaturizados como “*una generación perdida, educada en el uso de modelos matemáticos inútiles, e incluso dañinos*”. Una educación que les hacía incapaces de “*conducir una política económica prudente*”. Lucas consideraba que esta caricatura era “*absurda*” y que carecía de valor cuando se trataba de afrontar cuestiones mayores como ¿qué puede el público esperar de los especialistas de estas áreas? y ¿cuán bien les han servido en esta crisis actual?

Al defenderse, Lucas marcó los límites intelectuales de la macroeconomía: “*una cosa que no vamos a tener, ni ahora ni nunca, es un paquete de modelos que pronostiquen caídas súbitas en el valor de los activos financieros*”, del estilo de los que sucedieron tras la caída de Lehman Brothers. Esas fronteras que, hasta entonces, no se habían fijado con claridad antes ni se habían escrito bajo la palabra “ADVERTENCIA” en los trabajos con DSGEs que todos los grandes macroeconomistas, tanto del ámbito académico como institucional, publicaban.

De acuerdo con Lucas, la razón de que los modelos no puedan predecir esas repentinas caídas es que “*si un economista tuviera una fórmula que, de forma fiable, pudiera pronosticar que una crisis se iba a producir con una semana de anticipo, entonces esa fórmula se convertiría en parte de la información general disponible y los precios caerían una semana antes*”. Lucas expone que esto ya se sabía desde hacía más de 40 años y que era una de las implicaciones principales de la “Hipótesis de los Mercados Eficientes”, HME, de Eugene Fama. Además, el término “eficiente” debe de ser usado aquí como que los individuos usan la información en su propio y privado interés, sin tener nada que ver con lo que sería la fijación de precios socialmente deseable.

Lucas afirma que Fama llegó a la HME a través de algunos ejemplos teóricos muy simples, que han recibido críticas infundadas, pues su trabajo empírico era novedoso y cuidadosamente ejecutado. Además, si durante los años que han transcurrido desde la aparición del trabajo de Fama se han descubierto “*excepciones y anomalías*”, para los propósitos del análisis macroeconómico y de la previsión estas desviaciones son “*demasiado pequeñas para importar*”.

También, en su artículo en *The Economist*, Lucas salió en defensa de un notable macroeconomista, Frederic Mishkin<sup>110</sup>, y de los modelos que éste usaba en su trabajo. En verano de 2007, Mishkin (2007), entonces gobernador de la Reserva Federal, presentó en el congreso de Jackson Hole, Wyoming, los resultados de unas simulaciones del modelo FRB/US<sup>111</sup>, el cual estaba alimentado con datos trimestrales desarrollado por la Reserva Federal. En esas simulaciones se aseguraba que si los precios de las viviendas caían una quinta parte en los siguientes 2 años, el descenso sólo se llevaría por delante un 0,25% del PIB y añadiría un minúsculo 0,1% de desempleo. La razón de este escaso impacto era que la FED respondería “*agresivamente*”, lo que implicaría un recorte de un mero 1% en los tipos de interés federales. Además, Mishkin consideraba que una caída en el precio de las viviendas no tendría un impacto principal y directo en la estabilidad financiera del país (p.26). En su opinión, “*los precios de las casas tienden a ser mucho menos volátiles que los de otros activos*”, como las acciones. Además, los créditos hipotecarios son mucho menos arriesgados que los créditos al consumo, pues cuando la cuantía del préstamo es inferior al valor del bien la tasa de mora es frecuentemente baja. Con estos planteamientos, Mishkin concluyó que el banco central estadounidense tenía las herramientas necesarias para contener los posibles daños en “*un nivel manejable*” y que su misión no es la de “*reventar una burbuja*”, sino responder rápidamente cuando ésta estalla. Sin embargo, cuando la crisis barrió Estados Unidos, la FED recortó los tipos del 5% al 0,25% y aún así no pudo evitar que el desempleo se disparara a casi un 10% en EEUU, doblando prácticamente la cifra previa.

La tesis que utiliza Lucas para defender la validez de las simulaciones de Mishkin es que su desarrollo y resultados no servían “*para asegurar que crisis alguna pudiera*

---

<sup>110</sup> Mishkin ha formado parte del consejo editorial de la *American Economic Review* y ha sido editor asociado de la *Revista de Estadísticas Económicas y Empresariales*, el *Journal of Applied Econometrics*, y el *Journal of Economic Perspectives*.

<sup>111</sup> <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199642/199642pap.pdf>

*ocurrir*”, sino como una previsión de lo que podía esperarse, condicionado a que todo se mantuviera razonablemente igual y no ocurriera ninguna crisis grave. Una vez sucedió la quiebra de Lehman, la información golpeó el mercado y produjo un evento que estaba fuera del modelo: el que los activos hipotecarios podían no tener valor. Lucas afirma que esa nueva información se introdujo de nuevo en el modelo y que las estimaciones sobre la caída del consumo privado resultaron muy acertadas en los 2 siguientes trimestres. De nuevo, con esta explicación Lucas vuelve a delimitar implícitamente los límites de la macroeconomía. Los modelos funcionan en entornos estables, pero cuando se den situaciones extremas y turbulentas los patrones que son el orgullo de la profesión fallan. Realmente, los modelos macroeconómicos que desarrolló Lucas y que luego sirvieron para formar a tantos macroeconomistas de la Universidad de Chicago “*proclamaban estabilidad donde sólo había una crisis inminente*” (Kay, 2011). Del mismo modo, los otros sofisticados modelos defendidos por Fama y sus seguidores, que prometían la eficiencia de los mercados, sólo produjeron gravísimos errores en la valoración de los activos. No obstante, cuando estaban funcionando en plenitud produjeron una irreal imagen de control, lo que condujo a situar al sistema financiero en una situación de vulnerabilidad que condujo al derrumbe final.

¿Cuál es el problema de los modelos que pretenden recrear la realidad? Que nunca van a ser la realidad. Son puras abstracciones representativas, pero no la realidad al 100%. La frase “el mapa no es el territorio”, pertenece al filósofo polaco Alfred Korzybski y fue acuñada por él en la década de los años 20. Con ella pretendía hacernos entender que los humanos interpretamos el mundo a través de abstracciones, las cuales no deben de ser confundidas con “el mundo como realmente es”. Este pensamiento tiene una profunda y clara implicación en la ciencia económica. Sencillamente, que ningún modelo económico puede describir con exactitud la realidad. Como dice el economista John Kay, lo que tenemos son aproximaciones provisionales que pueden ser aplicadas de un modo práctico en determinadas situaciones. En opinión de Kay, muchos economistas se resisten a aceptar esto y sienten una cierta “envidia” de otros campos de investigación científica, como la física, que sí que es capaz, aparentemente, de describir el “mundo como realmente es”.

No obstante, el enfoque no debería de ser ése y no debería de generarse esa “frustración” entre los economistas. La economía es una ciencia social en la que hay

muchísimas variables humanas muy difíciles de definir y predecir. Esta ciencia sigue trabajando en el intento de modelizar la realidad, aunque el reconocimiento de sus limitaciones la debe de ayudar a progresar. Por ello, resulta notable el gesto de la OCDE (2014)<sup>112</sup> de publicar en febrero de 2014 un estudio retrospectivo de sus previsiones económicas. Un acto de valor burocrático porque sus resultados no eran buenos. Por ejemplo, no se previó la crisis de 2008-09. Igualmente, en mayo de 2010 se previó que la economía de EEUU crecería en 2011 un 3,2%, pero el crecimiento final fue de sólo un 1,7%, una grave desviación que se también se dio en las previsiones para las economías europeas. La OCDE no fue la única que cometió estos errores ya que, como el estudio muestra, el “pensamiento en grupo” es endémico entre los economistas del FMI o la Reserva Federal, por citar algunos.

La fe en unos modelos condujo a la complacencia y a la excesiva confianza. Por ello, los economistas que aconsejan y asesoran a los policy makers deberían de ser conscientes que en la sociedad no hay problemas cerrados y perfectamente delimitados a los que la economía pueda ofrecer soluciones cerradas y perfectas. La humildad que demostró la OCDE ha de ser un referente. Porque los economistas, a la hora de entender la realidad y describirla, no son como los científicos de la NASA en el siglo XXI, que preparan ya la conquista de Marte. Más bien son como los marineros del siglo XV y XVI que se lanzaron a surcar los océanos desconocidos con la ayuda de un astrolabio y de una carta astral todavía por pulir.

A pesar de lo descrito, es importante matizar que el error no fue usar los modelos de un modo extensivo, sino el considerarlos estándares infalibles. Como exponen Colander, Holt y Rossner (2004) los economistas matemáticos de última generación son los que empujan y marcan nuevas fronteras. Por ello, por su trabajo honrado, merecen elogios y no desprecio (Colander, 2011). Del mismo modo, nadie duda, ni siquiera Krugman, de la importancia de las matemáticas y de que los modelos pueden ser útiles. El problema estriba en que los que los diseñaron los modelos fallaron a la hora de “*expresar sus ideas y argumentos con la suficiente humildad*”. De un modo sistemático e institucional casi todos los economistas no tuvieron la voluntad de aceptar que “*la economía es compleja, demasiado compleja para entenderla en su totalidad con las herramientas*

---

<sup>112</sup> OECD (2014), “OECD forecasts during and after the financial crisis: A Post Mortem”, OECD Economics Department Policy Notes, No. 23 February 2014.

*analíticas que había y hay disponibles” (Colander, 2011), lo que implica que la ciencia macroeconómica no es todopoderosa, sino que tiene sus propias limitaciones. Las marcadas por Lucas en su artículo de The Economist.*

Como dice Bouleau (2011), *“El problema no es que hayan demasiadas matemáticas en los modelos, si no que se usen exclusivamente como un marco para teorías que proclaman una verdad unívoca”*. En suma, teniendo presentes sus limitaciones los modelos matemáticos pueden ser útiles si se usan como herramientas de apoyo y con prudencia para tomar decisiones, no como complejas plataformas de software que proveen soluciones definitivas e indiscutibles para ser usadas por los “policy makers”.

#### **6.3.4. Los economistas financieros. Hasta la eficiencia y más allá o la ilusión del control.**

En los años 60 se desarrolló en el campo de las finanzas un modelo que dominaría en las décadas siguientes: el CAPM, el Capital Asset Pricing Model <sup>113</sup>. Un modelo que se utiliza para calcular el precio de un activo o una cartera de inversiones, así como para determinar la tasa de retorno teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a una cartera de inversiones adecuadamente diversificada. Por supuesto, como todo modelo económico se construyó sobre varios supuestos. Entre ellos, el que asegura que los inversores son racionales y que en su cabeza equilibran sus carteras sobre dos elementos: la rentabilidad esperada, medida con la esperanza matemática, y el riesgo que se está dispuesto a asumir, explicado con la desviación estándar. Igualmente, se asume que existe un activo libre de riesgo, al que los ciudadanos pueden prestar o endeudarse en cantidades ilimitadas, y se considera que en el mercado de capitales la información es gratuita y está disponible de manera instantánea para todos.

En 1970 el economista Eugene Fama, apoyado en algunas de estas ideas, publicó un trabajo titulado “Mercados de Capitales Eficientes” que resultaría seminal en el campo de la economía financiera. En él, había una idea cautivadora: el precio de un activo

---

<sup>113</sup> Este modelo fue presentado por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y Jan Mossin, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Cartera. Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (conjuntamente con Markowitz y Merton Miller) por su contribución al campo de la economía financiera.

financiero que se negocia en mercado refleja toda la información disponible. Además, esa cotización se ajustará total y rápidamente a las nuevas noticias que puedan surgir. Por ello, si todos los títulos están perfectamente valorados, los inversores obtendrán un rendimiento sobre su inversión que será el apropiado para el nivel de riesgo asumido, sin importar cuáles sean los títulos adquiridos. Es decir, en un mercado eficiente todos los títulos estarán perfectamente valorados, por lo que no existirán títulos sobre o infravalorados. Lo que se conoce como Hipótesis de la Eficiencia de los Mercados, HEM de ahora en adelante. Un ejemplo de ello lo tenemos en Mishkin (2007) quién al analizar la rápida tendencia de subida de los precios de las viviendas en EEUU en escribía *“Debido a que los precios de las viviendas, al igual que otros activos, miran al futuro, es muy difícil concluir firmemente si están por encima de sus valores fundamentales”* (p.26). Es decir, las burbujas no se dan porque los activos están bien valorados. De hecho, Robert Lucas en su artículo *“In defense of the dismal Science”* (2009) exponía que la principal lección que se debe de extraer de la HEM a la hora de diseñar la política monetaria por parte de un banco central es la futilidad de intentar enfrentarse a crisis y recesiones buscando banqueros centrales y reguladores que puedan identificar y pinchar burbujas. De acuerdo con Lucas, *“si esta gente existiera, no seríamos capaces de permitirnoslos”*.

A esta línea de pensamiento se sumó también Burton G. Malkiel, profesor de finanzas de la Universidad de Princeton, quién declaró en junio de 2009 que creía que las burbujas sí que existían, pero que *“no se pueden reconocer anticipadamente”*. Tan sólo una vez que han explotado se pueden apreciar. *“Ahora sabemos que los precios de las acciones eran una locura en marzo de 2000. Ahora sabemos que el precio de aquellos adosados eran demenciales”*. Pero, con todo, seguía considerando que era *“ridículo”* echarle la culpa de la crisis a la HEM. En su opinión, *“Si tienes un ratio de apalancamiento de 33 a 1, tienes en tu cartera activos a largo plazo financiados en el corto plazo y hay un pánico bancario, que es lo que sucedió a Bear Stearns, ¿Cómo puedes echarle la culpa de eso a la Hipótesis de la Eficiencia de los Mercados?”*.

Malkiel se hizo famoso al publicar en 1973 un libro titulado *“Un paseo aleatorio por Wall Street”*<sup>114</sup>, que se convirtió en un gran éxito de ventas. En él se remachaba el

---

<sup>114</sup> En 2011 el libro ya lleva 10 ediciones y se sigue vendiendo como un libro interesante sobre la actividad bursátil.

concepto de que la información llega al mercado de forma aleatoria, por lo que los cambios de los precios son también aleatorios e independientes unos de otros. De este modo las acciones describirán en los gráficos “un paseo aleatorio”, una teoría ya defendida en 1965 por el propio Fama. La teoría del “paseo aleatorio” también implica que los cambios en los precios conforman una distribución probabilística. Fama se inclinaba en 1965 porque la distribución no seguía una forma gaussiana, como muchos matemáticos hasta entonces, sino más bien una distribución de Pareto (Fama 1965, p.57).

Esta aceptación de los modelos de distribución probabilísticas de los precios aportaban a sus usuarios una gran tranquilidad, pues les dotaban de herramientas para, supuestamente, modelizar correctamente la realidad. Sobre estos conceptos se edificó la creencia de la supremacía del mercado, la cual convirtió a los reguladores en fans de las supuestas bondades de las bolsas, alejándolos de su papel de supervisores, lo que dejaría al sistema financiero sin las salvaguardas necesarias, es decir, sin una supervisión independiente y fuerte. De hecho, el ex -presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, dudaba de que él o cualquier otro pudiera detectar, o regular, una burbuja financiera anticipadamente, pues en teoría los mercados eran eficientes. Él mismo lo explicó en 1999 *“En general, las burbujas son perceptibles una vez que han sucedido. Descubrir anticipadamente una burbuja requiere hacer el juicio de que cientos de miles de inversores informados se han equivocado. Apostar contra el mercado es generalmente precario”*.<sup>115</sup> Pese a que, como veremos en el capítulo 9, se estuvieran concediendo billones de dólares en créditos hipotecarios y los precios subieran como no lo habían hecho en los 50 años precedentes. Así, la noción de que el universo financiero estaba regido por unas leyes absolutas que habían sido finalmente descubiertas arraigó en la comunidad académica. Ello creó lo que Costas y Arias (2011) describen como *“la mayor ilusión cientifista de la historia de la economía”*. En suma, *“la visión implícita que se erigía tras los modelos es que los mercados son inherentemente estables y que sólo pueden salir de su curso temporalmente”*, Colander y otros, (2009). De este modo, al asumir este *marco institucional informal* los economistas fallaron doblemente al no advertir a los “policy makers” sobre la amenaza de una crisis sistémica, así como de la

---

<sup>115</sup> Testimonio de Alan Greenspan ante el Joint Economic Committee del Congreso, el 17 de junio de 1999. June 17, 1999. <http://www.house.gov/jec/hearings/grnspn4.pdf>

fragilidad de los supuestos de sus modelos, lo que contribuiría totalmente la estallido final.

En la práctica, los modelos matemáticos de gestión del riesgo y de carteras se convirtieron en el gran logro de los economistas financieros del siglo XX, así como la razón del desarrollo de la industria de los productos financieros y en el consecuente incremento de los volúmenes de negociación de los parques bursátiles. El ejemplo más prominente ha sido, sin lugar a dudas, el desarrollo de la teoría de precio de las opciones de Black y Scholes. Este modelo apareció en 1973, cuando los economistas Myron Scholes y Fisher Black publicaron su trabajo “*The Pricing of Options and Corporate Liabilities*” en el *Journal of Political Economy*. De él se deriva una fórmula que permite calcular el precio de las opciones europeas<sup>116</sup>. Robert C. Merton, en contacto con estos dos investigadores, publicó simultáneamente un trabajo en el que expandía el nuevo conocimiento matemático al campo de los derivados, acuñando el término “Black-Scholes”. Como exponen Vilariño y otros, 2008, “el modelo de Black-Scholes se convirtió rápidamente en el modelo canónico para la valoración de opciones estándar, vanilla, al ganar el favor de los operadores de mercado”. Además, la mayoría de las opciones exóticas, las que presentan alguna diferencia respecto a las vanilla, se valorarán siguiendo las hipótesis del modelo Black-Scholes

No obstante, también existe un modelo de valoración en tiempo discreto, para el que se utilizan árboles binomiales, el cual fue desarrollado por Cox, Ross y Rubinstein en 1979. Éste es un método muy sencillo e intuitivo, aunque se basa en el supuesto de que el porcentaje de subida o bajada de los valores se mantiene constante a lo largo de los sucesivos períodos. Por último, el modelo de Black, Scholes y Merton fue vinculado por Harrison y Kreps (1979), y Harrison y Pliska (1981), a la teoría matemática de martingalas.

En la década de los 90, Vilariño y otros (2008), apuntan a que la investigación en derivados se centró en subyacentes como los tipos de interés y en los derivados de crédito. Por ejemplo, Hull y White (1990), así como Black, Derman y Troy (1990), desarrollaron modelos que utilizaba la información que se detallaba en la curva de

---

<sup>116</sup> Gracias a esta fórmula, que podía funcionar en una sencilla calculadora científica de bolsillo, se pudo abrir la Chicago Options Board, una bolsa de derivados sobre opciones financieras.

contado de los tipos de interés para llevar a cabo sus valoraciones. Pero, fueron Heath y otros (1992), quienes dan un paso más allá y analizan la curva de tipos de interés forward. Este camino sería seguido por Miltersen y otros (1997), bajo el supuesto de que los tipos de interés siguen una distribución lognormal, algo que como exponen Vilariño y otros, (2008), permite obtener expresiones analítica sencillas.

Estas innovaciones matemáticas ayudaron a la industria financiera a disponer de herramientas para valorar un subyacente tan difícil como los tipos de interés. Por ejemplo, con ellas se podían calcular opciones sobre bonos cupón cero, caps y floors. Su desarrollo ganó el reconocimiento para sus autores. Por ejemplo, en 1993 Merton recibiría el premio del año al mejor Ingeniero Financiero<sup>117</sup> y posteriormente fue elegido por la revista Derivatives Strategy para su Hall of Fame. Finalmente, por su aportación, Merton y Scholes recibieron el premio nobel de economía en 1997. Black había fallecido en 1995, por lo que no entró en la candidatura para el nobel, pero sí que fue mencionado como contribuyente en la academia sueca.

La llegada de la fórmula Black Scholes, que podía funcionar en una sencilla calculadora científica de bolsillo, propició la expansión del uso de nuevas estrategias en la gestión de carteras, lo que motivó la contratación de numerosos economistas y matemáticos por la industria financiera, y la apertura de nuevos mercados, como la propia Chicago Options Board, una bolsa de derivados sobre opciones financieras. La táctica consistía en desarrollar una cartera libre de riesgo compuesta por activos y opciones. La cobertura del riesgo se haría de forma automática, vendiendo o comprando opciones, con lo que la cartera se re-equilibraría frente a variaciones de precios de los activos. El problema estribaba en que los modelos se basaban en datos históricos difícilmente disponibles (Colander y otros, 2009), con lo que los “ingenieros financieros” debían de confiar en simulaciones con asunciones relativamente arbitrarias sobre correlaciones entre los riesgos y las probabilidades de “default”. Así, la fuerte expansión de mercados de productos estructurados, como los CDOs, Collateral Debt Obligations, y los CDSs, Credit Default Swaps, los derivados de crédito, se llevó a cabo gracias al desarrollo de herramientas de simulación basada en los precios. Sobre este punto, Vilariño y otros (2008), señalan la dificultad de valorar el precio de un derivado de crédito.

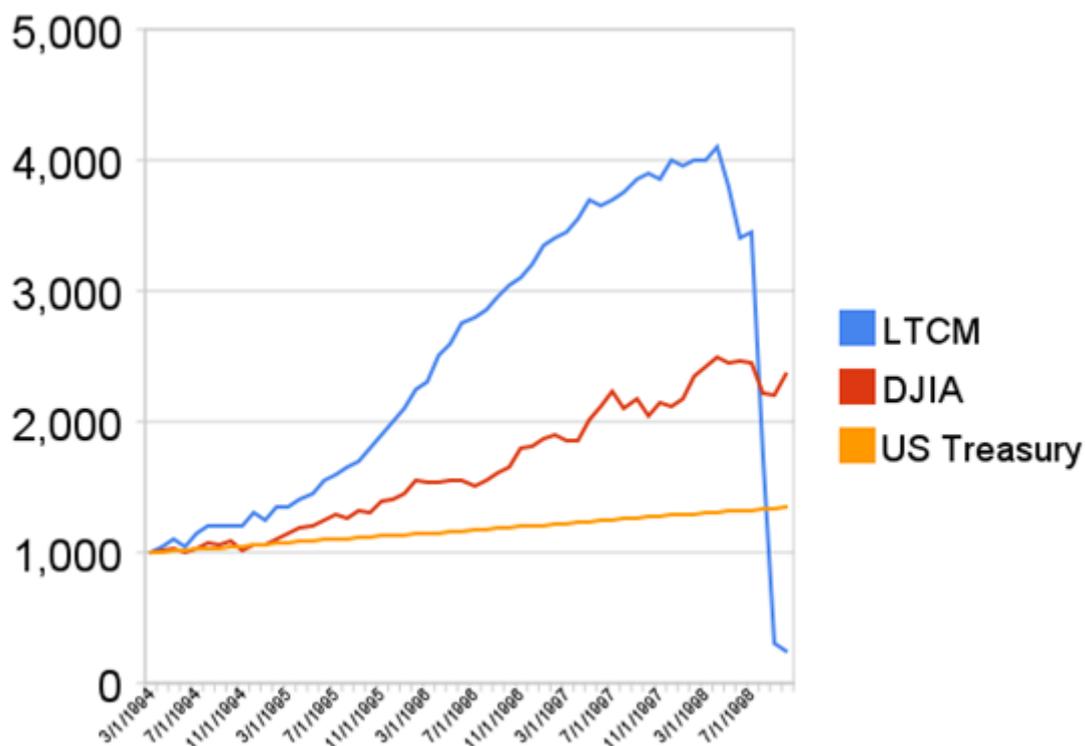
---

<sup>117</sup> Obsérvese que es denominado “Ingeniero”, no Economista.

En primer lugar, “es necesario disponer de un modelo probabilístico de los eventos de crédito, o dicho de otra forma, de la estructura temporal de las probabilidades de incumplimiento, el default”. Un extremo harto difícil de conseguir. En segundo lugar, “se necesita disponer de las tasas de recuperación, una vez se ha dado el impago”. Un problema por la opacidad de los datos, ya que la operativa se realiza en mercados OTC. Además, en palabras de Viñals y otros (2008), la baja percepción del riesgo de crédito transferido, junto a la elevada rentabilidad ofrecida, animaron a los inversores de dentro y fuera de EEUU a adquirir los CDOs. Unos activos de valoración incierta, incluso para entidades muy sofisticadas, y con una liquidez sensible a los cambios del entorno económico. Como apunta Barry Eichengreen (2008) “*el desarrollo de métodos matemáticos para cuantificar y cubrir el riesgo animó a los bancos comerciales, a los bancos de inversión y a los hedge funds a usar un mayor apalancamiento*”, como si simplemente el uso de métodos matemáticos ya disminuyera el riesgo subyacente. Es decir, no sólo se estaba operando en la “sombra” con derivados que no liquidaban en cámaras de compensación oficiales supervisadas, sino que se suponía que esa práctica ya relocizaba y redistribuía el riesgo suficientemente. Una ilusión que conduciría a la catástrofe.

Curiosamente, Merton y Scholes probaron en sus propias carnes que el riesgo es un elemento difícil de controlar. En 1994 John Meriwether, el ex vicepresidente y jefe de operaciones de bonos en Salomon Brothers, decidió constituir un fondo de inversión al que denominó LTCM. En el consejo de dirección entraron Myron Scholes y Robert C. Merton, lo que dio una gran visibilidad al fondo. En un principio el fondo tuvo un retorno muy elevado, con rentabilidades anualizadas de más del 40%, después de comisiones, pero la crisis de la deuda rusa les alcanzó de pleno y perdieron más de 4.600 millones de dólares en 4 meses. El fondo cerró a principios del año 2000.

**Gráfico 9. Comparativa de la evolución de una inversión de 1.000\$ en el LTCM desde su constitución hasta su cierre, frente a 1.000\$ invertidos en el Dow Jones Industrial Average y otros 1.000\$ invertidos en letras del Tesoro estadounidense.**



Fuente: Lowenstein (2000).

¿Qué pasó con el LTCM? Resultó que en los mercados financieros, los eventos extremos a veces ocurren. Los agentes a veces actúan de una manera gregaria comprando o vendiendo, como fue el caso, al unísono, lo que provocó que todas las operaciones de LTCM se estropearan al mismo tiempo. De hecho, se produjo algo que los modelos habían dejado fuera: un gran número de personas dejaron de pagar al mismo tiempo. Como dice Gordon (2009) en una situación de tensión en los mercados los agentes no buscarán maximizar sus funciones de utilidad incluídas en los modelos DSGE, sino que lucharán por “sacar lo mejor de una mala situación, con ingresos recortados y restricciones de liquidez” (p.28).

**6.3.5. El problema de los conflictos de intereses ocultos. Cuando los académicos también trabajan para la industria financiera.**

En algunos casos, uno de los roles que también asumen los economistas académicos es el de expertos en los medios de comunicación. Tal vez, porque es la manera natural de casar la necesidad de aportar información accesible a públicos amplios que tienen los editores de los medios con el deseo de ser útiles más allá de la academia, o con su deseo de popularidad e ingresos complementarios, que tienen esos investigadores y expertos económicos. O porque trabajan para avanzar las ideas y propuestas políticas de determinados partidos políticos o lobbies. Expertos económicos que habitualmente discrepan, como es sabido y es legítimo en el campo de las ciencias sociales, como ya mencionamos en el capítulo 1. Debates y polémicas entre expertos económicos que también aumentan las audiencias.

Ciertamente, esas discrepancias suelen ser menores cuando se trata de información económica muy sencilla, como comentar la evolución de los tipos de interés, el precio de los carburantes o el tipo de cambio. El entrar en el análisis de las causas y las consecuencias para unos y otros grupos de población. En este sentido, la creciente cultura financiera de la población ha hecho que cada vez más personas se atrevan a hacer operaciones financieras de que pueden resultar de gran calado y a veces elevado riesgo, dependiendo de los recursos y plazos a los que se comprometen. Por ejemplo, la adquisición de un fondo de inversión, la negociación de CFDs, la suscripción de un plan de pensiones o la contratación de una hipoteca para la compra de una vivienda. Pero, otra mucha información se difunde a través de entrevistas, tertulias y debates entre economistas en los medios de comunicación, no sólo sobre mercados financieros, sino también sobre comercio internacional, distintas opciones de políticas pública, etc... Lo que permite que lleguen a los ciudadanos distintas explicaciones y versiones de todos estos temas, a partir de la orientación disciplinar o formación de los expertos intervinientes.<sup>118</sup>

Así, es evidente que en la actualidad la presencia de economistas en los medios es cada vez más habitual. Como botón de muestra, e independientemente de sus diferencias analíticas e ideológicas, en el panorama internacional vale la pena destacar a John Kay, en el Financial Times, Paul Krugman, en el NY Times o Joseph Stiglitz, Kenneth

---

<sup>118</sup> En este intento de divulgación económica es encomiable el esfuerzo que se han hecho en páginas web como Finanzas para todos (<http://www.finanzasparatodos.es/es/index.html>) dentro del Plan de Educación Financiera lanzado por la CNMV y el Banco de España.

Rogoff y Carmen Reinhart. Todos ellos, a través de sus libros y sus apariciones en los medios de comunicación, cumplen con esta tarea. En el caso español, por citar un par de ejemplos, José Carlos Díez, en el diario Cinco Días, con su blog “El Economista Observador“, sus apariciones televisivas y su participación en “La Brújula de la Economía”, en Onda Cero radio o Carlos Rodríguez Braun, con sus intervenciones en Onda Cero radio, sus comentarios en programas de televisión y en sus columnas en el diario EXPANSIÓN, son algunos otros ejemplos de los profesionales destacados que aportan y someten a debate sus análisis y juicios, normalmente discrepantes, sobre un gran número de asuntos económicos.

El que un grupo determinado de estos economistas logre difundir su visión, frente a otras, en esos medios de comunicación es un tema de suma importancia para el tema de la presente tesis doctoral, ya que una parte importante del gran público se deja influir en sus opiniones por estos discursos que acaban siendo dominantes en estos canales de comunicación (Hammermesh, 2004), especialmente si hay coincidencia en las televisiones más vistas y periódicos más leídos, tal y como documentan Blyden y Krueger (2004). Obviamente, ello puede afectar sobre todo al público con menos criterios propios, pues otros ciudadanos con mayor formación y criterios ya buscan sólo las opiniones de aquellos expertos que coinciden con las suyas, para reforzar éstas.

La incidencia que los análisis y opiniones de los economistas académicos-profesionales tienen no se agota en lo anteriormente dicho. Como asesores de unos u otros gobiernos y partidos políticos, a la vez que como expertos a la hora de emitir sus opiniones en una vista ante las autoridades públicas, sus visiones ejercen también una importante influencia, en función de la orientación política de cada uno, tanto en las campañas electorales como a la hora de diseñar los programas de actuación pública y su ejecución, (Epstein y Carrick-Hagenbarth, 2010).

De este modo, parece evidente que las voces de aquellos grupos de economistas con un alto perfil público que logren un mayor éxito de audiencia y presencia, tanto por sus apariciones mediáticas como por su papel de asesores de las autoridades públicas, acabarán influyendo sobre la opinión pública en mayor medida que la de aquellos que no lo logren. Opinión pública siempre vigilada de cerca por los políticos, vía encuestas. Por ello, como que estos economistas más “mediáticos” suelen estar en posición de

influir en la opinión pública, la pregunta que cabe hacerse dados los objetivos de la presente tesis es: ¿Suelen actuar en la búsqueda de verdades científicas indiscutibles a difundir o pueden estar al servicio de determinados intereses? Si actúan de buena fe en la búsqueda de esas verdades explicativas y soluciones indiscutibles y yerran, no hay engaño, sólo error.

En el caso de la crisis financiera de 2008 los macroeconomistas y los economistas financieros, nuestro análisis institucional nos lleva a concluir que fallaron en sus modelos de predicción, ya que, pensaban que vivían en un mundo sin riesgos excesivos, cuando en realidad se estaba generando una inestabilidad que permanecía oculta. La creencia en unos modelos macroeconómicos como los DSGE, en la teoría de los mercados eficientes y en una ideología liberal que promueve la desregulación (Krugman, 2009; Colander et al. 2009; Gordon 2009; White 2009 y Starr, 2009) llevaron a los políticos a no valorar correctamente los riesgos. Ciertamente, todo esto podría definirse como una gran “ceguera” intelectual que contribuyó al desastre.

Pero, ¿y si todos estos destacados e influyentes economistas tuvieran “incentivos” perversos para no reconocer la crisis? (Epstein y Carrick-Hagenbarth, 2010)? ¿Y si hubiera lucrativos intereses personales detrás de sus “papers” y de sus apariciones públicas?

Para profundizar en este asunto, vamos a centrarnos en dos casos. El primero, el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2006 en California y el papel que jugaron esos destacados economistas en los medios de comunicación en los años previos. El segundo, la reforma financiera en EEUU y la actuación que desempeñan dos grupos de economistas que trabajaron en ella.

Si nos centramos en el caso concreto de la burbuja de precios en el sector inmobiliario, podemos fijar nuestra atención en el trabajo de Martha A. Starr (2012) sobre el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en California en 2006. En él analiza en 24 periódicos californianos las declaraciones y predicciones de economistas de diferente procedencia (sector inmobiliario, funcionarios de la FED y académicos universitarios) sobre si se estaban formando o no burbujas en los precios de las viviendas.

Starr expone que las perspectivas y previsiones tan alcistas que los economistas que trabajaban para el sector inmobiliario de California estaban ofreciendo al público en general no eran formuladas “*de buena fe*”. Entendiendo “buena fe” en el sentido de honestidad, justicia, total comunicación de informaciones relevantes y una ausencia de intentar dañar a la otra parte en una transacción. En opinión de Starr sus previsiones y comentarios reflejaban un esfuerzo para dirigir las expectativas del público “*en la dirección que beneficiara a sus empleadores (el sector inmobiliario californiano)*”. Los economistas inmobiliarios describían los elevados precios como “*bien alineados con los fundamentales*”, desechando la posibilidad de burbujas, e insistiendo que los 2 dígitos de incremento anual se moderarían hasta alcanzar un aumento normal, “*dentro de un rango saludable, por encima de la inflación*”. Ese marco institucional era el que defendían este grupo de economistas.

No obstante, la propia Starr reconoce en su descargo que es complicado trabajar en un sector que promovía el concepto de un mercado alcista sin creer en él y mostrar una posición optimista. Además, los directivos de estas compañías se mostraban muy positivos respecto al presente y el futuro inmobiliario, pues sus complementos salariales dependían de la buena marcha de las compraventas de las viviendas. Por ejemplo, David Seiders, economista jefe de la Asociación Nacional de Constructores, afirmaba en septiembre de 2002 “*Los constructores de la nación lo han dicho, los corredores inmobiliarios lo han dicho y Alan Greenspan lo ha dicho en términos muy claros: No hay tal cosa como una actual o futura burbuja de precios*”. O también la perspectiva de David Lereah, economista jefe de la Asociación Nacional de Corredores Inmobiliarios en noviembre de 2003 “*No oigo el pop del sonido de la explosión de una burbuja en 2004... La siguiente década será grande para el sector inmobiliario*”. Dentro de ese marco institucional informal la visión compartida y la que se proyectaba al público en general, y a los posibles compradores en particular, era la de un futuro sin sobresaltos. Así, la consigna aceptada y transmitida por los economistas del sector inmobiliario era que cualquier caída de precios era simplemente un pequeño bache en una tendencia definitivamente alcista. Como exponía David Berson, el economista jefe de Fannie Mae, en enero de 2005 “*¿Debería usted comprar mañana? Ninguno de nosotros sabe si los precios caerán mañana. (Pero) En el largo plazo, en lugares como San Diego, donde la gente quiere vivir, veremos una mayor población, y los precios subirán*”.

Esta visión tan almibarada del mercado inmobiliario se quebró cuando la burbuja se pinchó y los precios comenzaron a caer en barrena en 2006. Por ello, resulta altamente significativo que a principios de 2008, cuando los precios se depreciaban anualmente a una tasa de dobles dígitos, la Asociación Nacional de Corredores Inmobiliarios, la National Association of Realtors, NAR, se gastó 40 millones de dólares en una campaña de publicidad para promover la compra de viviendas, enfatizando que *“una casa no es sólo un gran lugar para criar una familia; también es la clave para construir riqueza a largo plazo”*. Ante esta campaña, incluso el economista Gary Becker, de la Universidad de Chicago, advirtió que el material de la Asociación nunca mencionaba que una propiedad inmobiliaria es una *“inversión arriesgada, por lo que, a menos que las personas que toman los préstamos lo reconozcan así, podrían estar mal aconsejados”* (Cuneo 2008:1).

No obstante, el público californiano podía encontrar opiniones no tan favorables sobre la marcha del mercado inmobiliario como las que lanzaban muchos economistas inmobiliarios. De acuerdo con Starr (2012), los economistas académicos y pertenecientes a “think tanks” se mostraban más cautos y bajistas en general que sus homólogos. De hecho, era más probable que predijeran que los precios se moderarían y caerían, lo que se contradecía con la realidad en los años de la burbuja y les restó credibilidad. Por otra parte, los economistas de empresas consultoras y de instituciones financieras privadas eran bastante similares a las de los académicos. Mientras, los comentarios de los funcionarios de la FED eran un tanto contradictorios durante el período 2002-2006. Básicamente, “cuando ofrecían predicciones de precios sobre los precios futuros, lo que era relativamente raro, ellos decían de un modo uniforme que esperaban que cayeran y que volvieran a unas tasas normales de apreciación” (Starr, 2011). La entonces presidenta de la Fed de San Francisco, Janet Yellen, decía a finales de 2005, después de que los precios de las viviendas hubieran comenzado a caer, que *“Podemos haber visto algo de enfriamiento en California en algunos mercados, pero nada terriblemente extendido, nada dramático”*. En un testimonio ante el Congreso a principios de 2006, Ben Bernanke declaró *“en este momento, un modesto ajuste de la actividad inmobiliaria parece más probable que una violenta contracción”* (Starr, 2012).

En su trabajo, Starr llega a las siguientes conclusiones:

1. Los comentarios hechos por muchos de esos destacados economistas en los años previos al estallido de la burbuja sirvieron razonablemente bien al público en general, porque muchos de ellos subrayaron que los precios de las casas divergían de los fundamentales. Ello implicaba que la inusual subida de precios podía terminar e iniciar su declive. Si bien pocos de esos economistas atinaron en lo profundo que sería ese declive.
2. No existe una guía ética o una publicación de estándares de conducta en la profesión ello permite que aflore no sólo la discrepancia legítima sino también otras conductas oportunistas que acaben condicionando los acontecimientos y dañando el bienestar de amplios grupos de población. Sus resultados alientan la preocupación sobre si los economistas a sueldo de la industria inmobiliaria promovieron indebidamente perspectivas positivas sobre los precios de las viviendas. Lo que contribuyó a hinchar la burbuja y a elevar las probabilidades de que todo terminará de una manera desordenada.
3. Existe una clara asimetría de la información en el conocimiento/materia económica de la que se habla en los medios de comunicación. Una gran parte del público no es capaz de distinguir qué análisis son buenos o hechos de buena fe de aquellos otros que se publican y se hacen circular para promover intereses propios y ajenos al interés común de la mayor parte de la población, en su caso. Tampoco los economistas se ponen fácilmente de acuerdo en esto, como ya vimos. Así, el trabajo de Starr revela que las previsiones y los análisis razonablemente formulados (como aquellos que alertaban de la burbuja que se estaba formando) pudieron no tener el efecto positivo deseable, ya que éstos estaban mezclados con otros muy alcistas propuestos por analistas que trabajaban para la industria inmobiliaria

En este punto es interesante señalar las aportaciones y la discusión abierta por DeMartino (2010), quien apunta que la profesión de economista es una de las profesiones más influyentes en la sociedad porque permite a aquellos grupos de economistas más influyentes en cada sitio y periodo conformar el consenso dominante, al ser *“la aparición de ese consenso o disenso en la comunidad de expertos el que*

*determinará si las ideas son, o no, políticamente influyentes*” Farrell y Quiggin, (2012). Porque las ideas de aquellos economistas que acaben por convertirse en decisiones políticas es probable que tomen la forma de normas y regulaciones que afectarán, en mayor o menor grado, a parte o a todos los ciudadanos.

También, en esta misma línea de resaltar los posibles conflictos de intereses y comportamientos nada éticos de los economistas es en lo que profundiza el trabajo de Epstein y Carrick-Hagenbarth (2012). Los autores analizan el conflicto de intereses que puede surgir cuando muchos economistas financieros académicos, actuando en su papel de expertos en los medios y en sus trabajos académicos, tales como la regulación financiera, no comunican sus afiliaciones financieras privadas, es decir, si también trabajan para o en la industria financiera. Para llevar adelante su estudio lo que hicieron fue analizar las conexiones entre la academia, entidades públicas y empresas privadas de 19 economistas prominentes que, al mismo tiempo, participaban en grupos de trabajo sobre la reforma de la regulación de los mercados financieros. El período que analizaron fue de 2005 a 2009, inclusive. De estos 19 profesionales, 18 trabajan como profesores y 1 como investigador en un instituto. Además, 13 de los 19 economistas, el 68%, trabajaba al mismo tiempo para firmas financieras, como consultoras o agencias de rating y 8 de los 19, un 42%, trabajaba con entidades públicas, en Bancos Centrales o entidades como el FMI.

La conclusión a la que llegan Epstein y Carrick-Hagenbarth es que la gran mayoría de los dos grupos de financieros y economistas académicos no revelan sus afiliaciones privadas, incluso cuando escriben informes para las reformas financieras, lo que en su opinión constituye un *“potencial conflicto de intereses”*. Sólo los economistas 11 y 16 de sus estudios mantienen un cierto comportamiento “ético” al identificar esas relaciones contractuales privadas en un número significativo de ocasiones. Conjuntamente, Epstein y Carrick-Hagenbarth revisan si la visión de los 19 economistas ha cambiado tras la crisis y si ésta ha modificado su perspectiva sobre la necesidad de una reforma financiera. Así, encuentran que 9 de los 19 economistas, el 47%, cambiaron sus ideas respecto a la regulación financiera y pasaron a proponer nuevas políticas regulatorias. Si se excluye a 4 economistas cuyas visiones no podían discernirse de las previas a la crisis, sencillamente porque no habían publicado nuevo material, 9 de 15, el 60%, habían cambiado su visión.

En ese sentido, Epstein y Carrick-Hagenbarth sostienen que hay economistas de élite que “moldean la opinión pública” y “crean la cultura sobre la regulación financiera”, al mismo tiempo que “influyen en la política en el nivel gubernamental”. Por ello, si no revelan esos significantes conflictos de intereses, así como determinadas relaciones laborales altamente lucrativas, grandes grupos de población pueden verse perjudicados.

Igualmente, los autores consideran que la visión sobre la regulación financiera era similar entre los economistas “prominentes”, independientemente de que fueran economistas académicos financieros con o sin filiações privadas, en el momento previo a la crisis. Por ello, sugieren que, primero, podía haber una ideología similar ampliamente extendida en el campo de la investigación macroeconómica y que defendiera las virtudes del libre mercado. Segundo, podría ser que los bancos centrales, gobiernos y organismos internacionales, como el FMI, prefirieran contratar a economistas con una parecida visión sobre la regulación, muy similar a la que sostenían los macroeconomistas que empleaban las instituciones privadas. Tercero, los autores apuntan a que tal vez las líneas entre economistas financieros académicos y afiliaciones privadas puede ser mucho más fluida que la que ellos han mostrado, dada la dificultad para localizar e identificar esas tareas de “consultoría” privada. Por último, basándose en sus hallazgos Epstein y Carrick-Hagenbarth se muestran partidarios de que la profesión económica, que no tiene un código de conducta ético, debería de crear uno que delimitara las acciones de los economistas en caso de surgir conflictos de intereses, u otros, como los aquí descritos.

Estos autores se muestran partidarios de que, al menos, cada vez que se publique un artículo en una revista científica, su autor se vea obligado a advertir de su relación profesional (en caso de existir) con entidades privadas. Algo que como veremos posteriormente ya sucede en EEUU. Del mismo modo, también debería de hacerse público cuando el autor o autora publica en un medio masivo y especializado (como el Financial times o el Wall Street Journal). Igualmente, debería de hacerse pública dicha relación si trabaja como asesor de un gobierno o de una gran institución, como un regulador bursátil o un banco central. Incluso de que se advierta a los alumnos de la Universidad en la que imparte clases de este tipo de actividades externas de sus profesores e investigadores. Sencillamente, porque al no existir neutralidad científica

alguna en el campo de las mal llamadas “ciencias” sociales, tal como ya abordamos en el capítulo 1, no sólo la orientación política y los sesgos metodológicos y otros del propio análisis deberían ser explicitados, sino porque puede existir también un potencial conflicto de intereses y el experto estar difundiendo argumentos que parecen tener como fin el contribuir a resolver determinados problemas colectivos, cuando en realidad el objetivo puede ser otro.

El paradigmático caso del Dean de Columbia, Glenn Hubbard, mencionado en el apartado de esta tesis que hemos titulado: “¿Sirven los economistas para algo?”, ilustra a las claras este problema de conflicto de intereses. En su vida profesional, Hubbard ha sido a Subsecretario del Tesoro de 1991 a 1993 y Presidente del Consejo de Asesores Económicos de 2001 a 2003 del Presidente George W. Bush. Desde este puesto diseñó el recorte de impuestos que aplicó la Administración Bush. Un programa que dividió a los economistas en EEUU en dos bandos enfrentados. De hecho, en febrero de 2003 se presentó una declaración firmada por unos 450 economistas, entre ellos 10 premios nobel de economía, que urgía al Gobierno a no aprobar los recortes impositivos. Esta declaración, que perseguía concienciar a la opinión pública y buscar su apoyo, fue publicada en el New York Times y a través del Economic Policy Institute. En síntesis, la declaración defendía que una reducción de impuestos aumentaría las diferencias de renta en la sociedad e incrementaría el déficit público, a la vez que disminuiría la capacidad de financiación del estado para generar crecimiento económico. Como réplica, otros 250 economistas firmaron un manifiesto apoyando la reducción de impuestos, puesto que ello “crearía más empleo, crecimiento y oportunidades para todos los ciudadanos”.

Recordemos que ya como Dean de Columbia Hubbard publicó un trabajo en 2004 con el economista jefe de Goldman Sachs en el que se alababa la cadena de titulización hipotecaria y el desarrollo de la industria de los derivados financieros, exponiendo que su uso había “mejorado la asignación de capitales” y “la estabilidad financiera del sistema bancario estadounidense”. En su opinión, ello había conducido a que se redujera “la volatilidad de la economía” y que las recesiones fueran “menos frecuentes y más suaves”.

En 2008 y 2012 fue el asesor económico para la campaña presidencial del millonario Mitt Romney, razón por la que la prensa económica estadounidense lo daba como candidato seguro al puesto de Secretario del tesoro o de Presidente de la Reserva Federal. En 2012 tuvo que declarar a favor de Country Wide en una vista pública. Entonces se supo que Hubbard facturaba 1.200\$ por hora a la compañía, a la que asesoraba. En 2014 Hubbard servía como Co-presidente del Committee on Capital Markets Regulation, un comité no político que asesora al Gobierno sobre regulación financiera<sup>119</sup> y era asesor de multitud de empresas financieras, tales como Barclays, Bank of New York, Goldman Sachs, JP Morgan, Black Rock, Morgan Stanley, New York Bankers Association, NMS Group, Oracle, Pension Real Estate Association, Prium, Real Estate Roundtable, Related Properties, Reynolds American, Royal Bank of Scotland, Trust Company of the West, Visa o Wells Fargo.

La figura de Glenn Hubbard se convirtió de la noche a la mañana en un icono gracias al documental “Inside Job” (2010) del cineasta Charles Fergusson. En él, Hubbard se sienta con Fergusson para discutir sobre las raíces de la crisis de 2008, una charla que comienza muy calmadamente, pero que se caldea cuando Fergusson le pregunta sobre la labor de consultoría y las retribuciones que percibe de la industria financiera. Hubbard se niega a contestar, se enfada y le dice a Fergusson que “Tiene 3 minutos más. Lance su mejor golpe”. La presencia y actitud de Hubbard en el documental, así como su repercusión, motivó que Columbia University revisara su política de conflicto de intereses y que hiciera pública en agosto de 2012 una nueva regulación interna<sup>120</sup>. En ella se obliga a que se revelen todas las empresas que financian la investigación de los departamentos de la Universidad, así como los lazos comerciales que mantienen los profesores con cualquier empresa privada. Curiosamente, el profesor Michael Feiner, perteneciente al Sanford C. Bernstein and Co. Center for Leadership and Ethics de la misma Columbia, recomendó a sus estudiantes el visionado de la película

---

<sup>119</sup> Toda esta información se puede encontrar en su página de Columbia <http://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/4572/Hubbard%20Curriculum%20Vitae%20-%20complete.pdf>. La nueva política de la Universidad de Columbia obliga a todos los profesores a hacerlo público.

<sup>120</sup> “COLUMBIA UNIVERSITY POLICY ON FINANCIAL CONFLICTS OF INTEREST AND RESEARCH”. 24 Agosto 2012. [http://evpr.columbia.edu/files/evpr/imce\\_shared/FCOI\\_Research\\_Policy.pdf](http://evpr.columbia.edu/files/evpr/imce_shared/FCOI_Research_Policy.pdf)

De igual modo, el documental de Fergusson incitó en el mundo académico lo que Michael Riordan, Presidente del Departamento de Economía de Columbia University, definió<sup>121</sup> como un “sano debate” sobre la política de conflictos de interés y los requisitos de transparencia que impone la Universidad. Como dijo Riordan la controversia ha motivado que los profesores “le den otra lectura, o tal vez una primera lectura” a la política de la Universidad. Otras muchas universidades como Stanford University, University of Pennsylvania y Harvard<sup>122</sup> siguieron el camino de Columbia y reforzaron y reescribieron sus políticas de conflicto de intereses. Igualmente, la discusión llegó a la American Economic Association (AEA)<sup>123</sup> y la National Bureau of Economic Research (NBER)<sup>124</sup>, las organizaciones de economistas líderes en EEUU. Así, ahora se requiere que se desvelen los potenciales conflictos de intereses en artículos de revistas o en “working papers”, siguiendo la práctica de la profesión médica.

Evidentemente, como ya resaltamos en los capítulos iniciales la diferencia y la discrepancia son necesarias y positivas en el debate académico en asuntos económicos y políticos porque en democracia los análisis económicos deben estar abiertos a discusión, no sólo entre los especialistas sino entre los afectados y sus representantes políticos diversos. Además, como dijimos al principio de esta Tesis, la complejidad de los asuntos humanos en general y económicos en particular, y la pluralidad de intereses legítimos existentes y habitualmente en conflicto, hace que cuando se elabora un análisis institucional explicativo no se puede aspirar a ofrecer una verdad explicativa universal y uniforme. Sencillamente, porque con el enfoque NEI sólo tiene sentido elaborar explicaciones de realidades institucionales dentro de un período especificado, y porque la discrepancia entre analistas es la norma, no la excepción, también entre institucionalistas. Reconociendo estas dificultades, a todo debate y análisis académico debería exigírsele, al menos, que fuera lo más transparente posible, a fin de que el rigor y las hipótesis explicativas y recomendaciones propuestas se vean afectadas lo menos posible por la sombra de duda de un conflicto de intereses. Que los investigadores expliciten los sesgos que inevitablemente se derivan del enfoque analítico adoptado y

---

<sup>121</sup> ‘Inside Job’ prompts new look at conflict of interest policy" Abril 2011. Columbia Spectator. Columbia Spectator. <http://columbiaspectator.com/news/2011/04/13/%E2%80%98inside-job-prompts-new-look-con%EF%AC%82ict-interest-policy>

<sup>122</sup> “Addressing Conflicts of Interest”. Harvard Magazine. Julio - Agosto 2012.

<sup>123</sup> American Economic Association Disclosure Policy. [http://www.aeaweb.org/aea\\_journals/AEA\\_Disclosure\\_Policy.pdf](http://www.aeaweb.org/aea_journals/AEA_Disclosure_Policy.pdf)

<sup>124</sup> NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Research Financial Conflict of Interest Policy. [http://www.nber.org/COI/NBER\\_ResearchFCOI\\_Policy.pdf](http://www.nber.org/COI/NBER_ResearchFCOI_Policy.pdf)

sus supuestos y criterios (¿los de la nueva economía institucional o los de la vieja economía institucional, o los de otras corrientes de análisis económico neo-marxistas, o neo-liberales?) debería ser, en mi opinión, otra exigencia en aras a esa mayor transparencia.



# **CAPÍTULO 7. LAS IDEOLOGÍAS POLÍTICAS, LOS INTERESES DE LA INDUSTRIA FINANCIERA Y SU INFLUENCIA EN LA CRISIS DE 2008 EN EEUU.**

## **7.1. INTRODUCCION**

En este capítulo avanzamos un paso más a fin de abordar el estudio de algunos otros factores institucionales influyentes en el estallido financiero del 2008. En concreto, se trata de aquellos factores que tienen que ver con la construcción y difusión de la ideología o paradigma pro-mercado que tuvo lugar en EEUU durante las décadas previas a 2008 y cómo ello contribuyó al desastre ocurrido, junto a los otros factores que venimos analizando. Al igual que en capítulos precedentes, sobre algunas de las hipótesis explicativas básicas que aquí extraeremos procederemos, en el capítulo 9, a realizar ese primer intento de contrastación para ver si los datos refutan o corroboran las mismas.

Para el logro de esos objetivos, en el primer apartado (7.2.) comenzamos analizando cómo se construyó esa ideología política pro-mercado en EE.UU mediante la creación de un “movimiento político” claramente orientado a influir en las políticas públicas del país. De este modo, señalaremos cómo las elites económicas y las grandes corporaciones del país, con especial mención a la industria financiera, son capaces de influenciar en el proceso político (Bartel, 2008; Schlozman y otros, 2012; Winter y Page, 2009 y Winters, 2011). Gracias a que los políticos se muestran “sensibles” a las donaciones pecuniarias a sus campañas, así como a las labores de lobby desarrolladas por las grandes corporaciones nacionales, con mención especial en este trabajo a las de las entidades financieras (Bartel, 2009, y Hacker y Pierson, 2009).

Para ello, empezamos describiendo la parte final de todo proceso democrático de creación de políticas públicas, en el que los gobiernos tratan de dar solución a los problemas, conflictos de interés y demandas de unos y otros colectivos que se les plantean, pero en el que determinados grupos de interés, como el de la industria financiera en nuestro caso, pueden resultar altamente influyentes. Algunas referencias al papel desempeñado por destacados analistas, académicos o no, en la construcción de

esa ideología también serán aportadas en este capítulo de manera sintética, pues estos aspectos ya fueron objeto de análisis detallado en un capítulo anterior.

De manera algo simplificada, y para el análisis institucional a desarrollar en la presente tesis doctoral, cabría señalar ya en estos comentarios introductorios que las alternativas políticas que emergieron en EE.UU. durante aquellos años en relación con los temas financieros aquí investigados se fueron articulando en torno a dos grandes opciones político-ideológicas, algo que veremos en el apartado 7.2.2.. Una, de corte liberal, que defendía que cuanto menos estado existiera mejor le iría a la economía en su conjunto en beneficio de los ciudadanos, por lo que apostará por una fuerte desregulación<sup>125</sup> de los mercados financieros. Otra, en la que se enfatizaba el hecho de que los mercados tienen fallos tanto de eficiencia, como macroeconómicos, distributivos, etc, por lo que será necesaria tanto la regulación financiera como otro tipo de intervenciones del estado y los parlamentos y ejecutivos que lo conforman para intentar reequilibrar el campo de juego e incidir en la evolución económica.

No es extraño que los defensores de uno y otro planteamiento recurrieran a destacados economistas en apoyo de sus posiciones, como se comprueba en las citas de los trabajos de economistas norteamericanos de aquellos años. Desde las ideas de Adam Smith, Hayek o Pigou, que representan, según los casos, un ejemplo de ello si nos referimos al periodo previo a la Segunda Guerra Mundial. A las de Samuelson y Keynes en las décadas inmediatamente posteriores. Sin embargo, los desafíos económicos aparecidos en la sociedad norteamericana durante los años 70 y los 80 trajeron la desactivación, al menos parcial, de muchas de ellas, así como su sustitución por un nuevo planteamiento que acabó extendiéndose, y que pregonaba que la baja inflación y una ligera regulación eran suficientes para mantener la estabilidad y el crecimiento de la economía (Barro y Gordon, 1983; Gieve y Provost, 2012; Rogoff, 1985 y Winston, 1998).

En el nuevo paradigma económico que se instaló en los 80 entre los académicos y los funcionarios de alto rango en EE.UU., alimentado durante la presidencia de Reagan, como veremos en el apartado 7.2.4., sobresalía la idea de que los mercados son por

---

<sup>125</sup> Cuando hablamos de desregulación nos referimos casi siempre a la rebaja de los requisitos y exigencias que se solicitaban en el marco regulatorio y supervisor estadounidense a las entidades financieras.

naturaleza eficientes y que, como hemos mencionado, la mejor manera de supervisarlos era con una “mano ligera”. De este modo, se creía que los precios de mercado eran buenos y racionales indicadores del valor económico de los activos. Por lo que el desarrollo de un mercado de titulización de activos inmobiliarios (contemplado como un logro de la innovación financiera) debía contribuir a mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos y la estabilidad financiera, ya que la disciplina financiera que se auto aplicaban las entidades financieras seguro que era capaz de contener el riesgo (Financial Services Authority, 2009). El estallido de la crisis del 2008 desmontaría toda esta visión y dejaría a uno de sus más importantes defensores e impulsores, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, en un estado de incredulidad y de shock (“shocked disbelief”). Un Greenspan que bebió de una corriente de pensamiento a la que se denominaba el “objetivismo” de Ayn Rand, como veremos con mayor detalle en apartado 7.2.5.

En los apartados siguientes el capítulo se adentra en el análisis de cómo funcionaban realmente los mercados financieros estadounidenses de aquellos años tras las reformas desreguladoras aplicadas. Para ello citaremos, entre otros, a Beunza y Garud (2006 y 2007) quienes a partir de un innovador análisis institucional, apartado 7.2.9, se centran especialmente en los inversores que operan en cada mercado. Según los autores, el funcionamiento de los mercados se puede entender, en parte, como una contienda recurrente entre visiones-marcos-paradigmas rivales en la que termina imponiéndose una determinada visión, o modelo interpretativo del mundo y del mercado, que es asumida por el resto de inversores y analistas durante un determinado periodo.

Para Beunza y Garud (2006 y 2007) el tiempo es una variable importante, puesto que la información y los eventos que van apareciendo fortalecerán o debilitarán el marco-visión dominante. Si se fortalecen con lo que va sucediendo, perdurarán, y si se debilitan, habrá oportunidad para que un marco interpretativo alternativo acabe sustituyendo o modificando al anterior. En el caso estadounidense que nos ocupa, el paradigma-visión económica vigente durante los años previos era la dejar hacer al mercado y la de mantener una regulación ligera o débil. Que ésta visión se extendió de manera importante, quedará claro tras el contenido del apartado 7.2.10, dedicado al trabajo y la gestión realizada durante la crisis por parte de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, y al papel jugado por el legislador y senador, Phil Gramm,

apartado 7.2.11. Un funcionario de alto nivel y un político unidos en la creencia de que los mercados, una vez liberados de las ataduras regulatorias, asignarán correcta y eficientemente los precios, se autocorregirán si se producen errores y que, además, conseguirán resultados sociales óptimos.

Finalmente, en el apartado 7.3., analizaremos las relaciones entre los propietarios y altos ejecutivos de la industria financiera, los funcionarios dedicados a la regulación y los políticos que gobernaban en EE.UU. durante aquellos años. Como veremos, puesto que las leyes pueden ser derogadas o aprobadas a iniciativa del ejecutivo, veremos en el apartado 7.3.2., titulado con una frase de Johnson y Kwak (2010) “El dinero y la ideología se refuerzan mutuamente”, cómo la industria financiera trata de controlar ese proceso a través del atractivo de la “puerta giratoria”, de contribuciones dinerarias a campañas políticas, así como del gasto de decenas de millones de dólares en labores de presión a los organismos supervisores. Su objetivo será siempre que no se endurezca la legislación sino que se aligere, ya que ese status quo les permitía y les permite ganar dinero más fácilmente que cuando los controles son mayores y más exigentes.

En el apartado 7.3.3., veremos que los supervisores no atendieron a las señales de alarma que iban apareciendo. Unos signos que se materializaban en un rápido incremento de los préstamos sub-prime (los de peor calidad crediticia), y en las malas prácticas en la concesión de préstamos hipotecarios. Ante la propuesta de editar una guía sobre préstamos hipotecarios, en el que se establecieran una serie de requisitos mínimos para concederlos, la industria bancaria salió al ataque. De hecho, fue muy diestra aplicando presión en las agencias supervisoras y en el Congreso, argumentando con astucia que un incremento de las exigencias podría cortar el flujo de crédito hipotecario a las clases de ingresos bajos y medios. Ello supondría impedirles el acceso a una vivienda, lo que vendría a ser negarles el sueño americano

En el apartado 7.3.4., veremos cómo presiono la industria financiera, ya que las entidades financieras tenían la potestad de cambiar de regulador, con lo que podían elegir aquel que fuera menos intrusivo y exigente. Con ello, consiguieron una carrera a la baja en los estándares de supervisión. Igualmente, expondremos la falta de sintonía entre la política monetaria y la política regulatoria. Pues, es contradictorio que la Reserva Federal detectara en 2005 que los préstamos “irresponsables y arriesgados” y

que al mismo tiempo decidiera comenzar tipos de interés para controlar la inflación. Simplemente, porque en esa categoría de arriesgados estaban los subprime (los de peor calidad crediticia) a la vez que tenían la forma de, por ejemplo, un 2/28 ARM (Adjustable Rate Mortgage), unos préstamos con unos tipos fijos habitualmente muy bajos, para pasar a flotantes los 28 restantes. Es decir, la subida de tipos situaba a los tenedores de esos préstamos en una situación de extremada fragilidad financiera, pues era una invitación al impago tras esos 2 primeros años.

Finalmente, concluiremos el capítulo con unas reflexiones últimas. El objetivo, al igual que en los capítulos anteriores, consiste en elaborar una serie de hipótesis explicativas sobre la influencia de estos factores en el estallido financiero del 2008, algunas de las cuáles serán contrastadas con datos en el capítulo 9 para ver si éstos refutan o corroboran las mismas.

## **7.2 IDEOLOGÍAS POLITICAS Y CAMBIO INSTITUCIONAL.**

### **7.2.1. La construcción de una ideología o paradigma pro mercado y su influencia en las políticas públicas.**

Como en algunos análisis institucionales ya se pone de manifiesto (North, 2005; Greif 2005 y Spiller y Tommassi, 2005), al igual que en otros elaborados en el campo de la ciencia política (Sabatier y Weible, 2014), los procesos conducentes a la creación y difusión de grandes ideologías políticas o concepciones sobre el papel de los mercados y la intervención pública son muy complejos, dado además la gran cantidad de elementos que interactúan a lo largo del tiempo. Lo habitual es que existan centenares de actores implicados pertenecientes a grupos de interés, agencias gubernamentales, legisladores en diversos niveles del gobierno, investigadores, periodistas y jueces. Evidentemente, cada actor (individual o corporativamente) tendrá sus propias escalas de valores, percepción de la situación y preferencias políticas.

Igualmente, estos procesos se desarrollarán a lo largo de distintos períodos de tiempo, una década o más, ya que ésta es la duración mínima de la mayoría de los ciclos políticos. Un ciclo temporal suficiente que abarcará desde la aparición de grandes y nuevos problemas, cambios económicos drásticos, etc... Hasta que una nueva

concepción o paradigma de intervención se consolida y se aplica a través de un nuevo programa político del cual se pueda evaluar el impacto (Kirst y Jung, 1982; Sabatier y Jenkins-Smith, 1993, y Baumgartner, F. R., y Jones, B. D., 2010). De hecho, diversos estudios señalan que lo habitual es necesitar un período de 20 a 40 años para que todo ello ocurra. (Derthick y Quirk, 1985; Baumgartner y Jones, 2010; Eisner, 1993).

Además, la regulación y competencias políticas sobre un mismo campo, como en lo relativo al sistema de bancos y cajas estadounidense, suelen estar compartidas entre varios niveles de gobierno (como el federal y el estatal), por lo que las nuevas ideologías políticas, fundamentadas normalmente en unos u otros paradigmas económicos y político-económicos, habrán de tomar en consideración esas realidades para derivar intervenciones factibles.

Debido a esa complejidad de los procesos de creación y difusión de grandes ideologías políticas los analistas académicos, como señalan Sabatier (2007) u Ostrom (2015), han de buscar inevitablemente maneras de simplificarlos, describirlos y entenderlos. Y al hacerlo así también pueden contribuir, de manera intencional o no, a difundir tales ideologías políticas y las concepciones sobre la intervención pública que conllevan. Y esto ocurrió también durante las décadas previas al estallido del 2008, como ahora veremos.

En ese sentido, como también resaltan Gieve y Provost (2012), para que los cambios en dichas ideologías políticas dominantes ocurran han de darse una combinación de factores nada fácil. De un lado, los actores “interesados” han de ser lo suficientemente fuertes para organizarse y presionar por el cambio. De otro, uno más eventos han de impactar con fuerza en la sociedad y sus efectos percibirse como duraderos. Finalmente las acciones llevadas a cabo por los impulsores han de acabar trasladándose a los medios de comunicación y la opinión pública en general.

El alcance, etapas y velocidad del cambio también son aspectos habitualmente analizados (Kingdon, 1984; Baumgartner, F. R. y Jones, B. D., 2010, y John, P., 2013). Por ejemplo, cuando una sociedad se enfrenta a una crisis económica, o a una serie de indicadores que señalan que algo no está funcionando, existe una oportunidad para que determinados grupos políticos “emprendedores”, junto a quienes les apoyan, capitalicen

el descontento invirtiendo tiempo y recursos en conseguir sus objetivos de cambio de visión política que les facilite el éxito electoral posterior (por ejemplo, en España el caso del partido político Podemos, cuyos dirigentes utilizan categorías de discurso político como “casta”, es un ejemplo paradigmático). Dependiendo de la situación política del momento, es decir, de si hay elecciones pronto o si éstas ya han transcurrido, de las correlaciones de fuerzas de los diferentes partidos políticos, grupos sociales, etc., de la facilidad para forjar un consenso entre ellas que resulte mayoritario y del clima previo de opinión pública existente, fácilmente medible a través de encuestas, se abrirá una ventana de tiempo para que las propuestas de estos “emprendedores políticos” tengan o no éxito. Sólo cuando todos estos factores confluyen a la vez es cuando estos grandes cambios de visión o paradigma político-económico en una sociedad tienen lugar.

Ciertamente, como hemos descrito previamente la revocación de la Glass Steagall Act tardó varias década en producirse, pero finalmente se consiguió. Por ello, dedicaremos un apartado específico a Phil Gramm, un legislador republicano, ya que nos parece que encaja perfectamente en el perfil, al ser una figura que aprovechó el momento en los 90 y diversos apoyos para conseguir derogar una ley, la Glass Steagall Act, y conseguir sustituirla por la Gramm – Leach-Bliley Act.

Sabatier y Jenkins-Smith (1993) y Sabatier (1991, 1993, 2007) han analizado estos movimientos políticos a través de su conocida “Aproximación Analítica de las Coaliciones Promotoras” (“Advocacy Coalition Framework”), resaltando, entre otros muchos aspectos, la importancia de las “creencias políticas básicas” de los principales actores, es decir, de los principios y convicciones acerca de qué políticas se deberían de ejecutar, de qué manera y qué efectos cabe esperar de las mismas. Por ejemplo, la Reserva Federal no intervino mientras las propiedades inmobiliarias subían de precio porque su presidente, Alan Greenspan, no creía en las burbujas, sino en una correcta y sana valoración por parte del mercado, al mismo tiempo que confiaba en que el mercado sabría auto-regularse. De este modo, los eventos que se convierten en focos de atención, los cambios en la opinión pública o los cambios socioeconómicos son importantes para el cambio político. No obstante, las creencias son un aspecto particularmente importante del cambio político, ya que sirven para ilustrar como los grupos de actores se mantienen unidos en ámbitos políticos específicos y en coaliciones (Weible, Sabatier y Flowers,

2008). Por ello, los “promotores políticos” mantendrán alianzas, no sólo porque los eventos externos que suceden les hacen agruparse, sino porque tienen en común profundas creencias sobre cómo el mundo debería de operar.

Diversos autores se han planteado, como lo hacen Baumgartner y Jones (1993) en el caso de la política estadounidense o Eggertsson (2007 y 2015) para reflexionar sobre el trasplante de instituciones entre países, cómo puede ser que se den largos períodos de estabilidad, a la vez que se puedan dar cortos, pero intensos y dramáticos períodos de cambio político y reformas. La idea de que en asuntos políticos no cabe hablar de equilibrio sino de una cierta estabilidad temporal está ya bastante extendida. Es el marco institucional vigente en cada ámbito de decisión política autónoma (subsistema político o nivel de gobierno – estatal, regional, municipal, etc) el que aporta esa estabilidad mientras la mayoría de sus miembros no se vean influidos por visiones políticas nuevas, surgidas de dentro o de fuera. La movilización política, social, mediática, etc., para desafiar las ideas y concepciones políticas preestablecidas es requisito imprescindible, pues en asuntos políticos se requieren siempre reuniones, deliberaciones, acuerdo o votaciones para llevar adelante las decisiones colectivas. Esta movilización vendrá motivada por las nuevas ideas y paradigmas políticos en auge. Para que esas nuevas ideas y visiones políticas acaben siendo mayoritarias han de ofrecer un nuevo modo de afrontar los problemas que resulte persuasivo a los nuevos grupos de actores mayoritarios. Para que las reformas institucionales y los cambios políticos resultantes sean respetados por los agentes económicos en general, y financieros en nuestro caso, el cumplimiento de las nuevas reglas y normas ha de poder ser fácilmente exigible y su incumplimiento penalizable, de lo contrario pueden quedar en papel mojado, en “mera palabrería” (Ostrom, 2009).

Por supuesto, la tarea de conseguir que unas arraigas “creencias” se conviertan en un significativo cambio político a menudo implica que se va a chocar con el “status quo” imperante. Baumgartner y otros (2009) exponen que cuando se intenta implementar un cambio político, éste ha de enfrentarse a un status quo político que ya existe, el cual refleja una distribución previa de poder y de riqueza social que bien puede estar ya sirviendo los intereses de otra coalición. Unas coaliciones éstas que son denominadas por Baumgartner y Jones (2010) como “monopolios políticos” y como “comunidades políticas” (Maloney, Jordan y McLaughlin, 1994, y Taylor, 2011). ¿Cuánto tiempo se mantendrán esos status quo? En opinión de los autores, dependerá de la habilidad de la

coalición para salvaguardarlo, lo que dependerá en parte, dicen estos autores siguiendo las aportaciones de Mancur Olson, de la distribución de costes y beneficios que los principales actores en pugna en dicho status quo confronten. Cuando más pequeño y concentrado sea el grupo que recibe esos beneficios, más fácil será para ese grupo organizarse y asegurarse el apoyo hacia las políticas que continuarán proporcionándoles esos beneficios, especialmente si los costes o efectos negativos se distribuyen entre otros grandes grupos sociales dispersos.

En el caso estadounidense que nos ocupa diversos autores (Bartel, 2008; Schlozman y otros, 2012; Winter y Page, 2009 y Winters, 2011) se han preguntado precisamente en este sentido si el sistema político estadounidense se puede caracterizar como una oligarquía con pequeños grupos de actores que condicionan las ideologías políticas dominantes, puesto que el dato revelador de que el 1% más rico de la población tiene el 40% de los recursos (Stiglitz, 2012) permite pronosticar que tienen recursos sobrados para influenciar a través del proceso político, las tareas de lobby y la formación de la opinión pública. De acuerdo con Larry Bartel (2009), durante los últimos 50 años virtualmente la totalidad de la élite política estadounidense se habría alejado de las preferencias de los votantes de ingresos bajos o medios, a la vez que se acercaba a posiciones muy cercanas a aquellos que se sitúan en los percentiles más altos de distribución de la renta.

¿Por qué ha podido ocurrir esto? Aunque, como expone Acemoglu (2011), no es fácil conocer con precisión las causas, una explicación razonable sería que los políticos se han mostrado receptivos a lo largo de los años las contribuciones monetarias hechas a sus campañas de elección y re-elección, así como a las tareas de lobby desarrolladas por las grandes corporaciones de negocios del país y, específicamente, por las entidades financieras. Bartel (2009) y Hacker y Pierson (2009) exponen que en EE.UU. los políticos son muy “sensibles” y responden positivamente a las donaciones, apoyando la legislación que favorezca a los intereses de sus donantes. Lo que, de acuerdo, con Stiglitz (2009a y 2012) es la “jugada” que se espera de ellos, dadas esas “reglas del juego”.

De hecho, Page y otros (2013) encuentran que ese segmento poblacional (el 1 % más rico) de la sociedad estadounidense es mucho más conservador que el público en

general con respecto a políticas importantes como la tributación fiscal, la regulación económica y, especialmente, programas de bienestar social. Por ello, sugieren que las políticas públicas en EEUU parecen estar desviadas a su favor y alejadas de lo que la mayoría de los estadounidenses quieren. Una explicación que se manifiesta con más claridad en Gilens y Page (2014) y que muestra con fuerza el cambio de ideologías y concepciones político-económicas dominantes en décadas previas a 2008 en EEUU. Los autores, con el apoyo de un pequeño ejército de investigadores ayudantes, revisaron la aprobación de 1.179 políticas públicas por el Gobierno estadounidense durante el período 1981 - 2002. Su conclusión, es que las élites económicas y los grupos organizados que representan los intereses de corporaciones e industrias tienen un impacto sustancial en la política gubernamental, mientras, que los ciudadanos corrientes apenas tienen influencia. Todo lo cual facilitó el traslado desde esas élites hacia la clase política de EEUU de una visión ideológica liberal y desreguladora que promovió liberar al mercado de todas las restricciones posibles. Esta perspectiva fue asumida por los sucesivos gobiernos, lo que allanó el camino hacia el estallido de la crisis.

### **7.2.2. Las bases económicas utilizadas para la defensa de la ideología pro-mercado. Activando y desactivando a Keynes.**

Como decíamos al principio del capítulo, dos grandes concepciones han existido tradicionalmente en EE.UU. en relación con el tema de cómo deberían de operar los mercados, incluidos los financieros. La primera, liberal, en la que se debería de dejar funcionar a los mercados con el menor número de restricciones posibles, puesto que éstos y los agentes económicos que en ellos interactúan podrían por sí mismos ser capaces de conseguir el máximo beneficio social y económico de manera auto-equilibrada, por lo que se debería promover una importante desregulación. La segunda, intervencionista, basadas en la convicción de que los mercados realmente existentes lo habitual es que tengan fallos, tanto de eficiencia, como macroeconómicos o de distribución, etc., por lo que sería necesario aportar una regulación exigente y otras acciones del estado a través de sus diversos parlamentos y ejecutivos para intentar reequilibrar el campo de juego y afectar a la evolución económica del país.

En términos muy sintéticos, cabría describir la evolución de esa ideología política dominante en EE.UU. durante las décadas previas a 2008 como sigue. Con anterioridad

a la Segunda Guerra Mundial, la ideología predominante era la de corte liberal, la cual desembocó en la crisis del 29 y en una Depresión. Posteriormente con la llegada del presidente Roosevelt y la Segunda Guerra Mundial, la visión liberal dio lugar a un planteamiento más intervencionista, basado en unos postulados keynesianos, que tuvo su cénit en los 60 con el presidente Kennedy. La crisis del petróleo de los 70 permitió la vuelta de ideas más liberales, las cuales se fueron asentando y desplazando las políticas intervencionistas. Este enfoque tomó tracción en los 80 con la presidencia de Reagan y se convirtió en la visión dominante durante los 90, lo que llevaría al desastre financiero.

Obviamente, en cada periodo, el recurso a unos u otros grandes economistas del pasado fue una estrategia seguida por quienes intentaban difundir esas ideologías políticas o grandes concepciones sobre el funcionamiento de la economía y la intervención pública. Si quisiéramos de manera rápida resaltar quienes fueron esos grandes autores en cuyas obras se encuentran las bases más importantes de esta ideología pro-mercado habríamos necesariamente de empezar remontándonos a Adam Smith, quién en marzo de 1779 publicó su obra “La riqueza de las naciones”. En ella Smith defendía que un sistema económico de “libre competencia” sería capaz de promover el crecimiento económico y, por tanto, el bienestar social. Popular es su expresión de que los agentes económicos podrían así estar guiados por una “mano invisible” que les haría a todos contribuir positivamente al bienestar económico de la mayor parte de la sociedad, a pesar de que ellos siguieran sus propios intereses.

Sin duda, Smith debió verse influido en sus análisis por la escuela francesa de pensamiento denominada “fisiocracia”, formada, como es sabido, por autores que enfatizaban las “ventajas naturales” de los mercados para la buena marcha de la economía, por lo que cuanto menos intervención pública mejor. Este concepto mutó en un eslogan que todavía hoy resuena “*laissez faire, laissez passer*” (“dejar hacer, dejar pasar”), y que es utilizado por autores como Anyon (2014) y Stiglitz (2011). A partir de las ideas de Smith y otros autores, a los defensores del “libre mercado” y la desregulación les resultó fácil trasladar a la opinión pública norteamericana de aquellos años que las bases de la prosperidad económica se encontraban en el libre mercado, libertad de contratación laboral, bajos impuestos y mínima intervención estatal. Promover la abolición de todas las leyes que evitaban que los trabajadores y

empresarios más eficientes superaran a los menos preparados era algo habitual entre estos autores durante aquellos siglos.

Estos planteamientos se sostuvieron durante algunas décadas sin ser cuestionados, pero a finales del siglo XIX la perspectiva cambió y pasaron a ser ampliamente discutidos en muchos ámbitos. A principios del siglo XX, y especialmente tras la gran depresión de 1928 pero también antes, eran habituales los debates, académicos y otros, en los que se volvía a replantear la cuestión de si los recursos disponibles en cada momento eran eficientemente asignados bajo un criterio de libre mercado y si, verdaderamente, el estado debía de apartarse o no de la regulación del sistema económico e intervenir con determinadas políticas. Entre los nuevos grandes economistas favorables a disminuir la intervención a los que los defensores de ese planteamiento recurrían cabría citar en estas breves consideraciones, a Friedrich August von Hayek, quien en los años 30 argumentó que el verdadero papel del mercado era, y así debía ser, el de coordinar las decisiones individuales y descentralizadas de las empresas. De hecho, según él, estas decisiones son tomadas gracias a los precios, que en sí mismos acarrearán una importante información que sirve a los agentes económicos como señales para interpretar hacia donde han de encaminarse. Así pues, la competencia llevaría a la economía hacia el equilibrio en los mercados, e igualmente hacia el descubrimiento de nuevas formas de organización.

Conocidas son sus ideas en contra del “socialismo real” que se había implantado en la Unión Soviética, ideas que fueron muy utilizadas por los promotores de esa ideología pro-mercado a los que estamos haciendo referencia, en cuanto responsables también en parte del estallido financiero que acabó ocurriendo en 2008. No sólo por la falta de precios de mercado, sino también porque esos sistemas, escribía Hayek, sin duda acabarían, como así fue, en la imposición de sistemas políticos totalitarios incompatibles con la libertad humana. Estos argumentos fueron expuestos en una de sus obras más populares durante las décadas de 1950: *“El camino a la servidumbre”*, publicado en 1944<sup>126</sup>, uno de sus trabajos más importantes y que más ayudó a fijar la

---

<sup>126</sup> El libro fue un éxito instantáneo. Se vendieron más de 600.000 ejemplares sólo en Gran Bretaña y fue considerado el libro político más importante en el siglo XX en Gran Bretaña. Ha sido traducido a varias decenas de idiomas.

ideología liberal en todo el mundo, con ideas que muchos políticos retomaron en la década de 1980.

Pero, pronto tras la debacle de 1928, la popularidad de esta ideología pro-mercado entró en clara decadencia en EE.UU. y las obras de John Meynard Keynes primero, y los libros de Paul Samuelson después, pasaron a ser utilizados por quienes pretendían dar el finiquito a esa ideología política anterior y resaltar la importancia de la intervención pública.

Las ideas de Keynes sobre la inevitabilidad de las crisis de demanda recurrentes en el capitalismo y las aportaciones de Samuelson sobre los bienes públicos en los que la libre iniciativa privada tiende a fracasar, no sólo en términos distributivos o de equidad, sino también en términos asignativos o de producción, por lo que habrían de ser suministrados por los gobiernos, pronto cautivó la atención de quienes combatían el predominio de la ideología liberal. Los análisis económicos sobre las externalidades hicieron otro tanto.

Pero, fueron las ideas de Keynes las que más contribuyeron al cambio de ideología política que tuvo lugar en EE.UU. entre 1940 y 1970, al ser utilizadas para justificar la intervención gubernamental. Por lo que algunos breves comentarios son inevitables en esta sección para entender el análisis que haremos en las siguientes. En su obra “Teoría General”, como escribió hace ya tiempo W. Barber: ya *“había demostrado que el laissez – faire no era un sistema para tiempos tormentosos. Sólo cuando las condiciones económicas eran favorables tal concepción se mostraba capaz de dar resultados positivos notables, pero era al mismo tiempo resultaba contraproducente cuando las crisis y la inestabilidad económica aparecían”*.

El atribuir a los gobiernos responsabilidades en materia de estabilización macroeconómica para intentar “regular la coyuntura económica”, además de otras responsabilidades relacionadas con la producción y provisión de bienes y servicios públicos, pronto pasó a ser parte de la nueva ideología política dominante hasta la década de los 70, en EE.UU. y en otros muchos países occidentales, gracias a la expansión del paradigma keynesiano. Al igual que en todos estos países también paso a formar parte de la cultura política mayoritaria el asignar a los gobiernos las

responsabilidades en materia de redistribución, mediante el uso de impuestos progresivos y gastos sociales. Utilizando, por tanto, la fiscalidad no sólo, como había sugerido Arthur Cecil Pigou, para corregir las externalidades negativas en ciertas actividades del mercado, sino con fines de equidad.

De la misma manera, John Maynard Keynes aportó otras muchas ideas que fueron utilizadas para impulsar la consolidación y difusión de la nueva ideología intervencionista mencionada y sustituir a la vieja ideología política o concepción político-económica dominante en EE. UU. Así, por citar otro ejemplo, En su *Teoría General*<sup>127</sup> Keynes también se opuso a las viejas ideas que abogaban por que el mercado libre llevaría al pleno empleo siempre que los trabajadores rebajaran sus demandas retributivas. Para él, los aumentos salariales pueden incentivar al consumo y no al ahorro. La mayor fuerza del consumo conduciría a una mayor demanda de productos que se habrían de realizar con una mayor carga de trabajo, lo que supondría más empleo y mayores salarios. Con una condición, los salarios más altos habrían de ligarse a un incremento de la productividad. Así, los mayores salarios no tendrían que provocar una disminución del empleo. El problema podría llegar si en un ciclo alcista el empresario decide transmitir esta elevación de los costes salariales a sus productos, lo que desembocaría en una mayor inflación. Esta subida de los precios obligaría a las autoridades a adoptar una política monetaria contractiva que frenaría la fuerza del consumo, pero que al mismo tiempo afectaría a los empresarios que pagarían un mayor precio por su financiación.

Conocida es también la importancia que Keynes otorgó en sus escritos al manejo de los tipos de interés que los gobiernos pueden hacer, así como al papel de la política fiscal para intentar mantener bajo el desempleo. Como dice Paul Krugman (2009), el objetivo de Keynes era contribuir a “*organizar el capitalismo, no reemplazarlo*”. Sin duda, los años 60 en EE.UU. vieron el auge de este paradigma keynesiano y la ideología política en favor de la intervención que vá implícita en el mismo. Durante la presidencia de Kennedy las políticas keynesianas para intentar alcanzar el pleno empleo fueron habituales, mientras que los mercados seguían estando contenidos y regulados por la exigente por la Glass Steagall Act, puesto que en aquel momento mantenía toda su vigencia.

---

<sup>127</sup> Esta obra se publica por primera vez en febrero de 1936, un tiempo marcado por la Gran Depresión.

En estas breves consideraciones sobre la aparición y cambio de ideologías políticas o grandes concepciones sobre el papel de los mercados y la intervención pública en EE.UU. cabe resaltar, por último, la influencia que tuvo la rápida expansión económica registrada que durante la década de 1960 y principios de los 70 EE.UU., que también tuvo lugar a nivel internacional. Como es sabido, este boom económico, que llevaba inoculado el virus de una elevada inflación, tuvo un final abrupto cuando la OPEP, y singularmente Arabia Saudita, decidieron iniciar un embargo del petróleo a los países occidentales como represalia por su apoyo a Israel durante la guerra del Yom Kippur. El resultado fue que en octubre de 1973 los precios del petróleo, muy estables en décadas precedentes, registraron una subida de un 66%. La medida duró sólo 4 meses pero provocó que el precio del barril se cuadruplicara, lo que envió a las economías occidentales a una recesión con inflación y a un paro de dos dígitos.

Este doble efecto de aumento de la inflación y del desempleo era inédito hasta entonces. Por lo que la interrelación tradicionalmente resaltada mediante la conocida curva de Phillips, una idea ampliamente aceptada y que potenciaba los planteamientos keynesianos, parecía haber desaparecido. Esta curva, diseñada por el neozelandés A. W. Phillips, mostraba una relación negativa entre la inflación y la tasa de desempleo. Así, un alto desempleo se asociaba con una baja inflación y viceversa. La nueva situación también dejaba al paradigma keynesiano y su visión o ideología política a favor de la intervención pública frente a un problema que parecía difícil de solucionar: pues el crecimiento del desempleo requeriría políticas de demanda expansivas (fiscal o monetaria) pero la alta inflación requería lo contrario, esto es enfriar el aumento de la demanda. Ello abrió la veda a la crítica a los fundamentos keynesianos dominantes hasta estos años. De nuevo, los acontecimientos económicos parecían poner entre las cuerdas a los defensores del intervencionismo, lo que sin duda aumentaba las oportunidades de que las viejas ideologías políticas liberales volvieran a recibir atención si sus defensores eran capaces de aprovechar el momento.

Este dilema fue aprovechado por Milton Friedman (1912 –2006) para hacer una aportación ciertamente innovadora al añadir la idea de las expectativas a la curva de Phillips. Pero al hacerlo así, lejos de servir para defender los planteamientos keynesianos, Friedman acabó convirtiéndose en el principal opositor al keynesianismo durante la segunda parte del siglo XX al teorizar sobre la existencia de “una tasa

*natural de desempleo*”, argumentando además que el papel de los gobiernos y de las autoridades en la guía de la economía debe de ser severamente restringida. Esta última idea fue ampliamente desarrollada en su obra “Capitalismo y Libertad”, publicada en 1962<sup>128</sup>. Su idea central consiste en afirmar cómo, una y otra vez, la intervención del gobierno a menudo tiene un efecto contrario del que pretendía. Sencillamente, en su opinión, la mayoría de las cosas buenas en los Estados Unidos y en el resto del mundo provienen del mercado libre, no de las actuaciones del gobierno. Es por ello que los gobiernos, a pesar de sus buenas intenciones, debían permanecer fuera de las zonas donde no se les necesitaba. Por ejemplo, en términos de política monetaria se oponía incluso a la existencia de la Reserva Federal Norteamericana, a su juicio una de las causantes de la Gran Depresión. Sin embargo, como que dicho banco central ya existía consideraba que la única política monetaria inteligente era la de mantener la cantidad de dinero en circulación, en sentido amplio, en una línea de crecimiento estable en función de la evolución de las transacciones económicas. Una receta que serviría, según él, para evitar las depresiones. Análisis y planteamientos monetaristas éstos que dieron alas de nuevo a los liberales.

Como escriben Farrell y Quiggin (2012), a partir de los 80 la pérdida de influencia de las ideas y propuestas de intervención tradicionales del Keynesianismo parecía evidente, pues cada vez más sectores académicos y no académicos estaban insatisfechos ante las nuevas circunstancias económicas de finales de los 60 y de principios de los 70. Los promotores de nuevas ideas e ideologías políticas pronto aprovecharon la oportunidad. Como vimos en el capítulo anterior ello permitió que una nueva escuela, a la que se le dió varios nombres, “New Classical Macroeconomics”, “Rational Expectations” o “economía de agua dulce” (“fresh water”) pasara a dominar durante un tiempo la agenda y desarrollos que tuvieron lugar en relación con el funcionamiento de los mercados y las políticas macroeconómicas.

Conviene resaltar finalmente que los cambios antes mencionados en relación con el asunto de la difusión de ideologías políticas dominantes y su influencia sobre el tipo y modalidades de intervención pública llevadas a cabo, en absoluto significa afirmar que tanto a nivel de la academia como respecto a los grupos de activistas políticos y otros actores relevantes, no siguieran existiendo defensores de las concepciones que pasaron a

---

<sup>128</sup> Este libro se convirtió en una referencia de la ideología liberal, vendió 400.000 copias sólo hasta 1980, justo el año de la elección de Ronald Reagan, y fue traducido a 18 idiomas.

ser minoritarias durante cada etapa. Ello explica, por ejemplo, que cuando la crisis de 1973 estalló el supuesto consenso previo también se resquebrajó, y lo mismo ocurrió con la crisis del 2008. Como afirma Arias (2010) para ésta última, el estallido del sistema financiero supuso también el comienzo de una crisis teórica muy profunda en el pensamiento económico, puesto que “muchos de sus análisis y formas de razonamiento predominantes durante los últimos treinta años han fracasado estrepitosamente en la tarea de advertir sobre los gravísimos peligros que acechaban. Y un cargo incluso más grave: por ofrecer la falsa seguridad de un futuro estable en el que la pura razón por fin estaba a los mandos”.

Así, el discurso pronunciado por Dominique Strauss-Kahn, Director del FMI, en Davos en 2008 afirmando que una política fiscal nueva era necesaria para salir de la crisis supuso oficialmente una vuelta, al menos temporal, a Keynes. A partir de aquí el debate se intensificó. Así, en el otoño de 2008 economistas importantes como Paul Krugman (2008) y Barry Eichengreen (2008) abogaban en los medios de comunicación por una agresiva y coordinada política fiscal, unos planteamientos que comenzaban a ganar tracción en el mundo académico y que se filtraban a los “policy makers”. De hecho, Dominique Strauss Kahn<sup>129</sup> propuso un programa de estímulo fiscal global al G-20, sugiriendo que un estímulo del 2% del PIB mundial era necesario para mantener el crecimiento. Luego, la carga continuó con trabajos como Acemoglu (2009), Akerlof y Shiller (2009), Akerlof y Stiglitz (2009), Buiter (2009), Colander (2009) o De Grauwe (2009).

Por supuesto, este retorno keynesiano tuvo su réplica, por ejemplo Wickens (2009), o Barro y Redlick (2009), quienes defendieron los argumentos habituales basados en que las políticas de estímulo no sirven si los individuos racionales anticipan el futuro, con lo que se elimina el “efecto multiplicador” del gasto. Incluso, otros anti keynesianos como Eugene Fama y John H. Cochrane (2009) continuaron en esta senda, pero sonadas deserciones como la de Martin Feldinstein (2009), favorecieron a los pro-Keynesianos. De este modo, una nuevo paradigma económico y una nueva ideología política o político-económica acabó dando lugar a un acuerdo político y las naciones del G20, entre otras, adoptaron la vuelta al gasto público durante 2009 y 2010.

---

<sup>129</sup> Transcripción de la rueda de prensa de Dominique Strauss Khan, Director del FMI, el 15 de noviembre de 2008. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/tr/2008/tr081115.htm>

### **7.2.3. Los desafíos económicos de los 70 y 80 y a utilización de las ideas de la nueva macroeconomía clásica.**

Como señala Arias (2011), “en todas las grandes crisis de la historia del capitalismo se produjeron virajes cruciales en el conocimiento económico que había predominado hasta ese momento y también en sus métodos”. La Gran Depresión de los 30 trajo el Keynesianismo y la crisis de los 70 el nuevo liberalismo y la consiguiente retirada o desactivación del Keynesianismo del escenario principal académico.

En concreto, en los años de 1980 la difusión de las ideas macroeconómicas de las llamadas universidades de “agua dulce”, con Robert Lucas al frente, sirvieron de fuente de inspiración a todos aquellos que habían estado en contra del intervencionismo anterior, dejando el camino libre para otro tipo de políticas económicas.

Como exponen Farrell y Quiggins (2012), las nuevas tendencias intelectuales emergentes durante la décadas de 1970 y 1980 pronto erosionaron las “opciones políticas que habían sido incuestionables” hasta entonces, sacándolas tanto del debate como de la acción, dando lugar a que cada vez más “actores políticos comenzaban a creer que el consenso en el campo de la economía había cambiado decisivamente contra el keynesianismo”. De este modo, importantes instituciones internacionales comenzaron a “aconsejar contra las prescripciones políticas keynesianas”.

En esta línea, Martin Feldstein, un economista verdaderamente prestigioso<sup>130</sup>, escribió un artículo en 1981 altamente influyente sobre la “retirada de la economía keynesiana”, en el que argumentaba que el consenso predominante entre muchos economistas en favor del keynesianismo se estaba disolviendo. Como resultado de este proceso de cambio, en relación a los macroeconomistas, Alan Blinder (2004) describía que *“virtualmente cada discusión contemporánea de política de estabilización entre economistas (independientemente de si era abstracta o concreta, teórica o práctica) se centra en política monetaria, no en política fiscal”*.

---

<sup>130</sup> Martín Feldstein, economista de Harvard University, fue Presidente Ejecutivo del National Bureau of Economic Research, NBER, desde 1978 a 2008. Actualmente es Presidente Emérito de la institución. De 1982 a 1984, Feldstein sirvió como Presidente del Consejo de Economistas Asesores y Consejero Jefe de Economía del Presidente Ronald Reagan. En 2005 fue considerado como candidato a suceder a Alan Greenspan como Presidente de la Reserva Federal, pero el puesto fue para Ben Bernanke. Según el ranking de IDEAS/ REPEC está entre los 10 economistas más influyentes del mundo.

Verdaderamente, los desafíos macro en los 70 y los 80 fueron muchos y los policy makers, tanto de partidos conservadores como liberales o socialdemócratas experimentaron con numerosas combinaciones de políticas fiscales, monetarias y regulatorias antes de llegar a una combinación de objetivos que pareció la receta perfecta: baja inflación y una política regulatoria ligera. Básicamente, el consenso que acabó siendo mayoritario, especialmente entre los macroeconomistas de orientación neoclásica, durante este nuevo periodo fue que mantener la inflación baja y estable produciría, por un lado, una atmósfera más predecible y estable para las empresas, mientras que por otro, se reducían las incertezas que pudieran tener los hogares respecto a sus decisiones sobre consumo y ahorro. Igualmente, la regulación ligera permitía a los bancos hacer muchas más cosas con sus activos, lo que abría las puertas a nuevas oportunidades en el mundo de los negocios. Así, el crecimiento experimentado en EEUU, el Reino Unido y otros países occidentales en los 90 sólo sirvió para solidificar las creencias de muchos observadores acerca de que la baja inflación y la regulación eran la mejor manera de gestionar la economía. Una construcción intelectual, que de acuerdo con Kirman (2009) estaba “basada en supuestos que nada tienen que ver ni con la experiencia, ni siquiera con el corpus general de la economía neoclásica, sino con la pura introspección”.

Pero, ¿quién se ocuparía de mantener la inflación baja? Las mismas entidades que iban a dirigir la política monetaria, es decir, los bancos centrales. Éstos se aplicarían a establecer un objetivo de inflación estable, el cual lo perseguirían a través de los tipos de interés. Un planteamiento que provenía directamente del análisis de las “expectativas racionales”, el cual mostraba que, dadas las ventajas electorales del crecimiento rápido, era racional tanto para el público en general como para los agentes económicos y financieros que operan en los mercados el reclamar a los gobiernos que se mantuviera la inflación baja (Barro y Gordon, 1983; Kydland y Prescott, 1977). Así pues, según esta concepción, los Gobiernos tenían que delegar estas decisiones a los bancos centrales, los cuales fijarían unos claros incentivos y adoptarían las medidas necesarias para mantener los tipos bajos. De hecho, Barro y Gordon (1983) concluyen que para que la política de lucha contra la inflación por parte de los bancos centrales tuviera credibilidad se debían de fijar unos objetivos inflacionistas, los cuales no podrían ser violados ni tan siquiera para reducir el desempleo. Algo apoyado por Rogoff (1985), quien exponía durante

aquellos años que a una sociedad puede serle más útil nombrar a un banquero central que esté muy centrado en mantener la inflación estable en lugar de que se preocupe por la estabilización del empleo. De acuerdo con Gieve y Provost (2012), la asunción de los objetivos de inflación baja no implica presuponer que no puedan existir los ciclos en la economía, pero se entendía que dicho control de la inflación sentaba las bases para un crecimiento estable y sostenido<sup>131</sup>. Dentro de este marco general, se podía confiar en los mercados para mantener la economía cerca del equilibrio. Igualmente, la “Norma de Taylor” (la “Taylor Rule” desarrollada por el economista John Taylor (Taylor 1993) recomendaba que a la hora de fijar los tipos de interés los Bancos Centrales debían guiarse por 2 elementos principales, concretamente dos divergencias. Primero, la que pudiera existir entre la tasa de inflación real y el objetivo de inflación y, segundo, la divergencia entre el actual Producto Interior Bruto (PIB) y el potencial del PIB de la economía. En síntesis, cuando la inflación superase su nivel objetivo o cuando la producción estuviera por encima del pleno empleo, la regla sugiere que se debería aplicar una política monetaria “agresiva”, una subida de tipos para disminuir esa presión inflacionista; mientras que si se daban las circunstancias contrarias, lo recomendable sería una política monetaria “laxa”, para estimular el consumo y la producción.

La década de los 80 también trajo un cambio de visión en relación con las ideas mayoritariamente aceptadas sobre la política fiscal. Lo que de nuevo sirvió a los intereses de quienes promovían esa ideología política liberal que había quedado marginada durante las décadas anteriores. Si con anterioridad la concepción dominante sobre política fiscal había estado inspirada en los postulados keynesianos y en la “gestión de la demanda” por parte de los gobiernos, a partir de esos años, como exponen Gieve y Provost (2012), los efectos de esas medidas empezaron a verse como lentos y de resultados inciertos para los propósitos macroeconómicos. De hecho, la idea de que la ciudadanía y las compañías privadas entendieran que una reducción de impuestos hoy sólo significaría una subida mañana (un postulado conocido como “Equivalencia Ricardiana”) hicieron pensar a muchos macroeconomistas que las medidas fiscales por sí solas eran incapaces de cambiar algo. Por el contrario, la nueva perspectiva apuntaba a que la política fiscal debía de ser puesta en modo “piloto automático”, por lo que se

---

<sup>131</sup> Un hecho que, por ejemplo, fue admitido implícitamente por los firmantes del Tratado de Maastrich, en el artículo 127 (1). Actualmente, el objetivo del BCE es de una inflación del 2%. En la propia página web del BCE se puede consultar un apartado titulado “los beneficios de la estabilidad de precios” <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/benefits/html/index.en.html>

establecería un objetivo sostenible y se fijaría una trayectoria a largo plazo para la deuda pública, con la que maximizar el crecimiento de la economía. Así, sólo se le permitiría un papel residual en la lucha contra los vaivenes económicos, ya que los gastos y los ingresos del estado en su conjunto (incluyendo todos los niveles de gobierno y sus administraciones públicas) serían los que verdaderamente responderían al ciclo económico al verse afectados por éste. No entramos aquí en el tema de cómo la configuración del sistema tributario y los tipos impositivos de cada figura también permiten a la política fiscal contrarrestar algo la polarización o desigualdad de rentas que los ciclos agravan.

Dentro de este nuevo planteamiento, los reguladores debían centrarse en cuestiones relativas a cómo reducir los fallos del mercado, cómo proteger a los consumidores o, en nuestro caso, cómo proteger a los depositantes e inversores de prácticas imprudentes de préstamo por parte de las entidades y agencias financieras y de inversión. Por tanto, ya no se iban a preocupar por posibles burbujas de precio, algo que quedaba en el campo de los Bancos Centrales. Es más, en caso de que se diera una y que ésta estallase, podría contenerse mediante el trabajo del Banco Central, de mantener una inflación baja y anclada a las expectativas, ayudaría a limitar el impacto en la economía.

Como sintetizan Blinder y Reiss, (2005), en su laudatoria revisión del trabajo de Alan Greenspan al frente de la FED, la cultura existente era que si se daba una burbuja lo que debía de hacer la Reserva Federal era “dejarla explotar”, para a continuación pasar la “fregona” y “secar” los restos (algo conocido como la “mopping up strategy”). Así, la FED evitaría que el resto de la economía sufriera. El mejor ejemplo del éxito de esta estrategia se dio tras el estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000, en la que pese a destruirse unos 8 billones de dólares en riqueza, ninguna institución financiera cayó. Por ello, Blinder y Reiss (2005) se preguntaban: “Si la estrategia ‘mopping up’ funciona tan bien tras el estallido de la mega burbuja del 2000, ¿no deberíamos de asumir que funcionará igual de bien después de otra, presumiblemente, más pequeña burbuja?”.

Una idea que como ya dijimos fue reforzada por Robert Lucas (2003) al anunciar con alegría que la macroeconomía había triunfado al haber solucionado definitivamente el problema de la prevención de depresiones. La inflación y sus objetivos se convertirían en las guías de la labor de los bancos centrales, apoyada en el uso de modelos

económicos. De este modo, como también afirma Arias (2008) se muestra aquí un rasgo intelectual definitorio de la moderna teoría macroeconómica más difundida durante esos años previos al crash: “su orientación ultra-cientifista, es decir, su tendencia a autoconsiderarse como una ciencia pura, con las ciencias naturales matemáticas –y sobre todo la Física– como claros referentes de sus nociones básicas, su método y procedimientos operativos”, lo que la llevó a una pérdida de su sentido crítico por parte de sus elaboradores y defensores. Una moderna teoría macroeconómica en la que, como también vimos, sus autores habían olvidado prestar atención a la historia. Arias (2010) lo expone afirmando que “una larga tradición de investigación y divulgación realizada por historiadores de las finanzas, que hubiera podido ser de gran utilidad para prevenir y evitar la actual crisis, finalmente no lo ha sido y por una razón muy simple: apenas era conocida o considerada con un mínimos de seriedad por la mayoría de los economistas o policy makers”.

Lo que sí que parece fuera de discusión es que en 2007, a las puertas del estallido, el análisis macroeconómico y financiero que imperaba lo hacía en términos de casi consenso (Arias, 2010), aderezado con un desmesurado optimismo sobre las posibilidades de enriquecimiento continuó en los mercados bursátiles e inmobiliarios (Acemoglu, 2009). De este modo, el nuevo paradigma económico se había hecho tan mayoritario o dominante que ahogaba las voces disidentes que alertaban de que “los mercados no eran tan completamente racionales o que la titulización no reducía los riesgos hasta el nivel que todos esperaban”. Así, Roberts (2010) cita al economista Robert Shiller que, al hablar sobre su participación como experto en comités, explicaba que “... Cuando advertí sobre las burbujas que creía que se estaban desarrollando en los mercados de valores y de vivienda, lo hice con mucho cuidado, (pero) me sentí vulnerable al expresar esas opiniones tan extravagantes. El desviarse demasiado lejos del consenso, le deja a uno un sentimiento potencial de ostracismo respecto al grupo, con el riesgo de que (la carrera) de uno pueda acabarse”.

#### **7.2.4. La llegada de las Reaganomics y sus estrategias.**

Las políticas económicas que comenzaron a aplicarse desde los 80 fueron conocidas como Reaganomics, Thatcheronomics y Busheconomics en honor a los presidentes que las desarrollaron. En el caso estadounidense, las Reaganomics supusieron un momento

de consolidación y de empuje de la ideología más liberal y pro-mercado que se había registrado en EEUU desde la Segunda Guerra Mundial. Unas ideologías políticas o grandes concepciones sobre el papel de los mercados y la intervención pública que como dice el premio nobel Paul Krugman (2009) que sirvieron para difundir la idea de que *“la intervención del gobierno siempre es mala y que dejar que el sector privado se las arregle solo siempre es bueno”*. En el caso concreto norteamericano, el presidente Ronald Reagan llegó a la presidencia con la promesa de desarrollar un cambio importante de las políticas económicas conservadoras. Su programa incluía una intensa reducción de la actividad del gobierno (al que considera un “derrochador”), un recorte de impuestos y, por supuesto, una menor interferencia en la economía del mercado, Blanchard y otros (1987). De nuevo, el impulso dado a la ideología política pro-mercado en EE.UU durante esta etapa fue notable, influyendo fuertemente en las políticas públicas del país.

La figura y el legado de Ronald Reagan ha sido ensalzado desde muchos ámbitos, como en The Washington Times que le dedicó una editorial y un especial cuando falleció en junio de 2004 en el que se decía que había *“aplastado la inflación, así como las (políticas) económicas de izquierda Keynesianas, y lanzado la mayor expansión económica de la historia”*. Pero Krugman (2004), no lo ve así. En primer lugar, considera que ese largo período de expansión quedaría en tercer lugar, tras los períodos 1991-2001 y 1961-69. Igualmente, añade que el verdadero secreto de la larga marcha ascendente de la economía en esos años radica en que a finales de 1982 la economía estadounidense estaba muy deprimida, por lo que registraba la peor tasa de desempleo desde la Gran Depresión. Por ello, *“había mucho espacio para crecer antes de que la economía volviera a algo como el pleno empleo”*.

Krugman reconoce que durante su mandato Reagan sí que consiguió abatir la inflación al pasar del 12% a su llega al 4,5% cuando dejó el poder, un punto en el que coincide Milton Friedman, aunque Krugman le da el crédito al buen trabajo de Paul Volcker, el presidente de la Reserva Federal, que aplicó políticas anti-inflacionistas desde 1979. Mientras que el desempleo se mantuvo por encima de la “incómoda” cifra del 7,5%, tal y como *“las políticas económicas de izquierda Keynesianas habían predicho”*, según Krugman. Tan sólo apuntar aquí, que la Reserva Federal no sigue la regla de Taylor, pero que diversos analistas la consideran un buen resumen de lo acaecido durante los

mandatos de Volcker y de Greenspan (Clarida, Gali, y Gertler, 1998). En la parte negativa de su legado Magazzino (2012) menciona los dos grandes déficits que dejó al país, el fiscal, producto del recorte de impuestos, y el de la balanza comercial. También, Magazzino apunta la incapacidad para frenar y revertir el secular deterioro de dos variables relevantes en la economía estadounidense: la caída en los ahorros personales y el empeoramiento de la distribución de los ingresos.

Respecto a la cuestión del control de la inflación durante el mandato de Reagan, Joseph Stiglitz (2009d) coincide con Krugman en atribuirle los méritos del trabajo de rebajarla a Paul Volcker, presidente de la FED. De acuerdo con Stiglitz, la excelente labor de Volcker no se vio premiado con su re-elección al frente de la Reserva Federal, porque él sí que creía en la regulación del mercado. Sostiene Stiglitz que la administración Reagan quería a alguien que no creyera en tales cosas y nombró a Alan Greenspan para el puesto. Un hombre definido por Stiglitz como un *“devoto de Ayn Rand, una filósofa objetivista fanática del libre mercado”*. Esta conexión entre Rand y Greenspan también ha sido subrayada por Watkins (2011) y Krugman (2007) quien ya escribió que Greenspan era un *“discípulo de Ayn Rand, la alta sacerdotisa del capitalismo sin trabas”*. Incluso George Soros, en su libro *“El nuevo paradigma de los mercados financieros”* (2008) consideraba que la actuación de Greenspan durante la crisis *“es criticable por haber permitido que sus visiones políticas inspiradas en Ayn Rand afectaran a su conducta como presidente de la Fed más de lo que hubiera sido conveniente”*.

#### **7.2.5. El objetivismo de Ayn Rand y su conexión con Alan Greenspan.**

Una vez llegados aquí cabe hacerse varias preguntas: ¿quién es la anteriormente mencionada escritora Ayn Rand? ¿Era verdaderamente una fanática del libre mercado? ¿Cómo influyó su pensamiento en la difusión de esa ideología pro-mercado a través de relación con el Presidente de la Reserva Federal y consecuentemente en la gestión de la crisis?

Aunque apenas sea conocido en Europa, uno de los libros de negocios y filosofía más influyentes en EEUU es una novela de 1.200 páginas publicada en 1957. Su título es *“La rebelión de Atlas”*, *“Atlas shrugged”*, de Ayn Rand. De hecho, en marzo de 2012 el libro estaba en la posición número 18 de los más vendidos en la sección de filosofía y

política de la página de Amazon.com, y en la posición 429 del total de todos los libros, lo que significa que anualmente se venden todavía decenas de miles de ejemplares<sup>132</sup>. Según el New York Times en EEUU se dice<sup>133</sup> que “*es el segundo libro más influyente en el pensamiento americano, sólo después de la Biblia*”.

“La rebelión de Atlas”<sup>134</sup> transcurre en unos Estados Unidos en los que se ha establecido un estado controlador y represivo. En esa sociedad los ciudadanos más productivos y talentosos son explotados por una regulación y unos impuestos crecientes. Misteriosamente, esta élite comienza a desaparecer de sus puestos siguiendo las directrices de un desconocido líder llamado John Galt. Su idea es la de “*parar el motor del mundo*” retirando las mentes que conducen el crecimiento y la productividad de la sociedad. La intención de Galt, y de la novela, es demostrar que un mundo en el que el individuo no es libre para crear está condenado. Igualmente, si los ciudadanos son esclavos de la sociedad y del gobierno, y se destruye la aspiración motivadora de conseguir beneficios la sociedad irá derecha a su colapso. Cuando esos hipotéticos Estados Unidos, con su rapaz gobierno, comienzan a ir hacia el desastre y la sociedad se desmorona es cuando emerge Galt, con todas las personas desaparecidas, para reconstruir una sociedad que celebra el logro individual y el propio interés. En el final de la historia, Galt pronuncia un largo discurso en el que se explica la filosofía de la autora, a la que llamó *Objetivismo*. De alguna manera, como se dice en el New York Times el objetivismo es una forma extrema de capitalismo laissez-faire, un concepto al que Rand llegó de forma natural.

Cuando el libro apareció las críticas que recibió fueron duras y se centraron en su defensa del egoísmo de los individuos. Por ejemplo, el escritor Gore Vidal describió<sup>135</sup> su filosofía como “*casi perfecta en su inmoralidad*”. Ante la ola de malas críticas un joven Alan Greenspan escribió una carta al New York Times para contrarrestar un comentario que decía que “el libro había sido escrito desde el odio”. Greenspan opinaba así: “*La rebelión de Atlas*” es una celebración de la vida y de la felicidad. La justicia es

---

<sup>132</sup> De acuerdo con el Ayn Rand Institute, en 2009 se vendieron más de 500.000 copias y en 2011 unas 445.000.

<sup>133</sup> New York Times Topics.

[http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/r/ayn\\_rand/index.html?inline=nyt-per](http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/r/ayn_rand/index.html?inline=nyt-per)

<sup>134</sup> En la mitología griega, Atlas es un Titán que sostiene sobre sus hombros el peso del mundo.

<sup>135</sup> Esta reseña apareció en la revista ESQUIRE en 1961. Se puede consultar en <http://www.gorevidalpages.com/2011/04/gore-vidal-on-ayn-rand-one-for-one-and-none-for-all.html>

*implacable. Los individuos creativos, los propósitos sin desvío y la racionalidad logran alegría y satisfacción. Los parásitos que persistentemente evitan cualquier propósito o razón perecen como deberían*”<sup>136</sup>.

Alan Greenspan había conocido a Rand cuando tenía 25 años y trabajaba como analista económico. Ella era ya una autora conocida y él se había casado con Joan Mitchell, perteneciente al círculo intelectual de Rand, conocido como El Colectivo. Este grupo tenía por costumbre reunirse cada sábado por la noche en el apartamento neoyorquino de la escritora. En esas veladas la anfitriona leía a sus invitados los borradores de “La rebelión de Atlas”. Posteriormente, Alan Greenspan publicaría varios ensayos en la revista de Rand, *The Objectivist*, incluyendo uno sobre el patrón oro en 1966. La autora estuvo entre los invitados en toma de posesión de Alan Greenspan en 1974 como Presidente del Consejo de Economistas Asesores. De aquellos días data la foto que aparece a continuación. Greenspan y Rand siguieron siendo amigos hasta la muerte de Rand en 1982.

---

<sup>136</sup> “‘Atlas Shrugged’ is a celebration of life and happiness. Justice is unrelenting. Creative individuals and undeviating purpose and rationality achieve joy and fulfillment. Parasites who persistently avoid either purpose or reason perish as they should.”



**Imagen 4. En el Despacho Oval de la Casa Blanca en 1974. De izquierda a derecha, Rose Goldsmith, madre de Alan Greenspan, el presidente Ford; Alan Greenspan, Rand, y su marido, Frank O'Connor. Fuente: HESO Magazine.**

#### **7.2.6. El atractivo de la Teoría de los mercados eficientes y la errónea presunción de que los mercados de derivados OTC re-localizan y reducen el riesgo.**

Como hemos visto, en la ideología política liberal predominante en EE.UU desde la crisis de los 70 (Arias, 2011) se había impuesto de nuevo la idea de que adelgazar el estado, para apartarse y dejar paso a los mercados y la iniciativa privada. Esta posición fue defendida reiteradamente por el mismísimo Alan Greenspan en sus intervenciones públicas. Y no sólo él, otros destacados protagonistas lo hicieron igualmente, y en muchas ocasiones se recurría a lo argumentado en nuevas teorías como la “Teoría de los Mercados Eficientes”. Una atractiva línea del pensamiento económico para la defensa de los viejos planteamientos liberales enfocada exclusivamente en el funcionamiento de los mercados financieros y la formación del precio de las acciones. Lo que muestra de

nuevo la necesidad de aprovechar cualquier nueva teoría para apoyar la propia ideología política. De acuerdo con ella, los mercados financieros se vuelven a conceptualizar como mercados eficientes en los que la información fluye sin trabas a través de todos los medios electrónicos disponibles y donde los inversores se pueden comportar racionalmente porque existen miles de agencias de inversión especializadas con personal cualificado y honesto que son capaces de reaccionar al minuto ante cualquier nueva noticia, ajustando rápidamente las compras y ventas y haciendo así que los precios de las acciones que se puedan ver afectadas por esa nueva información se adapten también.

Un planteamiento analítico éste que desarrollado pioneramente por el profesor Eugene Fama de la Universidad de Chicago, en su trabajo “Mercados de Capitales Eficientes” publicado en 1970. Además, a esta nueva línea de análisis se sumó en 1973 un libro de gran éxito en las listas de los más vendidos en EEUU titulado “Un paseo aleatorio por Wall Street”, de Burton Malkiel, profesor de finanzas de la Universidad de Princeton. En él se remachaba el concepto de que la información llega al mercado de forma aleatoria dados los millones de personas y agencias que intervienen a nivel mundial, por lo que los cambios de los precios son también aleatorios y difícilmente manipulables. Igualmente, cabe mencionar la importancia que tuvo el CAPM, el Capital Asset Pricing Model, el modelo teórico desarrollado por economistas financieros<sup>137</sup> en el que se asegura que los inversores son racionales y que en su cabeza equilibran sus carteras sobre dos elementos: rentabilidad esperada y riesgo que se está dispuesto a asumir.

Conjuntamente, y tal y como vimos en el capítulo anterior, en la década de 1980 se produjo el desarrollo de los instrumentos financieros, especialmente el de los futuros y el de las opciones, tanto teórica, como comercialmente. Los mercados de futuros se habían originado en la ciudad de Chicago en el siglo XIX para dar cobertura a los operadores sobre materias agrícolas, tal y como exponen Costa Ran y Font Vilalta (1993). A partir de los 70, los contratos de futuros y opciones comenzaran a negociarse también sobre subyacentes financieros. En la siguiente década los contratos con

---

<sup>137</sup> Este modelo fue presentado por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y Jan Mossin, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Cartera. Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (conjuntamente con Markowitz y Merton Miller) por su contribución al campo de la economía financiera.

subyacente no agrícola superarían en volumen a los de subyacente agrícola, Lamothe Fernández y Pérez Somalo, 2005.

Al mismo tiempo, el desarrollo de instrumentos financieros como los futuros y opciones sembró la idea de que el riesgo podía ser redistribuido, con lo que se minimizaba la percepción del mismo. Ciertamente, un buen uso de estos instrumentos financieros hubiera podido servir para la re-localización del riesgo, ya que históricamente desde granjeros a inversores, los han utilizado para cubrirse frente a variaciones inesperadas de precios en subyacentes tanto agrícolas como financieros. Sin embargo, la negociación en los mercados OTC incrementó el nivel de peligro al no estar dentro de mercados organizados y supervisados, lo que elevó el nivel de opacidad y relajó el nivel de requisitos de capitalización y de garantías exigido a los participantes. ¿Y por qué no se supervisan? Porque como vimos en el capítulo 1 en el año 2000 se aprobó una legislación en EEUU que prohibía la regulación sobre esta materia a los gobiernos federal y estatal, ya que, como defendió el legislador Phil Gramm, una mayor supervisión “estrangularía la innovación” que tanto bien hacía.

Sin embargo, la Financial Crisis Inquiry Commission, concluye en su informe<sup>138</sup> que sin la supervisión necesaria el notional de los contratos OTC en EEUU se disparó hasta los 673 billones de dólares. Para entender la dimensión de este mercado baste decir que la relación entre mercado no organizado, OTC, y mercado organizado mantiene una proporción de 9 a 1. Javier González Pueyo, del Departamento de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, explica que *“el importe notional pendiente de liquidar de los contratos OTC (en el mundo) ascendía en diciembre de 2008 a 591 billones de dólares, lo que suponía una cuota del 92% sobre el total del mercado de derivados”*, según datos del BIS, Bank for International Settlements, una organización internacional que promueve la cooperación monetaria y financiera. Por ello, se entiende el interés de regularlo en la Frank –Dodd Act de 2010 para que estos contratos se pasen por Cámaras de Contrapartida, tal y como veremos posteriormente.

Así, la explosión en la comercialización de los derivados OTC contribuyeron a la crisis de varias maneras. Primero, una clase de derivados, los Credit Default Swaps, CDS,

---

<sup>138</sup> Conclusions FCIC, p. xxiv.

alimentaron la cadena de fabricación de las titulaciones. Los CDSs se vendían a los inversores para protegerse frente a la posibilidad de impago o de caída súbita del valor de los activos titulizados y respaldados por las hipotecas de alto riesgo. Por ejemplo, sólo AIG vendió este tipo de derivados por un montante de 79.000 millones de dólares, lo que ayudó a crear una falsa sensación de seguridad y a hinchar aún más la burbuja inmobiliaria.

Segundo, los CDSs fueron piezas básicas para la creación de otros derivados, los CDOs, Collateral Debt Obligations. Unos productos sintéticos que eran meras apuestas sobre los resultados de los activos hipotecarios. Estos derivados ayudaron a amplificar la crisis cuando la burbuja inmobiliaria explotó, ya que permitían múltiples apuestas sobre los mismos activos. Por ejemplo, sólo Goldman Sachs empaquetó y vendió 73.000 millones de dólares en CDOs desde el 1 de julio de 2004 hasta el 31 de mayo de 2007. Según el informe de la FCIC, los CDOs sintéticos creados por Goldman estaban referenciados a 3.400 activos inmobiliarios, de los cuales 610 se referenciaron y revisaron al menos 2 veces. Igualmente, esos 3.400 activos inmobiliarios habían sido también referenciados en CDOs sintéticos por otras compañías financieras. Una actividad que como se observa no distribuía y re-localizaba el riesgo, sino que lo concentraba.

Cuando la tormenta estalló, los derivados estaban en el centro del desastre. Aquellas entidades que los habían vendido como protección sobre el valor de los activos inmobiliarios titulizados, ahora no podían hacer frente a sus obligaciones de pago de esos “seguros”. Sencillamente, porque la legislación no les obligaba a hacer provisiones de reservas de capital para este tipo de eventos. El desplome del precio del subyacente era de tal magnitud que en el caso de AIG el gobierno de EEUU tuvo que comprometer más de 180.000 millones de dólares para su rescate, con el objetivo de evitar el contagio y el posterior colapso de su sistema financiero. La opacidad de este mercado OTC propició la incertidumbre, primero, y la escala del pánico, después, lo que forzó a las autoridades al rescate de este tipo de entidades.

#### **7.2.7. Los presunción de que los mercados siempre se auto corregirán.**

Como venimos explicando, la ideología política dominante durante estos años en EE.UU. no sólo defendía que los mercados, una vez se librasen de toda restricción, serían capaces de asignar eficientemente los recursos de la sociedad y conseguir un mayor grado de bienestar y civilización. Igualmente, abogaba por que la supervisión ligera era la mejor manera de vigilar a los mercados y agentes económicos, puesto que éstos tienen por sí mismos suficientes incentivos privados para mantenerse “encauzados” y en caso de inestabilidad, son capaces de autocorregir los problemas. La apuesta por una mínima intervención estatal, dejando libertad al mercado, surgió desde finales de los 70, tomó velocidad en los 80 y se consagró en los 90, tal y como expone Winston (1998). Este autor sostenía ya en aquellos años que la desregulación acaecida en los EEUU durante las dos décadas precedentes había servido para que los mercados se hicieran más competitivos y para que las empresas se volvieran más eficientes, es decir, el afán desregulador había conseguido reducir tanto los costes de transacción como los de producción, y con ello incrementar “*el bienestar de los consumidores*”, por lo que el ejemplo de Estados Unidos, tras 20 años de evidencias, podía trasladarse a otros países, como Japón o miembros de la UE, donde cabía esperar un similar éxito.

Incluso años después, en 2009, la Financial Services Authority (FSA) del Reino Unido seguía definiendo la filosofía subyacente en dicha ideología o concepción política como una en la que “los mercados son suficientemente racionales como para justificar una fuerte presunción a favor de la desregulación del mercado” (FSA, 2009, 42). Es decir, el planteamiento ampliamente extendido era que la propia disciplina del mercado jugaría un papel capital en incentivar a los bancos a contener los riesgos de liquidez y de capital del sistema. Una regulación suave o débil era el camino correcto. En esta línea Eugene Ludwig, Comptroller of the Currency<sup>139</sup> en EE.UU. entre 1993 y 1998,<sup>140</sup> expuso en septiembre de 2010 ante la FCIC que entre las agencias supervisoras había una visión y un enfoque histórico que proponía que “*una mano más ligera en la regulación era el modo apropiado de regular*”, refiriéndose a la Gramm – Leach-Bliley Act de 1999.

---

<sup>139</sup> La Oficina del Comptroller of the Currency se encarga de regular y supervisar a todos los bancos y entidades de ahorro en EEUU. <http://www.occ.treas.gov/index.html>

<sup>140</sup> Declaración ante la FCIC, el 2 de septiembre de 2010.

Uno de los máximos defensores de esta nueva concepción acerca de las bondades de la mínima interferencia fue Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, un economista con una excelente reputación capaz de convencer y de ganar para su causa a los medios de comunicación y a los políticos washingtonianos legislatura tras legislatura. De hecho, su ascendencia intelectual y política le sirvió para estar en su puesto al frente de la FED desde 1987 a 2006 bajo los mandatos tanto de presidentes demócratas como republicanos. La nueva ideología política en EE.UU. contaba con un privilegiado defensor.

Así por ejemplo, en 1997 Greenspan declaró que era de vital importancia reconocer que ningún mercado estaba siempre verdaderamente regulado. Lo que sucedía, en su opinión, era que *“El propio interés de los participantes del mercado genera una regulación privada del mercado. Por tanto, la verdadera cuestión no es si un mercado debería ser regulado. Si no, si la intervención gubernamental fortalece o debilita la regulación privada”*.

La difusión y predominio de los nuevos planteamientos hizo que los supervisores siguieran desde los 90 un enfoque *“centrado en el riesgo”*, confiando en los propios sistemas internos de gestión del riesgo de los bancos<sup>141</sup>. Como aseguró Alan Greenspan en 1999, *“A medida que los sistemas internos mejoran, el objetivo básico del proceso de examen debería pasar de la duplicación de actividades, que en gran medida ya se han realizado dentro del banco, a proporcionar una información constructiva que el banco pueda utilizar para mejorar aún más la calidad de su gestión de sistemas de riesgo”*.

Llamativo es que tras la debacle financiera del 2007-8, fue la propia Reserva Federal de Nueva York quien concluyó en una nota de 2009<sup>142</sup> que una de las lecciones a extraer de la crisis era la errónea creencia de que *“los mercados siempre se auto corregirán”*. El informe remataba que la firme creencia en la supuesta capacidad de auto-corrección de los mercados inhibió a los supervisores a la hora de imponer normas más restrictivas a los bancos.

---

<sup>141</sup> Federal Reserve Board, SR 9724, “Risk focused Framework for supervision of large complex institutions”. 27 de octubre de 1997.

<sup>142</sup> Federal Reserve Bank of New York, “Report on systemic risk and supervision “. Agosto 2009.

### **7.2.8. ¿Cómo operaban realmente los analistas e inversores financieros durante las décadas previas al crash de 2008?**

En relación con la mayor o menor concordancia entre la visión transmitida por las ideologías políticas mayoritarias y el comportamiento real de unos u otros agentes, resulta útil también a nuestro propósito el detenernos, aunque sea de manera breve, en ver cómo operaban realmente los analistas e inversores financieros y si verdaderamente los mercados financieros eran tan eficientes como las nuevas teorías defendían. Puesto que esa operatoria estaba basada más en lo que se denomina una interpretación de escenarios, en lugar de un profundo análisis de datos, concluiremos que la visión dominante sobre la formación de precios y el funcionamiento de los mercados financieros no era realista. Ello también contribuyó al estallido financiero de 2008 en EE.UU.

Así pues, ¿cómo tomaban los inversores sus decisiones de compra y venta sobre los activos financieros durante aquellos años? Pues simplemente estudiando informes sobre empresas, puesto que el mercado es tan vasto que no se puede llegar a todo. Por ello, los estudios de analistas de casas de renombre eran los inputs más demandados. Así, la cuestión que aquí pretendemos tratar es cómo se preparaban esos informes que cada mañana, a las 08:00, una hora antes de la apertura del mercado, estos analistas debían enviar a los operadores con los que trabajaban, cosa que ya a finales de los 80 se solía hacer por el incipiente correo electrónico vía MS-DOS en pantallas en blanco y negro de aquellos años.

Para explicarlo bastará con que nos remontamos no tan atrás, sino por ejemplo al 16 de diciembre de 1998, fecha en la que dos informes sobre la empresa norteamericana Amazon colisionaron en el mercado. Lo ocurrido fue, por un lado, Henry Blodget, un analista de internet del banco canadiense CIBC Oppenheimer, elevó su precio objetivo de 150\$ a 400\$ tras unas estupendas ventas en el fin de semana de Acción de Gracias. Por otra parte, y sólo unas horas después de Blodget, el analista Jonathan Cohen de Merrill Lynch lanzó una valoración muy diferente. Su recomendación fue de “Venta” y su precio objetivo 50\$. La controversia desatada animó la negociación del valor, que superó en 10 veces su promedio. El episodio se resolvió tres semanas después, cuando

Amazon superó los 400\$, lo que convirtió a Blodget en una estrella en el mundo del análisis.

Esta historia se encuentra en el estupendo trabajo *“Frame –Making: An Interpretative approach to valuation under knightian uncertainty”* (2006) de los profesores Daniel Beunza y Raghu Garud. A ambos les llamó la atención que dos rigurosos financieros como Blodget y Cohen, de dos compañías totalmente diferentes y con los mismos informes de partida interpretaran de un modo tan divergente el futuro de Amazon. Por ello, intentaron desentrañar el misterio. Inicialmente, se fijaron en si había presiones por parte de los empleadores de los analistas o conflictos de intereses, pero no los encontraron. Después, revisaron los trabajos y comprobaron que las fórmulas matemáticas utilizadas eran similares, por lo que la disparidad no estaba ahí.

La verdadera razón de la divergencia, según Beunza y Garud (2006) estribaba en sus diferentes “estimaciones”. Así, los ingresos previstos por Cohen para el final del año 2000 eran de 800 millones de dólares, mientras que los de Blodget eran de 2.500 millones de dólares. De un modo similar, el margen operativo estimado por Cohen era de un conservador 10%, mientras que para Blodget era de un 12%. Como dicen Beunza y Garud, lo que resulta verdaderamente llamativo es que los dos analistas estaban evaluando las eventuales cifras de Amazon ¡¡¡dos años antes de que se conocieran!!!!

Este caso resulta paradigmático de cómo operaban los inversores y cómo creaban sus expectativas a partir de la información recibida por parte de reputados analistas que elaboraban informes sobre bases poco firme. Blodget argumentaba que los resultados de Amazon durante aquellos años no servían para predecir el futuro. Como joven start-up de internet Amazon estaba todavía en su fase inicial de pérdidas. El margen de Amazon debía de ser el de una compañía similar. Blodget eligió como referente a Dell Computers por su política de ventas directas, ya que le veía grandes similitudes por su relación tan próxima con los clientes. Por su lado, Cohen razonaba que la compañía no era más que una librería, electrónica si se quiere, pero una librería a fin de cuentas. Un negocio con unos márgenes bajos por la alta competencia del sector. Como dicen Beunza y Garud con ese posicionamiento se ignoraba el potencial de la compañía para extender sus capacidades en el comercio electrónico de libros a otros productos. A esta categorización Blodget también le añadió una comparación: Amazon era como la

librería Barnes & Noble. Con todo ello Blodget estimó los ingresos en el año 2000 en la agresiva cifra de 2.500 millones de dólares, mientras que Cohen pronosticó los ingresos en 1.000 millones de dólares.

En ambos casos Beunza y Garud detectaron un mismo patrón de trabajo por parte de los analistas, un aspecto que desarrollaron en Beunza y Garud (2007). Primero, se dibujan unas categorías. Blodget defendía que Amazon era una compañía de internet. Mientras, Cohen la categorizaba como una librería. Segundo, se establecen analogías. Para Blodget Amazon debería de tener unos márgenes como Dell, pues estaba en su liga. En opinión de Cohen Amazon era una librería como Barnes & Noble. Tercero, se aplica la métrica. Blodget se centraba en los ingresos de 1998, mientras que Cohen se fijaba en las pérdidas de 1998.

En suma, ambos analistas construyeron dos marcos de interpretación del presente y del futuro de las compañías para valorarlas. De este modo, como explican los autores, el funcionamiento de cualquier mercado se puede entender como un debate entre marcos rivales en el que termina imponiéndose una visión o modelo interpretativo, coherente normalmente con la ideología política y paradigma económico dominante, que acaba imponiéndose y que por imitación suele ser “comprada” por el resto de inversores y analistas. De ahí que se extiendan las euforias, y también los pánicos, como sucede cuando se generan burbujas sobre activos financieros o sobre bienes residenciales o cuando éstas se desinflan. Todo el mundo asume que los precios van a seguir subiendo e ir en contra de ello es irracional, Schiller (2008).

Por tanto, dado el objetivo del presente capítulo, la siguiente pregunta es ¿cuánto tiempo puede sobrevivir un determinado marco interpretativo si aparece nueva información y datos que lo contradicen? En otras palabras, ¿cómo los inversores cambian su perspectiva, marco interpretativo o aproximación analítica? Para responder, otro episodio en la valoración de Amazon resulta también ilustrativo (Beunza y Garud, 2007). El 3 de junio del año 2000, el analista Ravi Suria de Lehman Brothers escribió un crítico informe sobre Amazon. Suria, un analista de bonos, atacó la visión que prevalecía hasta ese momento y afirmó que Amazon no era una compañía de internet, sino un vendedor minorista tradicional. Al categorizarlo de ese modo, Suria buscó empresas similares con las que compararla y llegó a la conclusión que estas empresas

eran otras minoristas que vendían lo mismo que Amazon, como electrónica de consumo, Best Buy, CDs, Musicland, o libros, Barnes & Noble o Borders. Finalmente, Suria se fijó en los flujos de caja de la compañía para establecer una clave métrica con la que valorar a la empresa. Así, Suria escribió “*En su actual situación de alta carga de deuda, incremento de inventarios y crecientes costes de expansión, creemos que su (negativo) balance de efectivo se mantendrá durante el primer trimestre de 2001 en el mejor de los escenarios*”. Lo que pondría a la compañía en una situación de alto riesgo que la podría llevar a una dolorosa reestructuración.

La respuesta de Blodget fue un creativo y optimista informe publicado el 29 de junio. Su título ya lo decía todo “*¿Es Amazon la nueva America Online?*”. Para él, por supuesto, Amazon seguía estando en la categoría de las empresas de internet. Además, la compañía análoga era esta vez American Online, una empresa que llevaba ya cuatro años en el negocio de internet y que había pasado momentos muy difíciles, similares a los que afrontaba Amazon. Así pues, a la hora de establecer la métrica, Blodget decía sentirse “cómodo” con la caja que generaba Amazon y se centraba en la oportunidad que suponía la caída del precio de la acción. Sin embargo, esta vez el marco que prevaleció fue el de Suria. A finales de julio la mayoría de los analistas habían adoptado su categorización, analogía y métrica, así como su visión pesimista y la acción de Amazon comenzó un largo declive, al igual que la estrella de Blodget.

¿Qué había hecho que los inversores hubieran aceptado la visión de Blodget en los 2 últimos años para abandonarla a mitad del año 2000? Según Beunza y Garud había 3 razones. Primera, la incapacidad de Amazon para conseguir que sus excelentes ventas se convirtieran en beneficios. Blodget había trazado una hoja de ruta en 1998 en la que demandaba 3 años de paciencia para conseguir beneficios. En verano del 2000 esos posibles beneficios seguían pareciendo remotos. Segunda, la fuerte caída en la cotización de las acciones de las compañías punto-com. El “crash” bursátil que se registró en abril en el Nasdaq enviaba el mensaje que los inversores habían perdido su fe en este tipo de empresas y que preferían volver a apostar por valores más “tradicionales”. Por último, Blodget erosionó su propia credibilidad al afirmar que la compañía iba a obtener unos ingresos trimestrales de 585 millones de dólares, cuando realmente sólo obtuvo 579.

Estos ejemplos sobre Amazon nos permiten resaltar, en primer lugar, que la visión transmitida en la ideología política pro-mercado de aquellas décadas sobre el funcionamiento de los mercados y agentes financieros resultaba idealizada. Las teorías y marcos analíticos que los analistas financieros mayoritariamente manejan, dada la complejidad de los fenómenos a tratar, pueden resultar claramente sesgados. De hecho, la idea de que Amazon fuera considerada una empresa que estaba dentro de una “Nueva Economía” animó su cotización. Posteriormente, en los 5 años previos al estallido financiero, los agentes económicos operaron en un marco de “confianza colectiva”, en un tiempo que tomaron como “nuevo, diferente y mejor que los anteriores”, con una economía que viviría ya “sin ciclos y en una expansión permanente” (Arias y Costas, 2011). Un marco impregnado de un desmesurado optimismo sobre las posibilidades de enriquecimiento continuo en los mercados bursátiles e inmobiliarios (Acemoglu, 2009), gracias al papel jugado por las ideas y creencias de los policy makers (arias y Costas, 2011), que sesgaría las cotizaciones de los activos financieros al alza (incluidas las titulizaciones emitidas sobre hipotecas subprime). Todo lo cual contribuiría a llevar al sistema financiero al derrumbe.

#### **7.2.9. Alan Greenspan: Del liderazgo de la FED a la caída del caballo (“el shocked disbelief”).**

En este apartado pretendemos detallar cómo el presidente de la Reserva federal, Alan Greenspan, impuso su liderazgo en la gestión de la Reserva Federal, con lo que determinó la actuación de ésta en los años previos al estallido de la crisis, contribuyendo a la misma. Bajo su liderazgo la FED cometió un error fundamental que contribuyó al estallido final: No frenó el flujo de “hipotecas tóxicas”, algo que podía haber hecho estableciendo unos estándares prudentes y exigentes a la hora de conceder préstamos. Como se afirma en el informe de la FCIC (2011), era la entidad que tenía el poder para hacerlo y no lo hizo. Tras el desastre, Alan Greenspan reconocería haberse quedado anonadado (“Shocked disbelief”), pues sus ideas políticas liberales y a favor de la desregulación, tan largamente cultivadas, se habían desmoronado.

Efectivamente, en el escenario previo a la crisis, la FED tenía al frente a un presidente, Alan Greenspan, que la dirigía con mano de hierro y que estaba caracterizado por una

fuerte ideología pro-mercado, un enfoque desregulador y una concepción sobre la formación de precios incompatible con la aparición de burbujas. En sí mismo, este hecho podía ser preocupante, pero no tendría por qué ser grave. El problema estribaba en que el resto del Consejo no le daba el contrapeso adecuado, pues figuras como Blinder, el Vicepresidente, como veremos más adelante, no acababan de encajar y optaban por retirarse, dejando el camino expedito a un modo de entender la política económica.

Por ello, ¿cómo eran las reuniones de los Comités Federales de Mercado Abierto? ¿Los llamados FOMC de la Reserva Federal? De acuerdo con Ball (2012), *“la renuencia a estar en desacuerdo con el consenso era común en la Fed de Greenspan de acuerdo con algunos observadores”*. Así, Cassidy (1996), describe las impresiones de Alan Blinder, Vicepresidente de la Reserva Federal desde 1994 a 1996, sobre los encuentros en el FOMC de la Reserva Federal, *“Lo que sorprendió a Blinder era el modo en que las decisiones se tomaban en el Consejo. La mayor parte del tiempo, a los gobernadores sólo se les presentaba una opción: la recomendación del staff (de la FED)”*, lo que permitía ignorar otros informes alternativos. En los comentarios que el propio Blinder le hace a Cassidy para la redacción de su artículo un aspecto queda claro sobre el ambiente de esas reuniones: había un rechazo real a proponer puntos de vista alternativos.

Según los testimonios de miembros de la FED recogidos por Anne Sibert (2006), Alan Greenspan era el tipo de líder que expresa su punto de vista pronto en la discusión, a la vez que participa con frecuencia en ella y espera que el resto de miembros del grupo le sigan. Igualmente, otra visión de primera mano la aporta el antiguo Gobernador Laurence Meyer (2004), quien sirvió en el Consejo de la FED entre junio de 1996 y enero de 2002 y que publicó un libro de memorias. En él relataba las experiencias de su mandato y sus impresiones como participante en esas reuniones. Según Meyer los miembros del Comité rara vez estaban en desacuerdo con Greenspan. Por ello, Meyer estaba *“frustrado por el desproporcionado poder que Greenspan ejercía en el FOMC”*. La opinión de Meyer es que ésta fue la razón de que Alan Blinder<sup>143</sup>, Vicepresidente de

---

<sup>143</sup> Blinder es un economista de la Universidad de Princeton y co-director del Center for Economic Policies Studies de la misma Universidad. Además, sirvió en el Consejo de Economistas de Bill Clinton de enero de 1993 a junio de 1994. Está considerado uno de los economistas más influyentes del mundo según el ranking de IDEAS/Research Paper in Economics.

la FED, dejará el puesto tan sólo tras 18 meses en el cargo, de junio de 2004 a enero de 2006.

Según Ball (2012) en la FED de Alan Greenspan las votaciones eran generalmente unánimes y nunca tuvieron más de dos disidentes, lo que ofrece una idea de la tradición del consenso que allí imperaba. La visión compartida por el grupo era que si se daban más de dos disidentes podría ser dañino, ya que los mercados podrían interpretarlo como una “revuelta” contra el liderazgo de Alan Greenspan. Ello se suponía que pondría el foco de los medios de comunicación en la disparidad de criterios, en lugar de en la decisión adoptada. Un riesgo que no se quería correr para no perjudicar a la propia política monetaria. Recordemos que las transcripciones de las reuniones son secretas durante 5 años, aunque los resúmenes en forma de actas se publican mucho antes. También, para no dar pistas a los mercados a través de la prensa se ruega discreción a los miembros del Consejo. Así, en la reunión de Junio de 2003 Alan Greenspan dice *“Permítanme interrumpir. Les sugiero que digan esto sólo alrededor de esta mesa, a menos que quieran conseguir unos titulares en prensa muy prominentes”*. Incluso Meyer rememora en su libro cuando en un Comité se discutía el óptimo nivel de inflación. Entonces el presidente del Consejo les recordó *“la naturaleza altamente confidencial de lo que se habla en los encuentros del FOMC”*. Greenspan les miró a todos y muy despacio dijo *“La discusión que tuvimos ayer fue excepcionalmente interesante e importante. Déjenme decirles que si la cifra del 2% de la inflación saliera de esta habitación, ello iba a crear más problemas para nosotros de los que pienso que cada uno de ustedes puede anticipar”*.

Otro detalle que llama la atención de estos trabajos es que en el Comité de la FED de Greenspan se respiraba un ambiente de camaradería y de pertenencia a un selecto cenáculo, Ball (2012). En su libro, Meyer recuerda que cuando llegó “recibió una cálida bienvenida al club”. Del mismo modo, las transcripciones de los encuentros del Comité en 2006 revelan la frecuencia de bromas e incluso de “cotilleos sobre gente que no está presente”, tal y como escribió Appelbaum (2012), en el New York Times. En este artículo se expone como los funcionarios de la FED se reían de que los constructores ofrecieran coches como bonus y de sus esfuerzos para que las casas vacías en una zona residencial aparecieran ocupadas (colocando cortinas, por ejemplo) para poder vender mejor. Al mismo tiempo, el tono laudatorio hacia el presidente de la Reserva Federal y

el cordial ambiente quedan reflejados en la transcripción de la reunión de enero de 2006<sup>144</sup>, la última en la que Alan Greenspan preside. En ella, Timothy Geithner, entonces Vicepresidente de la Entidad y posteriormente Secretario del Tesoro en la Administración Obama, le dice a Greenspan *“Me gustaría que quedara constancia de que pienso que eres bastante increíble (Risas). Y que pensando en términos de probabilidad, creo que el riesgo de que decidamos en el futuro que eres mejor de lo que pensamos es más alta que lo contrario (Risas)”*. Todo ello, muestra un marco informal de tranquilidad y calma, mientras la tormenta venía ya fraguándose.

El tema de las risas y los comentarios jocosos en el seno del Comité de la Reserva Federal ha sido tratado extensamente por la prensa estadounidense como síntoma evidente de que los centinelas no estaban atentos y en sus puestos, en un momento en el que las luces rojas estaban empezando a encenderse en el cuadro de mandos. Sobre este particular, el artículo más citado es el de Kylie Akin (2012), publicado en enero de ese año. En él, Akin cuenta como repasó las actas de la Reserva Federal entre los años 2001 – 06 inclusive y apuntó el número de veces que la taquígrafa registró la palabra “risas” en las reuniones. A partir de este planteamiento Akin llega a los siguientes datos: en 2001 el FOCM rompía a reír una media de 16,5 veces por reunión, en 2003 era de 19 veces y en 2005 alcanzaba las 27 veces. Pero, es que en 2006, y en plena efervescencia de precios inmobiliarios, la FOCM estallaba en risas ¡¡¡44 veces de media por reunión!!! Un verdadero club de la risa que reforzaba su cohesión con carcajadas.

Una vez explotó la crisis y el edificio financiero se vino abajo Alan Greenspan, ex presidente, de la Reserva Federal, se vio forzado a dar explicaciones y disculparse. Las risas hacía tiempo que habían cesado cuando en marzo de 2008 reconoció la gravedad de la crisis al escribir en el Financial Times que “la actual crisis financiera en Estados Unidos probablemente será juzgada como el peor descalabro desde la II Guerra Mundial”. En ese mismo artículo concedió que “El problema esencial es que aunque nuestros modelos (económicos y de gestión del riesgo) se han vuelto complejos,

---

<sup>144</sup> Transcripción de la reunión de la Reserva Federal del 31 de enero de 2006. Página 55. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20060131meeting.pdf>.

todavía son demasiado simples para capturar la amplia gama de importantes variables que rigen la realidad económica global”<sup>145</sup>.

Pero, la contrición pública llegó en octubre de 2008 en una vista ante un Comité de la Cámara de Representantes del Congreso, donde tantas veces había sido recibido con un sentimiento casi reverencial. Allí reconoció que había cometido “*un error a la hora de presumir que el propio interés de las organizaciones, específicamente los bancos*” protegerían “*a los accionistas y a sus acciones en las compañías*”. Lo que le había dejado en un estado de “*asombrada incredulidad*” (*shocked disbelief*)<sup>146</sup>. El presidente del Comité, Henry A. Waxman, de California, le recordó que “*Usted tenía la autoridad para prevenir las prácticas de préstamos irresponsables que condujeron a la crisis de las hipotecas subprime*”. A continuación le preguntó a bocajarro: “*¿Cree usted que su ideología le empujó a tomar decisiones que desearía no haber hecho?*” Greenspan admitió: “*Sí, he encontrado un fallo. No sé cuán significativo o permanente es. Pero he estado muy angustiado por ese hecho*”. Waxman empujó un poco más “*En otras palabras, se ha dado cuenta que su visión del mundo, su ideología, no era correcta; no ha funcionado*”. “Absolutamente, precisamente”, respondió Greenspan. Como dice Hodgson, en ese momento Greenspan se había dado de bruces con la realidad y había “*descubierto un fallo en sus concepción o modelo de liberalización y auto-regulación*”. Stiglitz (2009d) expone que cuando Estados Unidos, y gran parte del resto del mundo, abrazó esta ideología política o filosofía económica, con su concepción sobre el papel de los mercados y la intervención pública, “*se hizo inevitable que llegáramos al lugar en el que nos encontramos hoy*”.

#### **7.2.10. Phil Gramm. El economista y legislador desregulador.**

Tras el análisis de la figura y la influencia de Alan Greenspan en el estallido de la crisis, nos centramos ahora en Phil Gramm, político y legislador estadounidense, quien también tuvo un papel decisivo. Gramm, de fuertes convicciones pro mercado, tuvo una

---

<sup>145</sup> “The essential problem is that our models – both risk models and econometric models – as complex as they have become, are still too simple to capture the full array of governing variables that drive global economic reality”.

<sup>146</sup> Testimonio de Alan Greenspan ante el Committee on Government Oversight and reform, US House of Representatives. El 23 de octubre de 2008. Extraído del artículo “Greenspan concedes error on regulation” de Edemund L. Andrews.

ascendencia clave en el diseño de una pieza legislativa que lleva su nombre y cuyos resultados afectaron a toda la sociedad estadounidense.

Con una mentalidad muy liberal, este doctor en economía militó tanto en el partido demócrata como en el republicano, pues sirvió como congresista demócrata, 1978-1983, como congresista republicano, 1983-1985, y como senador republicano, 1985-2002, siempre por el estado de Texas. Incluso se presentó a la carrera por la nominación del partido republicano como candidato a la presidencia de EEUU en 1996, pero fue derrotado.

En su carrera política hay dos hitos importantes: la redacción del primer presupuesto del presidente Ronald Reagan y su puesto como presidente, entre 1995 y 2000, del Comité del Senado sobre Asuntos Bancarios, Residenciales y Urbanos. Sobre el primero el propio Gramm no puede mostrarse más modesto y contenido “Yo escribí el primer presupuesto de Reagan, el presupuesto Gramm-Latta, que reconstruyó la defensa nacional y asentó las bases para un programa de paz mediante la fuerza; el programa de Reagan que derribó el Muro de Berlín, que liberó a Europa del Este, que transformó la Unión Soviética y que cambió el mundo”<sup>147</sup>. Respecto a su puesto como presidente de la Comisión sobre Asuntos Bancarios cabe decir que desde esa posición Gramm encabezó los esfuerzos más destacados para aprobar leyes desregulatorias que restringían el papel del estado y daban más libertad al mercado.

Entre ellas la Ley Gramm-Leach-Bliley que eliminaba las barreras que separaban la banca comercial de la de inversión, lo que supuso el cambio legislativo más significativo de los últimos 60 años. Gramm la definió como una ley “desreguladora” y remachó con una frase marca de la casa “Hemos aprendido que el gobierno no es la respuesta”. En un discurso Gramm explicó que durante medio siglo las autoridades no habían sido capaces de aprobar una ley que terminara con las barreras entre banca comercial y de inversión y que permitieran “un supermercado de servicios financieros”. La principal razón era, en su opinión, que los 3 pilares de la economía norteamericana, la banca, las acciones y los seguros, querían mantener su mercado de actuación libre de las intrusiones de otros competidores. Según él, las barreras ya habían sido alteradas por

---

<sup>147</sup> Texto extraído de su discurso de despedida el 4 de septiembre de 2001. Disponible en <http://archives.cnn.com/TRANSCRIPTS/0109/04/bn.11.html>

“reguladores innovadores”, lo que las había convertido en “finas lonchas de queso gruyere”, pues estaban llenas de “agujeros”. Por tanto, las 3 industrias antes mencionadas se encontraban compitiendo de facto, aunque de un modo ineficiente y costoso.

Tras retirarse del Senado en 2002 Gramm se unió inmediatamente al banco suizo de inversiones UBS, ocupando la posición de Vice-Presidente de la división de Banca de Inversión y Jefe del Equipo de Lobby del banco. Lo que fue un precioso ejemplo de “puerta giratoria” entre la Administración y el sector financiero. No obstante, volvió a la política en el verano de 2007, cuando fue nombrado co-presidente de la campaña electoral del candidato republicano John McCain a la presidencia norteamericana, a la par que se convertía en su principal asesor económico. Su labor terminó cuando presentó su dimisión el 18 de julio de 2008 tras unas polémicas declaraciones al Washington Times. Gramm afirmó que “Nos hemos convertido en una nación de llorones” y añadió que “Usted habrá oído hablar de la depresión mental. Ésta es una recesión mental”. El candidato McCain tuvo que distanciarse de estas palabras, declarando que desaprobaba profundamente las declaraciones de su asesor “Phil Gramm no habla por mí”, lo que dejaba pocas dudas sobre su inminente salida de su equipo, como así fue.

Ciertamente, la labor de Gramm no ha estado jamás exenta de controversia y ha sido duramente criticado desde los medios de comunicación. En su cobertura especial de la crisis financiera de 2008 el Washington Post nombró a Gramm uno de los 7 personajes clave en la batalla sobre la regulación de derivados, que se saldó con su no regulación. Durante la campaña electoral el premio nobel de economía Paul Krugman, seguidor del candidato demócrata Barack Obama, lo definió como el “*supremo sacerdote de la desregulación*” y lo situó en el segundo puesto en una hipotética lista de responsables de la crisis económica de 2008, tan sólo por detrás de Alan Greenspan<sup>148</sup>. En octubre de 2008 la CNN lo colocó en el puesto número 7 de las 10 personas con mayor responsabilidad de la actual crisis económica. Mientras, la revista TIME lo situó en la

---

<sup>148</sup> Entrevista a Paul Krugman por el periodista David Gregory en la cadena de televisión MSNBC el 22 de septiembre de 2008. Disponible en <http://www.youtube.com/watch?v=YwqcLbZJ4HA>

lista de las 25 personas a las que culpar por la crisis<sup>149</sup> y también apareció en una lista similar en el diario británico The Guardian.

Tras su breve vuelta a la política al lado de McCain, Gramm retornó de nuevo a UBS, donde siguió con su cargo. La figura de Gramm sugiere cuestiones. ¿Qué es primero? ¿El político que desea legislar a partir de una visión de cómo ha de ser la sociedad y el sistema financiero o la presión de los bancos en los círculos políticos del poder hasta que encuentran a su “político-ariete” o “político emprendedor” (Kingdon, 1984) para liderar las reformas con las que sentirse cómodos? Es difícil de discernir en este caso y en cualquier otro. Indudablemente su visión sobre los asuntos económicos y su prominente posición en el Comité Bancario del Senado no pasó desapercibida para las principales instituciones financieras.

Como explica The New York Times (Lipton y Labaton, 2008) de 1989 a 2002 él fue el principal receptor de las contribuciones de la banca comercial y se situó entre los 5 primeros receptores de donaciones de Wall Street, tal y como muestran los registros federales. De hecho, su puesto como Presidente del Comité Bancario le hacía ser un imán para esas donaciones. Además, posteriormente, terminó trabajando en UBS, un banco al que la regulación que él defendió ayudó a crecer. Adicionalmente, Gramm fue uno de los defensores de la Commodity Futures Modernization Act 2000, la cual facilitó el “agujero Enron” como ya se comentó en un capítulo anterior. Coincidencia o no, su mujer, Wendy Gramm, estaba en esos momentos en el Consejo de Administración de la propia Enron, tras haber servido como presidenta de la Commodity Futures Trading Commission entre 1988 y 1993. Otro maravilloso ejemplo de puerta giratoria.

A pesar de ello, Gramm bien podría haber sido un fiero defensor de la no intervención en el mercado, sencillamente porque creyera a ciegas en la capacidad de auto-regulación y auto-corrección de los mercados, especialmente los financieros. Es decir, que fuera un verdadero patriota del mercado, pues como dicen Weible, Sabatier y Flowers (2008), fue un promotor político que poseía profundas creencias sobre cómo el mundo debería

---

<sup>149</sup> Time Specials. “25 people to blame for the financial crisis. The good intentions, bad managers and greed behind the meltdown”. Disponible en <http://www.time.com/time/specials/packages/completelist/0,29569,1877351,00.html>

de operar, fuertemente influido por la ideología política dominante en EE.UU. desde finales de la década de 1970.

Sus declaraciones ante el Senado en abril de 2000 tras una visita a Nueva York así parecen atestiguarlo: “Cuando estoy en Wall Street y me doy cuenta de que ése es el centro nervioso del capitalismo estadounidense y de lo que el capitalismo ha hecho por los trabajadores de América, para mí ése es un lugar sagrado” (Lipton y Labaton, 2008). Su respuesta a Arthur Levitt, presidente de la SEC, parece apuntar en la misma dirección. Cuando Levitt se atrevió a solicitar un endurecimiento de la legislación supervisora y reguladora de las compañías de auditoría, con la intención de prevenir posibles conflictos de intereses (un aspecto que, recordemos, hundiría años después a Enron), Gramm amenazó con recortar el presupuesto de la SEC y frenó a Levitt en seco con otra frase para el recuerdo: “A menos que las aguas se vuelvan rojas con la sangre de los inversores, no quiero que usted se embarque en ninguna fantasiosa aventura regulatoria”.

Por último, su posición en un debate en el Senado en 2001 sobre si se debía de recortar o no la concesión de préstamos subprime, calificados ya en aquel momento por algunos como “prácticas predatorias”, también revela que su visión estaba fuertemente influida por esa ideología política ya mencionada. Allí afirmó: “Algunas personas ven los préstamos subprime y ven el mal. Yo veo estos préstamos y veo el sueño americano en acción”<sup>150</sup>. Sin duda, esta visión sobre el funcionamiento de los mercados de activos, a la que Abolafia (2010) define como “fundamentalismo del mercado” está fuertemente basada en la presunción ya mencionada acerca de la capacidad de los mercados financieros para conseguir resultados sociales “óptimos”, una idea fuerte que es la que Gramm, Greenspan y otros defendieron.

Del mismo modo, cuando la crisis arreció en 2008 y el mercado se derrumbó Gramm lo definió como “un trauma inconcebible”. Pese a ello, declaró sentirse orgulloso de sus contribuciones. De hecho, culpó a otros de la crisis: a los demócratas que eliminaron las barreras para que pudiera pedir prestado con el objetivo de adquirir una vivienda, a

---

<sup>150</sup> Phil Gramm a menudo contaba la historia de cómo su madre adquirió la casa en la que vivió su infancia. Ella era una enfermera que en los años 50 trabajaba turnos dobles para sacar adelante a sus 3 hijos y a su marido incapacitado. Una compañía financiera le concedió una hipoteca con un alto tipo de interés que un banco no le habría concedido y compró un modesto bungalow.

aquellos a los que calificó como “prestatarios predadores” que tomaron hipotecas que luego no se podían permitir (es decir, los pobres e ignorantes eran los culpables, no habían “prestamistas predadores”), a los bancos que tomaron demasiado riesgos y a las grandes instituciones financieras que no guardaron suficiente capital para cubrir sus malas apuestas. Por supuesto, según él la existencia de una regulación más laxa no jugó ningún papel relevante. "Flota esa idea (en el ambiente) de que si hubiera una mayor regulación habría menos errores"<sup>151</sup>, dijo. "No veo ninguna evidencia en nuestra historia ni de nadie para fundamentarlo." Y añadió: "Los mercados han funcionado mejor de lo que podría haberse pensado".

Todo un personaje que explica bien a las claras qué puede suceder cuando las concepciones de una ideología política radical se llevan al extremo, y que revela también la importancia de algunos actores clave en el desastre financiero que aquí nos ocupa. La anterior expresión de “institutions matters” debería ser complementada tras el análisis realizado en esta sección: “Institutions matter but they are not all, as people and their choices also matter”. No sólo los marcos institucionales y las regulaciones importan, también importan las personas que interactúan o deciden bajo los mismos. Idea que ya es generalmente aceptada entre los institucionalistas que trabajan bajo las reglas del individualismo institucional, como ya mencionamos en el capítulo 1 (Toboso, 2001, 2005, 2013)

## **7.3. LOS INTERESES DE LA INDUSTRIA FINANCIERA Y SUS RELACIONES CON SUPERVISORES Y POLÍTICOS**

### **7.3.1 Introducción.**

Cabe ahora abordar las relaciones entre los propietarios y altos ejecutivos de la industria financiera, los funcionarios dedicados a la regulación y los políticos que gobernaban en EE.UU. durante aquellos años. De nuevo, el objetivo es elaborar algunas hipótesis explicativas sobre la influencia de estos factores en el estallido financiero del 2008, a fin de poder contrastarlas en el capítulo 9 siguiente.

---

<sup>151</sup> En el mismo artículo de Lipton y Labaton del NY Times se cita a Gramm del siguiente modo “Dicen que hubo 15 años de masiva desregulación y que eso ha causado el problema. No veo ninguna evidencia de ello”.

En ese sentido, cabría ya resaltar que, puesto que en EE. UU, al igual que ocurre en el resto de los países democráticos, las leyes pueden ser derogadas o aprobadas a iniciativa del ejecutivo, veremos en el apartado 7.3.2. cómo la industria financiera trató de controlar ese proceso a través del atractivo de la “puerta giratoria”, de contribuciones dinerarias a campañas políticas, así como del gasto de decenas de millones de dólares en labores de presión a los organismos supervisores. Su objetivo era, es y sigue siendo que no se endurezca la legislación sino que se aligere, ya que ese status quo les permitía y les permite ganar dinero más fácilmente que cuando los controles son mayores y más exigentes.

En el apartado 7.3.2. veremos que los supervisores no atendieron a las señales de alarma que iban apareciendo en los cuadros de mandos. Unos signos que eran principalmente de dos tipos. Primero, se había registrado un rápido incremento de los préstamos subprime (los de peor calidad crediticia), algo que apuntaba a una falta de responsabilidad de la industria. Segundo, se detectaban malas prácticas en la concesión de préstamos hipotecarios. Por ejemplo, se concedían préstamos sin que se cumplieran los requisitos para ello, no se informaba correctamente a los clientes de la entidad de las características y riesgos de la operación o no se adjuntaba toda la documentación necesaria, lo que sugiere dejadez o, peor, fraude.

Como detallaremos, los centinelas del sistema, que estaban desunidos, tardaron muchísimo en reaccionar, con lo que la burbuja tuvo tiempo de sobra para hincharse. De hecho, aunque las señales iban saltando con claridad desde 2003, hasta 2006 no se decidió poner en marcha una guía sobre productos hipotecarios exóticos y considerados “problemáticos”, como los ARM 2/28, una hipoteca con tipo fijo los dos primeros años y variable los siguientes 28. Un producto que permitía conceder hipotecas a ciudadanos con bajos recursos, los cuales sufrirían posteriormente las consecuencias de una rápida subida de tipos. Esta guía despertó el recelo de la industria bancaria, pero, también del gobierno, ya que como describiremos el Congreso consideraba que un endurecimiento de las leyes supondría negar el sueño americano de una vivienda a millones de ciudadanos.

En el apartado 7.3.3. veremos cómo la presión de la industria financiera, al cambiar de regulador, consiguió una carrera a la baja en los estándares de supervisión. Además, expondremos cómo la desunión de los reguladores y supervisores (así, como los apremios de la industria bancaria) consiguieron retrasar hasta 2007 la entrada en funcionamiento de una guía sobre prácticas bancarias que, de algún modo, intentaba evitar la proliferación de préstamos “preocupantes” que se había ya producido en años previos. Igualmente, expondremos que la falta de armonía entre la política monetaria y la política regulatoria también tuvo importancia. Por un lado, la Reserva Federal subió tipos desde 2004 para controlar la inflación que estaba generando la burbuja inmobiliaria. Por otro, se permitía comercializar los 2/28 ARM (Adjustable Rate Mortgage), unos préstamos con unos tipos de interés flotantes y unas letras muy asequibles al principio que facilitaban el acceso a las hipotecas a clientes que nunca podrían hacer frente a los pagos si los tipos subían.

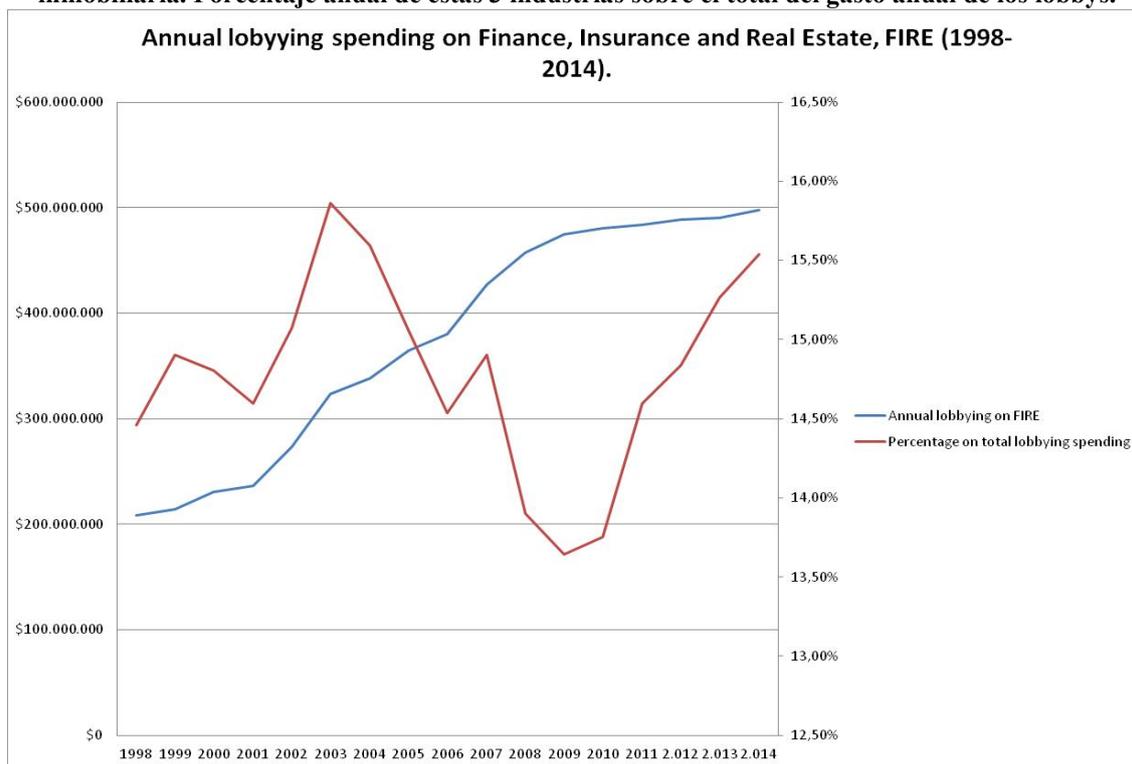
### **7.3.2. El dinero y la ideología se refuerzan mutuamente. La labor de los lobbys y el atractivo de la puerta giratoria.**

Como ya mencionamos, cuanto más compacto y pequeño sea el grupo que recibe los beneficios del status quo vigente, más fácil será que ese grupo se organice para buscar y conseguir el apoyo de los legisladores hacia las políticas o reformas que les seguirán proporcionando esos beneficios. En 2008 el sector bancario estadounidense era exactamente eso, un grupo que, “gana poder político gracias a su poder económico, y que usa ese poder político en su propio beneficio” como afirmaron Johnson y Kwak (2010). Los espectaculares beneficios que se conseguían año tras año y los enormes bonus pagados a los altos ejecutivos conseguían un efecto “llamada” o “reclamo” importante hacia el resto de la sociedad, en especial a los jóvenes recién licenciados en ingeniería, matemáticas, etc.. Según Johnson y Kwak, (2010), en “una era de capitalismo triunfante”, una industria financiera en la que se estaban amasando semejantes riquezas “tenía que ser buena”, de lo que se deducía que la gente que estaba a los mandos de todo aquello “debía de saber de lo que estaban hablando” y lo que se traían entre manos. De algún modo, para los autores “El dinero y la ideología se reforzaban mutuamente”.

Ciertamente, la industria financiera estadounidense jugó un papel clave en el debilitamiento de la regulación financiera sobre mercados y productos. Sencillamente, porque el sector financiero utilizó su riqueza y su poder para ejercer presión sobre los policy makers y los reguladores a través de tareas de lobby (Johnson y Kwak, 2010). De hecho, como muestran Mian, Sufi y Trebbi (2008) cuantos mayores son las contribuciones pecuniarias de la industria financiera a los congresistas, mayor es la posibilidad de que estos políticos voten y den su apoyo en leyes a favor de la industria financiera. Así, Acemoglu y Robinson (2013) apuntan que a medida que los bancos se hacían más grandes y obtenían mayores beneficios, éstos aumentaron su capacidad de influir. De este modo, empezaron a realizar tareas de lobby, contribuyendo más y más a las campañas políticas.

En la siguiente tabla se muestra como los principales sectores involucrados en la crisis, es decir, el financiero, el asegurador y el de las compañías inmobiliarias (Finance, Insurance and Real Estate, FIRE) fueron los que lideraron los gastos declarados en tareas de lobbies de 1998 a 2005, según los datos del Center for Responsive Politics, una entidad sin ánimo con base en Washington DC. De las cifras se desprende que de 1998 a 2005 el grupo de sectores FIRE fue el principal gastador en tareas de destinadas a influenciar en funcionarios, legisladores y agencias.

**Gráfico 10. Gasto anual de los lobbys de la industria financiera, de seguros y de promoción inmobiliaria. Porcentaje anual de estas 3 industrias sobre el total del gasto anual de los lobbys.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Center for Responsive Politics. Datos de dominio público.

En esta misma línea, el informe de la Financial Crisis Inquiry Commission<sup>152</sup>, expone que de 1999 a 2008 el sector financiero se gastó 2.700 millones de dólares en labores de “lobbying”, a la vez que algunos empleados y sus comités de acción política aportaron 1.000 millones de dólares en contribuciones a las campañas políticas. Por ejemplo, Fanny Mae y Freddy Mac gastaron de 1999 a 2008 un total de 164 millones de dólares en “lobbying”, mientras que sus empleados y sus comités de acción política (los PACs, Political Action Committees) contribuyeron con 15 millones de dólares a campañas federales. En los testimonios de los reguladores ante la comisión<sup>153</sup> la queja constante era que cualquier cambio legislativo de alcance era bloqueado por un ejército de lobbistas que utilizaban “tácticas impropias” y prácticas “intimidatorias”. Por ejemplo, James Lockhart, Director de la Federal Housing Finance Agency de 2006 a 2009, testificó ante la Comisión que desde que tomó posesión de su cargo solicitó reformas legales, pero chocó con un muro legal. En su opinión, a las compañías, Freddie y

<sup>152</sup> Conclusiones de la Comisión, página xviii.

<sup>153</sup> Capítulo 3 del informe de la Financial Crisis Inquiry Commission, llamado *Fannie Mae and Freddie Mac: “The whole army of lobbyists*, páginas 38 a 41.

Fannie, se les permitió ser tan fuertes políticamente que “se resistieron a la legislación que les podía haber salvado”. Como dicen los participantes de la Comisión Federal en sus conclusiones, lo que les preocupaba era “hasta qué punto se había privado al país de la fuerza e independencia necesarias en la supervisión”. Una supervisión vital para “salvaguardar la estabilidad financiera”.

En esta línea, Igan, Mishra y Tressel (2011) encuentran que las tareas de lobby fueron significativamente importantes durante los años previos al estallido de la crisis financiera. Así, muestran que aquellas entidades prestamistas de hipotecas que llevaron a cabo mayores esfuerzos de lobby consiguieron antes del estallido de la burbuja unos mayores ratios de préstamos sobre ingresos, titulizaron de una manera más intensiva y construyeron unas carteras más grandes de activos inmobiliarios de un modo más rápido. Todo ello implica una mayor asunción de riesgos previa, lo que condujo consecuentemente, cuando la burbuja explotó, a un peor comportamiento manifestado en que sus tasas de mora fueron mucho mayores y el comportamiento de su acción fue más negativo.

¿Por qué la industria financiera pagaba esas ingentes cantidades? ¿Por qué gastarse esas enormes sumas? Sencillamente, porque si el marco regulatorio no cambiaba ellos podían seguir ganando dinero sin mayores problemas. En otras palabras, si las leyes se volvían más restrictivas y los requisitos regulatorios se elevaban, entonces se conseguiría incrementar el nivel de seguridad del sistema en su conjunto. El de todos. Pero, ello limitaría el beneficio de un grupo concreto, el de la industria financiera.

Por supuesto, las contribuciones a las campañas no eran el único modo para elevar el poder de la industria financiera. Según diversos autores (Johnson y Kwak, 2010; Levine, 2012; Acemoglu y Robinson, 2013), y también en opinión de los propios policymakers (Dodd-Frank Act, Sección 968)<sup>154</sup>, otro importante factor explicativo era la “puerta giratoria” existente entre Wall Street y los nombramientos de funcionarios de alto nivel en Washington DC. Como expone Levine (2012), la “puerta giratoria” puede pervertir y corromper la regulación. La razón es que el movimiento de ida y vuelta de personas del sector financiero a la actividad pública y viceversa, despierta la cuestión de

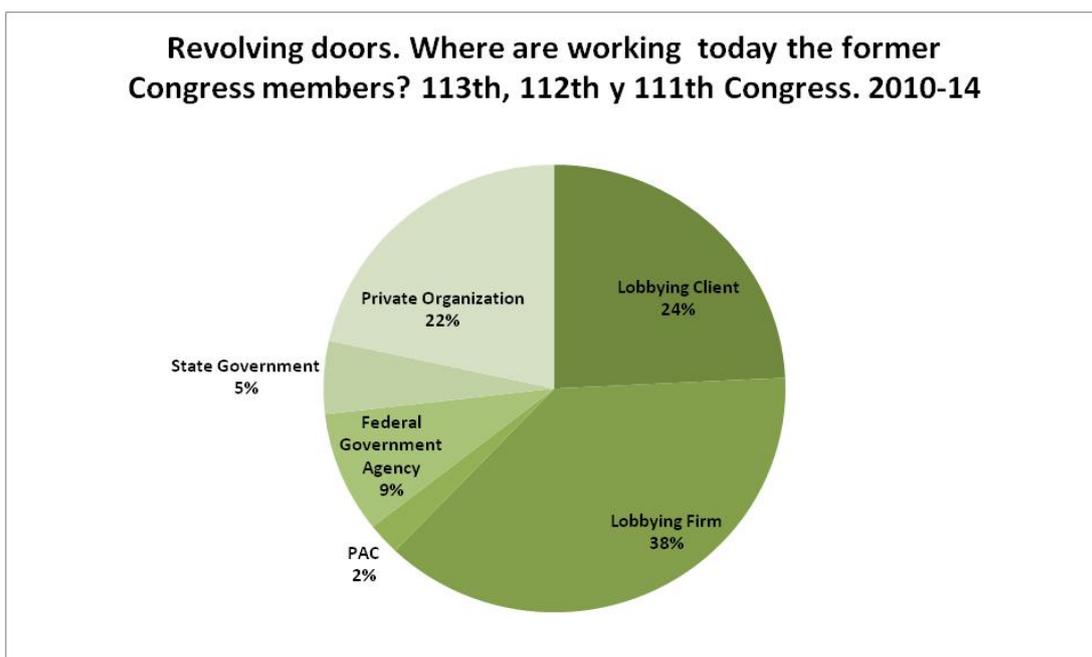
---

<sup>154</sup> La sección se encarga de especificar y de revisar los posibles casos de puerta giratoria entre el sector financiero y los empleados de la Securities and Exchange Commission, SEC.

saber a quién están sirviendo verdaderamente estos funcionarios cuando están regulando. Igualmente, hay unas influencias más sutiles, relacionadas con el comportamiento y la educación, que pueden distorsionar la generación de la regulación. Los reguladores interactúan principalmente con personas de la industria financiera, que pueden ser aquellos con quien fueron a la Universidad, o con quienes trabajaron previamente. Moskowitz y Werthweim (2011) apuntan a que la naturaleza humana hace que los reguladores puedan acabar identificándose fácilmente con esta “comunidad” de servicios financieros, por lo que pueden buscar complacer y servir a “su” comunidad a través de estas políticas regulatorias.

Para describir este aspecto, podemos fijarnos en los datos que aporta el Center for Responsive Politics sobre la actividad que comienzan a desempeñar los Congresistas una vez que abandonan el Congreso tras terminar su mandato. Así, de los 290 que salen tras las elecciones de medio mandato de los Congresos número 111, 112 y 113, un total de 168 se reincorporan al mercado laboral. De ellos, el 38% se va a trabajar a empresas que desarrollan tareas de lobby, un 24% lo hace a compañías que son clientes de lobbys y un 2% a PACs. Unos movimientos que muestran el sentido de esas puertas giratorias.

**Gráfico 11. Destino laboral de los congresistas que dejan el Congreso tras las elecciones de medio mandato. Congresos 11, 112 y 113. Período 2010 -14.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Center for Responsive Politics. Datos de dominio público.**

En este punto resulta útil citar algunos ejemplos de puerta giratoria de algunos profesionales de alto nivel que tuvieron un papel importante durante aquellos años. Por ejemplo, Alan Greenspan expresidente de la Reserva Federal, trabaja actualmente como asesor para la división de banca de inversión de Deutsche Bank y los fondos PIMPCO y Paulson & Co. Mientras, Ben S. Bernanke, también expresidente de la Reserva Federal, trabaja como asesor para PIMCO. Pero, quizás el más llamativo es el de Eric Holder, fiscal general del estado entre con la Administración Obama desde 2009 a 2015. Holder volvió en mayo de 2015 a su antiguo despacho de abogados, Covington & Burling, C&B; una firma internacional con oficinas en Pekín, Bruselas, Londres, Nueva York, San Francisco, Seoul, Shanghai, Silicon Valley, San Diego, y Washington, DC., lugar este último donde en 2015 fue reconocido como el mayor bufete de la ciudad. C&B está considerada como un destino frecuente para antiguos altos funcionarios del Departamento de Justicia de EEUU y es una de las empresas de lobby más importantes de la capital. También, asesora a compañías multinacionales sobre cuestiones regulatorias, transaccionales y de políticas públicas.

Llamativamente, entre sus clientes se encuentran, mayoritariamente, los grandes bancos de inversión que intervinieron en el desarrollo y estallido de la crisis financiera: Holder nunca llevó a estos bancos a juicio y prefirió alcanzar acuerdos extrajudiciales. De hecho, la posición de Holder se clarificó en 2013, cuando testificó ante el Senado en una vista pública. Cuestionado por el senador republicano de Iowa, C. E. Grassley, sobre por qué el banco internacional HSBC no había afrontado cargos criminales por ayudar a lavar dinero a su filial mexicana, Mr Holder declaró “Estoy preocupado porque el tamaño de estas instituciones se vuelva tan grande que el llevarlas a juicio se convierta en algo difícil, cuando nos encontramos con indicaciones de que si las procesamos, si las acusamos de cargos criminales, ello tendría un impacto negativo en la economía nacional, tal vez en la economía mundial”<sup>155</sup>. Posteriormente, en el siguiente capítulo, al hablar de los bancos considerados “demasiado grandes para caer” (too big to fail”)

---

<sup>155</sup> Mr. Holder said, “I am concerned that the size of some of these institutions becomes so large that it does become difficult for us to prosecute them when we are hit with indications that if you do prosecute, if you do bring a criminal charge, it will have a negative impact on the national economy, perhaps even the world economy.”

volveremos sobre esta cuestión para ver si son “demasiado grandes para ir a prisión” (“too big to jail”).

### **7.3.3. ¿Dónde estaban los reguladores? La preferencia por la regulación débil y la presión de la industria financiera. Los préstamos abusivos (“El predatory lending”).**

En este apartado veremos que las señales de alarma respecto a la concesión de préstamos irresponsables y excesivamente arriesgados, así como de prácticas abusivas, comenzaban a surgir con nitidez en los cinco años previos al estallido. Pero, la visión liberal ampliamente difundida en la ideología política mayoritaria indicaba que no había que presionar a la industria financiera intentando elevar las exigencias sobre la regulación y la supervisión. Además, la industria financiera fue muy hábil presionando a los supervisores y al Congreso argumentando que mayores restricciones frenarían el flujo de préstamos hipotecarios que permitían a miles de familias cumplir su sueño de adquirir una vivienda. De algún modo, rechazaron las guías y normas que les podían haber salvado, a cambio de seguir obteniendo las gruesas comisiones que estaban obteniendo.

Tal y como se pregunta la Financial Crisis Inquiry Commission<sup>156</sup>, durante los años previos a la crisis, ¿dónde estaban los reguladores? En su opinión, los nuevos productos hipotecarios habían “*aparecido en las pantallas de los radares de los reguladores*”. No obstante, el “*desacuerdo entre las agencias (supervisoras) y su tradicional preferencia por la mínima interferencia retrasaron la acción*”.

Desde 2003 en adelante, la sensación que se instaló entre los centinelas era que la economía navegaba en aguas tranquilas. Como botón de muestra, baste citar las actas de una reunión de junio de 2003 del FOMC<sup>157</sup>, Federal Open Market Committee, el órgano que utiliza la Reserva Federal para tomar las decisiones sobre política monetaria. En ellas se puede leer como Vince Reinhart, Secretario del Consejo, comienza su

---

<sup>156</sup> FCIC, Capítulo 9 “All in”. [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_chapter9.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_chapter9.pdf)

<sup>157</sup> Actas de la reunión disponibles en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>. Específicamente en la página 3 de <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20030625meeting.pdf>.

exposición con una “nota personal” del siguiente modo *“El pasado viernes por la noche estaba con mi hijo de 11 años en la cola para comprar “Harry Potter y la Orden del Phoenix”. Con 870 páginas, es un poco más largo que los resúmenes ejecutivos que ha recibido el Comité. Pero, el libro también considera ¡¡¡un mundo alternativo lleno de incerteza y grandes peligros!!! (risas de los asistentes)”*, BALL, 2012.

Sin embargo, como muestra el informe de la FCIC los reguladores ya se habían percatado en 2004 que los productos hipotecarios y los prestatarios habían cambiado, por lo que empezaron a trabajar en una nueva regulación. Pero, como dice el informe, se hizo *“demasiado poco y demasiado tarde”*, debido a la *“descoordinación entre agencias, las presiones de la industria financiera y la extendida visión de que los participantes en el mercado lo tenían todo bajo control”*.

Susan Bies, que era miembro del Consejo de la FED y Presidenta de dos subcomités de supervisión<sup>158</sup>, expuso ante la FCIC (2011)<sup>159</sup> que dentro del Consejo se entendía que ciertos tipos de préstamos “se habían ido al extremo”. Así pues, el principal debate en el Consejo de la FED era *“sobre la fuerza con la que deberíamos de frenar estos abusos”*. De hecho, las banderas rojas habían aparecido mucho antes, como lo prueba el que el Departamento de Vivienda y de Desarrollo Urbano, conjuntamente con el Departamento del Tesoro publicaran un informe de prácticas abusivas y mala praxis en junio del año 2000, con el ánimo de aplicar una serie de medidas que redujeran el riesgo de los prestatarios<sup>160</sup>.

Como ejemplo de lo que estaba sucediendo en el país, podemos citar que en 2003 funcionarios estatales de toda la nación se unieron para investigar a la californiana Ameriquest (FCIC, 2011). Una empresa que se convirtió en el mayor prestamista nacional de hipotecas subprime y que generó miles de millones en préstamos. La investigación reveló que la compañía puso en marcha varias clases de prácticas fraudulentas, las cuales serían emuladas por otros prestamistas subprime a gran escala.

---

<sup>158</sup> Concretamente el de Seguridad y Solidez del sistema, así como el de Protección de los consumidores.

<sup>159</sup> Susan Bies, entrevistada por la FCIC, el 11 de octubre de 2010. [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-audio/2010-10-11%20FCIC%20staff%20audiotape%20of%20interview%20with%20Susan%20Bies,%20Federal%20Reserve%20Board.mp3](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-audio/2010-10-11%20FCIC%20staff%20audiotape%20of%20interview%20with%20Susan%20Bies,%20Federal%20Reserve%20Board.mp3)

<sup>160</sup> U.S. Department of the Treasury and U.S Department of Housing and Urban Development, “Joint Report on Recommendations to Curb Predatory Home Mortgage Lending” (June 1, 2000).

Por ejemplo, subir los tipos de interés en los préstamos, cambiarlos de fijos a variables en el momento del cierre del contrato o prometer a los prestatarios que podrían refinanciar sus caros préstamos en un breve lapso de tiempo en mucho mejores condiciones, aunque no tuvieran otros activos con los que avalar su préstamo. No es de extrañar que estos comerciales bancarios, persiguiendo el mantener su puesto de trabajo y alcanzar su bonus, utilizaran la asimetría de información y conocimientos financieros que se suele dar en ese tipo de reuniones entre comerciales y clientes. De hecho, Christopher Cruise, un profesor que trabajaba formando a los comerciales para préstamos hipotecarias de las entidades financieras, explicó ante la FCIC (2011) como fue su experiencia formadora, viajando por todo el país e impartiendo clase a más de 10.000 “alumnos” contratados por los más grandes prestamistas del sector (Countrywide, Ameriquest y Ditech). Según él, la mayoría de los asistentes eran jóvenes recién salidos de la escuela y sin experiencia laboral previa. Sin embargo, dándoles la correcta preparación, los mejores de ellos podían ganar “millones” en los próximos años. Según las declaraciones recogidas y el trabajo de campo realizado por la FCIC (2011) durante 2005 el 68% de los préstamos ARM (Adjustable Rate Mortgage, Hipoteca de tipo de interés ajustable) concedidos por Countrywide y Washington Mutual no tenían o tenían muy poco documentados los requisitos legales para la concesión de los préstamos, lo que apunta a dejadez en la correcta práctica bancaria o, peor, a un fraude masivo.

Así, no es de extrañar que en un trabajo de 2008 publicado por dos economistas de la FED se exponía que el 38% de los clientes que firmaban un ARM no entendían como se cambiaba el tipo de interés en la fecha dispuesta para ello, mientras que el 50% subestimaba cuan alto podían subir los tipos de interés en el futuro, una variable de la que dependía su futuro financiero. De acuerdo con la FCIC (2011) en septiembre de 2004 los ejecutivos de la comercializadora de hipotecas Countrywide reconocieron que muchos de los préstamos que estaban originando podían tener “catastróficas consecuencias”. Al año siguiente reconocían abiertamente que los préstamos que estaban generando podían terminar no sólo en ejecuciones, sino en una catástrofe “financiera y reputacional”. En su defensa, Angelo Mozilo, el que fuera Director general de Countrywide Financial, un prestamista que se hundió por sus arriesgadas hipotecas declaró que la idea que abrazó al país durante los años del boom inmobiliario fue la de una “carrera del oro”, a la que él mismo sucumbió, puesto que las viviendas

estaban subiendo “a una velocidad no vista en sus 55 años en el negocio (residencial)”.<sup>161</sup>

Con todo esto encima de la mesa, el que fuera Secretario del Tesoro en aquellos años, John Snow, declaró a la FCIC que a finales de 2004 o principios de 2005 convocó una reunión para urgir a los reguladores a hacer frente a las malas prácticas detectadas en los préstamos. Snow explicó que se quedó sorprendido de que los reguladores no vieran la situación tan insegura como él la percibía. La reacción habitual era que podía haber un problema, pero que no estaba en su campo de visión. Los reguladores respondieron, de acuerdo con Snow, que *“Nuestras tasas de impago son muy bajas. Nuestras instituciones están bien capitalizadas. Nuestras instituciones tienen muy bajos niveles de mora. Así pues, no vemos ningún gran problema”*.

Tal y como dice la FCIC (2011), en una reunión del FOMC en junio de 2005<sup>162</sup> un miembro del Consejo hizo notar que algunos de los más nuevos, más intrincados y menos probados instrumentos para cubrir los impagos de crédito *“habían causado turbulencias en el mercado”*. En el mismo encuentro, otro participante se mostró preocupado porque *“los préstamos subprime eran un accidente a punto de ocurrir”*. Un tercer asistente declaró que *“los términos de las hipotecas se están volviendo más flexibles y menos restrictivos”*. Un cuarto interviniente añadió que *“podemos estar viendo los estertores finales de la apreciación de los precios de las viviendas”*. A la vez, este último asistente comentó que *“Anteriormente, los prestamistas aplicaban restricciones muy rígidas sobre el préstamo y el ratio loan to value (valor del activo sobre el préstamo concedido) pero ahora esas limitaciones están siendo orilladas a través de técnicas de financiación creativas”*.

En noviembre de 2005 se presentó un estudio (Federal Reserve, 2005) realizado por funcionarios de la FED y de otras agencias en el que se revisaban las prácticas bancarias en la concesión de préstamos hipotecarios. En el grupo había 5 bancos, Bank of

---

<sup>161</sup> Llamativamente, Mozillo testificó ante la FCIC que su compañía había ayudado a 25 millones de personas a comprarse una casa, con lo que habían evitado revueltas sociales al extender el crédito a minorías, las cuales históricamente habían sido las víctimas de la discriminación. De acuerdo con él, por esta razón Countrywide había hecho más por la integración en EEUU que cualquier otra compañía en la historia de EEUU.

<sup>162</sup> Las actas de la reunión del FOMC del día 30 de junio de 2005 están disponibles en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20050630meeting.pdf>

America, Citigroup, Countrywide, National City y Wells Fargo, que estaban supervisados por la FED y una entidad financiera como Washington Mutual. El estudio *“mostró un rápido incremento en los volúmenes de estos irresponsables y muy arriesgados préstamos”* en palabras del propio Sabeth Siddique, entonces Jefe de Riesgos de Crédito en el Consejo de Supervisión Bancaria y Regulación de la FED.

Así pues, las luces de alarma se comenzaban a encender en el cuadro de mandos a finales de 2005. En ese momento, ¿Qué hicieron los centinelas? ¿Actuaron con rapidez y contundencia? No. Lo que hicieron fue comenzar a diseñar una “guía sobre prácticas bancarias” que, además, terminaría por no ser vinculante”. ¿Por qué no la hicieron obligatoria? Porque, como dice Bies, *“entre los chicos del Consejo de Gobernadores había quién pensaba que si sacábamos la guía, los bancos captarían el mensaje”*. Es decir, no había necesidad de ser “duros”.

Así pues, las agencias federales hicieron público a finales de 2005 un borrador de la guía<sup>163</sup> sobre hipotecas no tradicionales para recibir comentarios. Estas hipotecas “no tradicionales” incluían las denominadas “sólo interés” y “opciones de pago”, las cuales permitían a los prestatarios pagar hoy unas cuotas bajas, a cambio de pagar unas mensualidades mayores en el futuro, como las Adjustable Rate Mortgage (ARM). Siendo, especialmente preocupantes los 2/28 ARM (los 2 primeros años a tipo fijo y los 28 restantes a tipo variable) y los 3/27 ARM (los 3 primeros años a tipo fijo y los 27 restantes a tipo variable). Las agencias estaban preocupadas porque, aunque estos productos llevaban años ofreciéndose *“el número de instituciones que los ofrecía se había expandido rápidamente”*. Al mismo tiempo, estos productos se comercializaban a un más *“amplio espectro de prestatarios que podría no estar cualificado para una hipoteca de similar tamaño según los criterios tradicionales”*. Una práctica que, evidentemente, elevaba el riesgo del sistema. Dado este escenario, la guía pretendía hacer respetar algunos ejes muy básicos, como considerar la habilidad del tomador de una hipoteca para devolver los pagos si los tipos se ajustaban al alza en el futuro, en lugar de las bajas tasas iniciales.

---

<sup>163</sup> Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Deposit Insurance Corporation, Office of Thrift Supervision and National Credit Union Administration, “Interagency Guidance on Nontraditional Mortgage Products”, Federal Register 70. 29 de diciembre de 2005.

Sin embargo, según la FCIC la industria bancaria “*se levantó en armas*”. Otro claro ejemplo de cómo se intenta cambiar el *marco regulatorio formal*. El primer misil llegó en forma de carta<sup>164</sup> desde la Asociación Americana de Banqueros, American Bankers Association, ABA. En ella Paul Smith, Consejero de la ABA, escribía que la guía “*sobrevaloraba el riesgo de las hipotecas no tradicionales*”. Smith exponía que la guía defiende la postura de que las hipotecas no tradicionales son inherentemente más arriesgados que otros productos. No obstante, Smith declaraba “*Nosotros pensamos que eso es incorrecto; pues, simplemente presentan tipos de riesgo diferentes que pueden ser bien gestionados por prestamistas prudentes*”.

Otros agentes del sector, como la Asociación Americana de Servicios Financieros, también se quejó por carta<sup>165</sup>, ya que en su opinión la guía les requería asumir “el peor de los casos” posible. Es decir, el escenario en el que los tomadores de hipoteca deberían de devolver sus plazos cuando las tasas se ajustaran al alza. Además, muchos de estos agentes coincidían en rebatir la advertencia de la guía de que las operaciones de préstamo no estaban suficientemente documentadas y explicadas a los tomadores del préstamo, pues mantenían que “cualquier clase de documentación puede ser apropiada”<sup>166</sup>. Igualmente, argüían lo siguiente “*No conocemos ninguna evidencia empírica que apoya la necesidad de nuevas normas de protección al consumidor*”<sup>167</sup>. El tiempo les quitaría la razón.

Sabeth Siddique, entonces Jefe de Riesgos de Crédito en el Consejo de Supervisión Bancaria y Regulación de la FED, declaró que las presiones llegaban desde todos los frentes: desde el Congreso, desde la Industria e internamente. Según su declaración a la FCIC, la nueva regulación se consideraba un ataque potencial a la “innovación”, al mismo tiempo que “la negación del sueño americano para mucha gente”. Incluso, había

---

<sup>164</sup> Paul Smith, American Bankers Association, carta a la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Thrift Supervision, and Office of the Comptroller of the Currency. Enviada el 29 de marzo de 2006, p. 2. Disponible en <http://www.fdic.gov/regulations/laws/federal/2005/05c23guide.pdf>

<sup>165</sup> Carta de la American Financial Services Association a los reguladores federales. Disponible en [http://www.ots.treas.gov/\\_files/comments/d1e85ce1-07ab-4acf-8db5-8d1747afba0a.pdf](http://www.ots.treas.gov/_files/comments/d1e85ce1-07ab-4acf-8db5-8d1747afba0a.pdf).

<sup>166</sup> Cartas a la Office of Thrift Supervision de la American Bankers Association (29 de marzo de 2006), p. 2; the American Financial Services Association (28 de marzo de 2006), p. 8; e Indymac Bank (29 de marzo de 2006), p. 4. Citado en <http://www.fdic.gov/regulations/laws/federal/2005/05c23guide.pdf>

<sup>167</sup> The Housing Policy Council of the Financial Services Roundtable. Carta a la Office of Thrift Supervision. El 29 de marzo de 2006, p. 6.

otras agencias como la Office of Thrift Supervision<sup>168</sup>, que ayudaron retrasar la guía sobre nuevas hipotecas durante casi un año. Por su parte, el Congreso también se mostraba contrario. Susan Bies recordó ante la FCIC (2011) que al testificar sobre una norma propuesta en una vista los miembros del Congreso éstos afirmaron “*que íbamos a negar el sueño de ser propietarios de una vivienda a los norteamericanos si aprobábamos estas nueva norma más fuerte*”.

Mientras, en la primavera de 2006<sup>169</sup>, el FOMC discutió de nuevo los riesgos en los mercados de vivienda e hipotecario y esta vez se expresó en voz alta el nerviosismo sobre la creciente “ingenuidad” del sector hipotecario. De hecho, un participante hizo notar que las prácticas de préstamo no tradicionales parecían basadas en la presunción de que los precios de la vivienda no iban a caer nunca. Los centinelas no daban la voz de alarma y seguía sin hacerse nada, lo que revela una clara descoordinación, como apuntaban Gieve y Provost (2012).

Finalmente, la nueva guía apareció el 29 de septiembre de 2006<sup>170</sup> y se pondría en funcionamiento 60 días después. Cuando lo hizo los reguladores anunciaron que aplicarían la nueva política a través de exámenes bancarios y medidas informales como “acuerdos voluntarios” con las instituciones supervisadas<sup>171</sup>, con lo que se seguía inmerso en la idea de que una política de supervisión “ligera” era la mejor opción.

Pese a ello, algunas instituciones cambiaron de regulador para evitar este mayor grado de supervisión. Por ejemplo, en diciembre de 2006 Countrywide cambió de regulador. Pasó de estar bajo la supervisión de la FED y de la OCC a estar supervisada por la OTS<sup>172</sup>, la misma agencia que previamente había frenado la reforma. ¿Por qué? Porque era percibida como un regulador menos duro. Sólo hay que mirar una nota interna de la compañía emitida en julio de 2006 que dice así “La regulación de la OTS no es tan intrusiva como la de la Reserva Federal. En particular, la OTS raramente realiza una inspección extensiva en el lugar“. Conjuntamente, la nota añade “La OTS está

---

<sup>168</sup> En el capítulo 1 hay una foto en la que aparece su director general. El hombre con la sierra mecánica cortando la pila de papeles que se supone representan la regulación y la burocracia. ¿Recuerdan?

<sup>169</sup> Las actas de la reunión del FOMC del 10 de mayo de 2006 están disponibles en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20060510meeting.pdf>

<sup>170</sup> Disponible la nota de prensa y el texto en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20060929a.htm>

<sup>171</sup> Capítulo 9, “ALL IN” del informe final de la FCIC, p.173.

<sup>172</sup> Recuerden. La que dirigía nuestro conocido John Reich, el hombre de la sierra mecánica.

generalmente considerada como un regulador menos sofisticado que la Reserva Federal”<sup>173</sup>

#### **7.3.4 La carrera a la baja desunión de las agencias reguladoras y la falta de armonía entre la política monetaria y la política regulatoria.**

El movimiento de Countrywide al cambiar de regulador, buscando un supervisor más “laxo y menos sofisticado”, revela un problema muy serio en EEUU, pues parece mostrar que los reguladores competían entre ellos para captar “clientes”, antes que trabajar conjuntamente por una mejor regulación del sistema financiero, algo que contribuiría al desastre final.

En EEUU los bancos nacionales están supervisados por la Office of Comptroller Currency (OCC), mientras que las cajas de ahorros y préstamos nacionales (las Savings & Loans) son reguladas por la Office of Thrift Supervision (OTS). Igualmente, los bancos de ámbito estatal que son miembros de la FED son regulados por la FED, mientras que aquellos que no son miembros son regulados por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Por tanto, como exponen Gieve y Provost (2012) las entidades bancarias pueden escoger su regulador, el cual se va a financiar por medio de las tasas que impondrá a su supervisado. Una situación que en su opinión incentiva una “carrera a la baja” en los estándares regulatorios bancarios. ¿Existen esos incentivos para que los reguladores compitan entre ellos? Gieve y Provost (2012), consideran que esos incentivos se fueron incrementando a partir de los 80. En primer lugar, porque como vimos en el capítulo 1 conforme se fueron levantando las restricciones a las fusiones bancarias, éstas se incrementaron, a la vez que las quiebras bancarias, Blair y Kushmeider (2006). Unas quiebras, como las ya analizadas de las S&Ls, que han sido atribuidas a las iniciativas desregulatorias, como la Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980, o la Garn-St. Germain Act de 1982 (Krause, 1994; Meier y Worsham, 1988). Además, la Riegel-Neal Interstate Banking and Branch de 1994 animó la consolidación bancaria, al eliminar la mayoría de las restantes restricciones geográficas sobre la industria bancaria. Para Gieve y Provost (2012), el efecto neto de estas leyes fue el de reducir el número de bancos del sistema, bien fuera

---

<sup>173</sup> Countrywide, “Briefing Paper: Meeting with Office of Thrift Supervision”. Publicado el jueves 13 de Julio de 2006.

por quiebra o por fusión. Con ello, los reguladores optaban a un menor número de “clientes bancarios”, lo que resultaba en menores tasas y, consecuentemente, en menores presupuestos. Así, según Blair y Kushmeider (2006) la presión para ser competitivo era mayor para los reguladores bancarios federales, que eran los que menores tasas cobraban, frente a sus colegas de ámbito estatal

Esta lentitud y descoordinación en la actuación de los vigilantes fue una de las causas del retraso en el diseño y puesta en marcha de la anteriormente mencionada “guía” de prácticas bancarias. No obstante, también se ha de recordar la cultura dominante en la época, es decir, que mientras el Banco Central se encargara de mantener la inflación bajo control, el mercado se ocuparía de sí mismo. El propio presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan (2004), declaró que la titulización de las hipotecas en MBSs ayudaba a relocalizar y minimizar el riesgo, por lo que el sistema se había vuelto más “resiliente”. Un argumento que ayudaba a los comerciales del sector inmobiliario a seguir vendiendo casas, con el argumento de “no hay burbuja. Greenspan lo dice”.

El problema vino cuando los tipos de interés subieron y las ARM empezaron a ajustar sus cuotas al alza. Desde 2004, la Reserva Federal empezó a detectar síntomas inflacionistas y comenzó a aplicar subidas de tipos. Así, de mitad de 2004 a mitad de 2006 los tipos de referencia pasaron del 1% a más del 5%. Una vez se dio esta subida, las ARM, que eran consideradas como un perfecto ejemplo de innovación financiera (Doms y Krainer, 2007) que permitía a millones de personas adquirir su vivienda, se convirtieron en un instrumento de creación de “equities negativos” en el valor de las viviendas y de impago para los bancos. En ese tránsito, los gobernantes de la Reserva Federal seguían sin otear el peligro. Alan Greenspan declaró en septiembre de 2005 que, pese al fuerte crecimiento del mercado hipotecario, “la mayoría de los propietarios tienen un cojín de ‘equity positiva’ respecto al valor de sus viviendas con el que hacer frente a un eventual declive del precio de la vivienda” (Aversa, 2005). En este mismo sentido, Susan Bies, miembro del Consejo de Gobierno de la FED, declaró en octubre de 2005 que “en caso de que los precios cayeran, sólo un pequeño porcentaje de propietarios podría ver cómo el valor de sus deudas excedía el valor de sus casas (‘negative equity’)”, Beckner, 2005a. Sólo el nuevo jefe de la OCC, John Dugan, pareció mostrar alguna sombra de preocupación al decir que si hubiera una rápida

subida de tipos, los tenedores de hipotecas ARM podrían tener serios problemas (“payment shock”) para atender el pago de sus cuotas (Beckner, 2005b).

Como hemos visto en el apartado anterior, aunque los tipos comenzaban a subir, los guardianes del sistema no reaccionaron a tiempo y se empleó un tiempo precioso en discutir y redactar la nueva “guía de prácticas bancarias” que no llegó hasta demasiado tarde, concretamente hasta septiembre de 2006. Pero, pese a ser emitida, las críticas siguieron llegando, especialmente desde el Senado. La razón era que muchos productos híbridos, como los préstamos 2/28 ARM no estaban cubiertos en la guía. Este tipo de préstamo hipotecario era considerado como “problemático” por muchas asociaciones de consumidores, ya que fijaban un tipo de interés relativamente bajo en la cuota durante los 2 primeros años, pero en los 28 restantes el tipo de interés era flotante. Por ello, 5 miembros del Comité Bancario del Senado pidieron su inclusión en la guía (Adler y Kaper, 2007).

Sin embargo, la desunión y las distintas perspectivas de las agencias siguieron frustrando un acuerdo. Por ejemplo, la FDIC, dirigida por Sheila Bair quería mencionar productos de una manera específica, como los préstamos 2/28, pero la OTS, liderada por John Reich, y la Reserva Federal no querían especificar productos particulares. Una actitud que llevó al Senador Chris Dodd, en aquel momento presidente del Comité del Senado, a calificar la actitud de las agencias como “inadecuado” (Adler y Kaper, 2007). Finalmente, a principios de marzo se presentó la nueva guía para recibir comentarios. En ella sí que se especificaban los productos por su nombre. Posteriormente, en julio de 2007 la guía se presentó sin cambios.

No obstante, durante ese interludio de 3 meses diferentes miembros de la Reserva Federal continuaron mostrando su preocupación por lo que podía producir una regulación menos laxa. Por ejemplo, Sandra Braunstein, la Directora de la División de la FED sobre Consumo, declaró en una vista ante el Congreso que estaba preocupada porque las nuevas reglas provocaran un “credit crunch”, (Kaper 2007). En una línea similar, en mayo de 2007, el nuevo presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, expuso que unas reglas reguladoras más exigentes podrían tener el efecto de recortar el crédito a potenciales propietarios de viviendas “Debemos de tener cuidado de no suprimir inadvertidamente los préstamos responsables o eliminar las oportunidades de

refinanciación para los prestatarios subprime” (Peters 2007). Igualmente, Bernanke declaró que “en el largo plazo, los mercados son mejores que los reguladores en asignar los créditos” (Peters, 2007). Con todo ello, Braunstein y Bernake seguían reafirmando la posición de la FED en vigilar la inflación general, no la particular de un mercado como el inmobiliario, así como en la “sabiduría convencional” que afirmaba que el mercado funcionaría correctamente con una regulación ligera.

Como afirman Gieve y Provost, 2012, la crisis subprime representa la “manifestación de unas ideas políticas en particular”, pero también la “falta de coordinación” entre la política monetaria y regulatoria”. Primero, porque dada la fragmentación y el carácter competitivo de la regulación estadounidense los 4 reguladores tardaron casi 2 años en ponerse de acuerdo en una “guía de prácticas bancarias”. Segundo, porque existió una manifiesta desarmonía entre la política monetaria y la política regulatoria. Por un lado, la Reserva Federal subió tipos desde 2004 para desinflar la burbuja inmobiliaria. Por otro, se permitía los 2/28 ARM, lo que facilitaba el acceso a las hipotecas a clientes que nunca podrían hacer frente a los pagos si los tipos subían.

#### **7.4. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES.**

Como hemos analizado en este capítulo, durante los 80 y los 90 se acabó construyendo una ideología pro-mercado que influenció en el diseño y la adopción de políticas públicas, incluidas las reformas institucionales. Esta ideología liberal, e incluso neo liberal para algunos, pregonaba que los mercados, una vez liberados de sus restricciones regulatorias y con un modelo de supervisión “ligera” o “debil”, asignarían mejor los recursos y generarían un mayor bienestar social. Una ideología, como hemos visto, que fue apoyada por analistas y académicos (Winston, 1998; Blinder, 2004; Blinder y Reiss, 2005 y Gieve y Provost, 2012) e impulsada por políticos y funcionarios del más alto nivel, como Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal entre 1987 y 2006, y Phil Gramm, presidente entre 1995 y 2000 del Comité del Senado sobre Asuntos Bancarios, Residenciales y Urbanos. Unos verdaderos “patriotas fundamentalistas” del mercado (Abolafia, 2010).

También ha quedado puesto de manifiesto en el análisis institucional aquí realizado como los políticos en EE.UU. se mostraron receptivos a las contribuciones monetarias hechas a sus campañas de elección y re-elección, al igual que se mostraron receptivos a las tareas de lobby desarrolladas por las grandes corporaciones de negocios del país y, específicamente, por las entidades financieras. Aspectos que, autores como Bartel (2009) y Hacker y Pierson (2009), resaltan explícitamente cuando afirman que los políticos son muy “sensibles” y responden positivamente a las donaciones, apoyando la legislación que favorezca a los intereses de sus donantes. Lo que, de acuerdo, con Stiglitz (2009a) es la “jugada” que se espera de ellos, dadas esas “reglas del juego”.

Nuestro análisis nos permite concluir también que durante las décadas previas al estallido financiero del 2007-8 las élites económicas y los grupos organizados que representan los intereses de corporaciones e industrias (especialmente la financiera) sin duda influyeron en el proceso político y en el diseño de políticas y regulaciones públicas, lo que les permitió tener un impacto sustancial en la desregulación del sistema financiero que tuvo lugar. (Bartel, 2008; Schlozman y otros, 2012; Winter y Page, 2009 y Winters, 2011, y Gilens y Page, 2014). Como escriben Johnson y Kwak (2010) “El dinero y la ideología se refuerzan mutuamente”.

Una vez se impuso lo que Beunza y Gadud (2006 y 2007) definirían como un nuevo marco interpretativo de la realidad coherente con la nueva ideología política liberal/neo-liberal, fue muy difícil oponerse al nuevo paradigma pro-mercado y a favor de la desregulación. De hecho, el economista y premio nobel Robert Schiller le confió a Roberts (2010) que cuando acudía a declarar como economista experto en vistas públicas ante Comités del Congreso sobre la posibilidad de que se estuvieran generando burbujas en los mercados de valores y de vivienda lo hacía con sumo cuidado. Sencillamente, porque su visión era discordante con la del paradigma dominante, lo que según él le convertía en vulnerable y “con el riesgo de que (la carrera) de uno pueda acabarse”. La asunción de esta visión llevó al desarrollo de políticas públicas que eliminaron las salvaguardas del sistema financiero, al dejar a los ciudadanos estadounidenses sin una regulación fuerte y una supervisión exigente. Ello, junto a los otros factores aquí analizados, dejó el camino expedito al estallido de la crisis y al derrumbe del sistema financiero (Hodgson, 2009 y Stiglitz, 2009c).

Por último, conviene volver a resaltar en estas reflexiones finales que el movimiento de Countrywide ya analizado, al cambiar de regulador para buscar un supervisor más “laxo y menos sofisticado”, revela la existencia de un problema muy serio en EEUU durante aquellos años, pues parece mostrar que los reguladores competían entre ellos para captar “clientes”, antes que trabajar conjuntamente por una mejor regulación, algo que contribuiría al desastre final.

# **CAPÍTULO 8. LAS PRIMERAS REFORMAS INSTITUCIONALES DEL GOBIERNO DE OBAMA TRAS EL ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA.**

## **8.1. INTRODUCCIÓN**

Una vez analizados los principales factores institucionales influyentes en el estallido financiero del 2008, y antes de proceder a esa primera contrastación empírica ya mencionada de algunas de nuestras hipótesis explicativas básicas, no podemos finalizar la presente Tesis sin un capítulo dedicado a las primeras respuestas regulatorias o reformas institucionales implantadas por el gobierno de Obama justo tras la debacle. Aunque otras medidas han seguido aplicándose con posterioridad, dada la perspectiva institucional de la presente investigación el objetivo consiste en analizar únicamente las primeras reformas institucionales implantadas entre 2008 y 2010 en relación con los mercados financieros a efectos de mostrar cómo las instituciones realmente importaban y tuvieron que ser modificadas.

Así pues, en este capítulo se analiza (apartado 8.2) tanto la nueva legislación aprobada por el Gobierno norteamericano en 2010 para reformar el funcionamiento de Wall Street y proteger mejor a los consumidores-inversores (la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), como algunas otras reformas derivadas de dicha ley en relación con los mercados de derivados (apartado 8.3), el diseño de los sistemas de retribución de los directivos (apartado 8.4) y el control de las agencias de calificación de rating (apartado 8.5). También se aborda en este capítulo la reforma mediante la que se introdujo: la Regla Volcker (apartado 8.7) y la cuestión del “too big to fail (apartado 8.9) de los grandes bancos, ambas diferentes, pero conectadas y complementarias.

En ese sentido, cabría ya resaltar en esta introducción que el asunto de la Regla Volcker nos retrotrae de nuevo a discusiones ya habidas hace casi un siglo sobre la necesidad o no de separar la banca comercial (la banca de depósitos), de la banca de inversión en la que uno o varios operadores de la entidad toman posiciones de compra o venta en los mercados de capitales por cuenta del banco, con el único objetivo de ganar dinero.

El que un banco esté realizando apuestas arriesgadas no tendría por qué ser un problema nada más que para sus accionistas y trabajadores si no tuviera depósitos. Es por estos depósitos por lo que los bancos tienen vía libre para acudir a una línea de liquidez de emergencia de la Reserva Federal. La no diferenciación entre banca comercial o de depósitos y de inversión crea así un potencial efecto negativo dada la existencia de un asegurador de último recurso, la FED, lo que puede inducir a estos bancos a una toma de riesgos en las entidades protegidas (Alejo, 2008).

La segunda cuestión relativa al tema “too big to fail” complementa y amplía los riesgos antes mencionados. Si los costes de dejar caer a un gran banco son enormes, es esperable que el estado, cualquiera que sea el gobierno, siempre acudirá al rescate. Un elemento que, como veremos, se daba por sentado en el entorno institucional informal de aquellos años y que generaba un “seguro de riesgo” efectivo para esos bancos, sus equipos directivos y sus accionistas a costa de todos los demás ciudadanos ante la toma de riesgos excesivos y la aparición de eventos inesperados. (Noss y Sowerbutts, 2012 y Davies y Tracey, 2014). Como veremos, la nueva ley crea determinados mecanismos y nuevas agencias para intentar resolver estas situaciones, como la Autoridad de Liquidación Ordenada (Orderly Liquidation Authority, OLA).

El capítulo muestra pues tanto los objetivos perseguidos y las razones que han llevado a los legisladores a impulsar las reformas institucionales mencionadas como las trabas y presiones ejercidas desde el lado de la banca de Wall Street, cómo paradigmáticamente se revela en el caso de la evolución de la norma Volcker. Todo ello pretende mostrar lo difícil que resulta cambiar políticamente un determinado marco institucional regulador, en este caso de los mercados financieros norteamericanos, pues no sólo las cuestiones de eficiencia y riesgos son importantes, también los impactos distributivos que toda reforma conlleva.

La reflexión final sobre estas reformas, al igual que el análisis elaborado a lo largo de esta tesis, ha generado en quien esto escribe, y seguro que también generará en quien lo lea, la sensación de que la historia se repite. La tan popular y ya mencionada frase entre los institucionalistas de “the history matters” habría de ser modificada para añadir “the history matters and collective failures repeat themselves”. No sólo la historia pasada

importa a la hora de explicar lo que acontece, sino que los errores colectivos parecen repetirse de tanto en tanto.

De un lado, el crack bursátil de 1929 se transmutó en una crisis económica que azotó con dureza a la clase media. A lo que hay que sumar que el poder político y legislativo cambió de manos, al pasar de republicanos a demócratas. La nueva administración-gobierno, dirigida por el presidente Franklin Delano Roosevelt, respondió con la creación de una Comisión para analizar las causas que habían provocado la debacle (la Comisión Pécora) y promulgó un conjunto de leyes mucho más restrictivas con respecto al funcionamiento de los mercados y operadores financieros, como la Glass-Steagall Act de 1933, que separaba la banca comercial de la de inversión.

En la actualidad, una vez la burbuja financiera e inmobiliaria estalló en 2007-8 y se dejó caer al banco de inversión Lehman Brothers el pánico financiero se disparó. En 2008 la crisis financiera que había nacido en Wall Street (la industria bancaria) se había convertido en una crisis económica que golpeaba con fuerza en Main Street (en la economía que los ciudadanos perciben en su día a día). Nuevamente, el Gobierno pasó de manos de los republicanos a los demócratas y, siguiendo un guión muy parecido, el recién nombrado gobierno de Obama puso en marcha en 2009 otra comisión de investigación, la Financial Crisis Inquiry Commission. Además, al año siguiente dicho gobierno promovió un nuevo cuerpo legislativo, la Dodd-Frank Act, mucho más exigente con el sector financiero. Dentro de él estaba la conocida como Regla Volcker, que imponía de nuevo la separación entre banca comercial y banca de inversión.

Al hilo de todo ello, el capítulo también aborda en el apartado 8.8 una pequeña cuestión que, aunque a primera vista pueda parecer un tanto extravagante, creemos que tiene interés dado el tema que nos ocupa: ¿Podría una sola persona haber destruido el sistema financiero estadounidense en el periodo previo a 2008? Los análisis y consideraciones realizadas en el presente trabajo permiten pronosticar que efectivamente ese riesgo existió y aún podría haber sido peor. La regulación, o mejor desregulación existente, en la que cada empleado financiero perseguía su propio beneficio, es decir, su bonus anual, hubiera podido tener un resultado aun más desastroso si el estallido financiero no se hubiera producido en 2008 y todo hubiera continuado por unos años más.

¿Descabellado? Bueno, en 2008 Jérôme Kerviel, de Société Générale, perdió 4.800 millones de euros operando con futuros sobre índices de acciones europeas. Igualmente, en 2012 un broker conocido como la “ballena blanca”, e identificado posteriormente como Bruno Iksil, de la mesa de tesorería de JP Morgan en Londres, asustó al mercado con las posiciones que tenía abiertas en el mercado de bonos. Finalmente, en mayo de 2012 la entidad declaró una pérdida de 2.000 millones de dólares en bonos. Posteriormente, la compañía reconocería pérdidas de 6.000 millones de dólares y se conocería que un directivo español, Javier Martín- Artajo<sup>174</sup>, el jefe de Supervisión de Inversiones la mesa de JP Morgan en Londres, había participado en el fraude ocultando el agujero.

La posible aparición de ese “Broker del Día del Juicio Final Financiero” es simplemente una invención nuestra que entraría en el género de las finanzas-ficción. Su descripción tan sólo nos sirve para señalar el riesgo que se genera con un sistema de incentivos perverso en el seno de las divisiones de inversión de los grandes bancos estadounidenses. Sin embargo, lo que sí que es real es la larga lista de fracasos y fraudes individuales de los brokers en los mercados de derivados, como veremos más adelante.

## **8.2. LA PRIMERA RESPUESTA REGULATORIA: LA CREACIÓN DE LA FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (FCIC) Y LA NUEVA COMISIÓN PECORA. (2009).**

La Comisión Investigadora de la Crisis Financiera, Financial Crisis Inquiry Commission,<sup>175</sup> fue creada para "examinar las causas, nacionales y mundiales, de la actual crisis financiera y económica en los Estados Unidos". La Comisión fue establecida como parte de la ejecución de la Fraud Enforcement and Recovery Act (Ley Pública 111-21) aprobada por el Congreso y firmada por el Presidente Obama en mayo de 2009. Esta comisión independiente de 10 miembros estuvo integrado por ciudadanos privados con experiencia en áreas como la vivienda, la economía, las finanzas, la

---

<sup>174</sup> Martín-Artajo fue uno de los directivos mejor pagados de la City londinense durante muchos años. Su salario en 2010 y 2011 ascendió a 12 y 10 millones de euros respectivamente.

<sup>175</sup> La Comisión fue apodada la *Comisión Angelides*, por su presidente, Phil Angelides y comparada con la Comisión Pecora, por lo que también ha sido llamada la nueva Comisión Pecora. El informe completo está disponible en [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf)

regulación de los mercados, la banca y la protección del consumidor. Seis miembros fueron nombrados por los líderes demócratas del Congreso y cuatro por los republicanos.

La FCIC pasó más de 1 año examinando las causas de la crisis financiera. Para ello, entrevistó a 700 testigos, revisó millones de páginas de documentos y llevó a cabo 19 días de vistas públicas en Nueva York, Washington DC y en comunidades de todo el país que habían sido duramente golpeadas por la crisis. Conjuntamente, la Comisión utilizó una gran cantidad de material existente sobre la crisis que había sido desarrollado por comités congresuales, agencias gubernamentales, académicos, periodistas, investigadores legales y otros muchos.

Las áreas de interés de la Comisión fueron muchas y muy amplias, como por ejemplo, los préstamos hipotecarios y la titulización, los derivados, el gobierno corporativo y la gestión del riesgo. Como la Comisión expone, para poder “extraer estas cuestiones de los dominios de lo abstracto”, desarrolló casos de estudio específicos de firmas financieras concretas que tuvieron papeles principales en la crisis. Entre las firmas revisadas se incluye a American International Group (AIG), Bear Stearns, Citigroup, Countrywide Financial, Fannie Mae, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Moody’s y Wachovia.

Al mismo tiempo, las políticas económicas puestas en marcha por los sucesivos Congresos y Administraciones también son objeto de estudio por parte de la Comisión. De este modo, examina el rol de los *policy makers* y de los reguladores, incluyendo a la Federal Deposit Insurance Corporation, la Reserva Federal, la Reserva Federal de Nueva York, el Department of Housing and Urban Development, la Office of the Comptroller of the Currency, la Office of Federal Housing Enterprise Oversight, y su sucesora, la Federal Housing Finance Agency, la Office of Thrift Supervision, la Securities and Exchange Commission, SEC, y el Departamento del Tesoro.

La Comisión presentó sus conclusiones<sup>176</sup> en enero de 2011 y ocuparon un amplio espacio en los medios de comunicación tanto estadounidenses como internacionales. En

---

<sup>176</sup> La Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) creó una página web dedicada a informar sobre sus hallazgos. Sin embargo, el mandato federal que ordenaba la constitución y el trabajo de la Comisión

su consideración final escribieron que "la crisis era evitable", lo que se convirtió en el titular más repetido, y afirmaron que la debacle sucedió por la conjunción de una multitud de elementos. Para empezar, los fallos generalizados en la regulación financiera, incluyendo el fracaso de la Reserva Federal para contener la marea de las hipotecas tóxicas. También, las dramáticas "averías" en el gobierno corporativo, lo que incluye demasiadas firmas financieras actuando imprudentemente y tomando demasiados riesgos. A lo que hay que sumar, una mezcla explosiva de excesivo endeudamiento y de riesgo asumido tanto por los hogares, como por Wall Street.

En su opinión, esta combinación de factores puso al sistema financiero en curso de colisión con la crisis. Igualmente, los encargados de formular políticas desde las administraciones públicas estaban mal preparados, pues carecían de una comprensión completa del sistema financiero que supervisaban. La crisis alcanzó proporciones sísmicas cuando en septiembre de 2008 Lehman Brothers quebró y se le dejó caer, a la vez que el derrumbe del gigante AIG, American International Group, se tornaba inminente. El pánico sacudió al sistema financiero estadounidense e internacional, debido a la lo que la Comisión expone en sus conclusiones, es decir, "una falta de transparencia en los balances de las instituciones financieras principales, conjuntamente con una red de interconexiones entre las instituciones percibidas como demasiado grandes para caer". De este modo, los estadounidenses se vieron forzados en 2008 a escoger entre 2 alternativas dolorosas "arriesgarse al colapso total de su sistema financiero y de su economía o inyectar billones de dólares de los contribuyentes en el sistema financiero y en un grupo de compañías, mientras millones de estadounidenses perdían sus trabajos, sus ahorros y sus hogares". Por último, y no menos importante, la Comisión detectó violaciones sistémicas en la rendición de cuentas y de falta de ética a todos los niveles.

---

terminaba el 13 de febrero de 2011. Como que la FCIC consideraba de capital importancia que su trabajo siguiera estando disponible y libremente accesible se necesitaba que alguna entidad mantuviera los documentos en la red. Así pues, el Rock Center for Corporate Governance en la Universidad de Stanford y la Biblioteca Robert Crown de la Stanford Law School (SLS) han acordado alojar la nueva página web y permitir su libre acceso en los próximos años. Así pues, las conclusiones están disponibles en: <http://fcic.law.stanford.edu/report>.

### **8.3. LA REFORMA INSTITUCIONAL IMPLANTADA MEDIANTE LA DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT (2010): LA VUELTA A UNA REGULACIÓN EXIGENTE.**

A veces pareció que no iba a llegar nunca y que las buenas intenciones morirían en tierra de nadie. Pero, por fin, tras un año de esfuerzos legislativos, el 30 de junio de 2010 la US House of Representatives aprobó la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>177</sup>, específicamente por 237 votos a favor y 192 en contra. Así, el 21 de julio de 2010 el presidente norteamericano Barack Obama pudo firmar una ley que, como se escribe en su primera página, ha sido creada para “Promover la estabilidad financiera en los Estados Unidos mejorando la contabilidad y la transparencia en el sistema financiero, para finalizar el ‘demasiado grande para caer’, para proteger al contribuyente estadounidense al terminar con los rescates financieros, para proteger a los consumidores de prácticas abusivas en los servicios financieros, y para otros propósitos”. En suma, la reforma financiera más profunda en EEUU en los últimos 70 años y la respuesta legislativa a la crisis financiera de 2007.

Dada su importancia, la Casa Blanca aprovechó la oportunidad para convertir su firma en un solemne acto. Por ello se invitó a una nutrida representación del sector financiero y se escogió un imponente lugar en Washington D.C., el Ronald Reagan Building. Un detalle paradójico, pues el edificio en el que se firmó una ley intervencionista lleva el nombre de uno de los presidentes que más fervientemente defendió la idea de reducir el tamaño del estado y de eliminar las trabas a la libre actuación de los mercados. Por supuesto, el presidente Obama reivindicó su manera de hacer política económica. "El pueblo americano nunca tendrá que pagar de nuevo por los errores de Wall Street" declaró. "No habrá más rescates financiados por los contribuyentes. Punto."<sup>178</sup>

Esta legislación era la respuesta de la nueva Administración Obama al “legado” que había recibido al llegar al cargo en enero de 2009. Primero, un sistema financiero que

---

<sup>177</sup> La ley al completo está disponible en <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

<sup>178</sup> Disponible en <http://www.whitehouse.gov/blog/2010/07/21/president-obama-signs-wall-street-reform-no-easy-task>

había estado al borde del colapso y donde el crédito estaba prácticamente congelado. Dos, los restos de una burbuja inmobiliaria que había explotado. Tres, unos consumidores endeudados y temerosos de un futuro incierto ante los que se desplegaba el fantasma del desempleo.

Sin embargo, apenas 2 años después el escenario económico se había dulcificado tanto por el efecto de las medidas aplicadas en la economía estadounidense que en las elecciones presidenciales de otoño de 2012 el candidato republicano, el empresario Mitt Romney, se presentó con un programa que cuestionaba todos estos avances legislativos. Según él, había que actuar con celeridad para destruir “el vasto edificio regulatorio que la Administración Obama ha impuesto a la economía”. Porque, como se explica en su argumentario programático, esas cargas regulatorias, inconsistentes e innecesarias, funcionan como un “impuesto oculto” sobre los ciudadanos estadounidenses. Por esta razón el candidato Romney prometió derogar la Ley Dodd-Frank y sustituirla con un marco regulatorio “más simple y moderno”. Según su programa “hay que hacer retroceder las leyes de la era Obama, y las pre-existentes deben de ser cuidadosamente escrutadas”. La victoria de Obama en 2012 abortó esta re-revisión.

No obstante, la ley presentada por Obama no era una estación de llegada. Al contrario, era el principio de un viaje que pretende establecer una nueva arquitectura reguladora<sup>179</sup> que pueda supervisar cómo las entidades financieras llevan a cabo sus negocios. De hecho, la nueva ley ha desarrollado y continua desarrollando nuevos paquetes normativos y regulatorios para clarificar y poder ejecutar sus requerimientos. Por ejemplo, la SEC dedica una página web a la descripción del avance de los diferentes reglamentos que ha de preparar para cada una de las provisiones que la Ley le requiere desarrollar<sup>180</sup>. Esta página mostraba en septiembre de 2015 que sólo quedaban 18 propuestas por terminar de desarrollar, respecto a las 86 previstas. Pero, lo que es seguro es que su formato final será arrollador por su amplitud y su impacto. Como declaró en julio de 2011 Mary Shapiro, presidenta de la Securities and Exchange Commission, la nueva legislación remodelará por completo el paisaje regulatorio estadounidense<sup>181</sup>.

---

<sup>179</sup> Un resumen de la Ley está disponible en: [http://banking.senate.gov/public/\\_files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)

<sup>180</sup> <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml>

<sup>181</sup> Mary Shapiro, <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml>.

¿Qué desarrollará la nueva legislación? La ley Dodd-Frank crea nuevas agencias reguladoras, reglamenta nuevos mercados, trae a nuevas compañías a la arena de la ordenación y dota de nuevos poderes a las agencias que ya existen. Su objetivo es *fomentar y conseguir la estabilidad financiera*. Por ello, el enemigo a combatir es el riesgo, al que se enfrenta en dos niveles: el macro-prudencial y el micro-prudencial.

Por la parte macro prudencial establece 4 premisas básicas. Primero, identificar en una etapa temprana cualquier cuestión que provoque *riesgo sistémico en grandes instituciones financieras*. Dos, requiere una regulación más estricta de las instituciones que puedan generar riesgo sistémico, para que no se encuentren en situaciones donde el capital y la liquidez se vean amenazados. Para ello, crea un Consejo de Supervisión Financiera Institucional, el Financial Stability Oversight Council. Su función consistirá en designar qué instituciones financieras no bancarias norteamericanas y extranjeras son susceptibles de provocar un riesgo sistémico. Tres, proveer a los reguladores la posibilidad de poder dividir a las compañías cuando su tamaño pueda poner en peligro al sistema financiero. Es decir, se pretende terminar con el concepto de “demasiado grande para caer”, Too Big To Fail, TBTF. Un aspecto definido por Wilmarth, 2011, como el “gran problema no resuelto de la regulación financiera”. Y cuatro, dotar al regulador de la posibilidad de proceder a la liquidación ordenada de entidades financieras, incluyendo empresas como Fannie Mae y Freddie Mac, de tal modo que no puedan exponer a los contribuyentes a pérdidas. Por ello, se pretende que si el Tesoro, el Federal Deposit Insurance Corp, FDIC, y la Reserva Federal acuerdan que una compañía está en una situación financiera insostenible puedan proceder a su liquidación. Los accionistas y los acreedores no asegurados serían los que soportarían las pérdidas. La cúpula directiva sería despedida y el FDIC podría recuperar hasta 2 años de compensaciones de los ejecutivos capitales responsables del fracaso de la compañía (Joyce y otros, 2010).

Respecto al enfoque micro, se requiere que los bancos y las otras entidades generadoras de activos que se titulizan mantengan al menos un 5% de crédito de riesgo de esos activos en sus balances, excepto para hipotecas de bajo riesgo. Un cambio importante, pues si recuerdan una de las causas de la crisis fue que estas entidades podían sacar totalmente el riesgo de sus balances y transmitirlos a esos vehículos de inversión llamados *conduits* de infausto recuerdo.

También, prohíbe algo elemental, como las prácticas predatorias a la hora de conceder préstamos hipotecarios, uno de las cuestiones causantes de la crisis, como se analizó en capítulos precedente. Específicamente, el Título XIV de la Dodd-Frank Act se denomina la Ley de Reforma Hipotecaria y contra los Préstamos Abusivos, Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act, la cual será administrada por la nueva Oficina de Protección Financiera al Consumidor, Bureau of Consumer Financial Protection. Esta sección se centra en estandarizar la recolección de datos para suscribir y titular hipotecas, al mismo tiempo que impone algo de sentido común: los originadores de hipotecas sólo podrán concederlas a aquellos que puedan devolverlas. Para ello, se demanda al originador del préstamo que recabe más información, como conocer si existe una segunda hipoteca u otros préstamos subordinados, y la necesidad de incluir un seguro sobre la hipoteca, por si el cliente impaga. Pueden parecer detalles básicos, pero recordemos la carrera a la baja que se registró en el mercado hipotecario estadounidense en cuanto a documentación recabada, nivel de información transmitida a los clientes y control de riesgos por parte de las entidades financieras para la concesión de préstamos en los años previos al estallido de la crisis, Simkovic (2013).

#### **8.4. EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL REGULADOR DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS EN LA DODD-FRANK ACT.**

Del mismo modo, la ley expande la regulación a lo que se ha denominado “*sistema financiero en la sombra*”. El Título VII de la Dodd-Frank Act se conoce como la Wall Street Transparency and Accountability Act de 2010. Esta pieza incluye la nueva supervisión sobre los Credit Default Swaps y los Credit Derivatives, los Derivados de Crédito que fueron el objeto en 2007 de los problemas y bancarrotas de las entidades financieras estadounidenses. La nueva ley ordena que los derivados conocidos como Swaps, que hasta ahora se negociaban fuera de mercados organizados, concretamente en plataformas Over the Counter, OTC, se negocien desde ahora a través de Cámaras de Compensación.

Las dos agencias supervisoras y reguladoras sobre los derivados y sobre los swaps serán la Commodity Futures Trading Commission, CFTC, y la Securities and Exchange Commission, SEC. La Ley elimina la exención de regulación sobre los swaps que se había constituido bajo la Ley Gramm-Leach-Bliley de 1999. Del mismo modo, se ordena una regulación y una mayor recolección de datos de los asesores de los hedge funds y de los private equity funds. El efecto que se consigue es un incremento de la transparencia respecto a los derivados, un punto que ha despertado mucho recelo entre las compañías norteamericanas por su extendido uso. Según un estudio de PWC más del 90% de las 500 mayores corporaciones del país y la mitad de las empresas de tamaño medio utilizan derivados para proteger el riesgo en el que incurren en su actividad diaria, desde la cotización de divisas hasta el precio de los cereales.

Evidentemente, el problema no está en los contratos de futuros y opciones estandarizados, sino en los mercados de productos no estandarizados, los OTC, Over The Counter, que serán regulados por la SEC, el equivalente a nuestro CNMV, y la Commodities Futures Trading Commission. En este nuevo escenario más transacciones serán requeridas que pasen a través de cámaras de compensación y negociadas en bolsas oficiales. Los operadores en el mercado de swaps estarán sujetos a requisitos de capital y, en su caso, a otras exigencias macro-prudenciales. Igualmente, todas las transacciones deberán de ser comunicadas para controlar los riesgos y mejorar la transparencia. Lo que significa que, por ejemplo, los CDSs deberán de ser liquidados a través de cámaras de compensación<sup>182</sup>. De este modo, lo que en 1999 el presidente de la FED Alan Greenspan, el senador republicano Phil Gramm y los Secretarios del Tesoro Rubin y Summers le negaron a Brooksley Born, la Presidenta de la Commodity Futures Trading Commission, ahora puede ser posible.

Cuando se presentó la Dodd – Frank Act, la posición europea fue de apoyo y coordinación. Especialmente en el apartado de los derivados OTC. Como declaró Patrick Pearson, un funcionario con base en Bruselas que lidera los esfuerzos legislativos europeos, “Le puedo decir que la factura telefónica de mi oficina a Estados Unidos nunca ha sido tan alta como en estos últimos 6 meses”, lo que ilustra

---

<sup>182</sup> Las cámara de compensación establece un protocolo de constitución de garantías, aportadas por los clientes y por los miembros de las sociedad rectoras de la cámara de compensación en cuestión. Con esas garantías se garantiza que la operación llegue siempre a buen fin, aunque haya incumplimiento por una de las partes.

perfectamente el alto grado de conexión, tal y como lo recogía el Financial Times. Ciertamente, el plan que presentó el comisario de Mercado Interior, Michel Barnier, el 15 de septiembre de 2010 estaba mucho más cerca de las posiciones norteamericanas de lo que se esperaba, incluso en los símiles que utilizó en la presentación. Según el comisario "ningún mercado financiero pueda permitirse el lujo de seguir siendo como el salvaje Oeste". Por ello, se ordenaba que los contratos OTC estandarizados fueran procesados a través de cámaras de compensación y que las operaciones OTC fueran comunicadas a las autoridades financieras. ¿Por qué? En palabras de Barnier, para averiguar "quién hace qué, y quién debe a quién y cuánto". Este plan fue finalmente aprobado en febrero de 2012 tras casi dos años de debate y de feroces desacuerdos entre el Reino Unido, Francia y Alemania. Michael Barnier lo definió como el fin de "una era de opacidad y de contratos en la sombra". Esta nueva regulación es el equivalente a la Dodd-Frank Act en EEUU en la parte de derivados y su buque es la European Markets Infrastructure Regulation<sup>183</sup>.

Como en los cuentos infantiles de princesas y castillos, el mercado OTC es el dragón al que hay que combatir y enjaular en cámaras de contrapartida, tal y como defienden Rochet (2010), y González (2009). La razón es que su tamaño asusta, pues si se producen impagos en ellos se convierten en verdaderas armas de destrucción masiva por su efecto expansivo, como dijo el mítico inversor Warren Buffet. Según datos del BIS, el Bank for International Settlements, el importe nominal pendiente de liquidar de los contratos OTC ascendía en diciembre de 2009 a 614,67 billones de dólares, mientras que el total nominal de los contratos de futuros y opciones regulados negociados en mercados organizados sólo sumaba 75,45 billones de dólares. Es decir, la relación no organizado - regulado es de 8 a 1. Puede que esas cifras tomadas en frío no digan mucho, pero si se considera que el PIB estimado de EEUU en 2009 fue de "sólo" 14,14 billones de dólares, la comparativa asusta. Sencillamente, porque el mercado que quedaba fuera de la regulación y supervisión anterior era enorme.

Verdaderamente, la ley Dodd-Frank y la nueva legislación europea sobre derivados son comienzos honestos y envían un mensaje a los mercados, a la vez que son parte de un esfuerzo mayor de las naciones del G20 por controlar este ámbito. Sin embargo, el

---

<sup>183</sup> La regulación europea sobre derivados está disponible en:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm)

problema es el mismo que presenta la aplicación de la tasa Tobin. Si se crea un impuesto para las transacciones financieras en uno o varios países, los grandes centros financieros sólo han de desplazarse a aquellas naciones que no la aplican para no verse perjudicados. Igualmente, si la regulación en mercados OTC se endurece en Europa y en EEUU, ¿qué evitará que esas operaciones se lleven a otros países? ¿por qué no, por ejemplo, a Dubai? Tal vez la solución pase por acuerdos similares a los del G20, cuando elaboró listas con las que señaló a los paraísos fiscales opacos, pues todo lo que no sea acordado y aplicado globalmente está condenado a llevarnos a la próxima crisis. Todo lo cual abre nuevas líneas de investigación.

### **8.5. LA DODD-FRANK ACT Y LA NUEVA REGULACIÓN SOBRE RETRIBUCIÓN DE LOS EJECUTIVOS FINANCIEROS. EL “SAY ON PAY”.**

Llamativamente, la Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act, 2010, trata la cuestión de las compensaciones a ejecutivos en el Subtítulo E del Título IX de la ley, que versa sobre la protección del inversor. En él se especifica la obligación de la Securities and Exchange Commission, SEC, de regular para que los mercados de valores estadounidenses denieguen la posibilidad de estar cotizadas a aquellas empresas que no cumplan con lo establecido en la ley sobre compensaciones. Una ley que da el derecho a decidir a los accionistas de la empresa sobre la remuneración ejecutiva, el *Say on Pay*. Esta nueva normativa desarrolla las siguientes líneas de supervisión:

- Al menos una vez cada 3 años, una empresa cotizada está obligada a someter a la votación de los accionistas la aprobación del plan de remuneración de la directiva.
- Al menos una vez cada 6 años se someterá a votación si la revisión y aprobación anterior del plan de remuneración, establecido cada 3 años, debe de ser realizado de un modo más frecuente. Es decir, anual o bianualmente, en lugar de trianualmente.

- Los accionistas pueden desaprobar cualquier contrato de blindaje (paracaídas de oro, “golden parachute”) con su voto.
- Los accionistas deben de estar informados de la relación entre la remuneración de la directiva ya pagada, teniendo en cuenta cualquier cambio.
- La compañía debe de informar si algún miembro de la directiva ha comprado algún instrumento financiero que le permita protegerse frente a caídas en el valor de la acción de la empresa, ya que parte de la retribución puede ser un paquete de acciones.
- Se ha de informar a los accionistas del salario del director general y de posiciones similares.
- Se ha de informar de la media salarial de los empleados de la compañía, quitando de esa media los sueldos medios de la cúpula directiva.
- Se ha de comunicar cual es el ratio, el abanico salarial, entre la cúpula directiva, y el salario medio de los empleados de la empresa. Un aspecto conocido como el “pay gap provisión”. Éste ha sido, es y seguirá siendo, uno de los puntos más controvertidos de la reforma. De hecho, sobre este punto se ha desarrollado una fuerte labor por parte de los lobbys, los cuales argumentaban la extrema complejidad del cálculo de ese tipo de información, tal y como informaba una editorial del New York Times<sup>184</sup> en 2012, aunque lo que parecía subyacer era en realidad la reticencia de los cuadros directivos a hacer pública esta información. Pero, finalmente, el 5 de agosto de 2015, la obligación de revelar ese “pay gap” entre los directivos y los trabajadores medios era aprobada por la SEC por un estrecho margen de 3 a 2 (siendo los 2 votos en contra emitidos de los comisionados republicanos). De hecho, Daniel Gallagher, uno de los comisionados republicanos que votó en contra, declaró<sup>185</sup> que esperaba que las corporaciones financieras se opusieran a este reglamento en los tribunales,

---

<sup>184</sup> New York Times. Editorial (2012) “The boss and everyone else”. Publicada el 1 de mayo de 2012. <http://www.nytimes.com/2012/05/02/opinion/the-boss-and-everyone-else.html?partner=rssnyt&emc=rss>

<sup>185</sup> “Companies forced to disclose CEO-workforce pay gap” The Guardian. Publicado el 5 de agosto de 2015. <http://www.theguardian.com/us-news/2015/aug/05/companies-disclosure-ceo-workforce-pay-gap>.

puesto que, en su opinión, la normativa podía ser inconstitucional. Ciertamente, queda tiempo para litigar, porque la norma se pone en marcha en 2016 y los datos se deberían de publicar en 2017. De acuerdo con la norma final, las compañías tendrán que determinar la media que usarán para encontrar el salario medio de sus empleados y lo deberán de hacer cada 3 años, en lugar de anualmente, como se había propuesto inicialmente.

Llamativamente, como que todas estas normas atañen a la SEC, la Dodd-Frank Act lo que plantea son enmiendas a la Securities Exchange Act de 1934. La ley que creó la Securities and Exchange Commission, la SEC, y que fue diseñada por la Administración Roosevelt como respuesta al crack bursátil. Lo que no deja de ser paradójico, pues el legislador y los reguladores vuelven a fijarse en leyes antiguas para volver a reconstruir un marco regulatorio no favorable a que “el mercado se auto corrija”<sup>186</sup>.

## **8.6. LA DODD-FRANK ACT Y EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL REGULADOR DEL FUNCIONAMIENTO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE CRÉDITO.**

En el Título IX de la Frank Dodd Act, que trata de la Protección del Inversor y de las Mejoras en la Regulación de los Activos Financieros, se afrontan las mejoras de la regulación sobre las agencias de calificación financiera. El Subtítulo C es el que cita los conflictos de interés y de falta de precisión en sus valoraciones que contribuyeron a la mala asignación de riesgos de las instituciones e inversores durante la crisis financiera. Esta pésima actuación impactó en la “salud de la economía norteamericana”, lo que puso de manifiesto la necesidad de una mayor transparencia y vigilancia de las agencias de calificación.

Es por ello, que la Dodd-Frank Act ordena a la SEC que cree una Oficina de Agencias de Calificación, Office of Credit Ratings, OCR,<sup>187</sup> para proveer supervisión sobre las entidades NRSROs, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations y una

---

<sup>186</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. Capítulo 9. “ALL IN”.

[http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_chapter9.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_chapter9.pdf)

<sup>187</sup> <http://www.sec.gov/ocr>

mejor regulación de estas compañías. Entre las nuevas normas<sup>188</sup> que se adoptan a partir de agosto de 2011 vale la pena citar:

- Se requiere a las NRSROs que establezcan, mantengan, apliquen y documenten una estructura de control interno efectivo, sobre la metodología para determinar los ratings.
- Se les requiere que envíen a la OCR un informe anual completo sobre el control interno.
- Descripción de la metodología sobre la formación de los analistas.

El Subtítulo C<sup>189</sup> concede la autoridad a la SEC para suspender temporalmente o revocar permanentemente la autorización NRSRO de una agencia de rating con respecto a una clase o subclase de activos, si se considera que no está concediendo ratings con integridad. Otras provisiones de la ley son:

- La SEC puede ordenar reglas con respecto a los procedimientos y metodologías de los ratings.
- Se requiere a la OCR a conducir una inspección de cada NRSRO, al menos anualmente, de la que podrá publicar un informe.
- Para facilitar la transparencia, la SEC puede solicitar a una agencia que haga públicos todos los datos que han apoyado la concesión de un rating, así como la metodología.

## **8.7. LA REGLA VOLCKER: LA NUEVA SEPARACIÓN ENTRE LA BANCA COMERCIAL Y LA BANCA DE INVERSIÓN.**

*La sección 619 de la Dodd Frank Act se conoce como la “Regla Volcker”, la Volcker Rule, en honor de Paul Volcker<sup>190</sup> quien está considerado como inspirador y arquitecto de esta pieza legislativa. Esta norma vuelve a intentar separar la banca comercial de la banca de inversión como lo hizo la Glass Steagall Act en 1932. Para ello, prohíbe a una*

---

<sup>188</sup> Disponible en <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>

<sup>189</sup> Disponible en <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:HR04173:@@L&summ2=m&>

<sup>190</sup> Paul Volcker fue presidente de la Reserva Federal entre agosto de 1979 y agosto de 1987, bajo las presidencias de Carter y Reagan. También, sirvió como Presidente del *Economic Recovery Advisory Board* del Presidente Barack Obama de febrero de 2009 a enero de 2011.

entidad bancaria el “proprietary trading”<sup>191</sup> o adquirir o mantener cualquier título, sociedad u otra forma de posesión en un hedge fund o fondo de títulos privados, pero sólo cuando sean para la propia entidad, no para los clientes. Es decir, una entidad podrá comprar un contrato de futuros o una opción para un cliente, pero, esa misma entidad no podría hacerlo para sí misma. De esta manera, no se permite que en un holding bancario coexistan divisiones de banca comercial con depósitos de particulares y divisiones de trading que puedan tomar posiciones para sí mismas en hedge funds o en mercados de activos como acciones, de renta fija o de derivados. No obstante, cierto tipo de “proprietary trading” se permite en la sección 619 de la ley. Concretamente, la compraventa de activos emitidos por organismos públicos de EEUU, como el Gobierno, agencias, municipios de los EEUU, los ayuntamientos y las agencias esponsorizadas por el Gobierno, así como los derivados sobre estos activos. Igualmente, las actividades de “creación de mercado”, market maker, y la cobertura para mitigar riesgos están exentas.

De acuerdo con la norma Volcker (FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, 2011), se prohíben esas actividades si resultan en un conflicto de intereses, si pueden terminar en una exposición material a activos de alto riesgo, si se convierten en una amenaza para la seguridad y solidez de la entidad bancaria, o si suponen una amenaza para la estabilidad financiera. Pero, ¿por qué el Congreso Estadounidense y la norma Volcker se centran en este tipo de activos y de actividad? Sencillamente, por el potencial de estos activos para crear riesgo financiero, tanto en la entidad financiera como en todo el sistema, Chatterjee 2011. La Norma Volcker se centra específicamente en aquellas entidades bancarias que pueden acceder a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal ya que, en opinión del legislador, la disponibilidad del acceso a fondos federales “baratos” puede producir una mayor tolerancia al riesgo a costa del contribuyente norteamericano, lo que crearía un “problema moral”. Además, la Regla Volcker requiere a las Agencias apropiadas el imponer requisitos de capital y limitaciones cuantitativas si fuera necesario para proteger la seguridad y solidez de estas entidades bancarias.

---

<sup>191</sup> El “proprietary trading” ocurre cuando una compañía compra y vende acciones, bonos, divisas, mercaderías, derivados u otros instrumentos financieros con el propio dinero de la compañía o dándole contrapartida a posiciones de sus clientes y de otros, con el fin de conseguir un beneficio para ella en el corto plazo.

El 11 de octubre de 2011, los reguladores presentaron públicamente el borrador de la Norma Volcker la cual fue aprobada por la Securities and Exchange Commission, SEC, la Reserva Federal, la Office of the Comptroller of the Currency y el FDIC. La propia Mary L. Schapiro, Presidenta de la SEC, definió la propuesta como “un componente clave”<sup>192</sup> de la respuesta del Gobierno estadounidense a la crisis financiera, a la vez que expuso que la medida se presentaba para “proteger a los contribuyentes y a los consumidores. Por supuesto, la regulación propuesta recibió críticas, tanto del lado académico, como del lado de la banca. Por la parte académica, Whitehead, 2011, considera que el proprietary trading se puede trasladar, y de hecho ya se ha trasladado, a negocios menos regulados, en muchos casos a los hedge funds puros, unos negocios que ya no tienen divisiones bancarias comerciales. El resultado es que si no hay una regulación estricta en este sentido en el mercado probablemente se incremente el riesgo total. Por ello, Whitehead considera que establecer un anillo defensivo y aislante entre “los hedge funds y las otras partes del sistema financiero se puede volver cada vez más difícil conforme los mercados se vayan interconectando”. Es decir, si el proprietary trading ya no está localizado en los bancos, ahora podría realizarse igualmente en entidades menos reguladas que siguen afectando a los bancos y a las actividades bancarias.

Igualmente, Chatterjee (2011), apunta a que el problema de la Norma Volcker es que intenta regular acciones, en lugar de estructuras. En su opinión, las estructuras son limitadas y difíciles de modificar. De este modo, la Glass Steagall Act impuso una separación entre la banca de inversión y la banca comercial que, de acuerdo con Chatterjee, dibujó unas líneas claras y amplias sobre un “cemento inamovible”. Mientras, “las operaciones de trading son vagas, numerosas y fáciles de modificar”, de hecho, él describe que definir las sería como dibujar líneas en la arena del Desierto del Sahara en mitad de una tormenta con vientos de 80 millas por hora. Es decir, “una tarea fútil”, sencillamente porque según él, al igual que la arena se mueve y cambia, así cambian también las operaciones financieras, pues pueden ser reconfiguradas y redefinidas antes de que la regulación sea definida. Por ello, él opina que un modelo regulatorio basado en acciones y no en estructuras nunca funcionará.

---

<sup>192</sup> “SEC advances Volcker rule” [http://dealbook.nytimes.com/2011/10/12/s-e-c-advances-volcker-rule/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2011/10/12/s-e-c-advances-volcker-rule/?_r=0)

Desde el lado bancario, con la American Banker Association, ABA, a la cabeza, las críticas también arreciaron y se centraron en que la norma era costosa de implementar, demasiado amplia y muy compleja, lo que afectaría a la capacidad de los bancos estadounidenses para competir globalmente. Así, Ken Keatings, el presidente de la ABA, publicó el mismo 11 de octubre de 2011, día en que se presentó la Regla Volcker, una nota de prensa en la que afirmaba que sólo el preámbulo de dicha norma sumaba 215 páginas, con 381 notas al pie. Por ello, se cuestionaba cómo los bancos podrían cumplir con una legislación tan compleja, a la vez que se preguntaba como los reguladores podrían administrarla de un modo en el que no se dificultara el servicio que los bancos proveen a sus clientes y no se debilitara a la economía en su conjunto.

Keatings apuntaba en su nota a que muchos aspectos que previamente se habían discutido en el proceso de revisión pública y que se habían remitido por las entidades bancarias al Financial Services Oversight Council seguían sin resolverse, lo que reflejaba, según él, la frustración de los reguladores a la hora de aplicar a la realidad los conceptos propuestos en la Norma Volcker. De esta manera, anticipaba que la norma se vería constantemente reformada y ajustada, conforme los reguladores hayan de responder a consecuencias no deseadas. De acuerdo con Keating, las estimaciones que hacían los propios reguladores era que iban a gastar casi 6,6 millones de horas para implementar la norma, de las que más de 1,8 millones de horas se requerirían cada año a perpetuidad. Los que se traduciría en 3.292 años ó más de 3.000 trabajadores del sector bancario cuyo único cometido sería el vigilar que se cumpliera la norma. En su opinión, ello significaría ponerles a hacer un trabajo que “no ofrece servicio alguno a los clientes, genera cero ingresos y no hace nada por la economía”. Es decir, la perfecta definición de lo que para un banco supone la normativa. Una cultura que, como vemos, no desaparece y que contribuyó en sobremanera a la crisis de 2008. Para terminar, Keatings exponía que la Norma Volcker se incluyó en la Dodd Frank Act bajo la asunción de que el resto del mundo seguiría el liderazgo y ejemplo estadounidense. Sin embargo, y de acuerdo con él, otros países se han apartado de este camino y están “esperando ansiosamente la oportunidad para adueñarse de los clientes y de las líneas de negocio que los bancos estadounidenses se verán forzados a abandonar”. Como conclusión, Keatings sostenía que la norma tiene el potencial para erosionar la capacidad del banco para servir a sus clientes, a la vez que su impacto en la

diversificación de los ingresos bancarios puede muy bien incrementar, en lugar de reducir, las fuentes del riesgo”.

Respecto a las acusaciones de complejidad, el mismo Volcker reconoció el 21 de octubre de 2011 al periodista James Stewart que “yo hubiera escrito una norma mucho más simple. Me encantaría ver una ley de 4 páginas que prohibiera el ‘proprietary trading’ y que hiciera al consejo y al director ejecutivo responsables. Y tendría reguladores fuertes. Para que fueran tras los bancos si éstos no cumplieran con el espíritu de la ley”. En su artículo Stewart escribía que las compañías de Wall Street habían gastado incontables millones de dólares en el intento de suavizar la norma y que habían tenido éxito en incluir numerosas exenciones. De acuerdo con él, en ese otoño de 2011 su estrategia pasaba por decir, como exponía la American Banking Association, que la norma era demasiado difícil de entender y demasiado costosa de aplicar. Igualmente, se recogía la visión de Ted Kaufman, antiguo Senador demócrata, quien señalaba que la palabra clave en la normativa era “exención”. Aunque, como él señalaba “tan pronto como la veas, su pronunciación es ‘resquicio legal’. Eso es lo que significa en inglés”. Kaufman se dedicaba en aquel momento a la docencia en la Duke University School of Law, pero previamente y cómo senador había presentado una propuesta más dura que la Norma Volcker, concretamente la enmienda Brown-Kaufman que se rechazó en una votación en el Senado en 2010. “Hemos pasado por esto antes” decía “Conozco a estos chicos, la gente de Wall Street. Fui a la escuela con ellos. Son endemoniadamente inteligentes. Les das el más pequeño de los agujeros, y ellos se escapan a través de él”.

La verdad es que Ted Kaufman sabía bien de que hablaba, puesto que en compañía del también senador demócrata Sherrod Brown, había intentado en mayo 2010 la aprobación de una “Safe Banking Act” que pretendía limitar el tamaño de los bancos, partiéndolos en empresas más pequeñas si fuera preciso. Esta ley, conocida popularmente como la enmienda Brown-Kaufman, proponía establecer un límite a los pasivos que no fueran depósitos en los bancos. Específicamente, en los bancos debía de ser del 2% del PIB nacional, mientras que en las entidades financieras, como AIG, debía de ser del 3%. El plazo que se les concedería para situarse por debajo de ese límite sería de 3 años. La norma hubiera servido para reforzar una ley de 1994 que prohibía que cualquier banco tuviera más del 10% de los depósitos de la nación, el equivalente a

750.000 millones de dólares. Pero, en los años que habían pasado desde que se estableció los bancos habían obtenido “exenciones” o usado lagunas legales para superar el techo fijado. De hecho, en el primer trimestre de 2010 un total de 3 entidades, Bank of America, Wells Fargo y J.P Morgan Chase, estaban por encima del límite. La enmienda Kaufman-Brown recibió el apoyo de economistas prominentes como Simon Johnson, ex economista jefe del FMI y profesor del MIT, así como el de la página editorial del NYTimes<sup>193</sup>. Sin embargo, en la votación definitiva del 6 de mayo de 2010 del Senado fue rechazada con 61 votos en contra y 33 a favor, con 29 demócratas, 3 republicanos y 1 independiente a favor; mientras que 27 demócratas, 33 republicanos y un independiente se opusieron. Entre los que rechazaron la enmienda Brown-Kaufman se incluía al Senador demócrata Christopher J. Dodd, presidente del Comité Bancario, quien dijo que sólo el tamaño no era causa para la preocupación y que la ley propuesta por él (la Dodd – Frank Act) ya contenía provisiones suficientes para desincentivar a que se tomaran acciones arriesgadas.

Como que la norma Volcker seguía siendo objeto de debate en los medios de comunicación el propio Volcker escribía en un artículo en noviembre de 2011 en el que decía ser consciente de la “necesidad de un consenso internacional” para un buen funcionamiento del sistema financiero internacional. Sencillamente, porque por muy buena que fuera la legislación financiera de un solo país, las entidades financieras de esa nación se relacionan con otras. De acuerdo con él, no existía “un mundo financiero tan limitado por los requisitos de capital y de regulación que se puedan evitar todos los fallos y donde la innovación y el riesgo asumido hayan desaparecido”. Volcker abogaba por desarrollar acuerdos para enfrentarse a esos fallos de un modo que se pudieran minimizar los riesgos y la posibilidad de contagio. Una labor que correspondía al Financial Stability Board (FSB) que, a petición del G20 desarrollaba enfoques y medidas para reducir el riesgo sistémico. En un artículo publicado en el NY Times en diciembre de 2013 el antiguo Primer Ministro Británico Gordon Brown escribía que la Norma Volcker ilustraba “la audacia inicial y la debilidad final de nuestra respuesta post-2008”. Según él, este elemento de la ley de la reforma financiera Dodd-Frank de 2010 prohibía a los bancos que aceptan depósitos en los Estados Unidos que participen en el corto plazo en operaciones por cuenta propia. Pero, aún así se permitían estas prácticas

---

<sup>193</sup> Editorial NY Times (2010) “The hard work on financial reform” <http://www.nytimes.com/2010/05/05/opinion/05wed1.html>, que se habría incluido en la Dodd Frank Act

en Europa. A lo que Brown añadía que los controles eran aún más débiles en América Latina y Asia.

De este modo, el éxito de la nueva regulación en el ámbito mundial dependería de los acuerdos entre los principales mercados internacionales, Nueva York, Londres, Tokyo, Dubai, etc, para hacer frente a situaciones de crisis. Cuando se de uno de estos escenarios, las autoridades deberán de ser capaces de iniciar los procesos de liquidación, fusión o venta de las compañías o compañía afectadas, mientras el resto del mercado financiero prosigue con su actividad. Unas disposiciones que según Volcker ya estaban incorporadas en la Dodd- Frank Act y que se detallarán posteriormente en este capítulo.

Volcker expuso que en EEUU se había intentado acabar tras la crisis de 2008 con el concepto de “banca universal”, al separar distintos tipos de actividades. Así, en EEUU seguían existiendo divisiones de banca de inversión que podían mantener todavía líneas de trabajo con la división comerciales, siempre que no practicaran el “proprietary trading”. Pero, con la norma a pleno funcionamiento podrían quedar sujetos. De hecho, aquellos holdings bancarios que superen los 50.000 millones de dólares en activos y que hayan sido calificados como “sistémicamente significativo” por el estadounidense Financial Stability Oversight Council estarían sujetos a unos mayores requisitos de capital y de supervisión que en el pasado, así como a un ratio de apalancamiento del 6,25% y a test de stress. Igualmente, aquellos Holdings bancarios con más de 500.000 millones de dólares en activos estarán sujetos a que su exposición a una contraparte única no pueda exceder el 10% de su propio capital. Adicionalmente, cabe recordar que en caso de que estas empresas cayeran, no podrían acceder a apoyo oficial, es decir, el acceso una línea de último recurso de la FED o a un seguro sobre depósitos. Por ello, Volcker recomendaba que se desarrollara algún proceso de resolución de estas situaciones, algo que llegaría con la obligación que impone la Dodd Frank Act de que los grandes holdings bancarios remitan un “testamento” en el que se describa cómo afrontar su rápida liquidación y con la creación de una Nueva Autoridad de Liquidación Ordenada, la OLA. Unos aspectos que describiremos en detalle más adelante.

También, Volcker recordó en su artículo que la Comisión Independiente del Reino Unido, la llamada Comisión Vickers<sup>194</sup>, propuso en su informe final (Independent Commission on Banking, 2011) de septiembre de 2011 un cambio estructural mayor. Concretamente, segregar de los bancos las divisiones que realizan una actividad comercial básica, como tomar depósitos y conceder préstamos. Este “banco comercial”, con su propio consejo de directores, estaría protegido y aislado por un cortafuego o anillo defensivo que le permitiera reducir su relación con el resto de la organización, la cual podría estar implicada en actividades de inversión, titulización o proprietary trading. Una idea similar a la de Chatterjee (2011), aunque él propone que las divisiones que se segreguen de la matriz, el banco con depósitos, sean las que pueden realizar el proprietary trading.

El 9 de mayo de 2012 Paul Volcker compareció ante los legisladores del Comité Bancario del Senado. En él defendió la norma que lleva su nombre afirmando que no es compatible que los bancos realicen arriesgadas apuestas, mientras que disfrutan del seguro de los depósitos de sus clientes provistos por el Gobierno. Una idea expresada también por Alejo (2008), ya que según él “el papel de asegurador de última instancia de la FED tiene el potencial efecto negativo de incentivar la toma de riesgo de las instituciones protegidas”.

Según Volcker, la influencia de la norma va más allá de los riesgos particulares, ya que afronta un elemento propio de la cultura de Wall Street. El proprietary trading, declaró, alimenta el “conflicto de intereses” y “necesariamente el comportamiento peligroso”, pues, por su esfuerzo, “los traders son ricamente recompensados”. Conjuntamente, Volcker añadió “Es seguramente inapropiado que este tipo de actividades sea desarrollado por instituciones que se benefician del apoyo de los contribuyentes, actual o potencial”. En su opinión, el “proprietary trading no es un ingrediente necesario de los ingresos de los bancos”.

En su comparecencia, algunos legisladores alineados con posiciones liberales cuestionaron sus ideas. De hecho, el hilo argumental del cuestionario era si la implantación de la norma Volcker drenaría liquidez al mercado y traería el caos. “Los

---

<sup>194</sup> El 16 de junio de 2010 el Gobierno Británico anunció la creación de una Comisión Independiente sobre su Sistema Bancario. La Comisión fue presidida por Sir John Vickers y se constituyó con el objetivo de analizar y diseñar un paquete de reformas estructurales y no estructurales para promover la estabilidad y la competencia en el sector bancario británico.

mercados parecía que se habían vuelto muy líquidos antes de la crisis” respondió, “lo que condujo a comportamientos no muy constructivos”, recordando la oleada de hipotecas sub-prime. Es cierto, Crotty y otros (2010), exponen que a mitad de abril de 2008 los grandes bancos de inversión estadounidense habían perdido 230.000 millones de dólares en sus apuestas en CDOs, unas acciones que entraban totalmente dentro de la categoría de proprietary trading.

Igualmente, a Volcker le preguntaron si los pequeños bancos sufrirían con su norma, a lo que él respondió que “El típico banco de una comunidad no está haciendo proprietary trading”, la regla sólo aplica “a un número muy concentrado de entidades”. Al final de su intervención, algunos legisladores le pidieron que se involucrara en la reforma normativa. Pero, Volcker, de 84 años de edad, declinó, aduciendo que “ya he tenido demasiado de eso en mi vida”.

Aunque los reguladores habían introducido el borrador de la Norma Volcker el 11 de octubre de 2011 y éste había sido aprobado por los diferentes organismos públicos implicados (SEC, FED...) <sup>195</sup>, se concedió un período para presentar alegaciones que expiró el 13 de febrero de 2012. En ese espacio de tiempo la ley recibió 17.000 comentarios. De acuerdo con los plazos de la Dodd Frank el 21 de julio de 2012 la Norma Volcker debía de entrar en vigor. Sin embargo, el 29 de febrero de 2012 el Presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, anunció durante su informe al Congreso, que la FED y otros reguladores no estarían preparados para esa fecha.

Verdaderamente, pese a los intentos de aparentar avances, el desarrollo de la norma Volcker estaba encallado. Su enorme calado, además de suscitar enconados ataques por parte del sector financiero y una feroz actividad de lobby, también generaba tensiones y divisiones entre los propios reguladores. En términos políticos la Dodd – Frank Act puede considerarse como la reforma legislativa más agresiva del sector financiero desde la Gran Depresión, pero en ese escenario la norma Volker era considerado como el verdadero “barómetro” de la fortaleza y exigencia global de la nueva ley. El hecho de prohibir que los bancos negocien en los mercados de valores para sí mismos, de un modo totalmente desconectado de las necesidades de los clientes y sólo buscando su

---

<sup>195</sup> El 12 de enero de 2012 la U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) presentó una norma sustancialmente similar a la Norma Volcker.

propio beneficio, se considera que contribuiría a reducir las imprudencias en las que éstos pudieran incurrir. Es decir, los bancos que quisieran seguir haciendo “apuestas arriesgadas” lo podrían hacer, pero sólo si se dedicaba a esa actividad y no a otras como recibir y remunerar imposiciones de depositantes. Si un banco tenía depositantes no podría hacerlo, lo que para el legislador implica que se rompería con la idea subyacente de que el estado vendría a rescatar siempre a una entidad en problemas con el dinero de todos para salvar a esos depositantes. De este modo, el ánimo especulativo de los “traders” y ejecutivos de los bancos de inversión se vería condicionado, ya que no existiría un salvavidas final para su entidad.

La dureza de la norma, que implicaba una separación “de facto” entre la banca de inversión y la banca comercial, alimentó las disputas entre las 5 agencias involucradas, a saber, la Reserva Federal, la Federal Deposit Insurance Corporation, la Securities and Exchange Commission, la Commodity Futures Trading Commission y la Office of the Comptroller of the Currency. En un momento dado, a partir de octubre de 2011, los reguladores llegaron a no aceptar entre sí los comentarios hechos por las agencias, lo que contribuyó a aumentar la tensión alrededor de la norma. Como vimos, uno de los factores causantes del estallido que apuntamos en esta Tesis fue exactamente éste, la falta de unión y coordinación de las agencias reguladoras y supervisoras, y a estas alturas, tras todo lo que había sucedido, aún continuaba vivo. Sin embargo, en el otoño de 2012 las relaciones entre las distintas agencias gubernamentales implicadas se fue destensando, lo que ayudó a construir un ambiente legislativo más favorable al diálogo. Un giro al que algo debió de contribuir la comparecencia ante el Comité Bancario y las declaraciones del propio Volcker antes mencionadas. Así, distintos altos funcionarios de las agencias volvieron a reunirse en desayunos y almuerzos de trabajo para discutir sobre la norma Volcker y otras cuestiones, lo que rompió la parálisis, aunque el acuerdo parecía distante. Curiosamente, el 27 de febrero de 2013 el colectivo “Occupy the SEC”<sup>196</sup> presentó una demanda en el Tribunal del Eastern District de Nueva York contra las agencias implicadas (Federal Reserve, SEC, CFTC, OCC, FDIC y el Departamento del Tesoro) en lo que ellos consideraban un “retraso” en promulgar la norma Volcker. Afortunadamente, la llegada del nuevo Secretario del Tesoro, Jack Lew, en ese mismo

---

<sup>196</sup> El colectivo “Occupy the SEC” se define a sí mismo como un grupo que trabaja para asegurar que los reguladores financieros actúen en aras del interés público y no en favor de Wall Street y sus lobbistas. De hecho, son los mismos activistas que trabajan en “Occupy Wall Street, aunque se describen como profesionales financieros con décadas de experiencia en el sector. <http://www.occupythesec.org/>

febrero de 2013 supuso un nuevo impulso a las negociaciones, ya que la aprobación de la norma Volcker se convirtió en un objetivo primordial para la Administración Obama.

De este modo, una tarde de finales del verano de 2013, el presidente Obama convocó en la Casa Blanca a su equipo económico y a los representantes de las agencias de regulación más importantes de EEUU. Su deseo era conocer los progresos de la Ley de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor, conocida popularmente como la Dodd –Frank Act. Durante la reunión, que se celebró en la Sala Roosevelt, los reguladores fueron describiendo los avances en varias áreas, sin embargo, la aprobación y puesta en marcha de un crucial elemento como la norma Volcker se mostró que había quedado atascado. De acuerdo con posteriores entrevistas que concedieron los asistentes a la reunión, el propio presidente Obama y su secretario del Tesoro, Jack Lew, utilizaron un tono de urgencia sobre este aspecto, enfatizando que era muy importante que la norma Volcker estuviera aprobada antes de final de 2013.

El desacuerdo principal entre las agencias estribaba en que algunas querían permitir a los bancos algo de flexibilidad para desarrollar cierta negociación, básicamente coberturas, que se consideraba importante para su estabilidad y el funcionamiento de los mercados. Pero, la Commodity Futures Trading Commission y Kara M. Stein, una comisionada Demócrata de la SEC que era favorable a una norma Volcker más estricta, mostraban su preocupación por que los compromisos de mínimos a los que se llegara dejaran abiertos importantes resquicios legales. Finalmente, la norma fue aprobada por todas las agencias implicadas el 10 de diciembre de 2013. Incluso, los reguladores adoptaron una línea más dura de lo que Wall Street esperaba. La prohibición sobre la negociación por cuenta propia de los bancos, el proprietary trading, se hizo más restrictiva al requerir a los bancos que los bonus y los paquetes de compensación a traders y directivos no premiaran los beneficios obtenidos por este tipo de negocio, lo que era un golpe directo a la cultura imperante en la gran banca de Wall Street. También, la norma obliga a que los directores ejecutivos demuestren todos los años a los reguladores que el banco "ha puesto en marcha los procesos para establecer, mantener, hacer cumplir, revisar, testear y modificar" un programa para vigilar el cumplimiento de la norma, requisito que no aparecía en el borrador de la norma de octubre de 2011.

Igualmente, la norma, que finalmente consta de 71 páginas y un preámbulo de casi 900 páginas interpretativas de la propia norma, distingue mucho mejor la no permitida especulación por cuenta del banco de la negociación diseñada por la entidad para minorar el riesgo del banco y servir a los clientes<sup>197</sup>. De este modo, se ordena que la negociación bancaria dirigida a realizar “coberturas” esté conectada con riesgos identificables y específicos, en lugar de que se argumente el acudir a los mercados con estrategias amplias y poco definidas, pues con ellas se podría justificar cualquier tipo de trading. Pongamos por caso que el banco actúa como intermediario para un cliente en una operación de compra física a plazo sobre grano o petróleo brent, lo que le implícitamente conlleva el riesgo de una subida de precios inesperada para el cliente. Para compensarlo el banco podría tomar una posición en un mercado de derivados para el cliente, lo cual sería absolutamente correcto y admisible. Sin embargo, lo que no podría hacer bajo la norma Volcker sería el colocar órdenes en mercado apostando a la dirección que va a tomar cualquier subyacente que se negocie en mercado, sean los tipos de interés, el precio del zumo de naranja concentrado o congelado o los movimientos del índice S&P. Adicionalmente, los bancos deben de demostrar que todas sus operaciones de trading y posiciones abiertas responden a necesidades reales de sus clientes.

Sin embargo, la aprobación fue posible con algunas concesiones. De este modo, la Reserva Federal extendió el período de implantación hasta el 21 de julio de 2015, alargándolo para los “fondos cubiertos” hasta el 21 de julio de 2016, indicando a la vez que probablemente extendiera el período para estos fondos hasta el 21 de julio de 2017. Hasta ese julio de 2015 en que se implantó, la actitud y estrategia del sector bancario de Wall Street ha sido la de vigilar estrechamente el desarrollo de toda la ley Dodd-Frank (de hecho la ABA dispuso una parte de su web para seguir su desarrollo legislativo) y mantener una constante presión sobre la FED<sup>198</sup> por las dificultades que entraña el correcto cumplimiento de la norma, con el objetivo de alargar en todo lo posible el calendario de implantación. Por ello, intuimos que la nueva presidenta de la FED, Janet Yellen, se verá en la tesitura de bregar de lo lindo con estas presiones a lo largo de 2016 y 2017.

---

<sup>197</sup> “Finally, the Volcker Rule” (2013) Editorial Board . Publicado el 12 de diciembre de 2013. <http://www.nytimes.com/2013/12/13/opinion/finally-the-volcker-rule.html>

<sup>198</sup> ABA Dodd-Frank tracker: <http://regreformtracker.aba.com/>

Para que veamos la manera en la que ABA, la American Bankers Association, ejerce esta presión podemos describir cómo actuó respecto a la Dodd-Frank Act. De esta manera, comenzó esa tarea de presión el mismo día 10 de diciembre de 2013, nada más aprobarse la norma, cuando despachó una nueva nota de prensa<sup>199</sup> firmada por su presidente Frank Keating. En ella alababa a los reguladores por el monumental esfuerzo en la difícil tarea de “definir, desenredar y diseccionar” las actividades permitidas de las prohibidas”, un reto que a su juicio se multiplicará por diez para “los clientes del banco y de los banqueros” que deberán de cumplir con una norma enorme, compleja y onerosa. Por ello, Keating exponía que sus asociados quedaban a la espera de directrices reguladoras futuras, ya que “muchos banqueros tendrán dificultades para entender las complejas disposiciones que no son aplicables a su modelo de negocio y que están abiertos a interpretaciones contradictorias, especialmente teniendo en cuenta el número de agencias reguladoras implicadas”. En su opinión “La Regla Volcker fue pensado para reducir el riesgo sistémico, no para hacer más difícil para los bancos el dedicarse a servir a sus clientes”.

Igualmente, las críticas llegaron del lado habitual. Por un lado, los republicanos apuntaron que la norma frenará el crecimiento económico. Por otro, la Cámara de Comercio estadounidense declaró en una nota de prensa<sup>200</sup> ese mismo 10 de diciembre de 2013 que “la Regla Volcker puede perjudicar la capacidad de las empresas para reunir el capital necesario para crecer y operar. La Regla Volcker podría cerrar las empresas de Main Street (las que no son financieras) de algunos mercados, elevar los costos de capital y colocar a Estados Unidos en una situación de desventaja competitiva en una economía global. Eso no es una fórmula ganadora para el crecimiento económico sostenido y la creación de empleo”. Al mismo tiempo, se dejaba la puerta abierta a adoptar cualquier medida (incluida la legal) tras el análisis detenido de la norma y de los efectos que pudiera provocar. Este enfoque de la Cámara de Comercio era de sobra conocido pues en los 2 últimos años había lanzado varias notas de prensa en este sentido y remitido diversos trabajos de profesores universitarios a los reguladores alertando de

---

<sup>199</sup> ABA Statement on Final Volcker Rule. Firmada por Frank Keating, ABA Presidente y Director General. Emitida el 10 de diciembre de 2013. <http://www.aba.com/Press/Pages/121013VolckerRuleStatement.aspx>

<sup>200</sup> “U.S. Chamber Warns Volcker Rule Could Harm Main Street” Editado por la U.S: Chamber of Commerce el 10 de diciembre de 2013. <http://www.uschamber.com/press/releases/2013/december/us-chamber-warns-volcker-rule-could-harm-main-street>

los efectos dañinos que en su opinión tendría para la economía estadounidense en su conjunto la aplicación de la Norma Volcker.

Por supuesto, Occupy the Sec también publicó la correspondiente nota de prensa<sup>201</sup>, en la que otorgaba un aprobado raspado (una C-) a la norma Volcker final. En ella alertaba de que pese a los significativos avances, aún existían aspectos que podían considerarse como errores, como la no inclusión de los contratos “repos” en el ámbito de la norma. Igualmente, en su declaración Occupy the Sec recordaba que en febrero de 2012 habían enviado una carta de 325 páginas a los reguladores bancarios urgiéndoles a una vigorosa y robusta implementación de la sección 619. Del mismo modo, habían enviado cartas al Congreso en el verano de 2012 durante la investigación gubernamental por el caso conocido como la “Ballena de Londres” de JP Morgan, en la que el banco reconoció una pérdida de 6.000 millones de dólares, un quebranto que, en opinión de este grupo de activistas, podía haberse evitado con una norma Volcker funcionando en plenitud.

Sin embargo, la ABA elevó el nivel de presión y el 24 de diciembre de 2013 presentó una demanda en la Corte Federal de Washington para suspender una de las partes de la norma Volcker. Concretamente, la que obligaba a los bancos a deshacerse de las TruPs CDOs, las Trust Preferred Collateralized Debt Obligation, unos activos financieros que son un cruce entre un bono y una acción, es decir, unos bienes equivalentes a nuestras participaciones preferentes y que los bancos, tanto allí como aquí, emiten para incrementar su capital. Esta solicitud se generó después de que el Zions Bancorporation, un prestamista regional de Salt Lake City, hiciera pública una declaración en la que decía que iba a recibir un impacto negativo de 387 millones de dólares en sus cuentas por deshacerse de su cartera de estos activos. Un hecho que, además, iba a afectar a sus niveles de capital después de que se viera obligado a cambiar el tratamiento contable de estos valores. Por ello, ABA hablaba de que 275 pequeños bancos iban a sufrir un golpe inminente en su capital de unos 600 millones de dólares, lo que en consecuencia iba a repercutir, en su opinión, en el crédito a consumidores y negocios. De acuerdo con el NY Times, esta demanda era “una indicación de lo que los bancos estaban dispuestos a hacer para desafiar a los reguladores en los tribunales” sobre la norma Volcker. Aunque lo que llamaba la atención del diario era que irónicamente este primer asalto legal se

---

<sup>201</sup> OSEC (2013) “Volcker Rule Report Card: Occupy the SEC Gives the Volcker Rule a Grade of “C””. <http://www.occupythesecc.org/files/OSECPressRelease-Volcker.pdf>

había presentado en nombre de los bancos pequeños y no de los grandes, como Goldman Sachs o JP Morgan Chase, los cuales habían seguido con la negociación especulativa, la cual era el objetivo fundamental de la norma Volcker.

Tras el obligado parón vacacional navideño el 27 de diciembre los reguladores respondieron que tendrían en cuenta lo dicho por Zions Bancorporation y prometieron emitir una clarificación de la norma antes del 15 de enero, lo que permitiría a las entidades afectadas rehacer sus cuentas anuales. Esta aclaración llegó el 14 de enero de 2014. En ella, las 5 agencias reguladoras implicadas accedían a permitir que las entidades financieras mantuvieran en sus balances las TruPs CDOs. Una decisión que el NY Times valoró ese mismo día del siguiente modo “Este martes los Reguladores federales se han doblegado a la voluntad de la industria bancaria y de algunos legisladores”. A la vez, el partido republicano también movió ficha y en los primeros días de enero de 2014 se filtró a la prensa que Jeb Hensarling, un republicano de Tejas y presidente del Comité de Servicios Financieros del Congreso, preparaba una propuesta de ley que pretendía permitir a los bancos crear y poseer distintos activos que estaban prohibidos por la norma Volcker, algo que abriría un resquicio legal considerable.

Todo ello nos lleva a una pregunta que planteaba el editorialista del New York Times: “¿Están los reguladores preparados para afrontar la tarea que ellos mismos se han impuesto?”. Esperemos que sí, pues como hemos visto en esta Tesis la elección hoy de un marco legislativo equivocado o el desarrollo de una escasa supervisión no pasan factura inmediatamente, ya que es difícil que los errores que provocan se dejen sentir en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo esas equivocaciones sí que pueden conducir a un desastre financiero como el acaecido. Por ello, confiemos en que la Administración Obama y sucesivas doten de los recursos suficientes a las agencias reguladoras para cumplir con sus cometidos y que éstas desempeñen con esmero su trabajo. Nos va mucho a todos en el envite.

## **8.8. LA EXTERNALIDAD NEGATIVA LLEVADA AL LÍMITE ¿PODRÍA UNA SOLA PERSONA ACABAR CON EL SISTEMA FINANCIERO DE UNA NACIÓN ENTERA?**

Todos los bancos tienen Departamentos de Control de Riesgo, así como equipos que gestionan las operaciones por cuenta propia y las auditan, porque de ello depende la seguridad de la entidad. Pese a ello, los bancos de inversión dan, de vez en cuando, sorpresas desagradables. Como, por ejemplo, la pérdida de 2.000 millones de dólares que JP Morgan reconoció en sus estrategias en bonos el 10 de mayo de 2012, justo un día después de la comparecencia de Volcker ante el Comité para hablar sobre, sí, el proprietary trading. Un asunto que Jamie Dimon, director ejecutivo de JP Morgan, definió como un “tremendo error”.

Tras una crisis como la de 2008, los bancos de inversión dijeron haber aprendido la lección. De hecho, ésto es lo que escribió Jamie Dimon, el director ejecutivo de JP Morgan en una carta a los accionistas en 2011 “En un negocio de asunción de riesgos, es fácil de generar cada vez mejores resultados en el corto plazo asumiendo un riesgo excesivo o construyendo un negocio de menor calidad, pero, usted tendrá que pagar por ello en el largo plazo”.

En JP Morgan había un equipo dedicado a este tipo de trading por cuenta propia. Según el NY Times esta división había conseguido una buena reputación por su habilidad en este tipo de operatoria y se había convertido en un centro de beneficios para el banco. En el período 2009-11 este departamento logró 5.400 millones de dólares de ganancias. Sin embargo, este equipo fue descabezado el 14 de mayo de 2012. En ese día el banco despidió a 3 de los principales traders de la división, incluyendo a Ina Drew, una ejecutiva de 55 años, quien había trabajado 3 décadas para la entidad y ocupaba el cargo de Directora de Inversiones. De acuerdo con el NY Times<sup>202</sup>, Drew cobró 14 millones de dólares en 2011 y era la supervisora de la mesa de negociación de Londres, el lugar donde se originaron los problemas.

---

<sup>202</sup> Dealbook (2012) "JPMorgan Loss Claims Official Who Oversaw Trading Unit". Publicado el 14 de mayo de 2012. Disponible en: <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/14/jpmorgan-loss-claims-official-who-oversaw-trading-unit/>

En este caso aparece la figura del español Javier Martín-Artajo, acusado por la fiscalía de EEUU en agosto de 2013 de haber conspirado para falsificar datos con el fin de ocultar a los inversores pérdidas por valor de 500 millones de dólares. Esas pérdidas iniciales terminaron por ocasionar un agujero contable cifrado en unos 6.000 millones de dólares. Tanto el español, jefe de riesgos de la Mesa de Inversiones, como el francés Julien Grout, otro de los gestores de la cartera que podía alcanzar los 100.000 millones de dólares, están acusados de fraude y de haber falsificado los documentos que se entregan al regulador bursátil. Las penas a las que se enfrentan pueden ser de hasta 25 años de cárcel. Bruno Iksil, otro de los gestores cuyo nombre fue de los primeros en revelarse, no fue encausado al haber cooperado con las autoridades, facilitando detalles.

El funcionario norteamericano que impulsó el caso, el fiscal Preet Bharara, del Distrito Sur de Nueva York, declaró a los medios que estos banqueros "Violaron la obligación de ser honestos sobre el valor de la cartera que gestionaban". Igualmente, añadió "Vivimos tiempos en los que un simple agente financiero puede generar un daño catastrófico que puede impactar la economía. Por eso las compañías deben prestar atención a la cultura que han creado". Igualmente, afirmó que "el capitalismo funciona mejor cuando los capitanes no mienten y engañan y cuando los capitanes juegan con las mismas reglas que el resto".

En términos generales, los bancos de inversión afirman que usan este tipo de departamentos de derivados para compensar los distintos riesgos que asume el banco en sus múltiples operaciones, a la vez que para proteger sus beneficios. Pero, las pérdidas reconocidas de 6.000 millones de dólares hacen emerger de nuevo la sospecha de que las firmas financieras siguen haciendo apuestas arriesgadas. De hecho, el 15 de mayo de 2012, el NY Times, citando fuentes del banco, exponía que los gestores de riesgo y algunos altos ejecutivos de la división de inversión de la entidad habían expresado previamente al estallido del caso su preocupación por que el banco estaba haciendo cada vez mayores inversiones en operaciones que eran difíciles de entender. Sin embargo, este tipo de operaciones eran animadas por la cúpula directiva, incluyendo al director general, Jamie Dimon. Lo que evidentemente apunta, otra vez más, a una cultura organizacional, un marco institucional, en una entidad financiera enfocada a obtener beneficios en el corto plazo.

Este tipo de episodios refuerzan la idea propuesta en la norma Volcker, la separación entre banca comercial y de inversión, tal y como expone Krugman, 2012, quién, además, escribió que la pérdida de JP Morgan tenía algo de justicia poética y de lección política. ¿Por qué? Pues, porque el director general de la entidad, Jamie Dimon, era uno de los mayores adalides de Wall Street contra la norma Volcker. Además, el propio Krugman advirtió en su artículo que Wall Street estaba entregando vastas sumas de dinero a Mitt Romney, el candidato republicano a las elecciones presidenciales de otoño de 2012, quien había prometido rechazar las recientes reformas financieras, incluyendo la norma Volcker. Ciertamente, Romney se mostró comprensivo con lo acaecido en JP Morgan, pues los responsables de comunicación de su campaña dijeron<sup>203</sup> que las fuertes pérdidas de JP Morgan Chase eran “una infortunada parte de una economía de libre mercado”. Así, Eric Fehrnstrom, asesor de Romney, declaró a la CNBC que durante la campaña electoral que las pérdidas caerían sobre los inversores, no sobre los contribuyentes.

El caso de JP Morgan no es un hecho aislado. Hay otros muchos ejemplos de brokers que se han arriesgado, han perdido y han sido condenados, como se ve en la siguiente tabla de elaboración propia:

**Tabla 5. Un pequeño listado de los traders que registraron pérdidas millonarias para sus mesas de tesorería.**

Año	Trader	Entidad	Pérdida (millones €)	Operatoria	Condena
2012	??	JP Morgan	2.000	Bonos	??
2011	Kweku Adoboli	UBS	1.470	ETFs	??
2008	Jérôme Kerviel	Société Générale	4.900	Futuros sobre Índices Europeos	5 años
2003	David Bullen y Vince Ficarra	National Australia Bank	194	Opciones sobre divisas	44 meses y 28 meses
2002	John Rusnak	Allied Irish Bank	501	Opciones sobre divisas	7,5 años
1996	Yasuo Hamanaka	Sumitomo Corporation	1.885	Especulación sobre el cobre	8 años
1995	Nick Lesson	Barings Bank	1.015	Futuros sobre Índice Nikkei	6,5 años

Fuente: Elaboración propia

<sup>203</sup> Reuters “Romney campaign defends JPMorgan loss as market risk”. Publicado el 15 de mayo de 2012. Disponible en <http://www.reuters.com/article/2012/05/15/us-usa-campaign-romney-jpmorgan-idUSBRE84E0NX20120515>.

Por ello, ¿se podría llegar al caso extremo de que un único broker, en una entidad financiera, hiciera unas apuestas tan arriesgadas que pusiera en peligro la supervivencia de su empresa y, por añadidura, de todo el sistema? Es decir, un evento que acarrearía una externalidad negativa de impacto nacional, ya que el estado debería de optar entre dejar caer la entidad financiera, arriesgándose a un pánico bancario, o rescatar el sistema, inyectando liquidez. Ambas opciones serían una externalidad llevada al límite. De algún modo, la crisis que arrancó en EEUU nos muestra lo cerca que hemos estado de ello, tal y como lo define el informe de la Financial Crisis Inquiry Commission, pues el Gobierno Estadounidense hubo de elegir entre rescates muy cuantiosos y costosos, o el caos financiero. Ojala, la figura de ese broker individual y destructor que persiga su propio interés, su bonus, y que tenga la suficiente astucia para burlar los sistemas de control de su entidad, sea tan sólo una quimera intelectual que no suceda nunca.

## **8.9. LA DODD FRANK ACT ANTE LA “GARANTÍA IMPLÍCITA DE LAS ENTIDADES SISTÉMICAS.**

Como hemos visto anteriormente, las noticias sobre el agujero contable detectado en JP Morgan se convirtieron en motivo de debate de la campaña electoral por la presidencia de EEUU en 2012. Así, el presidente Obama declaró en una entrevista al programa The View de la ABC que “Éste es el mejor, o uno de los bancos mejor gestionados. Jamie Dimon, su director, es uno de los banqueros más inteligentes que tenemos y, aún así, han perdido 2.000 millones de dólares y contando”. En este punto el presidente recordó el concepto “Demasiado grande para caer” al afirmar que “Podríamos haber tenido un banco que no fuera ni tan fuerte, ni tan rentable y que estuviera haciendo esas mismas apuestas, por lo que nosotros (el gobierno) hubiéramos tenido que intervenirlo. Exactamente por ello, es tan importante la reforma de Wall Street”. Obama remachó que “Como que estos bancos están asegurados, respaldados por los contribuyentes, no queremos que tomen riesgos porque eventualmente podemos terminar teniendo que rescatarlos. Porque ya lo hemos hecho antes, hemos estado ahí y no nos gustó”. En suma, la existencia de esos bancos tan grandes que se convierten en sistémicos, pueden convertirse en un riesgo potencial para todo el sistema.

Como describen Noss y Sowerbutts (2012) una amenaza creíble de quiebra e insolvencia debería de ser una parte integral del funcionamiento del mercado de cualquier tipo de industria, incluyendo al sector bancario. Sin embargo, la crisis y las soluciones adoptadas tras la crisis financiera de 2007 han mostrado que este proceso no se aplica necesariamente a todos los bancos. De hecho, como Bernanke (2010) expone muchas de las vulnerabilidades que se han amplificado por la crisis están conectadas con el problema de las entidades denominadas “demasiado grandes para caer” a las cuales los gobiernos han apoyado decidida y firmemente con cantidades de dinero sin precedentes. La explicación de este sostén público radica, en palabras de Bernanke, en que los gobiernos reconocen “que las consecuencias para la totalidad de la economía al permitir una quiebra desordenada superaría los costes de evitar esa caída”. Simplemente, porque como expone Volcker (2010) con su caída “impediría, de un modo irreparable, el funcionamiento del mercado y dañaría aún más a una economía en recesión”. Por tanto, en una entidad bancaria “demasiado grande o demasiado importante para caer” habrá una esperanza entre los agentes del mercado de que el gobierno hará lo que sea necesario para rescatar a esa institución de la quiebra ordinaria (Powell, 2013).

¿Cuántas entidades entrarían dentro de la categoría de “demasiado grandes para caer”? El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, el Basel Committee on Banking Supervision, BCBS, identificó en noviembre de 2011 un total de 73 bancos en todo el mundo como sistémicos los cuales suman prácticamente dos tercios de los activos bancarios globales. En el caso estadounidense el presidente de la Reserva Federal de Dallas, Richard Fisher (2013) estimó que en el tercer trimestre de 2012 había 5.600 bancos comerciales en EEUU. De ellos, alrededor de 5.500, eran bancos locales con activos inferiores a los 10.000 millones de dólares. Llamativamente, estos bancos centrados en sus comunidades contabilizaban por el 98,6% de todos los bancos, pero solamente el 12% del total de los activos de la industria. En un segundo grupo de casi 70 bancos, con activos dentro de un rango de entre 10.000 y 250.000 millones, suponen un 1,2% de los bancos del sistema, aunque controlan ya un 19% del total de los activos del sistema. El resto de los bancos, los mega-bancos, con activos entre 250.000 millones y 2,3 billones de dólares, conforman una liga de 12 instituciones. Verdaderamente, son sólo el 0,2% de todos los bancos, pero poseen el 69% de los activos de la industria.

Estas entidades sistémicas son las llamadas “too big to fail”, en el lenguaje usado en la Dodd Frank Act y por la Reserva Federal Norteamericana, o “too important to fail”, en la definición utilizada por el FMI y el Bank of England. Como exponen, Brewer y Jagtiani (2011) el alcance y diseño del concepto “demasiado grande para caer” ha sido influenciado por una serie de eventos regulatorios y legislativos. En primer lugar, la asistencia financiera prestada por la Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC para evitar el cierre del Continental Illinois National Bank in 1984, la aprobación en 1991 de la Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) , la intervención de la Reserva Federal para resolver la falta de capital en el Long Term Capital en 1998 y su intervención en 2008 para rescatar varias instituciones financieras bancarias y no bancarias, lo que extendió la ventana de descuento (la barra libre de liquidez) de la Reserva Federal a instituciones no bancarias por primera vez en la historia.

Aunque, tal vez el momento más definitorio sucedió en 1984 cuando Todd C. Conover, el Comptroller of the Currency, testificó ante el Congreso Estadounidense sobre el rescate del Continental Illinois National Bank. La Office of the Comptroller of the Currency (OCC) es una oficina independiente perteneciente al Departamento del Tesoro Estadounidense y que se encarga de supervisar y regular a todas las entidades bancarias tanto nacionales como extranjeras que operan en EEUU. De este modo, Conover desveló en esa comparecencia que las agencias supervisoras bancarias no disponían de los medios para cerrar cualquiera de las 11 grandes multinacionales bancarias sin causar un impacto significativo y negativo en el resto del sistema financiero estadounidense. De acuerdo con Brewer y Jagtiani (2011) este testimonio fue el primero que informó públicamente sobre una política sobre las empresas “demasiado grandes para caer”, a la vez que indicaba el tipo y el tamaño de estas organizaciones. Según estos autores la FDICIA, que se diseñó para intentar hacer más difícil que la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) protegiera a los depositantes y acreedores no asegurados de las grandes compañías bancarias, no hizo desaparecer la “política de rescate a cualquier coste” de las entidades “demasiado grandes para caer”. De hecho, se podría considerar que la FDICIA formalizó el proceso de rescate de estas empresas al exponer que se permitiría si la caída de la entidad bancaria “tuviera serios efectos adversos en las condiciones económicas o en la estabilidad financiera”. Igualmente, instituía un proceso formal de aprobación del rescate en el que sería necesario el respaldo de dos tercios del consejo de la FDIC, dos tercios del consejo de la Reserva Federal, el Secretario del

Tesoro y el propio Presidente de los EEUU. Tal vez, por ello Kane (2000) describió estas grandes entidades bancarias como “demasiado grandes para ser disciplinadas adecuadamente”. El propio Kane (2009) ilustra como las entidades financieras pueden teóricamente usar ingeniería financiera para hacerse más grandes y más complejas, con el objetivo de mejorar su acceso a la red de seguridad de los subsidios públicos. De este modo, las empresas financieras tienen incentivos para invertir en posiciones con alto riesgo en las jurisdicciones donde los resquicios legales en la supervisión les permiten maximizar los beneficios o subsidios. Por ello, Kane (2009) sugiere que el gobierno necesita poderes resolutorios para controlar estos comportamientos, con evidentes riesgos morales, en el que los accionistas pueden perder la totalidad del valor de sus inversiones.

De algún modo, esa percepción de que el estado siempre acudirá al rescate crea un “seguro de riesgo” efectivo (Noss y Sowerbutts, 2012; Davies y Tracey, 2014) para el equipo directivo del banco ante eventos inesperados. Esta “garantía implícita” en los bancos más grandes representa una transferencia de recursos de un grupo de agentes, el gobierno y, en última instancia, los contribuyentes, al sector financiero. La distribución de los beneficios depende de la estructura competitiva subyacente de la industria bancaria, la escasez de sus recursos y la precisa naturaleza del cambio en los incentivos que el subsidio induce (Varian, 1992). Pero, parece probable que los acreedores bancarios, los clientes, los trabajadores, la directiva y los accionistas, todos ellos se benefician de alguna manera, como señalan Noss y Sowerbutts (2012). Estos autores exponen que esta “garantía implícita” causa 3 tipos de distorsión en el mercado.

En primer lugar, los bancos que se benefician de ese tipo de “subsidio” virtual tienen una ventaja competitiva sobre aquellos que no la tienen. La percepción que tienen los acreedores, los tenedores de deuda, por ejemplo, de que el gobierno siempre intervendrá para protegerlos del riesgo de caída, reduce la compensación que demandarán para asumir el riesgo de estar invertidos en el banco, lo que reducirá los costes de financiación de dicha entidad financiera. De este modo, se permitiría que los “bancos con garantías” se expandieran a costa de los “bancos sin garantías”, Freixas y Rochet (2008).

En segundo lugar, ese subsidio implícito puede incrementar el incentivo del banco a asumir riesgos, dado que la estrategia de estas entidades es la de maximizar sus beneficios. Así, la garantía implícita reduce la disciplina de mercado porque los inversores no valoran correctamente los riesgos que el banco asume, Alessandri y Haldane (2009). Por ejemplo, un mayor ratio de apalancamiento se traduciría en una mayor actividad y un incremento de los ingresos que se privatizarían a favor de accionistas (vía dividendos), tenedores de deuda (vía pago de cupones) y equipo directivo (vía bonus). Todo ello a costa de que el banco asumiera un mayor volumen de préstamos con un capital menor con el que hacer frente a una hipotética escalada de la tasa de morosidad. De este modo, en caso de posible quiebra se entiende que el rescate gubernamental se activaría, con lo que las pérdidas se socializarían. Es por ello que se puede desarrollar un círculo nada virtuoso, cuando la existencia de una garantía implícita anima a los bancos a asumir más riesgos, elevando la probabilidad y los costes de resolver una posible quiebra bancaria. Así, el coste resultante para la sociedad de una crisis financiera, incluyendo la reducción en el PIB, podría exceder sobradamente el subsidio implícito, (Laeven y Valencia, 2008; Hoggarth, Reis y Saporta, 2002; Haugh, Ollivaud y Turner, 2009, Cecchetti, Kohler y Upper, 2009; Cerra y Saxena, 2008 y Angelini y otros, 2011).

Tercero, la garantía implícita de los bancos resulta en un aumento del tamaño del sector financiero en su conjunto. Esto detrae recursos de otros sectores, tanto económicos como humanos, conforme más servicios financieros se producen y consumen. Esto puede generar un problema en el largo plazo, ya que al impedir una asignación diferente de recursos otros sectores no alcanzarán una mayor desarrollo, por lo que en el caso de una crisis financiera, el impacto económico y social será mayor.

Aceptada la existencia de ese “subsidio implícito” para algunos bancos, la cuestión de su cuantificación ha despertado un notable interés entre académicos y profesionales. Como explican Noss y Sowerbutts (2012) la medición del tamaño del subsidio es importante, pues ofrecería una idea aproximada de la magnitud potencial de estas distorsiones. A la vez ayudaría a poner en contexto los costes en los que incurriría el sector financiero, en caso de que se estableciera una regulación más exigente. Sin embargo, los resultados son muy dispares. Por ejemplo, en el Reino Unido el Royal Bank of Scotland encargó a la empresa de análisis económico independiente Oxera

(2011) una estimación de la cantidad, la cual la cifró en 6.000 millones de libras, mientras que el Banco de Inglaterra lo valoró en 2010 en más de 100.000 millones de libras (Bank of England, 2010).

En el caso estadounidense uno de los primeros trabajos en intentar medir el “subsidio implícito” de los bancos es el de Baker y McArthur (2009). Su planteamiento es que los bancos con más de 100.000 millones de dólares de activos serán los que recibirán el apoyo gubernamental en caso de quiebra. Así, utilizan el diferencial en el coste de financiación entre los bancos que están por encima de ese umbral y los que están por debajo. Igualmente, los autores examinan la variación de los costes de financiación en dos escenarios de inestabilidad. El primero, el período que comprende el último trimestre de 2001 y los 2 primeros de 2002. El segundo, el último trimestre de 2008 y los 2 primeros de 2009, momento en el que comenzó a aplicarse el programa TARP<sup>204</sup>. De este modo, concluyen que el diferencial en los costes de financiación iría de 9 a 49 puntos básicos, lo que supondría en el primer caso un subsidio de 6.280 millones de dólares anuales para los 18 mayores bancos de EEUU, mientras que en el segundo caso esta garantía implícita alcanzaría los 34.160 millones de dólares.

Por ello, Baker y McArthur (2009) exponen que dado que el beneficio de esos 18 grandes bancos en 2009 fue de 68.560 millones de dólares, en el primer caso el subsidio sería del 8,8% sobre dichos beneficios, mientras que en el segundo alcanzaría el 47,7%. Los 2 autores comparan estas cifras con dos programas de ayuda estadounidense, como el de Asistencia Temporal a Familias Necesitadas y el de Ayuda Exterior, los cuales son claramente inferiores en sus cantidades a la cifra del escenario más complicado para los bancos. Además, añaden que el incremento de los beneficios de los bancos puede ser atribuido al hecho de que disfrutaran de la protección de un respaldo del gobierno en momentos de dificultad. Lo que implicaría que una porción sustancial de los beneficios es “esencialmente una redistribución de los contribuyentes a los bancos, en lugar del resultado de las transacciones del mercado”.

---

<sup>204</sup> El Troubled Asset Relief Program, TARP, es un programa de compra de activos a entidades financieras en problemas, con el objetivo de fortalecerlas. El programa se convirtió en ley el 3 de octubre de 2008, tras ser firmada por el presidente George W. Bush.

Ueda y di Mauro (2012) critican el trabajo de Baker y Mc Arthur (2009) apuntando a que los últimos usan el cambio en la diferencia entre bancos pequeños y grandes respecto a los costes de financiación antes y después del TARP. Con esta técnica identifican el valor del subsidio aplicado a las grandes entidades financieras sistémicas, el cual es creado por el eventual rescate del gobierno. Sin embargo, según Ueda y di Mauro, Baker y Mc Arthur no contabilizan si un posible nivel de expectativas sobre el rescate está ya incorporado en los precios antes de una crisis financiera. Por ello, pueden ser bastante precisos en estimar el cambio en el subsidio debido a una particular intervención, pero infravalorarán el nivel total del subsidio en los tiempos tranquilos. Por ello, Ueda y di Mauro (2012) usan un enfoque basado en las calificaciones de ratings realizadas por Fitch sobre las entidades y el valor promedio del rating del valor promedio de los bonos a largo plazo, lo que les permite estimar el subsidio antes y durante la crisis. De acuerdo con ellos, el tamaño del subsidio era de 60 puntos básicos al final de 2007, antes de la crisis, y de 80 puntos básicos al final de 2009.

Por su parte, Araten y Turner (2001) estiman el subsidio implícito sobre diferentes tipos de subsidio utilizando un modelo de valoración de bonos y una “variable sobre las Instituciones Financieras Sistémicamente Importantes”, una “SIFI Dummy”, para identificar el efecto de la importancia sistémica, pero con algunas variables no estándar. Estos autores concluyen que las a partir del segundo semestre de 2009 las instituciones que son “demasiado importantes para caer” disfrutaban de un spreads en sus bonos un 25% más bajo debido a las garantías gubernamentales. Sin embargo, Noss y Sowerbutts (2012) critican este trabajo al exponer que el estatus de “demasiado grande para caer” confiere una ventaja a la hora de financiarse que no va a ser constante en el tiempo, ya que entienden que ésta va a aumentar en tiempos de inestabilidad financiera y cuando los inversores sean más aversos al riesgo. Pero, Araten y Turner (2001) asumen que la ventaja en la financiación permanecerá invariable a la aversión al riesgo de los inversores.

Por otro lado, Brewer y Jagtiani (2011) utilizan un enfoque diferente para calcular el valor del subsidio ya que, a partir de los datos de las fusiones bancarias acaecidas en EEUU entre 1991-2004 encuentran que las organizaciones bancarias estaban dispuestas a pagar una “prima” añadida para conseguir una fusión que las situara por encima del volumen de activos que se considera comúnmente como el umbral para convertirse en

una entidad demasiado grande para caer”. Los autores estiman en un rango que va de los 15.000 a los 23.000 millones de dólares en “primas añadidas” pagadas en las 8 operaciones de fusión dentro del período estudiado que situaron a las organizaciones implicadas en nuevos grupos individuales con volúmenes en activos por encima de los 100.000 millones de dólares. Igualmente, concluyen que los mercados de acciones y de bonos reaccionaron positivamente a estas fusiones. En lo concerniente a las acciones, Kane (2000) muestra que en el caso de una fusión que implica a grandes entidades bancarias (fusiones de mega-bancos<sup>205</sup>), las acciones del mega-banco comprador suben de valor en el día que se anuncia la adquisición. De ello, Kane (2000) concluye que las instituciones que se ven envueltas en megafusiones se vuelven tan grandes y complejas que ellas y sus acreedores se beneficiarán de la excepción sistémica de la FDICIA, por lo que esta ley no será suficiente para minimizar los incentivos a la fusión. Por lo que respecta a los mercados de bonos, Penas y Unal (2004) examinan los cambios en los rendimientos de los bonos emitidos por organizaciones bancarias que entraron en procesos de fusión en el período 1991-98. Al mismo tiempo comparan el diferencial entre el bono emitido por una de estas entidades bancarias y su equivalente emitido por el Departamento del Tesoro (el “credit spread”) antes y después de la fusión. Así, estos autores encuentran pocas diferencias en aquellos bancos que o son pequeños, o ya entran en la categoría de “demasiado grandes para caer”. Sin embargo, en aquellos bancos que tras una fusión alcanzan o se acercan significativamente al estatus de “demasiado grandes para caer” el diferencial con el bono equivalente del Tesoro declina significativamente. Ello muestra como los tenedores de bonos sí que ven un valor añadido en estas mega-fusiones bancarias, ya que los bonos de esta nueva mega-organización se aproximan a la consideración de “activos refugio” que tienen los valores emitidos por el Tesoro.

Tras el estallido de la crisis, las posiciones ante el subsidio implícito del que parece gozan estas entidades, así como el riesgo sistémico que generan, han motivado distintas propuestas académicas que irían desde obligar a las entidades financieras a tener una deuda “híbrida” que cubriera las pérdidas, a imponer a estas empresas financieras

---

<sup>205</sup> Una mega-fusión se define como una fusión en la que está implicado uno de los 12 bancos más grandes de los EEUU y cuyo resultado le hace crecer en, al menos, la mitad de sus activos o en la mitad de su capitalización bursátil. En 1998 estos 12 bancos eran: Chase Manhattan, Citicorp, NationsBank, J.P. Morgan, Bank of America, First Union, Bankers Trust, Banc One, First Chicago NBD, Fleet Financial Group, Wells Fargo y Norwest Corp.

seguros o impuestos de corte “pigouviano” con los que hacer frente a la hipotética aparición de externalidades negativas.

En lo que respecta a la deuda “híbrida”, sería un tipo de deuda que en caso de pérdidas se convertirían forzosamente en acciones que recapitalizarían a la compañía, lo que implicaría pérdidas para los tenedores de esos “bonos de capital contingente”. En la literatura económica existen propuestas de este tipo como Wall (1989) quien propone emisiones de deuda subordinada con una opción put incorporada, así como Doherty y Harrington (1997) y Flannery (2005) quienes proponen emisiones de deuda convertible.

En la línea de los impuestos “pigouvianos”, podemos citar a Willem Buiters (2009), quien fuera economista jefe del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo y actualmente economista jefe de Citigroup, plantea que se impongan impuestos a las empresas financieras para que internalicen los masivos costes que supone la condición de “demasiado grande para caer”. En sus palabras “Cuando el tamaño crea externalidades, haz lo que harías con cualquier otra externalidad negativa: implanta un impuesto sobre ella”. Al mismo tiempo, sugiere que la otra manera de limitar el tamaño es la de imponer un impuesto sobre el tamaño. Lo que podría hacerse a través de requisitos de capital que sean progresivos dependiendo del tamaño del negocio.

En esta misma línea, Acharya y otros (2010) proponen que cada firma financiera “internalice” los costes motivados por esas externalidades negativas, así sugieren que se les pueda aplicar un “impuesto” basado en las pérdidas esperadas, condicionadas éstas a la ocurrencia de una crisis sistémica. Sin embargo su enfoque favorito consistiría en que a los bancos se les obligara a comprar un “seguro de capital contra contingencias”. Es decir, un seguro contra las pérdidas en las que podrían incurrir en caso de una crisis sistémica. El coste de ese seguro determinaría la tasa sobre riesgo sistémico de la compañía financiera.

Para, Acharya y otros (2010) las principales ventajas de esta aproximación a la regulación del riesgo sistémico son que: (1) Se fuerza a los reguladores y a las entidades financieras a enfrentarse explícitamente con el riesgo financiero; (2) se basa en herramientas probadas y bien entendidas por el sector privado, en la que cada firma financiera asigna rutinariamente a cada entidad financiera una exigencia de capital para

sus compañías individuales en base a sus contribuciones al riesgo en toda la empresa; y (3) se reduce el riesgo moral, dado que ofrece incentivos para que las firmas financieras no contribuyan al riesgo sistémico.

¿Cómo funcionaría? En palabras de los autores, cada entidad financiera tendría un “objetivo de capital” de, digamos el 8% de sus actuales activos bajo cualquier circunstancia. Si llegara una crisis, por cada dólar que el capital de la institución cayera por debajo del objetivo previsto, la compañía de seguros debería de pagar N centavos al regulador. Con ello se constituiría un fondo de riesgo sistémico. De este modo, de acuerdo con los autores, las compañías de seguros tendrían el incentivo correcto para estimar correctamente el riesgo sistémico de cada empresa y poner el precio adecuado a la prima de cobertura para estas entidades. Igualmente, el precio del seguro permitiría al regulador calcular la parte proporcional de pérdidas esperadas por cada compañía en una hipotética crisis. Además, las compañías financieras deberían de adquirir sus seguros regularmente, y por tanto, pagar impuestos, para asegurar el control y una buena fijación del precio de la prima del seguro de una manera continuada. Los autores proponen que, por ejemplo, cada mes se pague una fracción del seguro que cubrirá los próximos 5 años.

## **8.10. LAS REFORMAS PROPUESTAS POR LA DODD FRANK ACT SOBRE EL “TOO BIG TO FAIL”.**

*“La reforma tomará años. El éxito no está asegurado, pero el principio es prometedor”*  
(Powell, 2013)

De acuerdo con Powell (2013) las reformas en EEUU han de intentar erradicar la “esperanza” de un rescate público en los grandes bancos, lo que permitiría eliminar ese “seguro de riesgo”. En la práctica esto se llevaría a cabo de 2 modos:

- 1) **Reducir la probabilidad de quiebra incontrolada de una firma financiera sistémica.**

Las normas de Basilea III ya imponen unas reformas sobre el capital y la liquidez, en la línea de aumentar el capital de estas entidades. Además, la Dodd Frank Act impone estándares prudenciales en las mayores entidades financieras, a la vez que obliga a que los derivados negociados se liquiden a través de cámaras de compensación. Todas estas iniciativas han conseguido que desde 2009 los ratios de apalancamiento de las entidades financieras hayan mejorado respecto a 2009, lo que hace que el sistema financiero sea más fuerte en su conjunto. Por ejemplo, desde 2009 hasta el principio de 2012 las 19 entidades instituciones financieras más grandes habían incrementado su capital TIER1 en 300.000 millones de dólares, hasta un total de 760.000 millones (Bernanke, 2012).

**2) Limitar los costes a los que se expondría la sociedad en caso de que una firma sistémica cayera.**

Bajo la Dodd Frank Act las quiebras de instituciones financieras complejas seguirán el camino previsto anteriormente a la promulgación de la nueva ley. Es decir, la compañía matriz se resolvería vía bancarrota, mientras que las filiales se resolverán como una bancarrota, utilizando la Federal Insurance Deposit Insurance Act y la Securities Investor Protection Act para sociedades de valores y bolsa.

La Dodd Frank Act elimina la autoridad de la Reserva Federal para rescatar a instituciones individuales durante la crisis, lo que incluiría a Bear Stearns, Citicorp, Bank of America y AIG. Pero, el Congreso estadounidense también reconoce que podrían haber situaciones particulares en las que la caída de una gran firma financiera amenazarían la estabilidad financiera estadounidense. Con el objetivo de dotar de las herramientas suficientes a los reguladores y evitar exponer a los contribuyentes a posibles pérdidas la Dodd Frank Act crea dos herramientas.

- a) Los grandes holdings bancarios designados por el Financial Stability Oversight Council deberán de remitir un plan de resolución ordenada de sus activos, un “testamento”, para su rápida liquidación bajo la legislación que rige en EEUU sobre bancarrotas (Bankruptcy Code, Title I plans). De hecho, en el verano de 2012 las mayores instituciones financieras ya habían remitido estos planes.

- b) La ley crea una nueva Autoridad de Liquidación Ordenada, Orderly Liquidation Authority, OLA, como refuerzo en el caso de una resolución de una bancarrota ordinaria.

En este sentido el propio Powell relata que en octubre de 2011 participó en una simulación pública de quiebra de una gran entidad financiera bajo las directrices de la OLA y en compañía de otros funcionarios de la Reserva Federal, del Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, y de la industria. Powell cuenta que inicialmente se mostraba escéptico ante la posibilidad de resolver una entidad sistémica sin desestabilizar el sistema financiero en su conjunto. Simplemente, porque el cierre de una entidad bancaria de este calibre, con múltiples líneas de negocio articuladas en múltiples vehículos legales, podía escaparse del control y contagiar a todo el sistema.

No obstante, Powell cambió su visión conforme avanzaba el proceso gracias al enfoque que aplicó la FDIC, concretamente el “único punto de entrada”, “single-point-of-entry”. Éste consiste en que la FDIC se convierte en la única receptora de la compañía matriz del fallido grupo financiero. A continuación la FDIC transmitirá los activos, principalmente las inversiones en sus filiales, a una “empresa puente”. Igualmente, las acciones se liquidarán, con valor 0 si fuera necesario, y se aplicarán quitas en la deuda junior, la no asegurada. El volumen de quitas será el necesario para cubrir las pérdidas que no pudieran ser cubiertas por los accionistas. Para capitalizar la “empresa puente” y las filiales operativas que contendría, y para permitir la devolución de esta empresa al sector privado, la FDIC cambiará la deuda restante por acciones o deuda de la “empresa puente”. Incluso si fuera necesario la FDIC podría inyectar capital temporalmente.

Powell considera que con este método, en el que las pérdidas caen sobre los accionistas y los tenedores de deuda, se acelera la velocidad por la que una empresa puede entrar en un proceso de resolución, a la vez que se estabiliza tanto la empresa como el mercado. Un procedimiento que reduciría los incentivos de los clientes y de los acreedores a marcharse. Además, en su opinión, si ya existe dicho método, descrito en los Títulos I y II de la Dodd Frank Act, el mercado debe de comenzar a creer que cualquier entidad financiera puede caer y ser resuelta con las leyes existentes, sin imponer costes adicionales a la sociedad. De acuerdo con él, si la reforma de la agenda reguladora avanza y consigue estos propósitos, sería mucho mejor que tener que recurrir a medidas

más intrusivas, como “partir” los bancos en piezas mucho más pequeñas, manejables y fáciles de resolver, ya que ello implicaría juicios arbitrarios, pérdidas de eficiencia y una transición difícil.

## **8.11. EL ALCANCE DE LAS REFORMAS PROPUESTAS POR LA DODD FRANK ACT SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA Y EL TAMAÑO DE LOS BANCOS**

No obstante, el debate sobre las reformas propuestas por la Dodd Frank Act continúa y los críticos aseguran que se ha de ir más lejos, como limitar las actividades de las entidades bancarias, restringir su tamaño o simplemente partirlas en entidades más pequeñas, en las que quede muy claramente definido qué es banca comercial y de inversión.

En cuanto a los límites de la actividad muchos profesionales reclaman la vuelta de las prohibiciones de la Glass-Steagall Act de los años 30, esto es, evitar que los bancos comerciales y los bancos de inversión estén juntos. Por ejemplo, el antiguo Presidente Ejecutivo de Citigroup, Sandy Weill, considerado una de las fuerzas directoras detrás de la desregulación financiera y de las “mega-fusiones” de los 90, sorprendió a los analistas financieros en Europa y Estados Unidos cuando el 25 de julio de 2012 hizo un llamamiento para “separar los bancos comerciales de los de inversión” y que se volviera a implantar la “Glass Steagall Act de 1933, la cual condujo a medio siglo libre de crisis financieras”. O la extraña pareja de senadores estadounidenses, el republicano John McCain y la demócrata Elizabeth Warren, que en julio de 2013 solicitaron formalmente la reinstauración de 2 artículos de la misma. Específicamente, las secciones 20 y 32, en las que se establecía que los grupos bancarios no podrían poseer al mismo tiempo sociedades de inversión en mercados y banca comercial, a la vez que impedían que esos 2 tipos de empresas compartieran a directores en sus consejos de administración. Una propuesta que no pasaría, debido a la oposición del Congreso. O, por último, la editorial del Financial Times de Julio de 2013 (“A new Glass-Steagall Act is needed, not just in the US. Split the Banks”) en la que se afirmaba que una separación total entre banca comercial y banca de inversión “erradicaría la cultura cargada de testosterona de la banca de inversión de las actividades comerciales, las cuales requerían una paciente

atención”. En su opinión, como el escándalo de la fijación del tipo LIBOR había demostrado, “cuando dos culturas colisionan, son los traders los que llevan las de ganar”.

Por su parte, Powell (2013) considera que la crisis financiera arrancó con los terribles problemas que afrontaron dos bancos de inversión como Bear Stearns y Lehman Brothers. Por ello, Powell recuerda que las actividades de estas 2 empresas no estaban afectadas por la revocación de la Glass Steagall Act. Como Powell razona, los bancos comerciales actuales sí que llevan a cabo actividades que, tradicionalmente, entrarían dentro del territorio de la banca de inversión como, por ejemplo, la titulización de activos. Sin embargo, en su opinión, la combinación de estas actividades bajo un mismo paraguas corporativo no contribuyeron significativamente a la crisis financiera. Para él, las pérdidas de la banca comercial se debieron a una mala asignación del crédito y al fallo de los sistemas de gestión del riesgo para seguir el ritmo de la innovación y el explosivo crecimiento en la titulización. Cuestiones que Powell considera que no fueron causadas por la revocación de la Glass Steagall Act. Sin embargo, con la norma Volcker de la Dodd Frank Act, la titulización de activos y el “proprietary trading” quedarían dentro de la órbita de la banca de inversión y no de la banca comercial, lo que sería una vuelta al espíritu de la Glass Steagall Act.

Respecto al tamaño de las entidades, el mismo Powell recuerda que 2 normas de leyes vigentes imponen límites al tamaño de los bancos estadounidenses. En primer lugar, una ley limita la adquisición de un banco por otra entidad bancaria que controle más de un 10% de depósitos no asegurados en EEUU. En segundo lugar, la Dodd Frank Act prohíbe las adquisiciones para cualquier compañía financiera que controle el 10% del total de pasivos de las firmas financieras en EEUU. De la misma forma, añade un nuevo requisito a la hora de evaluar una propuesta de fusión o de adquisición, pues exige considerar “el riesgo para la estabilidad del sistema bancario y financiero de EEUU”. No obstante, aún con estas normas las empresas podrían seguir creciendo orgánicamente o, incluso, a través de compras que fueran admitidas o que, simplemente, fueran pequeñas.

Powell recuerda que la forma más sencilla de este planteamiento sería poner un límite absoluto al total de los activos o pasivos del balance, o a la cantidad de activos

financieros con riesgo de una firma financiera. Lógicamente, unas entidades financieras más pequeñas serían más fáciles de supervisar y gestionar, e incluso de resolver. Por ello, Powell sugiere que una opción sería la de imponer un tope en los pasivos a corto plazo que no fueran depósitos. Esta cantidad tope sería una fracción del PIB de los EEUU. Como expone Tarullo (2012) esta propuesta permitiría a una entidad financiera continuar incrementando sus activos y diversificando sus actividades para conseguir las economías de escala potencialmente alcanzables, siempre que la entidad consiga financiar su expansión a través de unas formas de financiación más estables.

De todos modos, cualquier forma que se escoja para limitar el tamaño de las entidades financieras afectará a los costes de eficiencia. Por ello, el debate técnico se centra en minimizar el impacto que tendrían este tipo de medidas en las economías de escala de estas empresas bancarias. Una discusión en la que Hughes y Mester (2011) y Davies y Tracey (2012) exponen las economías de escala que consiguen los bancos, Wheelock y Wilson (2009) se centran en los menores costes que obtienen los grandes bancos gracias a su tamaño y Haldane (2012) analiza el tamaño adecuado de los bancos.

Si la línea “suave” de este debate sería la de limitar el tamaño, la línea “dura” apunta directamente a “partir” los bancos. Una idea, la de la partición, que no es del agrado de economistas como Paul Krugman (2009a) quien recuerda que en 1982 había miedo a que la crisis de la deuda soberana latinoamericana pudiera hundir alguno de los bancos principales del país, como Chase o Citi, lo que hubiera provocado un colapso. De acuerdo con él, esto sucedió en los días en los que todavía no se había revocado la Glass Steagall Act, “antes de que las finanzas se hicieran tan grandes y tan salvajes; (un momento) en el que las regulaciones del New Deal estaban casi todas en su lugar. Pero, ya entonces los bancos eran demasiado grandes para caer”. Del mismo modo, Krugman (2009b) añade que una corriente de opinión propone purgar del sistema todo el riesgo moral, con lo que “luego el auto-interés del mercado se encargaría de las cosas”. Así pues, “si se parten todos los bancos demasiado grandes para caer, y no nos permitimos rescatar entidades, todo irá bien y el sistema avanzará de un modo seguro con el piloto automático puesto”. Según él, la Historia demuestra que los agentes financieros no se detendrán, aunque la posibilidad del rescate les sea imposibilitada. Por ello, le es difícil de asumir la idea de un mundo en la que se puedan dejar caer alegremente a las grandes instituciones. Así pues, su postura es la de que no se puede manejar un sistema

financiero sin un papel activo por parte de los reguladores, porque el piloto automático no lo conseguirá. Lo que dejaría a la sociedad en un estado de vulnerabilidad frente a los malos reguladores, porque como él mismo afirma “contra la estupidez, los dioses luchan en vano”.

Igualmente, Krugman (2010,2010b) continúa argumentando y expone que la crisis de los años 30 sucedió por el colapso de multitud de bancos pequeños en cadena y no por la caída de un gigante. A este tenor, cita el caso de Canadá, donde prácticamente 5 grandes bancos concentran prácticamente la totalidad del sector bancario y no ha sucedido ningún colapso, gracias a su buena regulación. De acuerdo con Krugman, el sistema bancario estadounidense tuvo un largo período de estabilidad tras la Segunda Guerra Mundial gracias a una combinación de seguro de depósitos y una estricta regulación de los balances bancarios, lo que incluía límites en el riesgo de préstamos y en el apalancamiento. Sin embargo, lo que para él terminó con la estabilidad fue el incremento del número de entidades “bancarias en la sombra”, que llevaban a cabo funciones bancarias, sin una red de seguridad y con una regulación mínima. En particular, Krugman señala que muchos negocios bancarios “aparcaban” su liquidez no en depósitos bancarios, sino en “repos”, es decir, préstamos de 1 día a entidades como Lehman Brothers. Una actividad poco regulada y, en consecuencia, vulnerable. Un punto, el de la confianza en la financiación interbancaria, en el que coinciden Viñals y otros (2013).

Sin embargo, profesionales de peso como Dean Baker<sup>206</sup>, el codirector del Centre for Economic & Policy Research y autor del trabajo anteriormente mencionado con Mc Arthur sobre el valor del subsidio implícito, defienden que es necesaria la “partición”. Baker, quien dice que es raro que esté en desacuerdo con Krugman, pero que en esta ocasión así es, considera que EEUU no es Canadá en cuestiones de regulación financiera, ya que, según él, existe un nivel de independencia e integridad en los reguladores canadienses que no se da en los estadounidenses. De hecho, de un modo humorístico comenta que si en Washington DC “quieres hablar con alguien de Goldman Sachs, debes de llamar al Departamento del Tesoro”.

---

<sup>206</sup> Dean Baker (2010), "Why We Must Break Up the Banks," The Guardian, April 7;

De acuerdo con Baker, las cercanas conexiones entre la industria y los reguladores importan, y mucho, porque la regulación siempre requerirá tomar decisiones sobre la marcha para aclarar situaciones puntuales de conflicto a partir de opiniones e ideas. También, importará porque la regulación supone limitar los beneficios de los bancos. En referencia a la última crisis Baker considera que los reguladores deberían de haber intervenido y evitado que se hubieran seguido emitiendo hipotecas basuras, lo que hubiera significado reducir los enormes beneficios de los bancos colocadores de préstamos hipotecarios y de los bancos titulizadores y colocadores de esos mismos préstamos.

Baker va un poco más allá y expone que la Reserva Federal de Nueva York ayudó a ocultar la insolvencia de Lehman durante meses al aceptar las emisiones de Lehman, las “repos de Lehman” (Repos 105) como garantía para los préstamos a corto plazo, pese a que ello constituiría una violación del mandato de la FED, que sólo permitía admitir como garantía lo que definiría como “investment grade”. Baker opina que en este escenario los reguladores decidieron que todo iba bien y miraron hacia otro lado. Llamativamente, ningún regulador fue despedido. Por ello, Baker aprecia que para un regulador siempre será más fácil mirar hacia otro lado, porque “los ejecutivos de los bancos llamarán a sus amigos en la Administración y en el Congreso para quejarse sobre los enloquecidos reguladores que están intentando evitar que dirijan sus empresas” a la vez que los hacen parecer como vigilantes dementes que “no entienden las modernas finanzas”. Exactamente como Brooksley Born, la responsable de la Commodities Futures Trading Commission, quien en 1998 fue frenada en su intento de regular los Credit Default Swaps. Por todo ello, Baker considera que los bancos de gran tamaño se han de “partir”, con el objetivo de enviar una verdadera señal de que todo ha cambiado.

Llamativamente, el mismo Alan Greenspan<sup>207</sup>, el ex presidente de la Reserva Federal, se convirtió también a la idea de que “romper” los bancos demasiado grandes para caer era una buena opción, al declarar a Bloomberg que “Si son demasiado grandes para caer, es que son demasiado grandes”. A lo que añadió que “En 1911 troceamos la Standard Oil,

---

<sup>207</sup> “Greenspan Says U.S. Should Consider Breaking Up Large Banks”. Bloomberg. 2009-10-12. [http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=email\\_en&sid=aJ8HPmNUfchg](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&sid=aJ8HPmNUfchg)

y ¿qué pasó? Las partes por separado alcanzaron un valor mayor que el todo”. En la entrevista describió cómo había evolucionado en su visión al explicar que “en un momento dado, ningún banco se consideraba demasiado grande para caer”. Pero, todo aquello cambió, según él, después de que el Departamento del Tesoro, con Hank Paulson al frente, nacionalizara de una manera efectiva a Fannie Mae y Freddie Mac, para que a continuación la FED y el Departamento del Tesoro rescataran a Bear Stearns y a AIG.

Otras voces a favor de la “partición” de los grandes bancos en entidades más pequeñas son Richard W. Fisher, el Presidente de la Federal Reserve Bank of Dallas, y Harvey Rosenblum, Vicepresidente de la misma entidad. Ambos publicaron conjuntamente un artículo en el Wall Street Journal en el que describían lo que, en su opinión, era el fracaso de la Dodd Frank Act para proveer una adecuada regulación sobre las entidades “demasiado grandes para caer”. Por ello, abogaban por la “partición”(o “breaking up”) de grandes bancos en pequeños bancos, abogando porque los mega bancos estén fuera de la red de seguridad que provee el estado. Es decir, que no tengan acceso al Federal Deposit Insurance y a la ventanilla de descuento de la Federal Reserve, a la vez que se requería informar a los clientes de esta falta de apoyo estatal. Era la primera vez que una propuesta de esta índole era hecha por funcionarios de alto nivel de la FED en un medio de comunicación. Sin embargo, en un discurso previo Fisher (2013) había lanzado ya esta idea, un día antes de que la propia FED de Dallas publicara un extenso trabajo (Federal Reserve Bank of Dallas, 2013) sobre los bancos “demasiado grandes para caer”. En su discurso, en el que Fisher aclara que las ideas en él descritas pertenecen únicamente a la FED de Dallas, y no al resto de Bancos de la FED, Fisher considera que los bancos pequeños, los llamados “bancos de las comunidades”, se han comportado mucho mejor durante la crisis que sus colegas de mucho mayor tamaño. Sin embargo, según su punto de vista, han sido víctimas de una regulación excesiva, derivada de “las respuestas a los pecados de sus gigantescos colegas”. Fisher propone que las instituciones financieras “demasiado grandes para caer” sean re-estructuradas en múltiples entidades de negocios. De este modo, solamente la banca comercial resultante de entre proceso, y no la banca en la sombra o la compañía matriz, podría acceder al seguro de depósitos federal y acceder a la ventanilla de descuento de la FED.

En cuanto a los políticos profesionales y miembros del gobierno, cabe mencionar a la antes referida Elizabeth Warren, senadora demócrata por Massachusetts. Warren es una de las más activas oponentes al status de “demasiado grande para caer” de las grandes instituciones financieras estadounidenses y obtuvo un cierto reconocimiento popular<sup>208</sup> tras su participación en su primera audiencia del Comité Bancario del Senado estadounidense<sup>209</sup> el 14 de febrero de 2013. Una audiencia sobre la cuestión “Wall Street Reform: Oversight of Financial Stability and Consumer and Investor Protections”<sup>210</sup> en la cual participaron como testigos los responsables de las agencias de supervisión y regulación más importantes de EEUU. En ella la senadora Warren, antigua profesora de derecho en la Universidad de Harvard, presionó a estos representantes del gobierno para que le respondieran cuando habían llevado por última vez a un gran banco de Wall Street a juicio. Antes sus respuestas evasivas, Warren dijo “Realmente, me preocupa que el ‘demasiado grande para caer’ se haya convertido en ‘demasiado grande para ir a juicio’”. El planteamiento de Warren era que los grandes bancos conseguían beneficios millonarios, por lo que si infringían la ley en algún momento, preferían ser citados y llegar a un acuerdo económico, el cual pagaban gustosos, antes que dejar abierta la posibilidad de celebrar un juicio. La falta de “severidad” por parte de los reguladores conducía, de acuerdo con Warren, a que los grandes bancos se evitaran días y días de testimonios públicos. Con ello, se usurpaba a los ciudadanos la oportunidad de conocer qué es lo que estas grandes instituciones estaban haciendo.

Otro de los miembros del Gobierno que aportó luz sobre el trato hacia los grandes bancos fue Eric Holder Jr., el Fiscal General de EEUU, cuando el 6 de marzo de 2013

---

<sup>208</sup> Diferentes videos en el que se ve como Warren coloca en una situación embarazosa a los supervisores como el que aquí se ilustra recibieron más de 1 millón de visitas en youtube [http://www.youtube.com/watch?v=2F6YkBa\\_Tig](http://www.youtube.com/watch?v=2F6YkBa_Tig).

<sup>209</sup> El U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs es uno de los 20 comités del Senado. Específicamente está encargado de escribir y aprobar la legislación bancaria de EEUU. La información referida a la audiencia del 14 de febrero de 2013 se encuentra en [http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing\\_ID=84abcfc3-9dd8-49ec-b5c0-2f75c618f075](http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing_ID=84abcfc3-9dd8-49ec-b5c0-2f75c618f075)

<sup>210</sup> Concretamente: Mary Miller, Under Secretary for Domestic Finance, U.S. Department of the Treasury; Tarullo, Governor, Board of Governors of the Federal Reserve System; Martin Gruenberg, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation; Tom Curry, Comptroller, Office of the Comptroller of the Currency; Richard Cordray, Director, Consumer Financial Protection Bureau; Elisse Walter, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission; y Gary Gensler, Chairman, U.S. Commodity Futures Trading Commission.

testificó ante el Senate Judiciary Committee<sup>211</sup>. En esa declaración expuso con total claridad que el tamaño de las grandes instituciones financieras había dificultado que el Departamento de Justicia presentara cargos cuando éstas eran sospechosas de crímenes. Sencillamente, porque, en su opinión, si se hiciera se amenazaría la existencia del banco. Por tanto, y dadas las conexiones del sistema financiero, se podría estar poniendo en peligro la economía nacional o global. En sus palabras: “Algunas de estas instituciones se han vuelto demasiado grandes. Lo que tiene un efecto inhibitor sobre nuestra capacidad para llevar a cabo resoluciones que creo que serían más apropiadas”.

Otra voz autorizada que también ha alertado de los peligros de los bancos “demasiado grandes para caer” es la Directora del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde, quien en abril de 2013 pronunció un discurso (LAGARDE, 2013) ante el Economic Club of New York. En él dijo que en el que dijo el modelo bancario de entidades “demasiado grandes para caer” se había vuelto “más peligroso que nunca”. Por ello, se debía de ir a la raíz del problema con una regulación comprensible y clara, con una supervisión más intensa e intrusiva, así como con unos procedimientos establecidos para una quiebra y resolución ordenadas, y con las autoridades dotadas de más poder para supervisar el proceso.

## **8.12. CONSIDERACIONES FINALES.**

El análisis anterior sobre la evolución de los distintos marcos legales y de supervisión en EEUU nos ha permitido resaltar la difícil tarea a la que se enfrentaron los legisladores en EE.UU. en relación con el funcionamiento del sistema financiero. Regulación que, en palabras de Sheila Bair (2013), directora del Consejo para el Riesgo Sistémico, el Systemic Risk Council, debería hacer que dicho sistema financiero fuera “más pequeño, más simple, menos apalancado y más centrado en satisfacer las necesidades de crédito de la economía real”.

---

<sup>211</sup> Testimonio en video del Fiscal General de EEUU, Eric Holder Jr, el 6 de marzo de 2013 en Washington, D.C. sobre las instituciones financieras “demasiado grandes para caer”. [https://www.youtube.com/watch?feature=player\\_embedded&v=tpjFn7B4D5g](https://www.youtube.com/watch?feature=player_embedded&v=tpjFn7B4D5g). El testimonio inicial en la apertura de la vista de Eric Holder Jr. Está en <http://www.judiciary.senate.gov/pdf/3-6-13HolderTestimony.pdf>

Lo llamativo respecto a la Dodd Frank Act aquí estudiada es que esta reforma representa un claro intento de aumentar la regulación de algunas de estas actividades financieras al tiempo que permitirles un acceso fácil a una “red de seguridad” en caso de necesidad, mediante el aseguramiento de los depósitos y el acceso a una línea de liquidez por parte del banco central. Mientras que a otras actividades no esenciales, pero también reguladas, no se les permitiría el acceso a ninguna red de seguridad. Esto conlleva una línea de separación muy importante y todo el esfuerzo legislativo que se ha realizado viene a probar algo que venimos sosteniendo en esta Tesis: las instituciones realmente importaban e importan, y han tenido que ser modificadas para un mejor funcionamiento.

Curiosamente, en EEUU una de las acusaciones tradicionales que realizan políticos y lobbys es tachar al estado de hipertrofiado y de exageradamente intervencionista, por lo que suelen hacer campaña a favor de una mayor desregulación que libere a mercados y empresas de esas restricciones que supuestamente soportan. Sin embargo, en el caso de los desastres financieros, como la crisis financiera de 2007-8, ha sido el estado quien ha tenido que acudir al rescate poniendo sobre la mesa el dinero de los contribuyentes. Por ello, parece razonable que la nueva legislación estadounidense haya aumentado la protección de los depositantes y ciudadanos, a la par que ha servido también para abordar dos problemas esenciales: el tamaño máximo que han de tener las entidades (por la condición de sistémica de algunas de ellas) y el riesgo, moral y económico, que se corre si se han de rescatar.

Para concluir, el análisis aquí realizado permite apoyar la visión de Bair (2013) ) de que los riesgos son menores cuando el sistema financiero es más pequeño y menos sofisticado que en caso contrario. Lo que exige que los bancos tengan, en primer lugar, un buen “colchón” de capital propio a fin de evitar que los ciudadanos pagadores de impuestos (tax payers) corran con los errores derivados de estos colapsos financieros, que no está descartado que vuelvan a ocurrir en el futuro.

Aunque reformas como las de la Dodd Frank Act cuentan y contarán con la resistencia de los lobbys bancarios, una medida como la de que las entidades financieras participen de los riesgos de los productos que venden es una vía para ello. Por ejemplo, estableciendo que aquellas entidades que titulicen préstamos hipotecarios asumirán 5

centavos de pérdida por cada dólar de pérdidas en las hipotecas que ellos titulizan (lo que se conoce como el “the skin in the game” requirement, el requisito de “dejarse la piel en el juego”). En el caso norteamericano, el legislador no ha optado sólo por aprobar unas normas que impongan una manera de hacer las cosas. Sino que también fuerza a los agentes económicos a asumir las pérdidas de aquellas acciones arriesgadas que emprendan, lo cual puede resultar incluso más efectivo. El dictar una normativa es el enfoque favorito de los bancos, pues sus departamentos legales son muy buenos a la hora de encontrar y explotar debilidades en las leyes. Pero, el segundo enfoque es más difícil de evitar y el que más se adapta a unas condiciones cambiantes.

Del análisis elaborado en este capítulo se deduce también, como ya mencionamos, que sean cuales sean los objetivos perseguidos por unas u otras reformas regulatorias cabe esperar trabas y presiones ejercidas por parte de los que esperan salir perjudicados con las mismas, en nuestro caso los propietarios accionistas y ejecutivos de la banca de Wall Street principalmente, cómo paradigmáticamente se revela en el caso de la evolución de la norma Volcker ya estudiado. Todo ello pretende mostrar lo difícil que resulta cambiar políticamente un determinado marco institucional, pues no sólo las cuestiones de eficiencia y riesgos son importantes, también los impactos distributivos que toda reforma conlleva.



# **CAPÍTULO 9. UN EJERCICIO FINAL DE CONTRASTACIÓN EMPÍRICA DE ALGUNAS HIPÓTESIS BÁSICAS.**

## **9.1. INTRODUCCIÓN**

El objetivo de este capítulo consiste en realizar un primer ejercicio de contrastación empírica de las principales hipótesis explicativas obtenidas del análisis realizado en los capítulos anteriores sobre las principales causas institucionales de la crisis financiera que estalló en EE.UU. en 2008 y algunas de sus consecuencias.

Las fuentes estadísticas básicas utilizadas proceden de muy diversas fuentes, tales como la US Bureau of Census, la US Bureau of Economic Analysis y la US Bureau of Labor Statistics. Igualmente, se han recogido datos de la Reserva Federal, la OCDE, la Chicago Board Options Exchange, la S&P Dow Jones Indices y la Mortgage Bankers Association of America.

También, conviene explicitar en este capítulo que hemos utilizado otras fuentes para armar nuestro discurso, tales como entrevistas a medios de comunicación a economistas relevantes, comparecencias en vistas públicas ante los comités oportunos del Congreso de funcionarios de primer nivel como el fiscal general del estado o el director de la Securities and Exchange Commission, discursos de los sucesivos presidentes de la Reserva Federal, informes como el de la Financial Crisis Inquiry Commission, actas de la Reserva Federal, etc... Todo lo cual nos ha proporcionado una información cualitativa, que aunque no haya pasado por un filtro académico y no provenga de revistas científicas, ayuda a una mejor comprensión del funcionamiento de esos marcos institucionales que

De la misma manera conviene explicitar que tanto en los análisis anteriores como este primer ejercicio de contrastación, de ningún modo se afirma que éstos factores aquí destacados son los únicos factores relevantes, como ya se menciona en la introducción general. Por lo que la habitual cláusula del *ceteris paribus* está implícita siempre.

Si el objetivo de los capítulos anteriores ha consistido en construir un relato explicativo internamente consistente de lo ocurrido a partir del enfoque elegido, y por tanto

enfatisando la importancia de los principales factores institucionales influyentes, *ceteris paribus*, el objetivo de este capítulo consiste en realizar una primera contrastación de esas hipótesis explicativas básicas sobre las causas de lo ocurrido, y sobre algunas consecuencias. Para ello será necesario encontrar los datos estadísticos relevantes en las fuentes indicadas que nos permitan rebatir o apoyar algunas de esas ideas básicas elaboradas en los capítulos previos.

Evidentemente, se trata también de un primer esfuerzo de análisis cuantitativo, dada la metodología elegida para llevar a cabo la presente investigación. La toma en consideración de más países podrá permitir en el futuro aplicar algunas técnicas econométricas habituales en un intento de encontrar correlaciones significativas con un mayor grado de precisión cuantitativa. Tarea nada fácil, por cierto, a tenor de las diferencias existentes en los resultados que muestran los estudios econométricos ya publicados sobre estos temas de la influencia de los factores institucionales en los auge, las crisis y los procesos de desarrollo económico, (Rodrik, D., 2007; Shirley, M. M., 2008; Siddiqui, D. A., y Ahmed, Q. M. (2013) y Dias, J., y Tebaldi, E., 2012).

En ese sentido, la primera contrastación tiene que ver con el propio paradigma dominante en EE.UU. durante los años previos a 2008, y que influyó de manera importante en los procesos de desregulación financiera habidos, como se abordó en profundidad en los capítulos tres y siete. Según esa concepción los mercados, incluidos los financieros, era capaces de auto-regularse y auto estabilizarse. ¿Fue eso cierto a tenor de los datos disponibles? De ser eso cierto, no habría ya grandes crisis y, mucho menos, depresiones, como predijo ufanamente Robert Lucas en 2003 ante la Asociación de Economistas Norteamericanos. Obviamente no es así, pero en este capítulo aportaremos los datos que refutan esa concepción y sirven para apoyar los efectos negativos que aquí hemos atribuido a la desregulación.

Así pues, en los apartados que siguen intentaremos dar una respuesta cuantitativa a las preguntas siguientes. ¿Refutan los datos el discurso dominante durante las décadas previas sobre la autoregulación de los mercados financieros en EE.UU.? (Apartado 9.2.). ¿Muestran los datos el boom del mercado inmobiliario estadounidense que el análisis institucional cualitativo anterior explica (hipotetiza) a partir de factores formales e informales? (Apartado 9.3.). ¿Indican los datos el aumento del

endeudamiento de las familias que el análisis institucional cualitativo anterior explica-hipotetiza a partir de factores formales e informales? (Apartado 9.4.) ¿Corroboran o refutan los datos ese espectacular aumento y desplome de los precios de las viviendas que el análisis institucional cualitativo anterior explica-hipotetiza a partir de factores formales e informales? (Apartado 9.5.) Finalmente, en el apartado 9.6 se reúnen algunos datos estadísticos sobre repercusiones distributivas (relacionados con el estallido financiero e inmobiliario, la tasa de mora y las ejecuciones hipotecarias) y en el apartado 9.7. se muestran datos sobre el empobrecimiento de las clases bajas y medias y el crecimiento de la desigualdad ocurrido.

La intención de este último apartado 9.7 es la de responder a la pregunta de si ello es sólo consecuencia o es también la causa, en la medida en que nuestro análisis institucional previo explica que dicha desigualdad aumentó también fuertemente durante las décadas previas, al tiempo que aumentaba el endeudamiento familiar. Un aumento de la desigualdad durante los años previos que puede, no obstante, sufrir del habitual problema de “autocorrelación” con respecto a los otros factores institucionales aquí resaltados en esos futuros estudios econométricos a realizar sobre lo ocurrido en los países de la OCDE en su conjunto antes mencionados. Porque, como el análisis elaborado en el capítulo dos enfatiza, el aumento de dicha desigualdad en parte se puede explicar a partir de esos factores institucionales formales e informales. Las instituciones existentes, al igual que su reforma, importan porque también tienen significativas consecuencias distributivas, no sólo por su influencia sobre los costes de transacción y la eficiencia. Los marcos institucionales influyen en los derechos y capacidades de decisión y negociación de los agentes interactuantes afectados, como hemos destacado en capítulos anteriores.

## **9.2. ¿REFUTAN LOS DATOS EL DISCURSO DOMINANTE DURANTE LAS DÉCADAS PREVIAS SOBRE LA AUTOREGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EE.UU.?**

Como hemos visto en capítulos previos, el paradigma económico más extendido durante la década previa al crash del 2008 estaba inspirado en unas concepciones, ideas o

ideología favorables a organizar los asuntos económicos mediante mercados y a disminuir al máximo la intervención gubernamental en los mismos. La presunción de que los mercados, esto es los propios agentes económicos, son capaces de auto regularse, estaba explícita o implícitamente presente en tal paradigma. Según esta visión, los modelos, como los desarrollados por el macroeconomista Robert Lucas, permitirían anticiparse a la crisis. De hecho recordemos la frase que en este mismo sentido pronunció el propio Robert Lucas en 2003 ante la Asociación de Economistas Americanos: *“la macroeconomía ha tenido éxito: el problema central de la prevención de las depresiones (económicas) ha sido resuelto”*. Lucas (2003)

En dicha lógica conceptual, si los modelos no consiguieran anticipar la crisis y ésta llegase, su efecto habría de ser limitado según estos planteamientos, puesto que el enorme desarrollo que había tenido lugar en el campo de la innovación financiera privada (como la creación de los “derivados”) seguro que habrá preparado y fortalecido a los mercados de capitales ante una eventualidad tal. Esa era la concepción, como se constata en la declaración de Alan Greenspan (2002): *“Estos cada vez más complejos instrumentos financieros han contribuido especialmente, sobre todo en el último par de años de estrés, al desarrollo de un sistema financiero mucho más flexible, eficiente y resiliente de lo que existía hace apenas un cuarto de siglo.”*

Pero, ¿muestran los datos disponibles que esas concepciones y pronósticos se cumplieron al menos durante las décadas previas a 2008 en EE.UU. o los refutan? Si esa sensación de calma y de estabilidad macroeconómica (a la que dicho paradigma económico contribuía) hubiera calado en los mercados, la volatilidad debería haber sido baja y los movimientos bruscos escasos en los datos estadísticos disponibles. Para comprobarlo, observemos el gráfico 1, en el que se muestra el índice VIX, el índice desarrollado en el Chicago Board Options Exchange, CBOE, en 1993 para medir la volatilidad de las opciones “call y put” (opciones de “compra” y de “venta”) más cercanas en un rango de 30 días sobre el índice S&P 500. Dicho gráfico contiene datos extraídos de la base de datos de la propia CBOE, de cuyas tablas completas se aportan algunos ejemplos en el anexo final.

Si nos fijamos en el período previo al estallido de la crisis, el índice VIX se sitúa por debajo de 20 desde prácticamente octubre de 2003 hasta julio de 2007, casi 4 años.

Además, llegó a tocar el nivel de 10, algo que por definición se considera “absoluta complacencia”. Lo que podría interpretarse como si ello confirmara que en los compases previos a la crisis hubo una época de gran estabilidad y de gran moderación, según afirma Charles Bean (2009), subgobernador del Banco de Inglaterra, interpretación que parece concordar y derivarse de esa percepción de que los mercados son capaces de auto-regularse y auto-corregirse.

Sin embargo, si eso hubiera sido así, no sería fácil de explicar esa subida en vertical del índice VIX, con cifra récord por encima de los 80 puntos, el 24 octubre de 2008, un mes después de la quiebra de Lehman Brothers y de que la Reserva Federal nacionalizara Fannie Mae y Freddie Mac. Un mes, octubre, en el que el presidente George W. Bush firmó la Emergency Economic Stabilization Act, por la que se creaba un programa de 700.000 millones de dólares, el Troubled Assets Relief Program, para comprar activos tóxicos de los bancos. Es decir, había sucedido lo que los analistas financieros definen como un evento de cola, es decir, un evento de bajísima probabilidad y de altísimo impacto, que los modelos no acertaron ni a predecir ni a imaginar. Un verdadero “cisne negro”, (Taleb, 2007).

Además, durante ese mes de octubre de 2008, la FED anunció un programa de 250.000 millones de dólares de recapitalización del sistema bancario estadounidense a través de la compra de paquetes de acciones de los bancos, a cambio de que esas entidades quedaran sujetas a ciertas restricciones, como las limitaciones en la compensación salarial a sus altos ejecutivos. Los nueve bancos elegidos fueron: 1) Bank of America, 2) JPMorgan Chase, 3) Wells Fargo, 4) Citigroup, 5) Merrill Lynch, 6) Goldman Sachs, 7) Morgan Stanley, 8) Bank of New York Mellon y 9) State Street. Es decir, las soluciones se fueron diseñando a toda prisa desde las administraciones públicas para contener y reducir los efectos de la crisis. Como vemos dichas soluciones no vinieron desde el mercado, porque los agentes no confiaban los unos en los otros y porque ningún agente o grupo de agentes económicos privados tenía el liderazgo necesario para diseñar e imponer un paquete de medidas correctoras.

**Gráfico 12: Índice VIX 2000-10. Datos diarios de cierre.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Chicago Board Options Exchange. Datos de dominio público.**

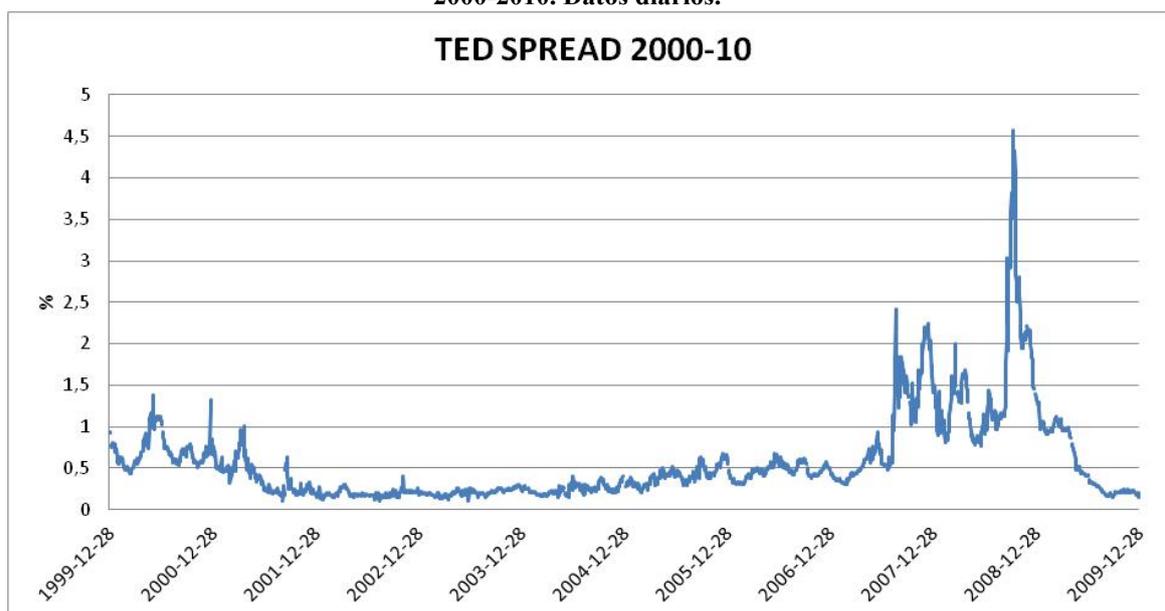
Para ver una muestra de esta desconfianza reinante, en la que nadie sabe cuántos activos tóxicos tiene el otro en su balance, nos podemos fijar en la ampliación del diferencial entre el tipo de interés de las letras del Tesoro estadounidense y el tipo de interés negociado en Londres por los grandes bancos internacionales para los préstamos en el mercado estadounidense (el TED Spread, el diferencial entre el T-Bill y el US LIBOR) en el mismo mes en el que el índice VIX tocaba máximos históricos. El TED Spread es la diferencia entre los tipos de interés de los préstamos interbancarios y la deuda a corto plazo del gobierno norteamericano (los “Treasury Bills” o “T-bills”). Así, el acrónimo TED se forma a partir de T-bill y ED, la abreviatura del futuro del Eurodólar.

El TED spread es un indicador que mide el riesgo de crédito percibido por los agentes económicos que operan en los mercados de capitales. Las T-bills se consideran el activo sin riesgo, mientras que el US LIBOR refleja el riesgo de crédito de prestar a los bancos comerciales. Si el TED spread aumenta es un signo de que los prestamistas creen que el riesgo de impago (riesgo de la contraparte) se incrementa. En ese escenario, los prestamistas en el mercado interbancario exigen una mayor rentabilidad ante el aumento del riesgo, u optan por aceptar unas tasas de retorno más bajas a cambio de una mayor seguridad, con lo que comprarán T-bills reduciendo su rentabilidad, lo que supondría el “vuelo a la calidad” que comentamos en el capítulo 2. Al contrario, si los temores de impago se disipan, el TED Spread se acorta.

Históricamente, el promedio del TED ha sido de 30 puntos básicos, con máximos ocasionales de 50 puntos básicos. En 2007, el comienzo de la crisis subprime llevó el TED a niveles de 150-200 pbs. El 17 de septiembre de 2008 superó los 300 pbs y el 10 de octubre de alcanzó los 457 puntos básicos, lo que refleja un mercado muy ilíquido en el que los costes de transacción, como ya expusimos en el capítulo 2 se disparan. Los datos aquí mostrados, igual que en el caso del VIX, son diarios.

Por tanto, los datos muestran la tranquilidad aparente en años previos al estallido de la crisis y parecen confirmar la visión dominante de que los mercados por sí solos pueden funcionar, autorregulándose. Sin embargo, con la explosión de la burbuja, la desconfianza se apoderó del sistema y el mercado se vino abajo, siendo incapaz por sí sólo de salir del tremendo embrollo en el que se sumió. De hecho, como hemos visto, la solución vino de las administraciones públicas, no del sector privado.

**Gráfico 13: TED Spread (Diferencial de rentabilidad entre los T-Bill y el US LIBOR). Período 2000-2010. Datos diarios.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Federal Reserve Bank of Saint Louis. Datos de dominio público.**

### **9.3 ¿MUESTRAN LOS DATOS EL BOOM DEL MERCADO INMOBILIARIO ESTADOUNIDENSE QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES?**

Veamos en segundo lugar si los datos disponibles muestran ese boom del mercado inmobiliario estadounidense que nuestro análisis anterior explica. La existencia de esos principales factores ya analizados en capítulos anteriores<sup>212</sup> nos permitió pronosticar que la evolución del mercado inmobiliario en EE.UU. durante el periodo previo a 2008 tuvo que ser espectacular con un mercado inmobiliario viviendo una edad dorada. Un boom inmobiliario que habría producido un notable incremento 1) de las viviendas que se vendían año tras año; 2) de las viviendas comenzadas a construir; 3) de los créditos inmobiliarios concedidos y 4) probablemente de los precios si la oferta no era capaz de dar plena respuesta a una demanda tal.

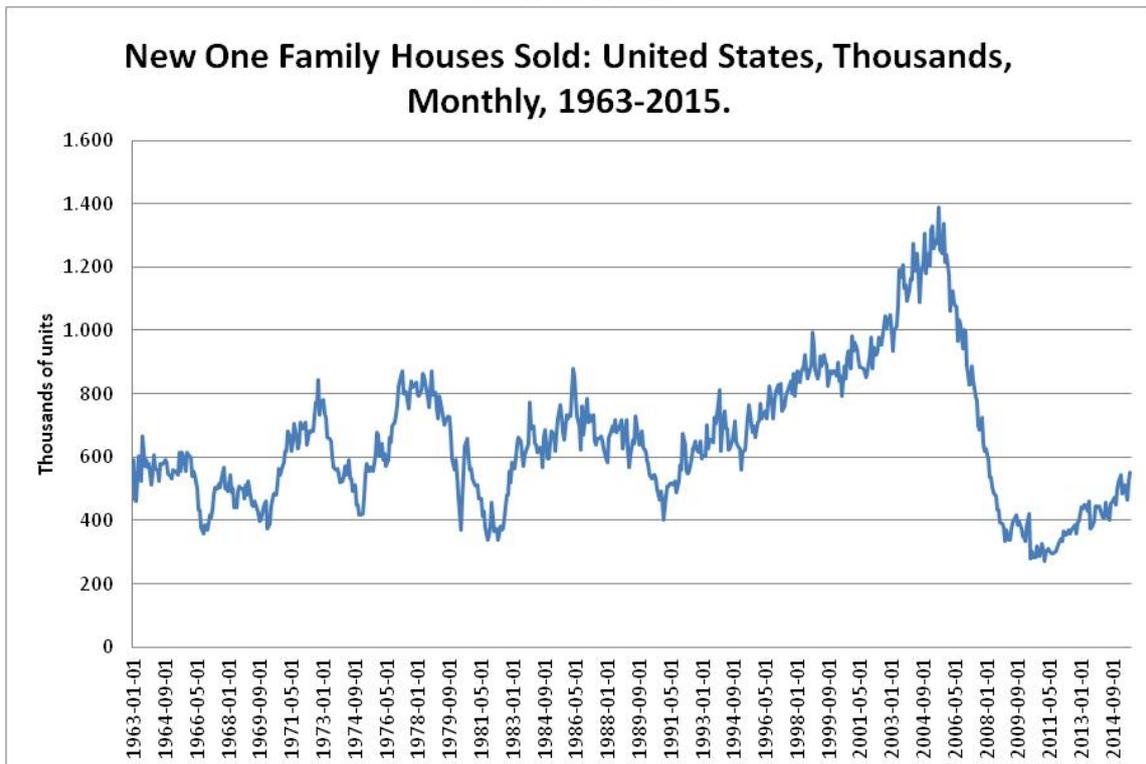
¿Refutan o corroboran los datos estadísticos dichas conclusiones de nuestro análisis explicativo para el periodo y país considerado? Comencemos fijándonos en las casas unifamiliares que se vendían mensualmente. Según la Oficina del Censo, una casa se considera vendida cuando un contrato de venta ha sido firmado o un depósito aceptado. Se incluyen en estas estimaciones las casas para las que se firma un contrato de venta o se acepta un depósito antes de que la construcción haya empezado realmente. Por ejemplo, las casas que se venden a partir de una vivienda piloto o sobre plano antes de que cualquier trabajo, como la cimentación, se haya iniciado. Por lo tanto, las estimaciones incluyen viviendas vendidas, independientemente de la etapa de construcción en que se encuentren, incluso antes de que el permiso de construcción se haya emitido. El estudio de la operación no se sigue hasta la realización ('cierre') de la operación de venta, por lo que incluso si la transacción inicial no está finalizada, la casa todavía se considera vendida.

---

<sup>212</sup> A recordar, 1) desregulación creciente de los mercados financieros como resultado de la acción gubernamental, 2) promoción del sueño americano de contar con una vivienda en propiedad a través de la legislación y de la creación de agencias financieras especiales; 3) entorno institucional informal de valores socio-culturales que presionaban también para adquirir una vivienda unifamiliar, el bien posicional y totémico por excelencia; 4) el acceso al dinero fácil ofrecido por las entidades financieras que quieren mantener sus ingresos expandiendo el mercado, con una FED que bajaba los tipos y 5) unos ciudadanos dispuestos a comprar porque consideran que la vivienda es una inversión segura que no va a bajar de valor y que si el banco les presta el dinero es porque tienen la capacidad futura de devolverlo.

Bien, si nos fijamos en las cifras del gráfico 3, observamos que el máximo de la serie se alcanza en julio de 2005, con 1.389.000 viviendas vendidas; mientras que el mínimo de la serie corresponde a noviembre de 2010, con tan sólo 287.000 unidades. Una cifra que es la más baja de todos los meses de los 52 años de la serie, la cual arranca en 1963 para este tipo de viviendas, el más habitual en EEUU, derivada de la situación de depresión económica que vivían los EEUU.

**Gráfico 14: Nuevas viviendas unifamiliares vendidas mensualmente en EEUU entre 1963 y 2015.**  
**Datos fin de mes.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.**

Se trata del tipo de construcción más habitual, porque las viviendas unifamiliares independientes suponen la parte más importante del mercado inmobiliario estadounidense. Pero, definamos primero qué es una vivienda unifamiliar. De acuerdo con la Oficina del Censo, las estadísticas sobre viviendas unifamiliares incluyen las viviendas separadas totalmente, pareados, casas en fila y urbanizaciones donde las casas son todas iguales (las llamadas “townhouses”). En el caso de las unidades adyacentes, cada una debe estar separada de la unidad siguiente por un muro que vaya del suelo al tejado con el fin de ser clasificada como una estructura de una sola familia. Así estas

unidades (para ser entendidas como unifamiliares) no deben compartir calefacción / sistema de aire acondicionado o los servicios públicos, como el abastecimiento de agua, suministro de energía, o líneas de eliminación de aguas residuales. Mientras, las unidades construidas una encima de la otra y las construidas en hilera sin tener una pared desde el suelo al tejado y que cuenten con instalaciones comunes (es decir, sótano, planta de calefacción, fontanería, etc.) no están incluidos en las estadísticas de una sola familia.

Si nos atenemos a los datos facilitados en la última *American Housing Survey* que realiza el U.S. Department of Housing and Urban Development, podemos ver que a finales de 2013 había 115,85 millones de unidades residenciales en EEUU ocupadas. Esta encuesta detalla unidades residenciales unifamiliares que van desde la casa independiente, hasta la estructura que reúne más de 50 viviendas. De ellas, 74,32 millones correspondían la categoría vivienda unifamiliar independiente. Es decir, el 64,15%. Mientras, las estructuras unidas de 2 a 4 viviendas unifamiliares, el siguiente tipo de residencia más popular, era de 9,08 millones, el 7,8%. Si tomamos en cuenta todas las viviendas (ocupadas y no), el total de unidades residenciales en EEUU en 2013 era de 132,832 millones. De ellas, 83,392 millones (el 62,78%) corresponden a las viviendas unifamiliares independientes. Los “condominios” (las estructuras de viviendas “una encima de la otra” (o propiedad horizontal) sumaban 10,125 millones en todo EEUU<sup>213</sup>.

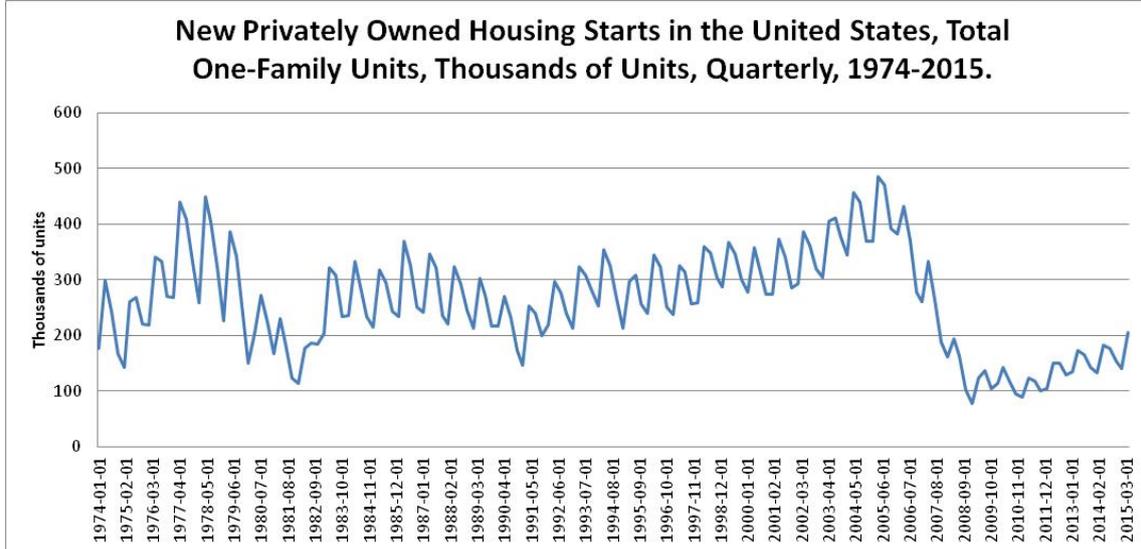
Estas cifras de compraventas se pueden comparar con las fechas de inicio de la construcción de estas mismas viviendas unifamiliares. De acuerdo con la Oficina del Censo estadounidense, el inicio de la construcción se produce cuando comienza la excavación para los cimientos de un edificio. Todas las viviendas en un edificio multifamiliar se definen como iniciadas cuando comienzan estas excavaciones. Las viviendas iniciadas estimadas incluyen unidades con estructuras totalmente reconstruidas sobre una base existente. Recordemos que el tiempo de finalización de los proyectos entraría en un rango de 6 a 18 meses, dependiendo de la envergadura del mismo. El mayor registro de la serie corresponde al feliz abril de 2005, con 485.000

---

<sup>213</sup> Los datos también se pueden encontrar en el Census Bureau. <http://sasweb.ssd.census.gov/ahs/ahstablecreator.html>.

unidades comenzadas. En el lado contrario, el peor registro corresponde a enero de 2009, con sólo 78.000 nuevos comienzos.

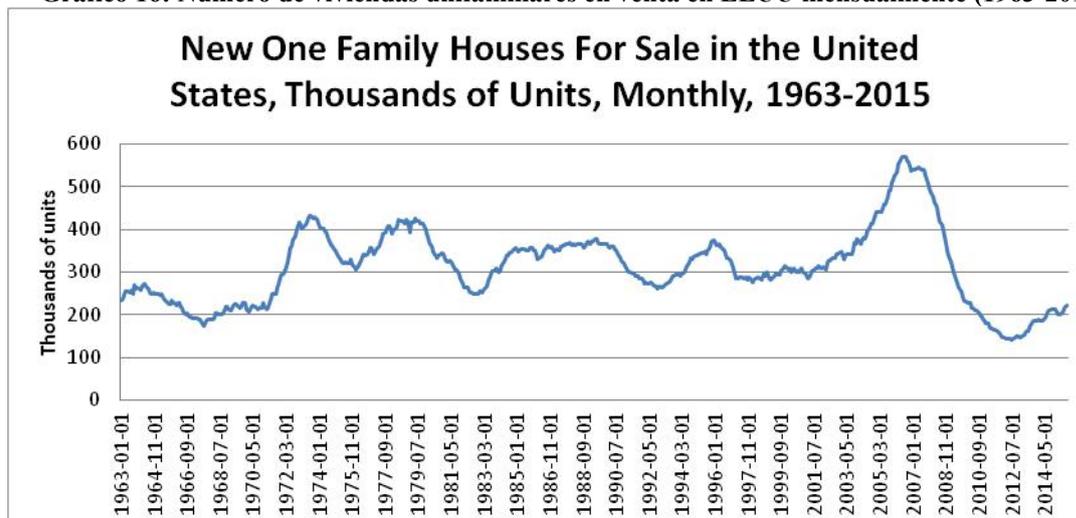
**Gráfico 15: Número de viviendas unifamiliares comenzadas trimestralmente en EEUU (1974-2014).**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census.**

Igualmente, como se comprueba en los datos del gráfico 5, podemos conocer cuando se fue generando el stock de este tipo de viviendas en EEUU si observamos el número de casas que salían a la venta mes a mes durante esos años previos al crash del 2008, año en el que se produce un drástico descenso en esos niveles de construcción. Los meses álgidos se concentraron en el año 2006, ya que en junio y en agosto salieron a la venta la friolera de 570.000 unidades en cada mes. Por el contrario, en julio de 2012 se registró el mínimo de toda la serie, con sólo 143.000 casas que salían al mercado, es decir, 4 veces menos que en la cúspide de la burbuja.

Gráfico 16: Número de viviendas unifamiliares en venta en EEUU mensualmente (1963-2015).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census.

Luego, los datos que hemos aportado muestran un mercado inmobiliario que alcanza su cénit en ese año 2005, con casi 1,4 millones de viviendas vendidas en un solo mes (julio) y con 485.000 viviendas comenzadas en un solo mes (abril). Un dato este último que motivaría (dado el período de maduración de los proyectos inmobiliarios) que al año siguiente en junio se pusieran a la venta 570.000 viviendas, otro récord. Nótese la diferencia entre la fuerte demanda de viviendas (casas vendidas) y la oferta (las casas puestas en el mercado), lo que llevaría, como veremos luego, a un auge de los precios. Como hemos expuesto, en las series históricas no se había registrado nada igual, lo que corrobora la existencia de esa “edad de oro” o “boom” del mercado inmobiliario, en el que se hinchó una burbuja de dimensiones desconocidas gracias a los factores formales e informales mencionados previamente.

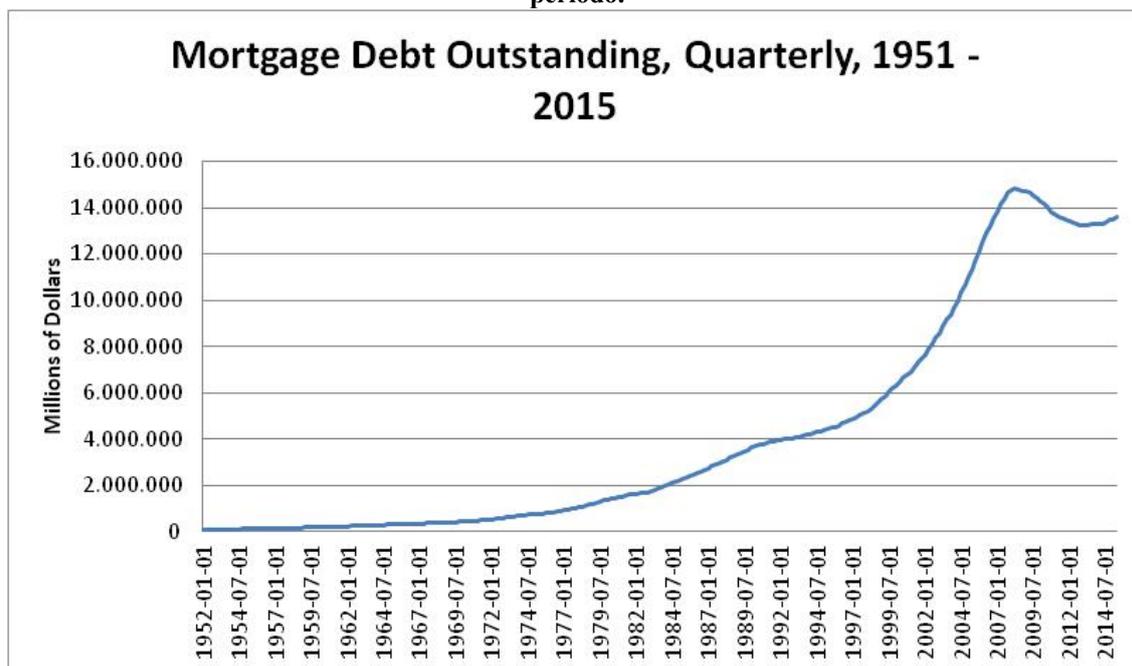
#### **9.4 ¿INDICAN LOS DATOS EL AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA- HIPOTETIZA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES?**

Como el análisis institucional de los capítulos previos permite concluir, si se estaba produciendo una burbuja inmobiliaria y financiera era, en parte, porque el crédito

llegaba con facilidad a los ciudadanos, aunque no podamos por ahora cuantificar con exactitud la magnitud de dicha influencia por comparación con la influencia ejercida por los otros factores (es especial el deseo de los ciudadanos de comprar ese bien posicional llamado vivienda unifamiliar). Si esto hubiera sido efectivamente así, deberíamos ver en los datos que la masa de créditos hipotecarios concedidos en el país no dejó de crecer durante el período previo al estallido de la crisis. Así pues, ¿corroboran o refutan los datos dicha conclusión de nuestro análisis institucional?

Según datos de la FED, y analizando una serie con datos desde 1950 en el gráfico 6, el momento récord de mayor crédito hipotecario vivo de la historia estadounidense se dio al principio del segundo trimestre de 2008, con 14.809.239,42 millones de dólares. Mientras, sólo una década antes, en el segundo trimestre de 1998, el total era de 5.326.872.905 millones de dólares, casi 3 veces menos. Los datos provienen de la Reserva Federal, son trimestrales y se muestran en dólares corrientes sin ajustes estacionales. Luego los datos aportados indican que el crédito hipotecario concedido alcanzó unas cantidades nunca vistas en el país, lo que indica que los ciudadano jamás habían estado tan endeudados en términos hipotecarios y que este crédito fue concedido a raudales una vez se consiguió derogar totalmente el muro legislativo previo (la Glass Steagall Act), lo que dejaba totalmente expedito el camino a los grandes conglomerados financieros. Un momento definitivo, en el que el nuevo paradigma que defendía que cuanto más grandes las entidades financieras, mejor, y que el mercado era capaz de auto-regularse, tomó la centralidad del marco económico.

Gráfico 17: Deuda Hipotecaria Viva Anual en EEUU (1952-2015). Datos trimestrales al fin del período.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Board of Governors of the Federal Reserve.

### 9.5. ¿CORROBORAN O REFUTAN LOS DATOS ESE ESPECTACULAR AUMENTO Y DESPLOME DE LOS PRECIOS DE LAS VIVIENDAS QUE EL ANÁLISIS INSTITUCIONAL CUALITATIVO ANTERIOR EXPLICA-HIPOTETIZA A PARTIR DE FACTORES FORMALES E INFORMALES?

¿Tuvo este fácil crédito un efecto al alza sobre los precios de las viviendas estadounidenses? La hipótesis que se deriva del análisis realizado en capítulos anteriores es que el acceso al abundante dinero fácil que resultó de los diversos factores considerados es altamente probable que debió de empujar los precios al alza si la espectacular demanda no podía ser satisfecha del todo con la oferta (como hemos visto en el apartado 9.3) Veamos, de nuevo, si los datos más adecuados refutan o no refutan dicha explicación.

Para intentar analizarlo recurrimos al índice Case-Shiller<sup>214</sup> que se muestra en el gráfico 7, puesto que los índices S & P<sup>215</sup> / Case-Shiller son las principales referencias de los precios de bienes raíces residenciales en EEUU. El índice Case Shiller para 10 ciudades

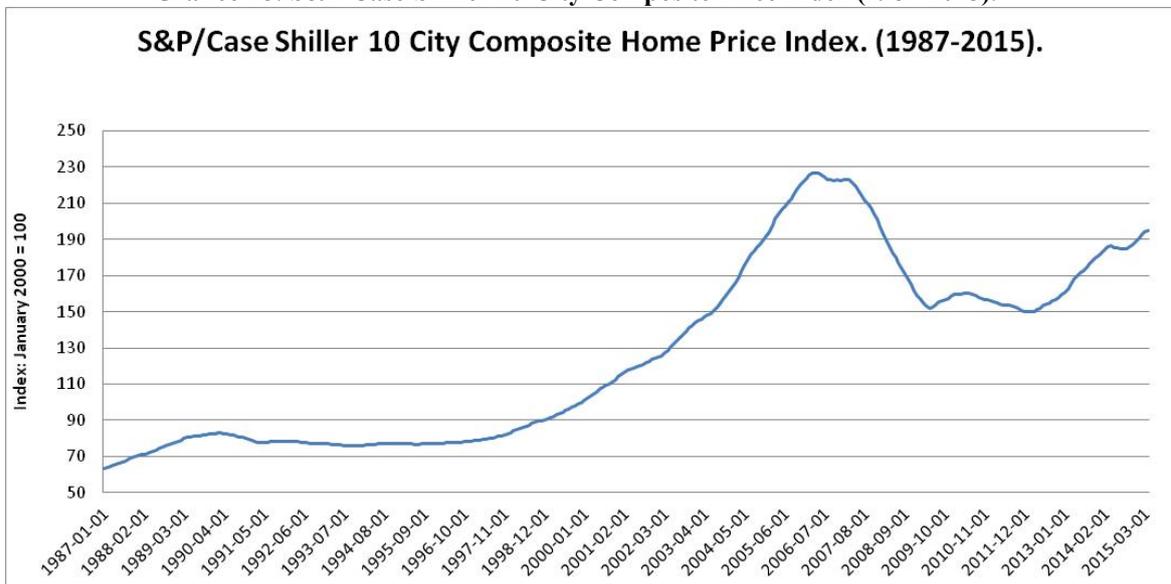
<sup>214</sup> Estos índices fueron desarrollados por los economistas Karl Case, Robert Shiller y Allan Weiss.

<sup>215</sup> Los índices son calculados y monitorizados por S&P con una frecuencia mensual.

mide los precios de viviendas unifamiliares de las 10 principales áreas metropolitanas en los Estados Unidos utilizando el método de “ventas repetidas”. Esta técnica consiste en medir el movimiento del precio de viviendas para una única familia. Para ello se registra el precio de venta de la vivienda. Después, en el momento en que se venda (meses o años más tarde) se compara el nuevo precio con el antiguo. Estos dos precios reciben el nombre de “pareja de venta” (“sale pair”) y su diferencia es medida y grabada.

No obstante, los índices están diseñados para añadir determinadas ponderaciones, como cambios de calidad en la calidad de las viviendas. Es decir, se tendrán en cuenta factores como remodelación y mejora de las casas o, por el contrario, una extrema negligencia en su mantenimiento. Igualmente, los intervalos de tiempo entre ventas también se considerarán. El cálculo de los precios es mensual, usando un algoritmo con una media móvil de 3 meses, se ajustan estacionalmente y enero del año 2000 es el mes que corresponde en el índice a 100. El máximo de la serie corresponde, lógicamente, al momento más “feliz” de la crisis, mayo de 2006, con un índice que supera los 226 puntos.

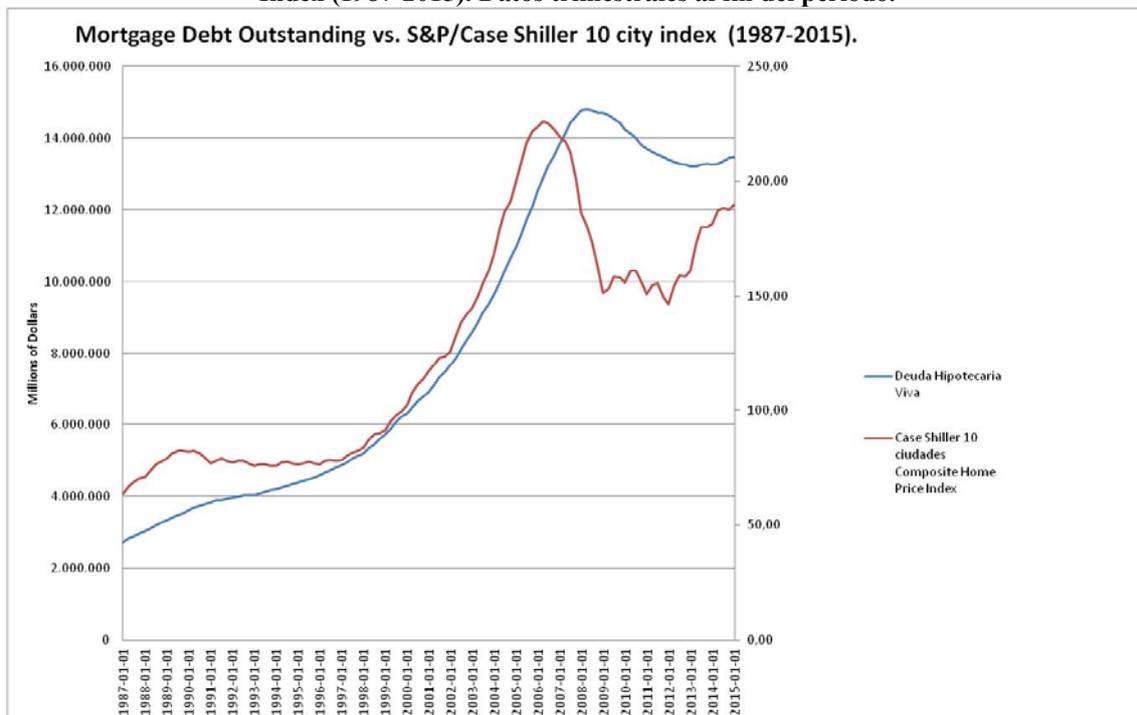
**Gráfico 18: S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index (1987-2015).**



**Fuente:** Fuente: Elaboración propia a partir de datos del S&P Dow Jones Indices. Datos mensuales. Enero de 2000 = 100.

Si reunimos en una misma escala los dos gráficos previos (gráficos 6 y 7) en uno sólo, comenzando en 1987, año éste en el que se inicia la recolección de datos del índice, nos encontramos con lo que se muestra en el gráfico 19 siguiente que resulta de tal unión:

**Gráfico 19. Deuda Hipotecaria Viva Anual en EEUU vs S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index (1987-2015). Datos trimestrales al fin del período.**



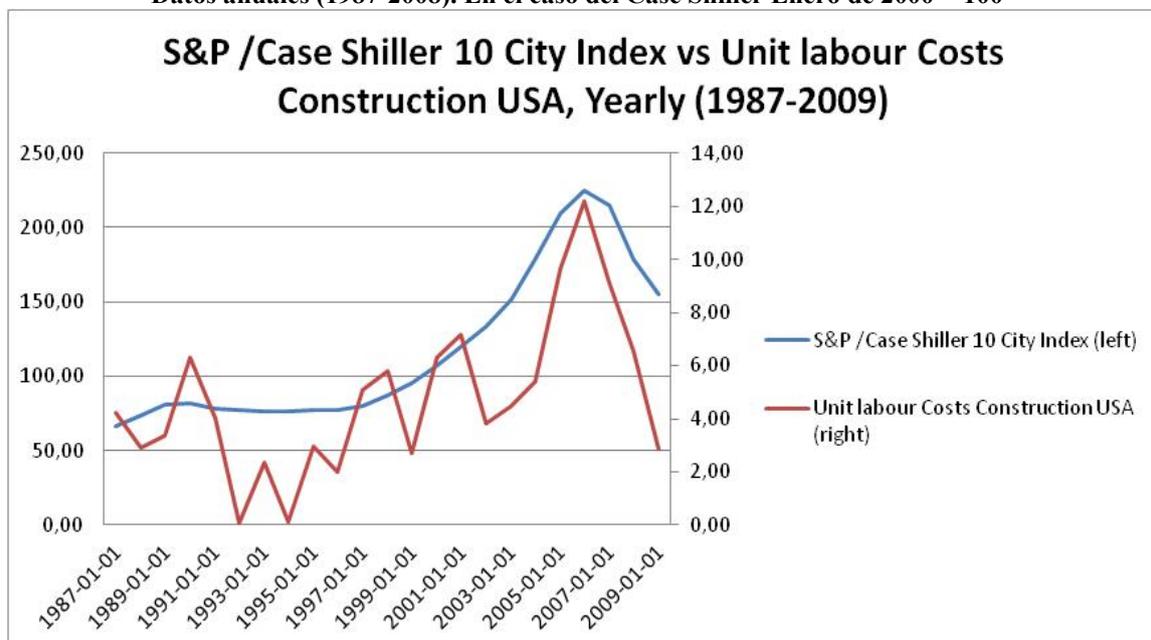
**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Board of Governors of the Federal Reserve y del S&P Dow Jones Indices. Datos de dominio público.

Así, en un primer y sencillo cálculo del coeficiente de correlación para ambas series de valores, tomando los datos trimestrales al final del período para poder homogeneizar los cálculos, se obtiene un coeficiente de 0,9086. Un resultado que habría que complementar en un estudio econométrico en mayor profundidad, pero que ya transmite la idea de que mayores niveles de crédito aparecen en este periodo correlacionados muy positivamente con mayores niveles de precios.

Además, como ya mencionamos en el capítulo 2, uno de los padres del índice de precios “Case – Shiller”, el economista Robert Shiller, intentó en un libro reciente analizar los fundamentales de esa subida (Shiller, 2008). En dicho trabajo expone que, contrariamente a lo que se pudiera pensar, cuando los precios comienzan a escalar en el año 2000, los costes de la construcción caen. De hecho, es un efecto que se produce en el período 2000 -2003, un espacio de tiempo sobre el que nos gustaría poner la lupa en

el gráfico 9. A ello Shiller añade que no se dio una falta de suministro en los materiales de construcción (por ejemplo, la madera, muy utilizada en la edificación estadounidense, es un bien fácilmente renovable y adquirible), a la vez que el stock de terrenos para construir no decayó, sino que fue en aumento, pues los constructores no encontraban trabas para desarrollar nuevas zonas residenciales. Como botón de muestra, se crearon áreas como Reston Town Center, en Washington DC, o Mesa del Sol, en Albuquerque. Tampoco se daba una afluencia de compradores masiva de personas con alto poder adquisitivo de China o India que quisieran adquirir viviendas en suelo estadounidense y que presionaran los precios al alza. ¿Por qué entonces la subida? Una explicación plausible a partir del análisis aquí realizado habría que basarla en el hecho de que en gran parte de la población se había arraigado la idea de que los precios de bienes residenciales seguirían subiendo indefinidamente. Esta idea o expectativa, que operaba al igual que otras normas o valores sociales (instituciones informales, en nuestro análisis, si son ampliamente compartidas), ejercía una mayor tracción o influencia a medida que llegaba más crédito al mercado y los precios seguían subiendo.

**Gráfico 20: S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index vs Costes unitarios en la construcción. Datos anuales (1987-2008). En el caso del Case Shiller Enero de 2000 = 100**



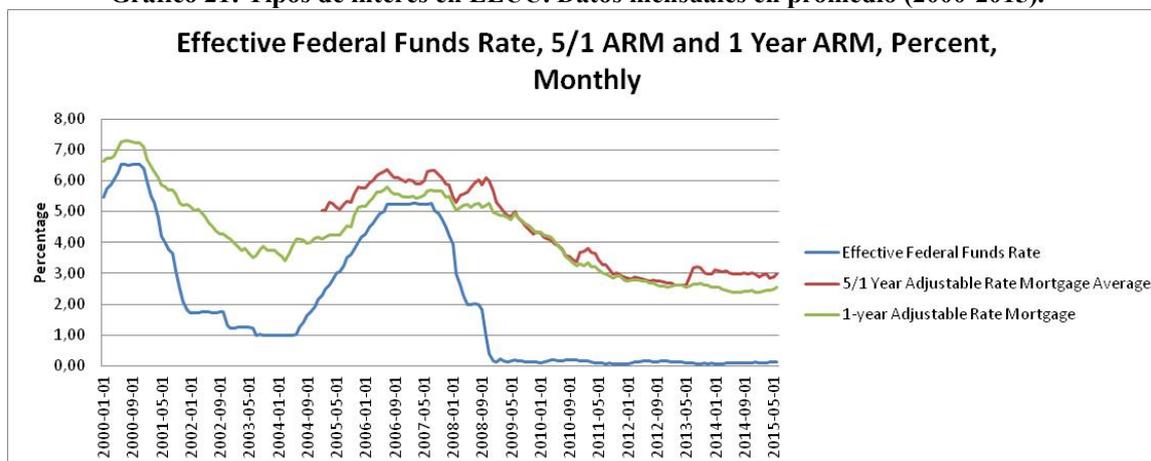
**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del S&P Indices y la OECD**

Históricamente, las burbujas provocadas por el acceso al dinero fácil y barato estallan cuando se empieza a percibir que ese dinero fácil y a buen precio no va a poder ser devuelto (Kindleberger, 2005). Pero, el primer paso hacia ese estallido tiene lugar

cuando se inicia el aumento de los tipos de interés de los créditos, antes de que en una segunda fase esa subida de tipos se transmita a las letras de las hipotecas aumentándolas. Es ya en este segundo estadio cuando la tasa de mora se eleva fuertemente al producirse impagos por no poder hacer frente a dichas hipotecas.

Por ello, volviendo a la casilla inicial, en un estadio inicial de este proceso debería producirse un encarecimiento del precio del dinero. Si eso fuera así, en el asunto estadounidense que nos ocupa primero deberíamos de registrar una subida de tipos por parte de la FED. ¿Muestran los datos que así ocurrió? En nuestro caso, dichos datos muestran que la Reserva Federal fue elevando el tipo efectivo (*Effective Federal Funds Rate*), una medida básica de los tipos de interés a un día en EEUU. La FED recopila estos datos a partir los préstamos a un día entre bancos estadounidenses, una información que suministran los brokers que los negocian. En el gráfico 10 se aprecia que los tipos de interés entre enero de 2002 y noviembre de 2004 (durante 35 meses) se mantuvieron por debajo o igual al 2%, con mínimos de 0,9%. A partir de ahí, comenzó la subida. Como ejemplo, baste decir que en mayo de 2006, los tipos ya estaban al 5%. Sin embargo, la llegada de la crisis provocó que la Reserva Federal decidiera volver a bajar los tipos de interés ofreciendo nuevamente dinero barato para reactivar la economía, actuando de esa manera como prestamista de último recurso del sistema financiero. Por ello, el 15 de octubre de 2008 se situaron nuevamente por debajo del 1% (específicamente, en el 0,98%). Desde ese momento se mantuvieron en el dígito del 0% hasta mitad de 2015.

**Gráfico 21: Tipos de interés en EEUU. Datos mensuales en promedio (2000-2015).**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Reserva Federal.**

Igualmente, consecuencia de esa subida del *Effective Federal Funds Rate*, el tipo de interés variable de las hipotecas, el Adjustable Rate Mortgage (ARM) subió con fuerza en estos años. Así, podemos observar qué sucedió con el ARM 1/1 del año 2000 en adelante y el ARM 5/1, con los datos disponibles ofrecidos por la FED. Recordemos, que el ARM es la base para productos híbridos como el 5/1, en el que durante los 5 primeros años se paga un tipo fijo y después un tipo variable, mientras que en el 1/1 el tipo cambia a de fijo a variable tras un año. Como se desprende del gráfico las series se mueven acompasadamente, es decir, las decisiones de la Reserva Federal sobre los tipos tienen un impacto directo en las ARM, lo que se confirma al obtener sus coeficientes de correlación, un 0,8666 entre el Effective Federal Funds Rate y el ARM5/1 y un 0,8366 entre el Effective Federal Funds Rate y el ARM1/1.

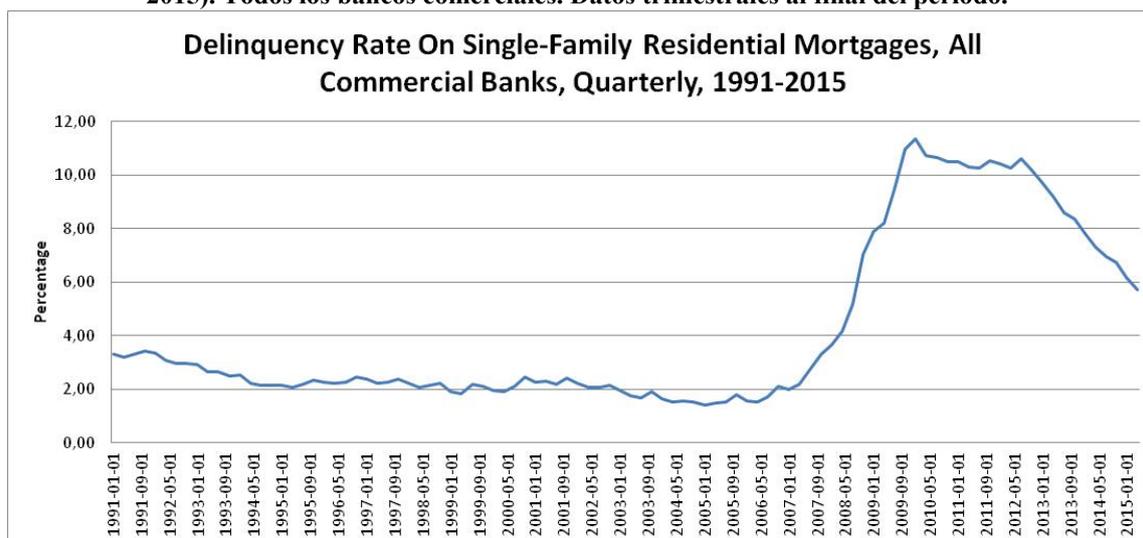
Como conclusión, pues, de este apartado podemos decir que los datos utilizados sustentan lo que aquí venimos manifestando, que los precios de las viviendas fueron impulsados a cifras récord, gracias una imponente demanda que estaba alentada por el mayor acceso al crédito hipotecario que ha tenido jamás una generación de norteamericanos. Igualmente, podemos decir que la subida de tipos fue la causante del pinchazo de la burbuja inmobiliaria, lo que provocó que la FED tuviera que recortar rápidamente los tipos para estabilizar la situación de caos provocada. Es decir, nuevamente, la línea de actuación para resolver el desastre en el que se encuentra el mercado de capitales ha de venir desde las administraciones públicas, no del propio sector privado)

## **9.6. LAS REPERCUSIONES DISTRIBUTIVAS: ¿QUÉ MUESTRAN LOS DATOS SOBRE EL ESTALLIDO FINANCIERO E INMOBILIARIO, LA TASA DE MORA Y LAS EJECUCIONES HIPOTECARIAS?**

Si los préstamos concedidos hubieran sido de alta calidad, es decir, a familias con recursos disponibles suficientes para hacer frente al incremento de las letras de sus ARM y el estudio por parte del Departamento de Riesgos de la entidad financiera correspondiente hubiera sido riguroso, la mora podría haber crecido, pero dentro de unos límites acorde con los promedios históricos.

Como se muestra en el gráfico 11, la media de la mora en los préstamos hipotecarios “prime”<sup>216</sup> de 1997 a 2007 inclusive fue del 2,92%; mientras que en 2008 se situó en el 4,3% y en 2009 en el 6,9%. En el caso de los préstamos “subprime” esa media fue de 1998 a 2007 de 13,8%; pero en 2008 escaló hasta el 19,9% y al año siguiente llegaría al 25,5%. Si esos préstamos eran subprime y las familias eran de bajos recursos, entonces, al ser más vulnerables a movimientos ascendentes de las cuotas de sus ARM, los impagos crecerían, lo que afectaría también al mercado de las titulizaciones de estos préstamos. Por desgracia, la baja calidad estos créditos concedidos llevó a impagos masivos cuando los tipos de interés subieron en EEUU. De hecho en el conjunto del sistema en enero de 2005 el porcentaje de mora<sup>217</sup> era del 1,40% y justo 5 años después, en enero de 2010, el porcentaje había escalado al 11,36%. Prácticamente, se había multiplicado por 8.

**Gráfico 22: Tasa de mora en el total de las hipotecas sobre viviendas unifamiliares en EEUU (1991-2015). Todos los bancos comerciales. Datos trimestrales al final del período.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Board of Governors of the Federal Reserve.**

<sup>216</sup> El término “subprime” se refiere a la calidad crediticia del tomador de la hipoteca. Específicamente, el concepto se refiere a aquellos tomadores con débiles historiales crediticios y/o con valoraciones de crédito (credit score) más bajas, por lo que serán los que tendrán mayores probabilidades de impago o de tener que llegar a una nueva refinanciación del préstamo. Dado que asumen un mayor riesgo, llevarán aparejados un mayor tipo de interés. En contraposición, los préstamos prime son aquellos que se conceden a los clientes con mejores historiales y/o mejores calificaciones en el crédito scoring. Habitualmente un cliente con un FICO Score, una calificación FICO, por debajo de 640 puntos era considerado subprime. Recordemos que el acrónimo viene de Fair Isaac Corporation, la compañía que comenzó a aplicar el crédito scoring en EEUU.

<sup>217</sup> Recordemos que el concepto de morosos se aplica a aquellos préstamos hipotecarios que no se han pagado a los 90 o más días del momento en que se debía de haber hecho.

Si nos fijamos, directamente en los datos desagregados por segmentos de préstamo comprobamos que la tasa de mora creció porcentualmente de manera muy similar, e incluso, algo más en el segmento prime, lo que indica que la concesión de estos préstamos hipotecarios fue laxa en todos. Así, en 2004 la tasa de mora prime era del 2,3%, por un 10,80% en el subprime, lo que suponía un diferencial de 4,7 veces más impagos en el subprime que en el prime. Un aspecto sustancial del mercado que ya alertó a los supervisores, puesto que como vimos estos préstamos eran calificados como “irresponsables y arriesgados” según un estudio de la Reserva Federal de noviembre de 2005, ya citado.

Sin embargo, ¿qué hicieron las entidades prestamistas que también tenían acceso a estos datos de mora? Si hubieran actuado de un modo responsable no deberían de haber seguido aumentando el crédito al segmento sub-prime, pues eran comisiones para hoy y problemas para mañana si los tipos de interés subían. Por ello, para identificar cómo las entidades prestamistas respondieron a esas luces de alerta podemos fijarnos en el ratio de los préstamos subprime sobre el total de préstamos concedidos anualmente. Si hubieran sido responsables y rigurosas en el análisis de riesgos el ratio debería haber caído. Si no lo fueron, el ratio debería de haber subido año tras año.

Pues bien, la fuente que recomienda la Reserva Federal de San Francisco para revisar este ratio es la *Mortgage Bankers Association*<sup>218</sup>, una asociación que vende datos y estudios del mercado inmobiliario a través de su web. Según ellos en el primer trimestre del año 2000 el ratio de préstamos subprime originados sobre el total era de apenas un 2,50%, mientras que en el segundo trimestre de 2007 alcanzaba ya el 14%. Es decir, el mercado subprime no se limitó, bien al contrario se expandió. De aquí se derivaría que el coste de oportunidad de practicar correctamente el oficio de banquero (es decir, prestar a aquellos que van a poder devolverlo, tras un análisis de sus posibilidades) se incrementa cuando los tipos son bajos. Algo que nos recuerda lo que escribía Costas (2010) “cuanto más alto es el incentivo, más coste de oportunidad tiene la conducta ética”.

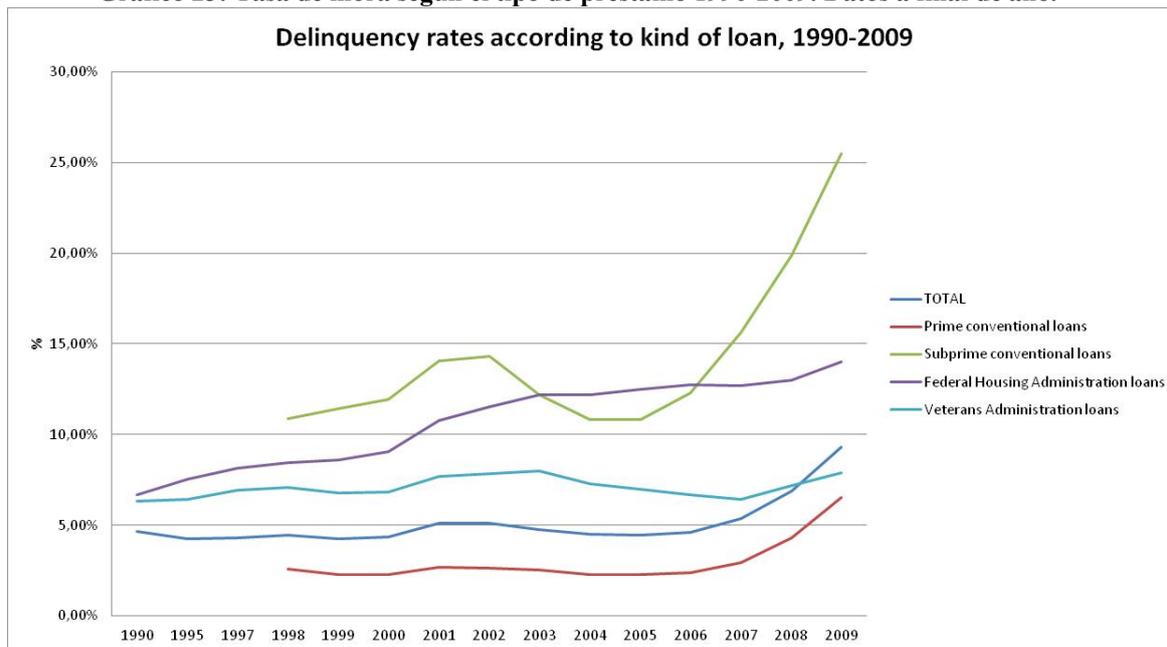
Una vez que las entidades financieras soslayaron esas advertencias, continuaron adelante con su política de nutrir de crédito a todos los segmentos para seguir ganando

---

<sup>218</sup> [www.mbaa.org](http://www.mbaa.org)

sus comisiones. Así, cinco años después, el desastre ya era manifiesto. En 2009 en el segmento prime la mora había alcanzado el 6,5% y en el subprime había escalado hasta un escalofriante 25,50%. Es decir, una de cada 4 familias del segmento subprime no pagaba su hipoteca, un hecho que prueba su falta de capacidad y su fragilidad financiera cuando los tipos subieron, a la vez que la falta de un acertado análisis de riesgos por parte de las entidades financieras prestamistas.

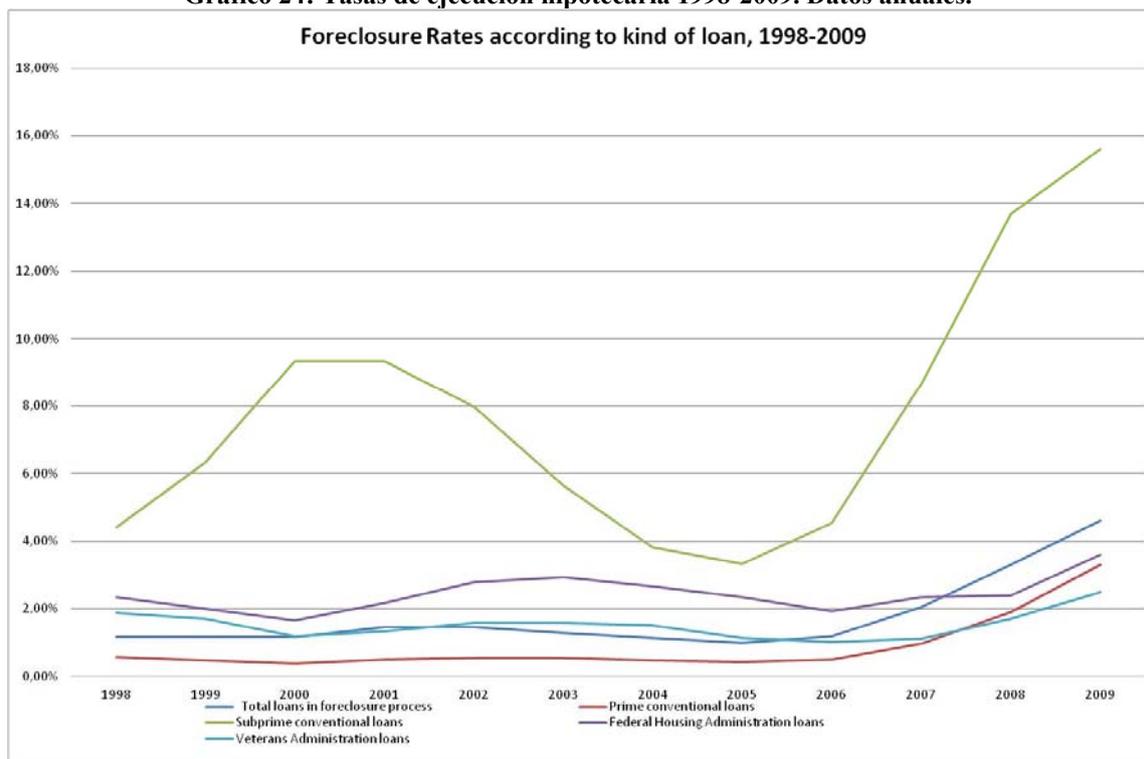
**Gráfico 23: Tasa de mora según el tipo de préstamo 1990-2009. Datos a final de año.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Mortgage Bankers Association of America. Datos de dominio público.**

Por supuesto, como se concluye de nuestro análisis institucional de capítulos anteriores, los datos también muestran que el incremento de la mora produjo un fuerte aumento de las ejecuciones hipotecarias en EEUU, algo que afectó a todos los segmentos. En el prime se pasó del 0,49% de 2004 al 3,30% de 2009. Por su parte, en el segmento de las hipotecas subprime, el registro se incrementó del 3,82% en 2005 al 15,60% en 2009. Un hecho que llama la atención, ya que mientras el resto de los segmentos hipotecarios se mantiene en tasas de impago cercanas al 4%, el subprime se dispara 4 veces por encima.

**Gráfico 24: Tasas de ejecución hipotecaria 1998-2009. Datos anuales.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Mortgage Bankers Association of America. Datos de dominio público.**

¿Cómo cuantificar el incremento de estas ejecuciones hipotecarias? En 2011 la Oficina del Censo Estadounidense (Census Bureau) creó la categoría de ejecución hipotecaria / desalojo<sup>219</sup> para el Suplemento Anual Social y Económico de la Encuesta de Población Actual (Current Population Survey, CPS). Esta nueva categoría fue configurada a partir de las respuestas escritas que los encuestadores registraban a la preguntas sobre la razón de por qué se deja una vivienda. Los encuestados que declararon específicamente que su principal razón para mudarse era debida a una ejecución hipotecaria o un desahucio se incluyeron en esta categoría. En la siguiente tabla podremos comprobar que el peor año fue 2011, cuando 792.000 estadounidenses perdieron su vivienda y fueron desahuciados. Lo que suponía, en palabras de Bratt (2008), que grandes cantidades de ciudadanos perdían sus casas con lo que “su sueño americano se interrumpía severamente, sino se olvidaba totalmente”.

<sup>219</sup> CPS User Note. <https://www.census.gov/hhes/migration/data/cps/usernote2012.html>

**Tabla 6: Total de ejecuciones hipotecarias 2010-13.**

<b>Año</b>	<b>Total Mudanzas</b>	<b>Ejecución Hipotecaria/Desalojo</b>	<b>Porcentaje sobre el total</b>
2013	35.681.000	477.000	1,34%
2012	35.918.000	654.000	1,82%
2011	36.488.000	792.000	2,17%
2010	35.038.000	412.000	1,18%
	<b>TOTAL</b>	<b>2.335.000</b>	
Fuente:	Current Population Survey		
Elaboración Propia			

**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Current Population Survey (US Bureau of Census). Datos de dominio público.**

Luego, los datos muestran que el sector financiero prestó irresponsablemente al expandir con codicia el mercado subprime de préstamos, ya que en el año 200 el ratio de préstamos subprime era de apenas un 2,5% sobre el total de préstamos y en 2007, con un monto total de préstamos hipotecarios concedidos como hemos visto mucho mayor, el ratio alcanzó 14%. Este “ensanchamiento” del mercado, al que pudieron acceder un nuevo segmento de clientes, definidos como clientes con una baja calidad crediticia por la propia industria bancaria, fueron los que no pudieron seguir pagando sus letras hipotecarias cuando los tipos subieron. Este hecho provocó que la tasa de mora registrara niveles récord, lo que condujo a las ejecuciones hipotecarias de centenares de miles de estadounidenses.

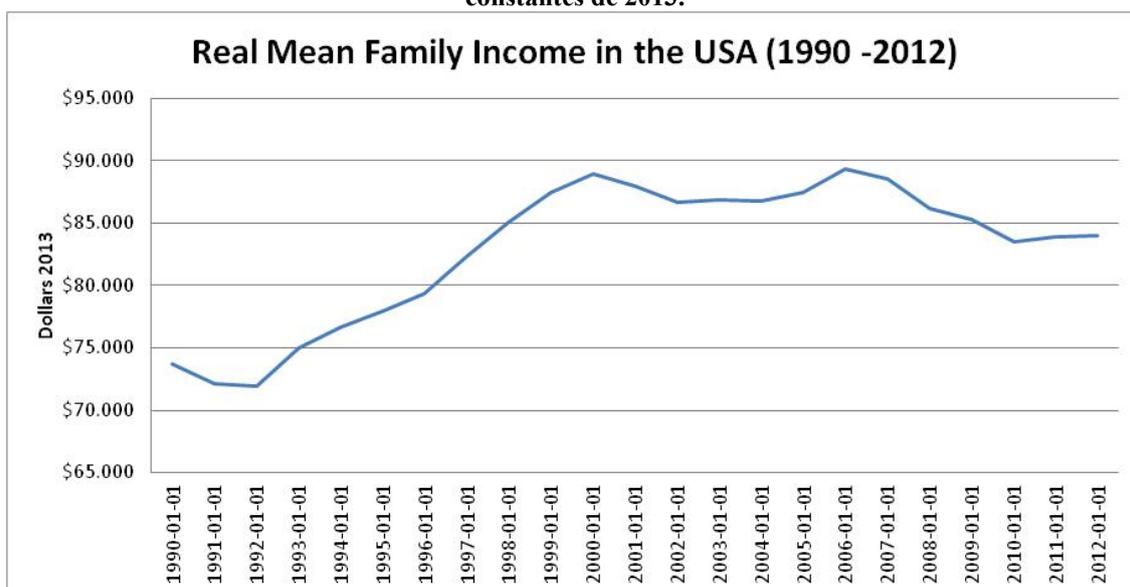
### **9.7. ¿MUESTRAN LOS DATOS ESE EL EMPOBRECIMIENTO DE LAS CLASES BAJAS Y MEDIAS Y EL AUMENTO DE LA DESIGUALDAD? ¿CAUSA, CONSECUENCIA O AMBAS?**

Otro aspecto importante destacado en capítulos anteriores tiene que ver con el aumento de la desigualdad y el empobrecimiento de una gran parte de la población estadounidense ocurrido tras 2008. El objetivo aquí es encontrar los datos que corroboren nuestros análisis cualitativos anteriores, al tiempo que intentaremos dar una respuesta cuantitativa a la pregunta de si dicho empobrecimiento y aumento de la desigualdad es sólo consecuencia del desastre financiero y la crisis iniciadas en 2008, o si también cabe atribuir a dichos factores un papel causal en dicho estallido.

Fijémonos, para empezar, en la caída de la renta real de los hogares estadounidenses que se muestra en el gráfico 14 (Renta Familiar Real Media). Si la caída de dicha renta familiar real media hubiera sido únicamente consecuencia de la crisis, deberíamos observar una caída de la misma sólo en épocas de recesión en la economía

estadounidense, es decir, en los períodos 2001-02 y 2007-08. Para ello, como se indica en el gráfico 14, los datos reflejan caídas en las dos recesiones. Específicamente, en el caso de la segunda recesión 2007-08 dicho gráfico muestra que la situación en el país retrocede casi 15 años, puesto que las renta media a principios de 1998 era de \$85.045 y a principios de 2012 era de sólo \$84.047. Prácticamente \$1.000 por debajo en términos reales.

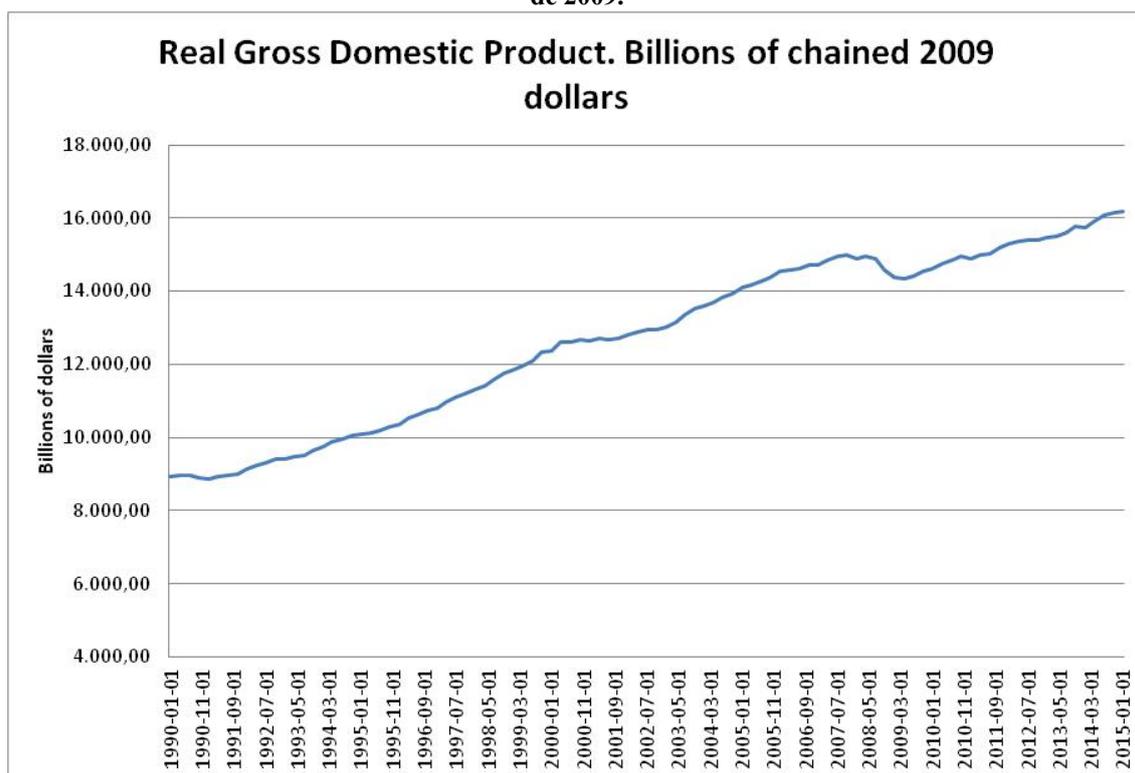
**Gráfico 25: Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990-2012). A precios constantes de 2013.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.

Además, el PIB norteamericano no ha dejado de crecer en estos años, como se muestra en el gráfico 15. Según datos de la Reserva Federal, con dólares de 2009, en abril de 2008 el PIB estadounidense era de 14,963 billones de dólares. Fecha inmediatamente anterior al momento en el que la crisis arreciara. Un año después, en abril de 2009, el PIB era de 14,355 billones de dólares. Sin embargo, con la recuperación en enero de 2015 éste ya alcanzaba los 161,77 billones de dólares. Luego, si constatamos que la renta familiar real cae mientras que el PIB no deja de crecer, ello significa que otro tipo de rentas están aumentando y que se está generando una diferente distribución de la renta entre las distintas rentas existentes.

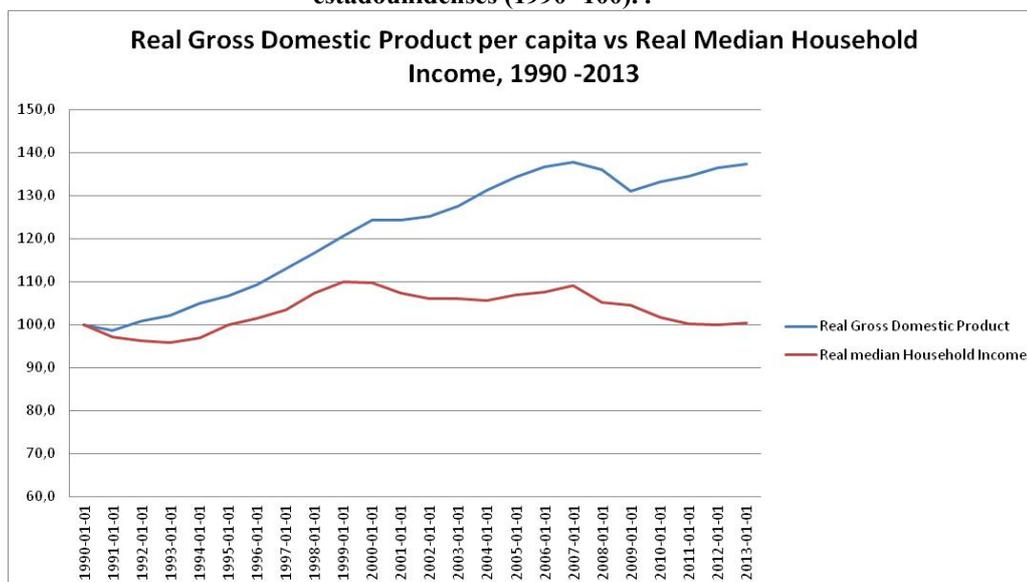
**Gráfico 26: Producto Interior Bruto (1990-2012). Miles de millones de dólares. A precios constantes de 2009.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Economic Analysis. Datos de dominio público.**

Si reunimos en un solo gráfico la evolución del producto interior bruto real y lo comparamos con la evolución de la renta familiar media real, vemos que desde la mitad de los 90 el crecimiento del PIB no se traduce en una mayor renta de las familias.

**Gráfico 27: Producto Interior Bruto Real (1990=100) / Total de la población (Todas las edades, incluyendo las Fuerzas Armadas desplazadas) Versus Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990=100).** .

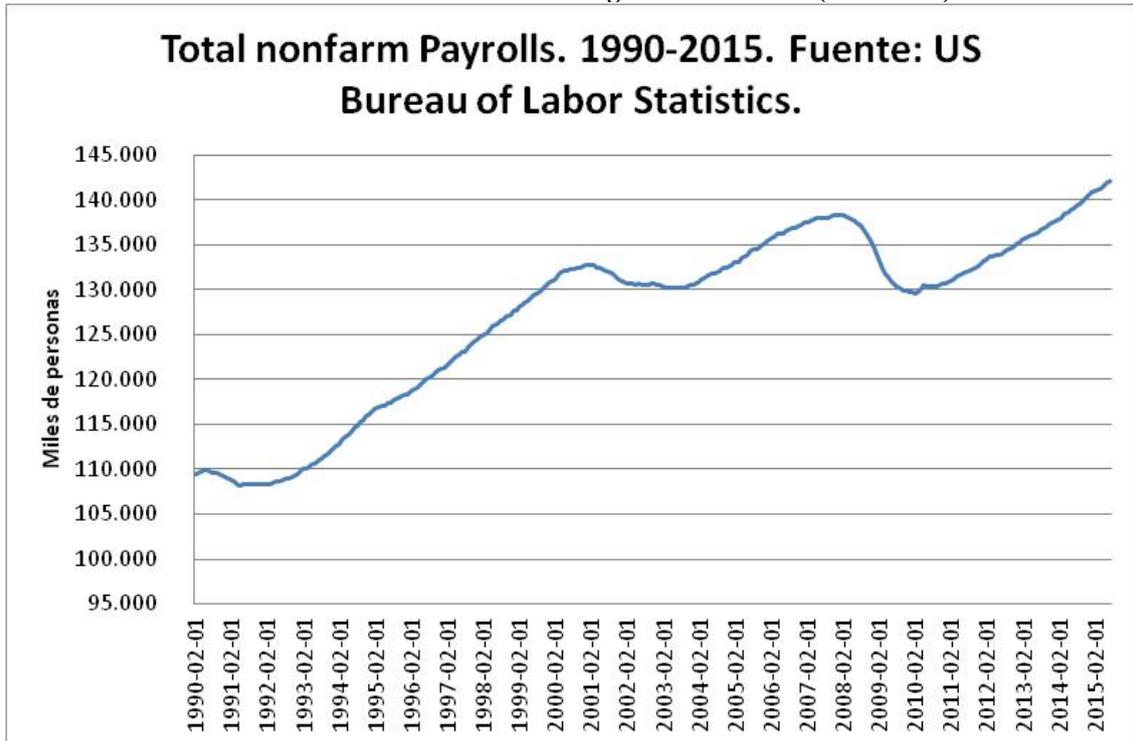


**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Economic Analysis y US. Bureau of the Census. Datos de dominio público.**

Igualmente, para concluir si la evolución de la renta familiar real media de las familias registró también los efectos negativos de la crisis 2007-08, podríamos fijarnos en la evolución del mercado laboral y estudiar el número nóminas no agrícolas, ya que los puestos de trabajo, y por tanto los salarios provenientes del trabajo son una de las principales fuentes de ingresos de las familias, especialmente en el caso de las familias de rentas medias y bajas, donde a pesar de que algunas personas perciben dos o más nóminas en trabajos diferentes viven en niveles relativos de pobreza. Tal vez el mercado laboral se contrajo fuertemente durante esos años en EE.UU. y ello explicaría la caída.

Pues bien, los datos elaborados en el gráfico 17 no muestran eso. En enero de 2008 el número de nóminas no agrícolas en EEUU llegó a los 138,365 millones y ello ayudó a llevar a la renta de la familia a su nivel récord. Exactamente 2 años después, en enero de 2010 las nóminas no agrícolas eran 129,717 millones. Es decir, se habían destruido 8,648 millones de empleos. Las medidas de ayuda a la economía permitieron recuperar esos puestos y ganar más, ya que en julio de 2015 el registro se situaba en 142,115 millones.

Gráfico 28: Total de las nóminas no agrícolas en EEUU (1990-2015). .



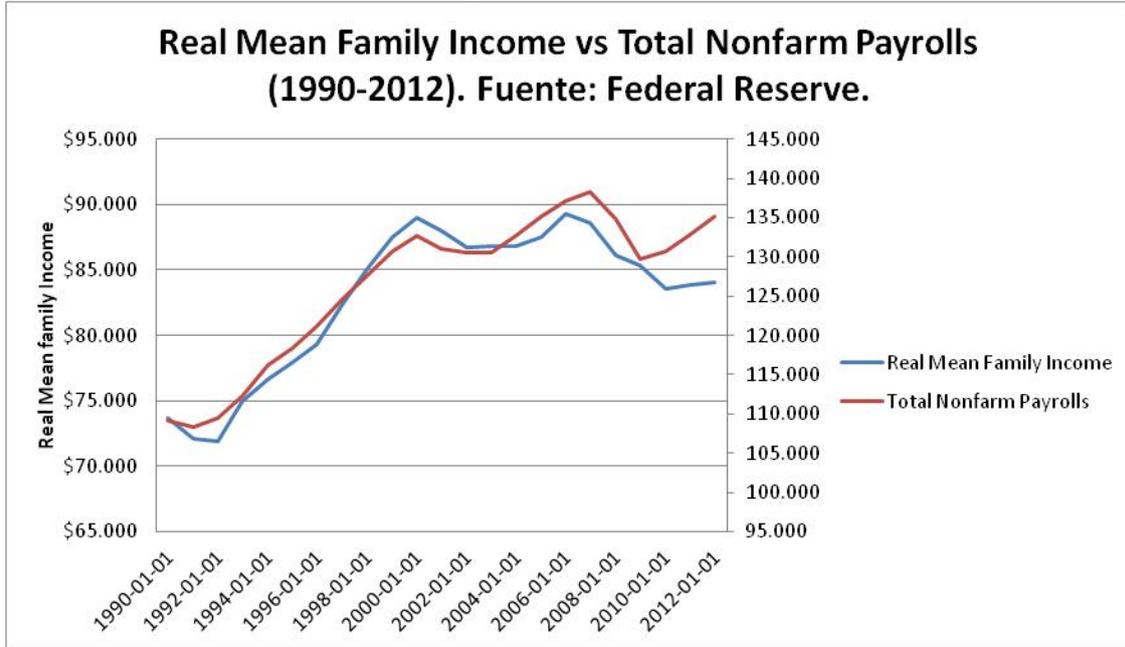
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Labor Statistics. Datos de dominio público.

Si comparamos la serie de las rentas reales y el total de nóminas no agrícolas (a veces con personas cobrando dos o más nóminas en empleos precarios y temporales), homogeneizando los datos a cierres anuales vemos que la correlación de los datos en el período 1990-2012 se sitúa en el 0,95986. Lo que nos permite ver la estrecha correlación existente en ese periodo entre la renta de las familias y el número total de puestos de trabajo de cualquier tipo y duración. Es decir, en esos años cuando se destruía empleo, la renta de las familias caía, pero cuando el mercado laboral se recupera, la renta vuelve a subir, como ocurrió también durante y después de la crisis 2001-02.

Sin embargo, los datos referidos al período 2007-12 son diferentes. Gráficamente vemos que el mercado laboral se recobra, pero la renta real media de las familias no lo hace en igual proporción, ya que el coeficiente de correlación en este segundo período cae a 0,6912. Ello significa que las familias no están recuperando ingresos en la misma medida en la que esto ocurría en ocasiones anteriores. Es decir, se han vuelto a crear

más nóminas no agrícolas (puestos de trabajo de cualquier tipo y duración) que nunca en EEUU, pero la renta real media de las familias del país no parece estar creciendo.

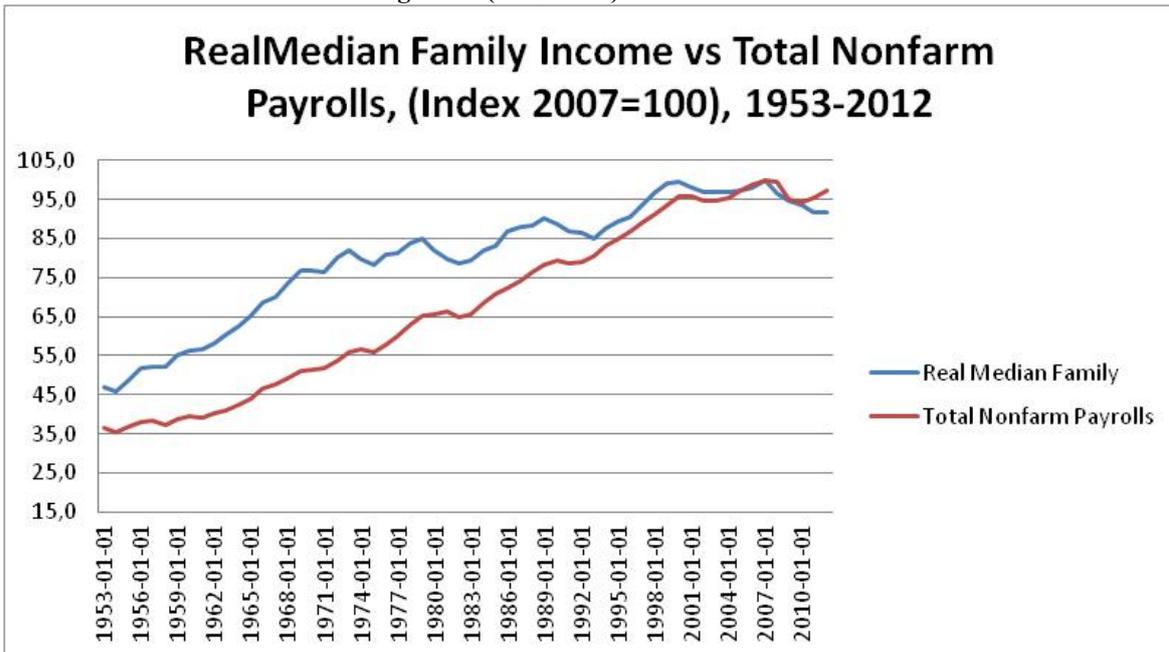
**Gráfico 29: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1990-2012).**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Labor Statistics. Datos de dominio público.**

Si abrimos la perspectiva en el gráfico 29, podemos fijarnos en lo acaecido en toda la serie (con datos desde 1953 y tomando como año índice 2007), vemos que lo que ha sucedido desde el estallido de la crisis es algo totalmente diferente: Sube el número de nóminas no agrícolas, pero la renta real de las familias no lo hace, sino que cae. Algo que se ve reflejado al analizar la correlación de ambas fuentes de datos. Las dos series muestran una correlación del 0,9381 en todo el período 1953-2012, pero de sólo el 0,3321 en el período 2000-12.

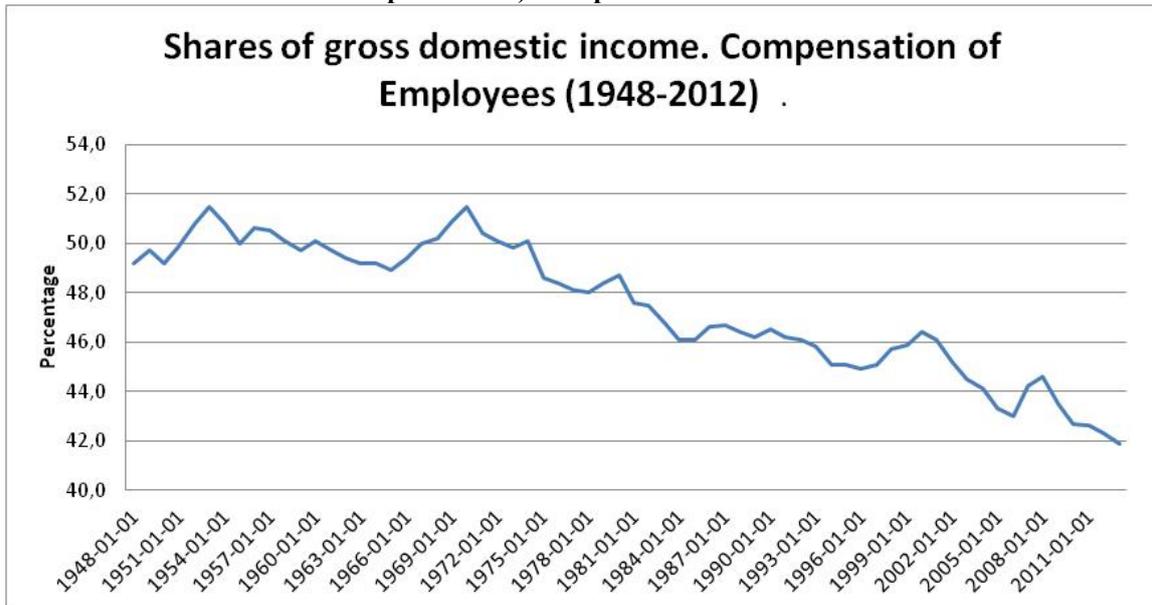
**Gráfico 30: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1953-2012). 2007 = 100.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Labor Statistics. Datos de dominio público.**

No obstante, es posible recurrir a otro indicador más. Si nos fijamos en la evolución del PIB en EEUU y utilizamos el enfoque basado en la renta, también podemos calcular la parte que se corresponde a los salarios procedentes del trabajo por cuenta ajena. Significativamente, la suma de rentas procedentes de las compensaciones pagadas a empleados (salarios, bonus, planes de pensiones, seguros médicos, etc...) ha bajado durante las cuatro últimas décadas en la economía estadounidense, lo que significaría que los trabajadores en su conjunto han estado percibiendo, vía salarios y los complementos antes indicados, cada vez menos parte de la Renta Interna Bruta, es decir del PIB anual generado, aunque el PIB ha estado creciendo durante el periodo. Un aspecto que apuntaría al empobrecimiento en promedio de una gran parte de la población, y especialmente de las familias de rentas medias y bajas.

**Gráfico 31: Parte de la Renta Interior Bruta (Perspectiva de las rentas) estadounidense correspondiente a las compensaciones pagadas a los empleados (salarios y paquetes compensatorios) en el periodo 1948-2012.**

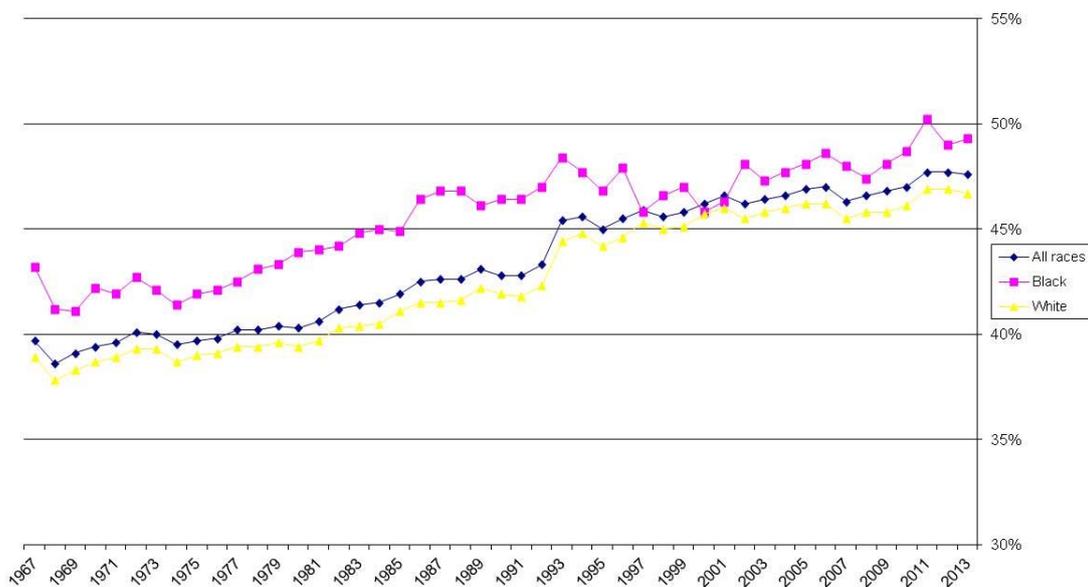


**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Economic Analysis. Datos de dominio público.

Si esos datos muestran el empobrecimiento ocurrido, también el aumento de la desigualdad resulta probado si calculamos la evolución del índice Gini, tal como se muestra en el gráfico 21. Este indicador, que mide las desigualdades distributivas en la renta, se situaba ya en 2003 en el 46,4%, para subir en 2013 hasta el 47,6%. Para que nos hagamos una idea, ese índice en España ha pasado del 31% al 33,7%. En síntesis, EEUU se sitúa entre los 5 peores países de la OCDE en este aspecto durante el periodo considerado. Llamativamente, la población afroamericana en EEUU alcanzaba en 2013 un ratio peor al registrar un 49,30%, lo que constituye un factor a tener en cuenta en la explicación de las revueltas sociales de 2014 y 2015 vividas en ciudades norteamericanas como Ferguson y Baltimore.

**Gráfico 32: Índice de Gini para los hogares estadounidenses 1967-2013.**

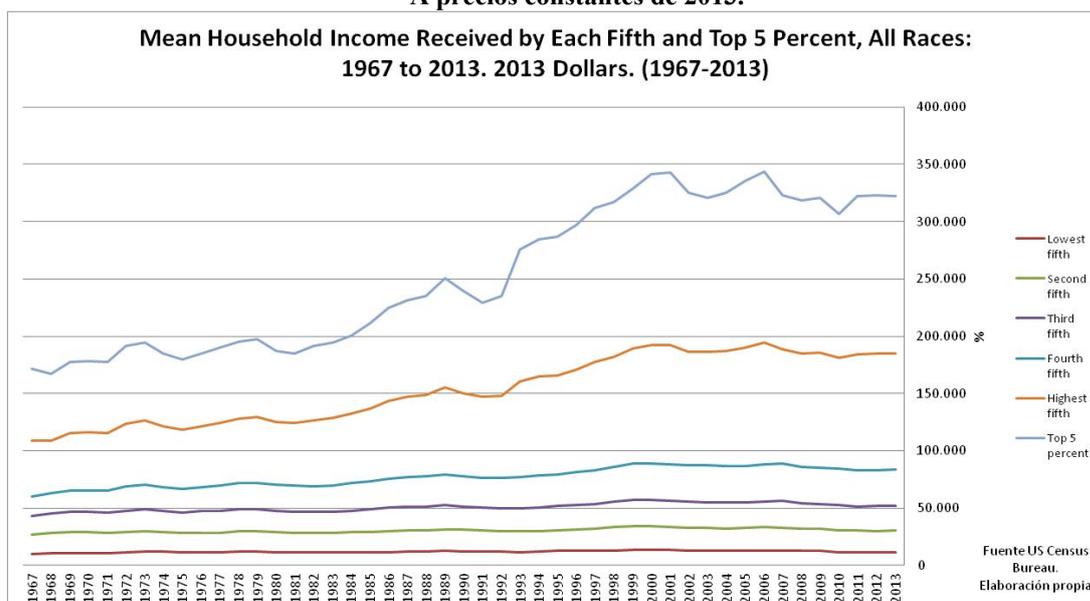
Gini Index for American Households (1967-2013)



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.**

En el capítulo 2 ya nuestro análisis institucional cualitativo nos permitía concluir también que durante las décadas previas al *crash* del 2008 los beneficios del aumento de la renta agregada fueron a parar desproporcionadamente a un pequeño grupo de hogares situados en la parte alta de la distribución de ingresos. ¿Corroboran o refutan los datos disponibles tal afirmación? Pasemos a comprobar a partir de los datos ofrecidos por la Oficina del Censo estadounidense referidos a la media de los ingresos recibidos en los hogares estadounidenses. Si la hipótesis planteada fuera cierta se debería de registrar una clara diferencia entre los 4 primeros quintiles y el quinto. Así, vemos que al quintil más alto y al top 5% de las rentas no les ha ido nada mal durante todo el periodo considerado, especialmente desde los años 90. Esto confirmaría lo que veníamos exponiendo en capítulos precedentes y en estos apartados previos sobre el aumento de la desigualdad en la sociedad norteamericana.

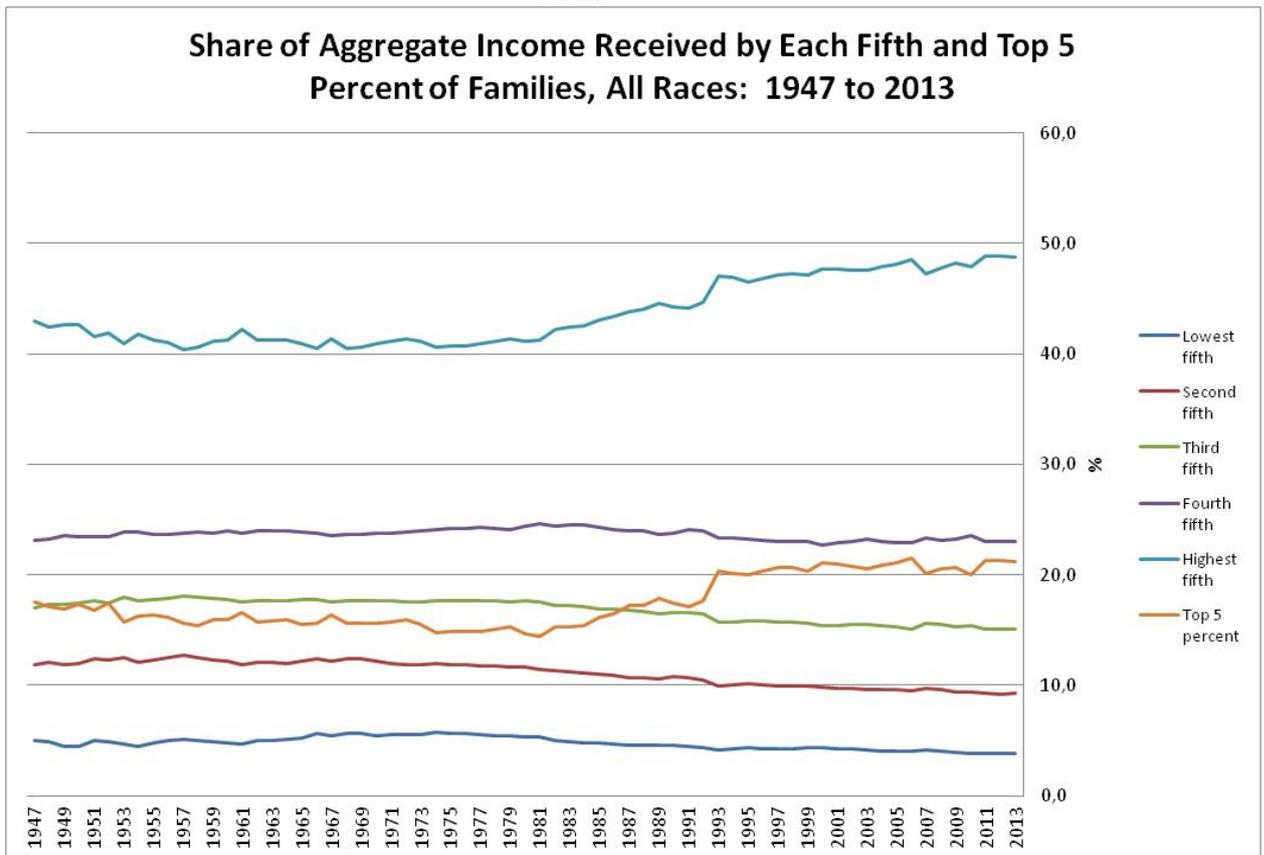
**Gráfico 33: Media de las rentas percibidas por cada quintil y el top 5% de las familias. 1967-2013. A precios constantes de 2013.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.**

Si ahora nos fijamos no en la evolución, sino en el porcentaje del total de la renta agregada recibida por cada percentil y el porcentaje obtenido por el 5% más alto y nos formularnos la misma pregunta, ¿qué nos permiten concluir los datos? ¿Les va igual a todas las familias? La respuesta que obtenemos en este caso es similar si nos fijamos en todos los quintiles de la población: No. El quintil más alto se lleva casi la mitad de la renta, con especial mención al top 5% que recibe algo más del 20%. Todos los demás quintiles, el 80% de la población, pierden renta agregada en el período 2007-13.

**Gráfico 34: Porcentaje de la Renta Agregada recibida por cada quintil y por el top 5%. Todas las razas.**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.

Todo ello no refutaría, sino que corroboraría o reforzaría la hipótesis explicativa antes mencionada que resulta de nuestro análisis institucional: la afirmación de que la desigualdad ha sido agravada tras el estallido de la crisis, pero que tal desigualdad ya venía creciendo en las décadas precedentes. De hecho, si estudiamos la correlación existente entre la parte de la Parte del PIB estadounidense correspondiente a las compensaciones pagadas a los empleados (salarios y paquetes compensatorios) y el Porcentaje de Renta Agregada recibida por cada quintil y por el top 5% en el período 1948-2012, los coeficientes de correlación que obtenemos son los que se muestran en la Tabla 7.

**Tabla 7: Coeficientes de correlación**

Lowest fifth	Second fifth	Third fifth	Fourth fifth	Highest fifth	Top 5 percent
0,806685	0,958689	0,924333	0,51736	-0,91191	-0,81219

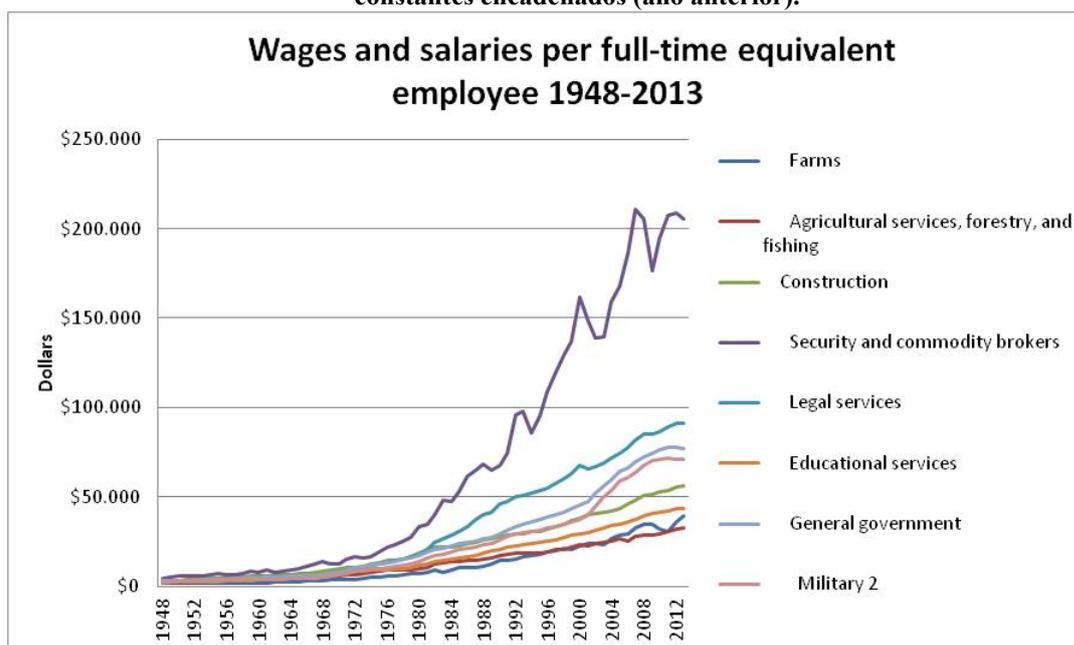
Fuente: elaboración propia a partir de los datos mencionados.

Luego, los grupos de rentas más modestas sí que muestran una elevada correlación con las compensaciones pagadas a los empleados, pero no así los quintiles más elevados. Un elemento que abre nuevas líneas de investigación, como la consistente en averiguar si esos incrementos de renta de los grupos que los registran provienen de los cupones y dividendos cobrados de inversiones financieras. De la misma manera, sería muy interesante describir y conocer cómo han conseguido esos percentiles poblacionales de rentas altas mantener un marco institucional que les permita conseguir cada vez una mayor parte de las rentas de la sociedad, pese a las crisis acaecidas.

Por último, si miramos de nuevo los “salarios base” de los ejecutivos bancarios que trabajaban en los mercados de capitales, éstos, se llevaban el pastel y la guinda respecto a todos los demás. Además, ese despegue se produce en la década de los 80, lo que vendría a corroborar lo que venimos describiendo en capítulos previos, es decir, que la desregulación incentivó, y a las empresas financieras en particular, a pagar unos mayores salarios a unos empleados altamente cualificados que podían desarrollar todo su potencial cuando no hubieran cortapisas legales, conclusión que también defienden Philippon y Resheff (2009).

Como ya expusimos en el capítulo 2, es probablemente que no sean estos los únicos factores que explican estas desigualdades en las rentas y los salarios percibidos entre los distintos percentiles. Otros factores como, por ejemplo, la evolución tecnológica favorece a los que tienen mejores habilidades y destrezas, como es el caso de los operadores en los mercados de capitales, lo que permite a las empresas reemplazar a parte de su personal menos cualificado con máquinas, como hicieron los bancos para la concesión de créditos. Igualmente, el declive del poder de los sindicatos deja a los todos los empleados con menos poder negociador. Pero, lo que muestra el gráfico 24 siguiente es que en la sociedad estadounidense sólo había dos grandes alternativas durante el periodo investigado: o tenías el elevado salario de un broker o uno bajo como todo el mundo que trabajaba en el resto de sectores.

**Gráfico 35: Retribuciones salariales totales para empleos a tiempo completo, 1948-2013. A precios constantes encadenados (año anterior).**



**Fuente: Elaboración propia a partir de datos del US Bureau of Census. Datos de dominio público.**

Cabe finalizar este apartado recordando, como escribía Acemoglu (2011), que es “*enteramente posible que la desigualdad por debajo del percentil 90 haya sido provocada por factores de oferta, la tecnología y el comercio, mientras que las rentas de los percentiles más altos se vean impulsadas por algo totalmente diferente, y que ese algo totalmente diferente esté también muy relacionado con las causas de la crisis financiera y los peculiares procesos políticos que han sucedido en los Estados Unidos durante los últimos 25 años*”.

Aunque el objetivo de este capítulo ha sido buscar y aportar datos que no refuten sino que apoyen las hipótesis explicativas derivadas del análisis institucional realizado, no hemos pretendido cerrar ninguna discusión. El debate académico e investigador sobre todos estos asuntos sigue y seguirá muy abierta, e incluso enconada, lo que abre también el camino a nuevas líneas de investigación.

Lo que parece también evidente, por los análisis cualitativos y cuantitativos sobre estos aspectos distributivos y de desigualdad aquí realizados, es, por último, que muchos de los jugadores financieros más importantes fueron rescatados, gracias a que las entidades financieras en las que trabajaban también lo fueron debido a su naturaleza sistémica (las que se calificaban, como ya vimos, de ser “too big to fail” o “too big to downgrade”).

Mientras que, por el contrario, los ciudadanos con bajos ingresos y propietarios de una vivienda con hipoteca no lo fueron al no poder seguir pagándola, con lo que aquella fue ejecutada judicialmente.

Al igual que afirma Acemoglu (2011) sobre el trabajo de Rajan (2011), nuestro análisis también permite concluir en este sentido que la política gubernamental de desregulación de los mercados financieros y promoción de una sociedad de propietarios fue también otro factor clave para explicar el desastre. Básicamente, porque contribuyó a promover el crédito fácil como solución política para contrarrestar la desigualdad de clases, antes que optar por promover otras políticas sociales a largo plazo encaminadas a luchar contra la desigualdad, lo que condujo a que las familias se endeudaran sobremanera durante las décadas previas, siendo todos ellos factores explicativos clave del crash financiero del 2008, como vimos. La voracidad de los propietarios y directivos de las entidades financieras por mantener y aumentar sus ingresos, en ese entorno de tipos de interés bajos ya mencionado, provocó esa oleada de crédito fácil que contribuyó también a hinchar una burbuja que tarde o temprano tenía que estallar, lo que al producirse aún exacerbó más la desigualdad de rentas en la sociedad estadounidense.



## CAPÍTULO 10. CONCLUSIONES

En este capítulo de cierre de la Tesis expondré a modo de conclusión cuáles son los principales factores institucionales explicativos del estallido financiero del 2008 en EE.UU. que la investigación realizada me ha permitido encontrar y resaltar, varios de los cuales han sido sometidos a un primer ejercicio de contrastación en el capítulo 9 utilizando datos oficiales obtenidos de las diversas fuentes ya mencionadas.

Ello lo haré en forma de ocho conclusiones específicas que listaré primero para desarrollarlas después, a la vez que, en el último punto, señalaré un par de reflexiones finales y algunas futuras líneas de investigación sobre el tema básico de investigación de la presente tesis doctoral.

Aunque en cada conclusión se alude sólo a uno o varios de estos factores y aspectos, las realidades económicas y políticas son tan complejas e interdependientes que de ningún modo cabe deducir que dicha presentación autónoma equivale a considerarlos como factores totalmente independientes. De hecho no sólo intervinieron de manera conjunta en el caso que nos ocupa sino que varios de ellos aparecieron como consecuencia de otros, tal como se resalta en capítulos anteriores. Estas interdependencias causales a veces operan también en sentido inverso como es el caso, por ejemplo, de aquellas reformas motivadas por determinados comportamientos, observados en un determinado mercado, que una vez aprobadas alteran los incentivos a los que se enfrentaban dichos agentes y modifican así esos mismos comportamientos anteriores que la reforma pretendía regular.

Estas interdependencias y fenómenos de ida y vuelta tan habituales en el campo de las ciencias sociales, además de las otras diferencias en objetivos e intereses de los agentes participantes, incluidos los grupos políticos mayoritarios en cada parlamento, la diversidad institucional característica de unas y otras democracias y mercados, así como la existencia de diversos enfoques analíticos entre los economistas, como ya resaltamos en los capítulos iniciales de la tesis, convierten el análisis económico de los determinantes institucionales del estallido financiero aquí investigado en una tarea

explicativa mucho más compleja de lo que suele ser el caso en el campo de la ciencias naturales.

El sintetizar en unas pocas páginas finales éstas conclusiones sin duda exige también un último esfuerzo de simplificación del análisis cualitativo y cuantitativo previo realizado. En ese sentido, el análisis institucional realizado en los capítulos previos permite extraer las conclusiones específicas, que de manera sintética se indican a continuación, para proceder a presentarlas después con algo más detalle:

- La desregulación de los mercados financieros, promovida por sucesivos gobiernos, y los errores en la supervisión fueron devastadores para los mercados de capitales estadounidenses. Dichas reformas estuvieron asociadas a una visión ideológica neoliberal que creía que el mercado funcionaría mejor cuanto menos supervisado estuviera y más libertad se le concediera, puesto que en esa visión, que se concretó en una determinada ideología política predominante y se nutrió de lo aportado por destacados economistas, se suponía que incluso sería capaz de proveer una regulación privada. Sin embargo, el análisis de la tesis muestra que los mercados y agentes financieros en EE.UU. no fueron capaces de regularse a sí mismos de manera coherente con el interés general de la mayor parte de la sociedad, ni de corregir la situación cuando estalló la crisis.
- El estado, a través de aquellos agentes políticos con mayoría en unos u otros Parlamentos y ejecutivos, puede desempeñar una gran labor para la sociedad en su conjunto si éstos agentes son capaces de proveer, como bien público, las regulaciones y las supervisiones adecuadas que prevengan estos desastres y que ayuden a corregir los fallos del mercado.
- Si marcos regulatorios alternativos no suelen ser neutrales ni en términos de eficiencia ni en términos distributivos, lo habitual es que los grupos política y/o económicamente predominantes traten de influir orientando la reforma de éstos en una dirección u otra. Por lo que parece difícil que las legislaciones aprobadas y su reforma no se vean más influidas por unos de estos grupos que por otros. De hecho, en EE.UU. los grandes bancos a medida que crecían y se convertían en grandes conglomerados ganaban en capacidad de influir a través de tareas de

lobby y con el atractivo de la puerta giratoria. Sin embargo, cuando el estallido final llegó su supervivencia dependió de las decisiones del gobierno federal (condicionado por la cuestión del “too big to fail”) y del uso de los impuestos de los contribuyentes.

- La organización interna de las entidades financieras y, en concreto, sus sistemas retributivos también jugaron un papel importante. Si las retribuciones y los incentivos a los directivos del sistema financiero premian sólo el volumen de facturación que éstos consiguen en el corto plazo sin preocuparse de los riesgos en el largo plazo, el desastre es sólo cuestión de tiempo. La retribución a los altos cargos de las entidades financieras debería de considerar el desempeño de los ejecutivos en un largo período de tiempo.
- Las agencias de calificación del rating modificaron al alza sus valoraciones para agradar a sus clientes, lo que permitió hinchar la burbuja inmobiliaria. La regulación de estas actividades existente en EE.UU. y el posible conflicto de intereses que surgió fueron también factores importantes.
- El consenso académico imperante en este ámbito entre los macroeconomistas a partir de finales de la década de 1970, sobre todo en el los círculos de habla inglesa, condujo a unos concepciones e ideas sobre los mercados y la intervención pública que terminaron siendo mayoritarias también en los círculos de los partidos gobernantes, e incluso en los de la oposición, influyendo así en las políticas económicas adoptadas durante los años previos al crash del 2008.
- El exceso de crédito hipotecario fue el que sirvió de combustible para hacer correr el desenfreno en el mercado y para disparar el precio de las viviendas. El recorte de tipos de interés por parte de la FED para estimular la economía dejó el precio del dinero en niveles históricamente bajos. Dado que el margen de intermediación había caído, la respuesta de las entidades financieras fue la de decidir irresponsablemente expandir el mercado del crédito hipotecario para seguir amasando beneficios. El crecimiento del mercado de hipotecas sub-prime,

unas hipotecas que por definición eran las que tenían mayores probabilidades de impago en el futuro, muestra el grado de esa irresponsabilidad.

- La desigualdad social actuó como causa en la crisis, dada la aspiración social de buena parte de la población de adquirir una vivienda en propiedad. En lugar de promover políticas para combatirla, los sucesivos gobiernos optaron por expandir el crédito a los hogares con menos ingreso. Ello contribuyó a incrementar su endeudamiento, lo que les llevó a una mayor situación de vulnerabilidad financiera. Cuando la crisis estalló, las familias con menos recursos fueron las que perdieron sus viviendas y los ahorros que habían invertido en ellas, lo que, paradójicamente, contribuyó a que la desigualdad se exacerbara.

Procedamos pues con el desarrollo de estas conclusiones para aportar en el último punto algunas reflexiones finales y plantear algunas líneas futuras de investigación.

#### **PRIMERA CONCLUSION.**

**La desregulación de los mercados financieros, promovida por sucesivos gobiernos y los errores en la supervisión fueron devastadores para los mercados de capitales estadounidenses. Los mercados no son capaces de regularse a sí mismos.**

Como la presente investigación ha puesto de manifiesto, entre las ideas económicas prevalecientes en EE.UU. antes de la crisis se encontraban aquellas que sostenían que los mercados, esto es los propios agentes económicos, eran capaces de proveer la regulación necesaria para su buen funcionamiento, y ello parecía particularmente aceptado en el caso de los mercados financieros. De un lado, el trabajo de las agencias de calificación de crédito era aceptado tanto por las corporaciones privadas, como por los gobiernos, ya que los supervisores públicos utilizaban sus calificaciones (unos inputs privados a fin de cuentas) como elementos clave para desarrollar su trabajo. De otro, la evolución a lo largo de la década de los 90 de la industria de los mercados de derivados, conjuntamente con sus cámaras de compensación, y el rápido crecimiento de los mercados OTC se entendía que eran el brillante resultado de la innovación, motivado por un esfuerzo por controlar y gestionar el riesgo. Es más, el propio FMI

validaba estos argumentos al considerar que una regulación y supervisión “ligeras” tenían efectos identificables. En suma, el mercado financiero había logrado por sí mismo los resultados que los reguladores públicos perseguían.

Como que la regulación privada había “demostrado su valía” con hechos y resultados evidentes, la que debería de ser considerada “sospechosa” de no conseguir estos objetivos era la regulación pública. Como vimos en el capítulo 3, Alan Greenspan, el presidente del máximo supervisor bancario del país, se cuestionaba si la intervención del estado fortalecía o debilitaba la regulación privada. Un planteamiento que debiera sorprender en un funcionario público de alto rango. Pero, no en el caso de Alan Greenspan, que siempre mantuvo una posición sustentada en el principio de que la regulación que no sirve a ningún propósito útil obstaculiza la eficiencia de los mercados para aumentar y mejorar los niveles de vida. Un enfoque que sostenía que los incentivos privados estaban correctamente diseñados para prevenir cualquier tipo de crisis.

Por tanto, si los mercados y agentes financieros en nuestro caso se entendían como capaces de proveerse a sí mismos la regulación necesaria, ¿por qué habría el estado y sus representantes políticos de intervenir e imponer sus leyes y otras normativas reguladoras? Unas normas que se veían como elementos “fastidiosos”, no como salvaguardias del bien común, pues sólo conseguían estrangular el crecimiento económico y ahogar la “beneficiosa” innovación financiera. Además, la desregulación de los 80 y de los 90 en la economía se percibía como que había conseguido mejorar el nivel de vida de los ciudadanos. De hecho, (Arias y Costas, 2011) escriben que los economistas y algunos policy makers jugaron un papel esencial en la defensa del principio de que los mercados financieros desregulados son eficaces a la hora de decidir la asignación de los recursos, así como en crear un “clima de confianza colectiva en los mercados” pues se vivía en “un tiempo nuevo, diferente y en gran medida, mejor que los anteriores”. Todo ello sustentado en la perspectiva de “una economía sin ciclos y una expansión permanente”. Es decir, el “milagro del mercado había llegado a sus últimas consecuencias”.

De este modo, bajo el imperio de estas ideas y concepciones, en cuanto a instituciones informales, fue como se tomaron decisiones en el ámbito político, por parlamentos y por legisladores. Lo que propició, desde los 80, con la llegada del presidente Reagan, y

hasta el estallido de la crisis, la aprobación de nuevas normas que fueron cambiando el marco legislativo y provocando su debilitamiento.

Baste como muestra recordar el período entre 1996 y 1999, momento en el que se abordó la regulación de los mercados de derivados. En aquel momento, Brooksley E. Born, Presidenta de la Commodity Futures Trading Commission, reclamó una mayor vigilancia de las autoridades reguladoras federales sobre un mercado que contenía un potencial riesgo sistémico. Sin embargo, la respuesta que recibió de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, fue una clara negativa, como describimos en el capítulo 3. El debate sobre los derivados produjo el rechazo a regular este tipo de mercados. Conjuntamente, los mercados no organizados, los OTC, quedaron fuera del perímetro de la supervisión de la agencia de Born, tal y como queda aprobado en la Commodity Futures Modernization Act en el año 2000. Para defender esta ausencia de regulación sobre el mercado OTC se argumentó que si se regulaban estos mercados se irían de EEUU, a la vez que se frenaría la innovación en el sector financiero, que tantos efectos positivos tenía. Se permitió así un agujero regulatorio por el que se colarían años después tanto Enron como los mercados sobre CDS con subyacente hipotecario.

Igualmente, la derogación de la Glass Steagall Act y la aprobación de la Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act, 1999, consintió que se rompieran las barreras entre banca comercial y banca de inversión. Con ello, se facilitó que las instituciones financieras pudieran ganar tamaño y acceder a mercados internacionales donde captar capitales. A ello hay que sumar que la SEC ya había legislado a favor de las titulizaciones, por lo que la nueva legislación favoreció “el sistema bancario en la sombra”. Un mercado OTC en el que se compraban y vendían Credit Default Swaps sobre titulizaciones lejos de la arena de la supervisión y que llegó a tener un tamaño mayor que el propio sector bancario regulado.

Al mismo tiempo, las nuevas ideas y concepciones imperantes fomentaban rebajar el nivel de requisitos exigidos con el fin de fomentar y promocionar la actividad financiera. Por ejemplo, en 2004 la SEC decidió suavizar los requisitos de capitalización para los bancos de inversión y las sociedades de bolsa<sup>220</sup>. Estas nuevas

---

<sup>220</sup> A través de la “*Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities*”.

reglas permitieron liberar capital de los balances de los bancos, que de ser usados como reserva frente a posibles riesgos, pasó a utilizarse como garantía para pedir prestado. La banca de inversión, incluyendo a Goldman Sachs, que en aquel momento estaba presidido por Henry Paulson, presionaron a las autoridades para aprobar esta solicitud de rebaja. Esta medida se aprobó de manera unánime en una reunión de tan sólo 55 MINUTOS (!! ) en la que participaron cinco miembros de la SEC.

Esta cultura creó un marco formal que se basó, según definió Eugene Ludwig, Comptroller of the Currency entre 1993 y 1998, en que *“una mano más ligera en la regulación era el modo apropiado de regular”*, lo cual llevó a que en 2004 se diera el paso más llamativo: la regulación voluntaria. Así, la SEC impulsó un programa en 2004, el Consolidated Supervised Entities (CSE), por el que los grandes bancos de inversión podían VOLUNTARIAMENTE (!! ) ser sometidos a supervisión sobre sus niveles de capitalización, liquidez y posiciones apalancadas. De este modo, las entidades estadounidenses conseguían ser “supervisadas” únicamente en EEUU y no en Europa, ya que no tenía sentido una doble supervisión a ambos lados del Atlántico. Sobre este respecto, la Financial Inquiry Crisis Commission concluyó que esta supuesta “regulación” en suelo norteamericano no funcionó en la práctica, pues el grado de apalancamiento bancario era a menudo ocultado a través de derivados y en entidades fuera de balance. Ello permitió el crecimiento de esa “banca en la sombra” antes mencionada, donde también se situó el multimillonario mercado de repos que engrasaba el mercado.

Sin embargo, la realidad fue que la regulación voluntaria no funcionó. Es decir, el mercado no pudo proveerse de una regulación privada por sí mismo y la pública había sido maniatada o reducida. Un hecho reconocido por el propio presidente de la SEC Christopher Cox en 2008, quien asumió los errores cometidos antes del estallido de la crisis. A la vez identificó un mercado de CDSs por un montante de 60 billones de dólares que no estaba supervisado, porque el Congreso no le había dado ni las atribuciones ni los recursos para hacerlo, lo cual refuerza la idea de que no se le dieron esas atribuciones por una cuestión de ideología política.

La magnitud del desastre financiero causado en EEUU por la crisis financiera llevó incluso a que los responsables de un organismo regulador tan significado como la

Reserva Federal de Nueva York concluyera en un informe que una de las lecciones a extraer de la crisis tenía que ver con la errónea creencia de que “*los mercados siempre se auto corregirán*”. El informe remataba que el respeto a la supuesta capacidad de auto-corrección de los mercados inhibió a los supervisores a la hora de imponer normas más restrictivas a los bancos, lo que manifestaba que el modelo liberal basado en la autorregulación había mostrado sus defectos.

Así pues, la primera conclusión que cabe extraer del análisis realizado en el presente trabajo de investigación es que los mercados, esto es los agentes financieros en nuestro caso, no son necesariamente capaces por sí mismos de auto-estabilizarse, o auto-regularse. Ello implica que la idea de que cuanto menor regulación política mejor ha quedado seriamente comprometida tras el desastre financiero aquí estudiado.

## **SEGUNDA CONCLUSIÓN**

**El estado, a través de sus parlamentos y ejecutivos, puede desempeñar una gran labor para la sociedad en su conjunto si quienes mayoritariamente controlan esas organizaciones son capaces de proveer las regulaciones y las supervisiones adecuadas que prevengan estos desastres y que ayuden a corregir los fallos del mercado.**

Como dicen los comisionados de la FCIC (2011) en sus conclusiones, lo que les preocupaba era “hasta qué punto se había privado al país de la fuerza e independencia necesarias en la supervisión”. Una supervisión vital para “salvaguardar la estabilidad financiera” y que había sido retirada o debilitada a través de la desregulación, ya que los mercados no la necesitaban. Lo que nos retrotrae el trabajo de Rodrick (2011), en el que este autor recuerda un hecho muy simple que a veces se olvida. Sencillamente, que es en el ámbito de la política, en el estado, “*donde reside la legitimidad para gobernar*”, no en el ámbito de los “*mercados*”. Es ahí donde reside la capacidad efectiva para establecer la legislación financiera necesaria. En cuanto reglas, principios y controles que marcarán las reglas comunes del juego han de ser únicas en cada ámbito, presentando además un claro componente de bien público.

Sin duda lo habían olvidado destacados protagonistas y reguladores de los mercados financieros en EE.UU. durante los años anteriores al estallido financiero, como el presente trabajo ha puesto de manifiesto. En este sentido, cabe subrayar como en un artículo publicado en el Financial Times el 29 de marzo de 2011 Alan Greenspan criticó con dureza las reformas financieras que pretendía introducir la Dodd-Frank Act firmada por el presidente Obama en julio de 2010. En su opinión, la ley podía crear "*la mayor distorsión del mercado inducida por una regulación*" desde que en 1971 en Estados Unidos se impusieron los controles a los precios y salarios. Por contra, Greenspan alababa el funcionamiento de los mercados financieros afirmando que con notables raras excepciones, la "mano invisible global" ha creado un sistema estable, por lo que "volver a las prácticas bancarias de hace 50 años sería un error si queremos mantener los actuales estándares de vida".

Como se pone de manifiesto en los capítulos anteriores, aceptar estas tesis de Greenspan conlleva aceptar otra serie de ideas implícitas. Primera, que los mercados financieros estaban bien regulados y supervisados. Segunda, que de un modo imprevisto, llegó un tsunami que lo barrió todo. Tercera, que los responsables de la Reserva Federal no lo vieron venir, porque creían que no era sensato responder a las burbujas de activos, ya que no tenía sentido oponerse a la visión de centenares de miles de inversores bien informados, aún cuando en realidad ésta era equivocada. Además, nadie lo esperaba. De hecho, como ya vimos, el FMI publicó abril de 2007 un informe en el que se afirmaba que el riesgo de que pudiera surgir cualquier crisis en la economía mundial había caído en los 6 meses previos. Lo que fortalece la idea de que los modelos econométricos utilizados hasta entonces podían parecer muy sofisticados y ser muy tranquilizadores para los policy makers, aunque fueran profundamente erróneos, lo que contribuyó al desastre final.

Pero, una pregunta surge de inmediato ante tales planteamientos. Si todo estaba bien y sólo ha sido una "rara excepción" ¿por qué la respuesta de EEUU y Europa a la crisis ha sido la de embarcarse en una modificación de sus marcos regulatorios? ¿Por qué se están elevando los requisitos y las exigencias a los agentes intervinientes en esos mercados? ¿Es esto un error?.

El análisis institucional realizado en el presente trabajo permite afirmar que no, que no es ninguna equivocación, sino lo prudente. Primero, los mercados financieros no estaban ni bien supervisados ni bien regulados. Segundo, sí que hubo funcionarios, académicos y profesionales que lo vieron venir, pero no se les prestó atención porque estaban “sepultados” por la visión dominante. Por ejemplo, en la mismísima celebración de despedida de Alan Greenspan, en agosto de 2005, Rajan presentó un trabajo en el que afirmaba que debíamos de estar preparados “para una crisis de baja probabilidad y de alto coste. Tercero, la Reserva Federal no lo vió venir porque creyeron que podían confiar en los precios de mercado, desdeñando la aparición de burbujas de activos, las cuales, si existían y llegaban a estallar, sus consecuencias serían fácilmente solucionables. Sin embargo, en mitad de ese “capitalismo triunfante” en el que el “milagro del mercado” había llegado a su plenitud, había señales de alarma en forma de detecciones de prácticas de préstamo abusivos. Algo que en 2004 ya alertó al secretario del Tesoro, John Snow, quien transmitió sus temores a los reguladores, quienes tardaron muchísimo en reaccionar.

Los análisis aquí realizados permiten concluir que los agentes y mercados financieros no sólo no podían proveer una regulación “privada” necesaria. Más de tres décadas de desregulación y de confianza en la capacidad de autorregulación del sistema financiero, defendida por el presidente de la Reserva Federal y otros altos funcionarios, apoyados por sucesivos gobiernos y activamente impulsada por la industria fingiera con sus enormes recursos pecuniarios, despojaron al sistema financiero y a todos los ciudadanos de las salvaguardas que habrían evitado el desastre.

Tras la explosión de la burbuja, Alan Greenspan declaró sentirse anonadado. El modelo económico que él creía capaz de auto-regularse y de redistribuir sus riesgos había fallado estrepitosamente. De hecho, Greenspan concedió en un artículo en el Financial Times que “El problema esencial es que aunque nuestros modelos (económicos y de gestión del riesgo) se han vuelto complejos, todavía son demasiado simples para capturar la amplia gama de importantes variables que rigen la realidad económica global”, lo que era un reconocimiento implícito de que él mismo había errado en su gestión como regulador.

Del análisis aquí realizado también se concluye que los mercados financieros imperantes en EE.UU. durante los años anteriores a la crisis no sólo no eran perfectos, sino que presentaban graves fallos como consecuencia, en gran parte, de los procesos de desregulación puestos en marcha. El ejemplo más evidente fue el de la aparición de fuertes externalidades negativas, derivadas de las presiones de la industria financiera estadounidense. Ciertamente, en el caso estadounidense que nos ocupa, vimos en el capítulo 9 dos indicadores que se disparaban al alza y registraban cifras históricas, lo cual no casaba con esa imagen de economía sin ciclos y en permanente expansión. De un lado, la volatilidad del mercado, medida a través del índice VIX del Chicago Board Options Exchange, que mide. De otro, el TED Spread, que es la diferencia entre los tipos de interés de los préstamos interbancarios y la deuda a corto plazo del gobierno norteamericano, con datos proporcionados por la Federal Reserve Bank of Saint Louis. Un diferencial que mide el riesgo de crédito percibido por los agentes económicos y cuyo aumento implicaba que el mercado interbancario se iba a cerrar, lo que derivó en un estrangulamiento del flujo del crédito hacia empresas y particulares (una evidente externalidad negativa). Así, una crisis que nació en el seno del sector financiero se extendió al resto de la economía. Por ello, el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, y el Secretario del Tesoro, Hank Paulson, se enfrentaron en 2008 al dilema de tener que rescatar a los bancos estadounidenses para salvar el sistema y restaurar la confianza o arriesgarse a que los bancos no pudieran abrir un lunes, lo que significaba que la economía de libre mercado se fuera por el sumidero en unas semanas. Por ello, optaron por aplicar un programa de inyección de una enorme cantidad de dinero público, el Trouble Asset Relief Programm, TARP, con lo que socializaron las pérdidas (el máximo ejemplo de esa externalidad negativa); antes que consentir los costos de una quiebra desordenada, que se suponía serían mucho mayores. Es decir, la solución vino del lado del sector público, no del propio mercado. Por esta razón, la nueva legislación propuesta en 2010 por el presidente Obama apuesta por atajar el problema del “too big to fail”, separando la banca comercial de depósitos y creando varios mecanismos para una resolución ordenada de la entidad, como la creación de la Autoridad de Liquidación Ordenada, Orderly Liquidation Authority, OLA. Todo ello debería de terminar con esa “percepción” del sistema financiero de que el estado siempre se verá obligado a acudir al rescate. Una asunción que, como hemos analizado, crea un “seguro de riesgo efectivo” para el sector bancario.

Así pues, aunque Alan Greenspan haga mención a que la elevada complejidad del sistema financiero hace que los reguladores no puedan tener “*más que una visión parcial*” de su funcionamiento (una idea que produce escalofríos) el presente trabajo permite afirmar que la realidad no es ésta. Como dijo el congresista Frank (autor de la Frank Dodd Act) la afirmación de que los reguladores no pueden tener 'más que una visión parcial' del sistema financiero se auto-cumple si a los reguladores no se les da el mandato o las herramientas adecuadas para hacerlo, o si fallan en el uso de las herramientas que tienen. Por ejemplo, la FED tenía la potestad para establecer las normas de los préstamos hipotecarios, pero como hemos visto en 2005 no quiso actuar y tardó más de un año en hacerlo. Lo que fue una decisión política clara”.

La nueva ley, la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010), permite afrontar situaciones complejas respecto a entidades que son demasiado grandes como para dejarlas quebrar, gracias a una nueva regulación que garantiza la disolución de esa empresa si se da una debacle al estilo Lehman Brothers. El coste de dicho fracaso recaerá a partir de ahora sobre el sector financiero, no sobre los contribuyentes.

La nueva legislación que ha puesto en marcha en EEUU pretende conseguir un sistema financiero más resistente y estable, pero, sin reprimir su desarrollo. ¿Cómo? Protegiendo el interés público, la innovación y preservando la globalización, porque no debe de haber contradicción entre estabilidad del sistema financiero y crecimiento económico. Es pues en el ámbito de la política, del estado, donde han de proveerse las regulaciones necesarias, que lo son.

### **TERCERA CONCLUSIÓN**

**El marco regulador del funcionamiento de los mercados financieros no es neutral ni en términos de eficiencia ni en términos distributivos. Los intereses y la ideología de los grupos económica y políticamente predominantes suelen ser decisivos para su reforma en un sentido u otro. Así ocurrió en EE.UU.**

Como hemos comentado, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, consideraba que las burbujas financieras eran sólo perceptibles después de su explosión,

porque el suponer que una escalada de precios era una burbuja implicaba que cientos de miles de inversores estaban equivocados. Es decir, lo que Greenspan defendía era la Hipótesis de los Mercados Eficientes, el concepto de que todos los activos están perfectamente valorados con la información conocida en cada momento. A ello, hay que sumar su creencia en que los mercados eran capaces de auto-estabilizarse y autocorregirse, pues los intereses particulares de los agentes producirían una supervisión y regulación privada que hacía innecesaria una mayor regulación y supervisión pública. Todo ello, transmitía la visión implícita de que los mercados son inherentemente estables y que sólo pueden salir de su curso temporalmente.

Este enfoque sobre el funcionamiento de los mercados de activos llevaba aparejado otra creencia que fue promovida por economistas y policy makers: La capacidad innata de los mercados financieros para conseguir resultados sociales óptimos. Como decía Phil Gramm, el senador republicano por Texas, en abril del 2000 en una vista ante el Senado Estadounidense tras una visita a la Bolsa de Nueva York “Cuando estoy en Wall Street y me doy cuenta de que estoy en el mismo centro nervioso del capitalismo norteamericano y me doy cuenta de lo que el capitalismo ha hecho por la gente trabajadora de los Estados Unidos, para mí ése es un lugar sagrado”. Como declaró en 2002 Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, “Aquellos de nosotros que apoyamos un capitalismo de mercado en su forma más competitiva podemos argumentar que unos mercados sin restricciones crean un grado de riqueza que fomenta un existencia más civilizada. Siempre he considerado que esta era una visión convincente”<sup>221</sup>.

Es decir, los mercados no eran sólo unos mecanismos estupendos para valorar activos y canalizar el dinero de los ahorradores e inversores a las mejores ideas. También, se consideraban la mejor herramienta para mejora el bienestar de los ciudadanos de una manera socialmente óptima. Como el propio Gramm dijo sobre las hipotecas subprime, “Algunos ven en ellas el mal. Yo veo el Sueño Americano en acción”.

---

<sup>221</sup> “Those of us who support market capitalism in its more competitive forms might argue that unfettered markets create a degree of wealth that fosters a more civilized existence. I have always found that insight compelling.” Fed Chairman Alan Greenspan, “International Financial Risk Management,” declaraciones ante el Council on Foreign Relations, November 19, 2002.

Esta ideología pro-mercado fue la que dominó la clase política norteamericana en los 80 y los 90, en un marco en el que el dinero y la ideología se retroalimentaban, con un claro protagonismo de la industria bancaria estadounidense. Así, conforme los bancos se hacían más grandes y obtenían más beneficios conseguían ganar poder político y utilizarlo en su propio beneficio para influir. De hecho, la industria financiera estadounidense jugó un papel clave en el debilitamiento de la regulación financiera sobre mercados y productos vía sus donaciones a campañas y a través del atractivo de la puerta giratoria. Como muestra el informe de la Financial Crisis Inquiry Commission (2011) de 1999 a 2008, el sector financiero se gastó 2.700 millones de dólares en labores de “lobbying”, a la vez que algunos empleados y sus comités de acción política aportaron 1.000 millones de dólares en contribuciones a las campañas políticas. Por ejemplo, Fanny Mae y Freddy Mac gastaron de 1999 a 2008 un montante de 164 millones de dólares en “lobbying”, mientras que sus empleados y sus comités de acción política (los PAC) contribuyeron con 15 millones de dólares a campañas federales.

Lo que llenó de preocupación a los comisionados de la FCIC fue el darse cuenta de que con esas acciones se había privado al país de la fuerza e independencia necesarias en la supervisión para salvaguardar la estabilidad financiera. Simplemente, porque cualquier cambio legislativo de alcance era bloqueado por un ejército de lobbistas que utilizaban “tácticas impropias” y prácticas “intimidatorias”. Lo irónico del caso es que esa supervisión más exigente les hubiera hecho ganar menos dinero, pero probablemente les hubiera salvado.

¿Por qué la industria financiera pagaba esas ingentes cantidades? ¿Por qué gastarse esas enormes sumas de dinero? Sencillamente, porque si el marco regulatorio no cambiaba, o si cambiaba, debía de ser a su favor, ellos podían seguir ganando dinero sin más problemas. En otras palabras, si las leyes se volvían más restrictivas y los requisitos regulatorios se elevaban, entonces se conseguiría incrementar el nivel de seguridad del sistema en su conjunto. El de todos. Pero, ello limitaría el beneficio de un grupo concreto, el de la industria financiera, que prefería seguir apostando en el casino.

Como escribieron Ostrom y Ahn (2008) “Las reglas se pueden usar para incrementar el bienestar de muchos individuos o, si los procesos de elección colectivos están controlados por un subgrupo bien organizado, para beneficiar a un grupo más que a

otros”. Básicamente, en el mercado político lo que se va a negociar es una transferencia de riqueza entre grupos distintos, con lo que se va a afectar a la distribución presente, porque las estructuras institucionales no tienen un efecto neutro sobre los distintos agentes económicos y sociales. En la medida en que existan conflictos de intereses, lo habitual es que unos y otros dediquen esfuerzos a “conseguir modificaciones favorables de dichos entramados Y en ese mercado los políticos, como hemos visto en el capítulo 7, van a mostrar una clara “sensibilidad” hacia sus donantes. Como acuñó el asesor político Mark Hanna “Hay dos cosas que importan en política. La primera es el dinero. La segunda, no la recuerdo”. En términos generales, siempre que el sueldo (o las donaciones a su campaña) de un político dependan de que un punto de vista se mantenga en una votación ese político no necesitará ya escuchar otros argumentos. Éstas parecen ser las “normas de juego”. El campo de juego no será neutral. La “jugada” consecuente será la de votar a favor de aquella normativa que favorezca a aquellos que le han ayudado a la elección.

Dentro de todo ese armazón institucional los gobiernos y parlamentos necesariamente habrán de tomar decisiones reformadoras que directa o indirectamente favorecerán más a unos colectivos u otros, lo que convierte al estado en un participante en el proceso de toma de decisiones económicas a través de la legislación. Las leyes tendrán pues la posibilidad de ordenar la distribución del riesgo, de los costes de los negocios, de la asignación de recursos y del nivel de ingresos de los ciudadanos.

Dado que la ley puede ser modificada por el ejecutivo o parlamento, el gobierno se convierte en un instrumento disponible para quién pueda controlarlo o usarlo. Así, el estado y la estructura de sus agencias se pueden convertir en vehículos para la adopción de ideas y modelos, en su esfuerzo por aportar reacciones coherentes a problemas políticos. La pregunta sería ¿qué intereses específicos o valores dominarán en cada caso? Como hemos visto, en el caso estadounidense que nos ocupa diversos autores se cuestionan si el sistema político estadounidense se puede considerar como una oligarquía. Para defender esta idea argumentan que el 1% más rico de la población posee los recursos para poder influenciar a través del proceso político, las tareas de lobby y la formación de la opinión pública. Además, es mucho más conservador que el restante 99% con respecto a políticas importantes como la tributación fiscal, la regulación económica y, especialmente, programas de bienestar social. De este modo,

apuntan a que las políticas públicas en EEUU parecen estar sesgadas a su favor y apartadas de lo que la mayoría de lo que la sociedad querría. Esta idea aún se muestra con más fuerza en Gilens y Page (2014), a la par que revela el cambio de ideologías y concepciones político-económicas dominantes en las décadas previas al estallido financiero. En su trabajo se revisa la aprobación de 1.179 políticas públicas por el Gobierno estadounidense en el período 1981 - 2002. Por ello, concluyen que las élites económicas y los grupos organizados que representan los intereses de corporaciones e industrias tienen un impacto sustancial en la política gubernamental. Mientras, los ciudadanos corrientes apenas tienen influencia. Este marco de interacción habría facilitado el traslado desde esas élites hacia la clase política de EEUU de una ideología liberal y desreguladora que promovió liberar al mercado de todas las restricciones posibles. Esta perspectiva fue asumida por los sucesivos gobiernos, lo que allanó el camino hacia el estallido de la crisis.

#### **CUARTA CONCLUSIÓN**

**Si las retribuciones y los incentivos a los directivos premian el éxito en el corto plazo, sin preocuparse de los riesgos en el largo plazo, el desastre es sólo cuestión de tiempo. La organización interna de las entidades financieras y, en concreto, sus sistemas retributivos también jugaron, pues, un papel importante.**

La estructura de los incentivos y de las compensaciones es clave en toda organización, pero es especialmente relevante en aquellas entidades bancarias que son demasiado grandes o están demasiado entrelazadas para quebrar. Como hemos visto, los esquemas de retribución en la industria financiera estadounidense estaban focalizados en conseguir unos objetivos que debían de ser a toda costa exitosos en un corto período de tiempo, lo que condujo a un *comportamiento* cortoplacista y a una asunción excesiva de riesgo. Pero, también es importante resaltar que los salarios del sector financiero eran los más altos de la economía norteamericana, especialmente aquellos que percibían los brokers de los mercados de capitales, lo que representaba un fuerte reclamo para todos los recién licenciados en empresariales, ingeniería o matemáticas de las grandes universidades. La apertura de la diferencia del nivel salarial entre el sector financiero y todos los demás se da en los 80, algo que vimos en los capítulos 4 y 9 utilizando los datos de la US Bureau of Census. La apertura de esta brecha corroboraría que la

desregulación incentivó a las empresas financieras a ofrecer unas mayores compensaciones a unos empleados altamente cualificados que podían desarrollar todo su potencial cuando no hubieran cortapisas legales.

La avaricia indujo a que muchos trabajadores del sector bancarios (desde los altos directivos, hasta los comerciales de las oficinas a pie de calle) perdieran el sentido de la responsabilidad y la idea de que estaban trabajando para el largo plazo. El marco informal que se impuso fue si algo va mal “*yo no estaré*” para entonces aquí, el cual, según la FCIC(2011) fue acuñado por los trabajadores de Wall Street con el acrónimo “IBGYBG” (“I’ll be gone, you’ll be gone”, “yo me habré ido, tú te habrás ido”). Ello nos lleva a la idea de que el interés propio de las generaciones de hoy puede dejar muy comprometido el futuro de las generaciones venideras.

De hecho, la estructura de incentivos existente estaba muy distorsionada. Especialmente, en las entidades “demasiado grandes para caer”, ya que la cúpula directiva trabajaba con el convencimiento de que si tomaban riesgos y acertaban, ellos ganarían unos jugosos bonus. Pero, que si por el contrario, erraban, los platos rotos no los pagarían ellos. Serían los contribuyentes los que pagarían la factura, pues el estado se vería obligado a intervenir y salvarlos. De hecho, si estos directivos hubieran querido abstenerse de incurrir en riesgos, es muy posible que hubieran acabados empujados a hacerlo, pues en caso de negarse y optar por ser prudentes, podrían acabar obteniendo peores resultados en los siguientes trimestres que la competencia (que seguiría originando o titulizando préstamos a velocidad de crucero), lo que el mercado valoraría negativamente vía la cotización de la acción de la empresa. Algo que lo dejaría señalado. Por tanto, como afirmaba Charles Prince, director de Citigroup, “*Siempre habrá alguien que venga al rescate y mientras suene la música hay que levantarse y bailar*”.

Igualmente, durante esta Tesis hemos mostrado como las estructuras de compensación estaban sesgadas a lo largo de toda la cadena de titulización de las hipotecas. Así, se pagaban a los empleados enormes sumas por el éxito a corto plazo, independientemente de que en el largo plazo supusieran ruinosas pérdidas. Desde los agentes que originaban las hipotecas, hasta los técnicos de Wall Street, quienes las reunían y homogeneizaban en paquetes que luego serían troceados y vendidos a fondos de inversión y a

particulares. Todo ello muestra que la práctica estándar de la compensación se basaba en el volumen de préstamos originados, en lugar de las prestaciones y calidad de los préstamos. El largo plazo no importaba, sólo la consecución de objetivos para ganarse el derecho a disfrutar de los bonus, lo que sirvió para conducir al estallido final del sistema.

## QUINTA CONCLUSIÓN

**Las agencias de calificación del rating modificaron al alza sus valoraciones para agrandar a sus clientes, lo que permitió hinchar la burbuja inmobiliaria. La regulación de estas actividades existente en EE.UU. y el posible conflicto de intereses que surgió fueron también factores importantes.**

Como vimos en el capítulo 5, los fallos de las agencias de calificación fueron engranajes esenciales en la rueda de la destrucción financiera. Ellas dieron su sello de aprobación a préstamos hipotecarios que, posteriormente fueron titulizados y comercializados. Así, sus calificaciones empujaron el mercado al alza y sus precipitados recortes durante 2007 y 2008 trajeron el caos. De hecho, como vimos, la calificación más preciada era la A, la letra mágica que permitía comercializar prácticamente todo y como expone irónicamente Stiglitz (2009a) las agencias de calificación creían en la “*alquimia financiera*” y convirtieron hipotecas sub-prime con la peor calificación, F, en activos calificados como A, la mejor valoración posible. Incluso, eran tan buenos como para ser comprados por fondos de pensiones. Por ejemplo, Moody’s calificó como triple A casi 45.000 activos financieros respaldados por hipotecas entre 2000 y 2007. Sin embargo, los resultados fueron desastrosos, ya que las calificaciones del 83% de los activos triple A de ese año fueron degradados.

Esta incesante actividad calificatoria permitía una entrada constante de flujos monetarios en el mercado de la vivienda, es decir, “*la gasolina de la burbuja inmobiliaria*”. Pero, con todo, lo peor fueron las incorrectas valoraciones que luego fueron recortadas, consecuencia también del conflicto de intereses de ser pagadas por aquellos a los que valoran y de la lucha entre las 3 grandes agencias en el sector. Es decir, en este caso la competencia tuvo un efecto perverso al propiciar una carrera para

ver quien ofrecía el rating más favorable a cambio de preservar y obtener más negocio, lo que significaba más beneficios.

En la misma línea, el análisis aquí realizado por mí permite concluir que existe evidencia de la *“complicidad de las agencias de calificación”* a la hora de legitimar la oleada de titulizaciones respaldadas por hipotecas subprime que inundaron el mercado entre 2004 y 2007. En la Tesis hemos mostrado que las tres grandes agencias de rating *“inflaron sus calificaciones”* sobre los activos respaldados por hipotecas emitidos entre 2003 y 2007. Así, hemos descrito la existencia de un conjunto de normas informales compartidas por las agencias y los bancos emisores (marco institucional informal) según las cuales si una agencia de calificación no *“cooperaba”* en calificar con notas altas sus emisiones, los bancos se llevaban su negocio a otro sitio. Una práctica conocida como *“ratings shopping”*, compra de calificaciones.

Como la presente Tesis muestra, los *“arreglos”* entre agencias de calificación y entidades emisoras eran evidentes en los años previos al estallido de la crisis. Así, hubo préstamos Grado 3, los que no cumplían los requisitos para ser vendidos y luego titulizados, que la agencia de calificación validó. ¿Por qué? Porque el que tenía el poder en la relación de negocios en un modelo *“el emisor paga”* era el originador de los préstamos. Así, el trabajo del subcomité permanente de investigaciones del Senado de Estados Unidos revela las prácticas habituales de *“ajustar criterios”* para no perder contratos. Estas tasaciones fueran distorsionadas para agradar a los clientes-emisores y ganar más dinero con nuevos contratos de los mismos emisores, que estaban bien dispuestos a seguir premiando la permisividad de las agencias.

En suma, el análisis institucional aquí realizado nos permite concluir que las agencias de calificación participaron activamente en hinchar la burbuja inmobiliaria estadounidense al optar por valorar muy positivamente estos activos. A cambio, se llevaron unos cuantiosos beneficios.

El giro a la baja del mercado de la vivienda en el período 2006-07 provocó que las agencias de calificación tuvieran que afanarse en recortar sus calificaciones previas. Sencillamente, porque entre 2007 y 2008 la solvencia de los activos financieros estructurados se deterioró drásticamente. Por ejemplo, 36.346 tramos de emisiones valorados por Moody's fueron degradados. De ellos casi un tercio tenía la máxima

calificación crediticia. Esta contundente rebaja ilustra la “amplia ilusión colectiva” que se vivió durante la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, de la que no supieron desligarse las propias agencias de calificación.

## **SEXTA CONCLUSIÓN**

**El consenso académico imperante en este ámbito entre macroeconomistas, sobre todo en el los círculos de habla inglesa, condujo a unos concepciones e ideas que terminaron siendo mayoritarias también en los círculos de los partidos gobernantes, e incluso en los de la oposición, influyendo así en las políticas económicas adoptadas.**

En el caso que nos ocupa el consenso académico que se dio tras la Segunda Guerra Mundial era el que los gobiernos pueden y deben de aceptar la responsabilidad de controlar la economía. La nueva generación de economistas que empezó a trabajar tras la Gran Depresión tenía en mente que debía de encontrar soluciones. Para ello, tenían la doctrina de Keynes que emergía como la gran referencia, tras la Segunda Guerra Mundial. Sencillamente porque la lucha contra la Gran Depresión y la emergencia de la guerra había persuadido a los economistas de la necesidad de incurrir en déficits gubernamentales.

Sin embargo, el consenso académico sobre Keynes comienza a debilitarse a mitad de los 70, tras la crisis del petróleo de octubre de 1973. Este nuevo escenario permitió a los disidentes Keynesianos tener su oportunidad para cuestionar el marco institucional académico vigente y para proponer una alternativa, con lo que, poco a poco, se consumó el “viraje”. Así, una nueva escuela, impulsada nuevamente por economistas de habla inglesa y a la que se denominó “New Classical Macroeconomics” o “Rational Expectations”, pudo imponerse. De este modo, parece evidente que el consenso académico deja paso al disenso cuando el escenario económico varía y el marco institucional vigente no es capaz de explicarlo con propiedad. En ese momento los economistas disidentes de ese consenso, que estaban arrinconados por la visión de los economistas dominantes, podrán cuestionar la validez del marco instituido y proponer alternativas

Evidentemente, en cualquier ciencia hay distintas ramas de pensamiento a las que se adscriben los científicos que trabajan en esa disciplina. Robert Shiller (2008) explica que los economistas se mueven y agrupan como un rebaño (“herding”) alrededor de una visión convencional por temor a ir contra la tendencia dominante, lo que automáticamente les situaría fuera de la escalera que lleva a los pisos superiores de la pirámide de la profesión, lugar donde se profesa el reconocimiento. Por ello, resulta interesante ver cómo los economistas más prominentes de una y otra escuela de pensamiento intentan restar méritos o señalar incoherencias en los argumentos de las líneas de pensamiento opuestas y competidoras, apuntando y adelantando su final como vía útil para solucionar los problemas de la sociedad, o los de un colectivo de personas en particular en conflicto con otros colectivos. Como, por ejemplo, el artículo de Robert Lucas de 1980 “La muerte de la economía keynesiana”. En ese año podemos afirmar que las universidades “salt water” seguían manteniendo lazos con Keynes, mientras que las universidades “fresh water” habían rechazado su legado, aquel que Samuelson describía que había “infectado” a toda la profesión tras la Segunda Guerra Mundial.

Este problema de comportamiento de rebaño es especialmente severo en una “*disciplina tan monolítica como la economía*” puesto que se ve dominada en cada época por unos pocos paradigmas y enfoques teóricos. Además, estas perspectivas se apoyan en el control de las grandes revistas científicas, incluso algunos autores van un poco más allá y afirman que la distribución oligopolística del poder dentro de la disciplina afectará tanto a la publicación como a la financiación de los estudios.

De este modo, antes del estallido de la crisis financiera, el aparente consenso entre economistas académicos era anti keynesiano. Sin embargo, dentro de la academia había profesionales “infiltrados” en puestos de prestigio que todavía apostaban por estas soluciones. Por ello, cuando a principios de 2008 la crisis emergió, el supuesto consenso se resquebrajó, lo que definió un momento de profunda crisis y de revisión de la Economía. Sencillamente, porque muchos de los análisis y formas de razonamiento habían fracasado manifiestamente al no advertir sobre los peligros que acechaban, a la vez que transmitir “una falsa seguridad” en un futuro estable.

Así, la vuelta oficial del keynesianismo se materializó en el discurso pronunciado por Dominique Strauss-Kahn, Director del FMI, en Davos en 2008 afirmando que una

política fiscal nueva era necesaria para salir de la crisis. Desde ese momento, estos postulados cobraron fuerza en el mundo académico, con una nueva carga de autores pro keynesianos (como Acemoglu, Akerlof, Krugman, Shiller o Stiglitz) que apostaban por una agresiva política fiscal, argumentos que se filtraron con rapidez entre los “policy makers”. Así, el propio Dominique Strauss Kahn propuso un programa de estímulo fiscal global al G-20, sugiriendo que un estímulo del 2% del PIB mundial era necesario para mantener el crecimiento.

De este modo, el consenso académico fraguó en un acuerdo político y las naciones del G20 adoptaron la vuelta al gasto público. De hecho, el Reino Unido anunció en noviembre de 2008 un paquete de estímulos, justificando esta intervención con argumentos Keynesianos. En el caso norteamericano la nueva administración Obama se mostró partidaria desde el principio de aplicar un programa de estímulos.

Este rebrote keynesiano vivió entonces sus mejores meses. Pero, a mitad de 2010, la guerra por los estímulos se había perdido y volvía la idea de que la austeridad fiscal era la política adecuada para ese momento. De hecho, se había parado el impacto de la crisis y la economía estadounidense estaba fuera del peligro de una nueva Gran Recesión, aunque, la tasa de desempleo no cedía. Por ello, la percepción que emergía era que los estímulos fiscales no estaban llevando a la economía a la senda de la recuperación, sino al estancamiento. Conjuntamente, la crisis financiera comenzada en los EEUU había mutado en Europa en una crisis de deuda soberana, lo que modificó definitivamente el enfoque.

## **SEPTIMA CONCLUSIÓN**

**El exceso de crédito hipotecario fue el que sirvió de combustible para hacer correr el desenfreno en el mercado y para disparar el precio de las viviendas.**

Como vimos en el capítulo 9, según datos del Board of Governors of the Federal Reserve, el momento récord de mayor crédito hipotecario vivo de la historia estadounidense se dio al principio del segundo trimestre de 2008, con 14.809.239,42 millones de dólares. Mientras, sólo una década antes, en el segundo trimestre de 1998,

el total era de 5.326.872.905 millones de dólares, casi 3 veces menos. Ese fue el momento álgido de una burbuja inmobiliaria que como dijo Richard Breeden, el presidente de la SEC, ante la FCIC (2011) “No estaba oculta (...) No puedes mirar esto y decir que los reguladores hicieron su trabajo. No era un problema escondido. No estaba en Marte o en Plutón o en algún lugar. Estaba justo aquí... No se pueden hacer hipotecas por valor de billones de dólares y no dejar que la gente se de cuenta”.

Como analizamos, este festival hipotecario, fue consecuencia de la confluencia de diversos factores, que sintetizamos en los 4 siguiente. En primer lugar, la desregulación creciente de los mercados de capitales por parte de los sucesivos gobiernos. En segundo, la promoción del sueño americano de contar con una vivienda en propiedad, lo que llevaría a una sociedad de propietarios (el “homeownership”), una política social favorecida a través de la legislación y de la creación de agencias financieras especiales. En tercer lugar, la existencia de un entorno institucional informal de valores socio-culturales que presionaban también para adquirir una vivienda unifamiliar, el bien posicional por excelencia. En cuarto, un acceso fácil al dinero ofrecido por las entidades financieras, las cuales querían mantener sus ingresos en un entorno de tipos bajos, ya que la FED había respondido al estallido de la burbuja punto-com con un recorte de tipos. Por ello, ante el problema de que los ingresos caían por el descenso del margen de intermediación, la solución que adoptó la industria bancaria fue la de expandir el mercado hipotecario. Ahí encontraron, a unos ciudadanos dispuestos a comprar la vivienda de sus sueños, y a contratar una hipoteca para conseguirlo. El comercial que les ofrecía la hipoteca, que era el que se suponía tenía mayores conocimientos financieros en la reunión con sus clientes, pero que al mismo tiempo perseguía su comisión, aportaba un favorable análisis de riesgos de la transacción. Igualmente, se consideraba que el bien residencial iba a seguir subiendo de precio indefinidamente. Con ello se producía una retro-alimentación que servía como argumento vendedor y disuasorio de los miedos a endeudarse en el comprador: la subida de precios de las viviendas mejoraría el valor del activo que servía de garantía para la hipoteca.

En este punto, vale la pena recordar y subrayar el grado de irresponsabilidad de la industria bancaria para expandir el mercado hipotecario en el segmento de las hipotecas sub-prime. Unas hipotecas que por definición eran las que tenían mayores probabilidades de impago en el futuro. Si hubieran actuado de un modo responsable,

pensando en el largo plazo y no en las comisiones presentes, no deberían de haber seguido aumentando el crédito al segmento sub-prime, pues, como vimos en el capítulo 9, eran comisiones para hoy y problemas para mañana si los tipos de interés subían. Concretamente, el dato que proporciona la *Mortgage Bankers Association* revela cómo el dinero cegó a las cúpulas directivas y a los comerciales: El ratio de préstamos subprime originados sobre el total era de apenas un 2,50%, en el primer trimestre del año 2000; mientras que en el segundo trimestre de 2007 alcanzaba ya el 14%.

Como analizamos en el capítulo 9 al observar la serie de precios S&P Case Shiller para 10 ciudades esta oleada de dinero fácil empujó los precios de la vivienda al alza. De hecho, la fortaleza de la demanda, espoleada por ese crédito fácil se demuestra con el dato facilitado por la US Bureau of Census de julio de 2005, el mes en que en EEUU se vendieron más viviendas unifamiliares de su historia: 1.389.000 unidades. Mientras, la oferta intentaba no quedarse atrás, puesto que en abril de ese mismo año se comenzaron 485.000 viviendas unifamiliares, otro récord absoluto de la serie.

## OCTAVA CONCLUSIÓN

**La desigualdad social actuó como causa en la crisis, dada la aspiración social de buena parte de la población de adquirir una vivienda en propiedad. Pero, el estallido de la crisis exacerbó esa desigualdad.**

Efectivamente, en la última década se han publicado diversos trabajos de economistas y organismos internacionales que apuntan a que la desigualdad fue una de las raíces del estallido de la crisis. En síntesis, el escenario que se ha dado en EEUU en los últimos 20 años ha sido que el incremento de la renta agregada ha beneficiado, principalmente, a sólo un pequeño número de hogares situados en el percentil más alto de la distribución de ingresos. Algo que contrastamos en el capítulo 9 al comparar (con datos provenientes del US Bureau of Economic Analysis y del US Bureau of the Census) la evolución del producto interior bruto real con la evolución de la renta familiar media real, comprobando que desde la mitad de los 90 el crecimiento del PIB no se traducía en una mayor renta de las familias. También, ese incremento de la desigualdad social se manifestaba mediante el aumento del índice de Gini. De acuerdo con los datos de la US Bureau of the Census en 2003 alcanzaba el 46,4%, para subir en 2013 hasta el 47,6%.

Llamativamente, la población afroamericana en EEUU alcanzaba en 2013 un ratio peor al registrar un 49,30%. Por comparar y tomar perspectiva, en España ese coeficiente se había mantenido en todo ese período (2003-13) por debajo del 34%.

Tal y como se muestra en la tesis, la “respuesta política” a esta desigualdad no fueron políticas redistributivas, sino políticas que expandieran el crédito, especialmente a los hogares con menor renta. Con todo ello, al financiar la compra de esas viviendas por parte de los hogares de niveles de renta bajos y medios se estaba elevando su nivel de endeudamiento, lo que les colocaba en una situación muy vulnerable. Así que, cuando el estallido se produjo y la crisis financiera se tornó en crisis económica, la tasa de mora se disparó. De acuerdo con datos provenientes de la Mortgage Bankers Association of America, en 2009 el desastre ya era manifiesto, puesto que en el segmento prime la mora había alcanzado el 6,5% y en el subprime había escalado hasta un escalofriante 25,50%. Es decir, una de cada 4 familias del segmento subprime no pagaba su hipoteca, lo que les conducía a una ejecución hipotecaria. De este modo, como se comprueba en los datos aportados en el capítulo 9, en el período 2010-13 un total de 2.335.000 familias perdieron su vivienda a consecuencia de un desahucio o de una ejecución hipotecaria, según el Suplemento Anual Social y Económico de la Encuesta de Población Actual (Current Population Survey, CPS). Siendo 2011 el año de peor registro con 792.000 desahucios/ejecuciones hipotecarias de familias que perdían los ahorros invertidos en esas viviendas. Lo que muestra que un porcentaje importante de los estadounidenses que se hipotecaron para mantener su posición dentro de la sociedad salieron muy perjudicados con la recesión económica.

Por último, cuando analizamos, a partir de los datos ofrecidos por la US Bureau of the Census, la media y el porcentaje de las rentas percibidas por cada quintil y el top 5% de las familias durante el período 1967-2013 vimos que sólo el quintil más alto (en el que se incluía ese porcentaje más alto del 5%, o top 5%) era el que veía incrementar su renta a lo largo de las últimas 2 décadas. Todos los demás, perdían terreno tanto antes como después del 2008, acentuándose ese efecto tras el estallido de la crisis. Lo que nos lleva a concluir que, efectivamente, la desigualdad ya existía antes del estallido del sistema financiero, pero que esta desigualdad se incrementó tras ese evento.

## **A MODO DE CONCLUSION GENERAL Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

Para cerrar este último capítulo ¿cuáles serían de manera sintética las conclusiones generales a las que la presente investigación permite llegar? ¿Y qué vías futuras de investigación por las que cabría seguir indagando acerca de estos asuntos?.

En primer lugar, si el objetivo básico de esta investigación ha sido el analizar lo ocurrido durante los años previos a 2008 en EEUU a efectos de averiguar qué principales factores institucionales, tanto formales como informales, contribuyeron de manera decisiva a tal desastre financiero, es evidente que la presente tesis se ha centrado en analizar la importancia de las “reglas del juego” contenidas en los marcos institucionales en vigor durante los años previos al crash del 2008 (entendidas como normas formales, informales y mecanismos de cumplimiento), puesto que esos factores, junto a otros, condicionaron los comportamientos y actuaciones de los agentes principalmente implicados (“las jugadas”) y los resultados, *ceteris paribus*.

Pero, en segundo lugar, también hemos prestado atención al comportamiento y estrategias de determinados actores relevantes durante aquellos años, tanto políticos, como asesores, analistas y miembros de la academia, miembros de comités, propietarios y altos directivos de las entidades financieras y de las agencias de calificación, etc. Por ello, como ya es habitual en los análisis de la nueva economía institucional en los que principalmente se fundamenta la tesis, el estallido de la crisis financiera que barrió el sistema financiero estadounidense entre 2007 y 2008 no fue algo provocado por la Madre Naturaleza o porque algunos ordenadores enloquecieran. Fue el resultado de la “acción e inacción humana”, como así se afirma también en el ya mencionado informe de la Financial Inquiry Crisis Commission, FCIC, (2011).

Las causas del estallido aquí propuestas residen, pues, tanto en las reglas como en los actores, pues como Menard (2015) resalta las interacciones humanas conforman complejos puzzles con multitud de actores que tienen objetivos, visiones e intereses muchas veces en conflicto y que actúan en el seno de mercados y gobiernos, de empresas y administraciones públicas, que cuentan con sus propias normas internas de funcionamiento y cultura corporativa a las que hay que prestar atención también. Estos aspectos organizativos internos a los bancos, a las agencias de calificación, al

funcionamiento de los comités, etc también han sido analizados en la presente tesis. Aspectos organizativos a los que Menard denomina “microinstituciones”. La importancia otorgada a los mismos ha aumentado tanto entre los nuevos institucionalistas que éstos han cambiado recientemente el nombre, estatutos y página web de la asociación ya mencionada en los capítulos iniciales. Así la anterior ISNIE (International Society for the New Institutional Economics) ha pasado a denominarse ahora SIOE (Society for Institutional and Organizational Economics – [www.sioe.org](http://www.sioe.org)) para mostrar la importancia de esos otros aspectos organizativos y la ampliación de enfoque ya abordada también en el capítulo 1.

En este sentido, cabría en tercer lugar, volver a enfatizar también que las ideologías políticas mayoritarias y las visiones sobre el funcionamiento de los mercados que las mismas transmitían también jugaron un papel importante. Así en los capítulos previos hemos analizado, por ejemplo, cómo los altos funcionarios de la Reserva Federal no creían que se estuviera inflando una burbuja inmobiliaria ante ellos y no reaccionaron para frenar a tiempo las prácticas de concesión de préstamos abusivos cuyas señales les iban llegando.

De igual manera, la persecución de los propios intereses y la dimensión distributivas de los asuntos económicos y la regulación pública también jugaron un papel importante. No sólo, como se constata en los capítulos anteriores, agencias de supervisión como la Reserva Federal, la Office of the Comptroller of the Currency (OCC) y la Office of Thrift Supervision (OTS) demostraron estar dirigidas por grupos de personas que no se coordinaban suficientemente, sino que algunas como la OTS dieron la impresión de estar dirigidas por personas más interesadas en rebajar sus exigencias de control sobre terceros para así captar más clientes entre las entidades financieras, que en aplicar una vigilancia eficaz. Por su parte, los directivos y los comerciales de las empresas que originaron préstamos hipotecarios subprime para luego venderlos sólo parecían estar ansiosos en conseguir sus comisiones y bonus en el corto plazo y en continuar originando más y más préstamos, para seguir ganando más dinero. La organización interna de estas empresas y, en concreto, el sistema de retribuciones, fue también decisivo. Algo muy similar a lo que les sucedía a las grandes entidades bancarias del país que los compraban, los empaquetaban y los vendían. Mientras, las agencias de calificación del crédito también parecían estar más incentivadas en contentar a sus

clientes que en llevar a cabo una buena tarea de valoración de la calidad de los préstamos que revisaban.

Igualmente, hubo economistas que promovieron una visión sobre el mercado en la que se le comparaba con un mecanismo casi perfecto que era capaz de asignar eficientemente los recursos y de mejorar el nivel de vida de los ciudadanos, una función que se maximizaría si se pudiera liberar de todo tipo de engorrosas restricciones. De hecho, los análisis macroeconómicos predominantes en EE.UU. desde finales de la década de 1970 reafirmaban, como vimos, que el país vivía en una época dorada, en la que los modelos econométricos con los que se trabajaba permitían una gestión macroeconómica que evitaba las recesiones, con lo que se había logrado tener mercados “inherentemente estables”. Como los economistas financieros y los agentes de inversión contaban con las herramientas informáticas necesarias para gestionar el riesgo, el futuro económico parecía prometedor con anterioridad a 2008.

Toda esta visión y la ideología política en la que se materializó, había creado, como también se resalta en capítulos anteriores, un desmesurado optimismo sobre las posibilidades de enriquecimiento continuado en los mercados bursátiles e inmobiliarios. Todo ello, sin advertir que esos modelos no eran infalibles y que los derivados se negociaban en mercados OTC, no en cámaras de compensación oficiales, lo que incrementaba el riesgo total del sistema al estar fuera del radar de la supervisión efectiva.

Este esfuerzo final de síntesis exige, al menos, resaltar también que en la presente tesis hemos prestado atención a la influencia ejercida sobre el estallido financiero por el hecho de que durante las décadas previas los sucesivos gobiernos a nivel federal en EE.UU. durante las décadas previas se mostraron siempre preocupados porque el flujo de crédito hipotecario llegara a las clases bajas y medias (segmentos poblacionales con muy poca renta disponible y muy vulnerables a subidas de tipos de interés) con el objetivo de que pudieran cumplir su “sueño americano” de adquirir una vivienda, algo que en centenares de miles de casos terminó en la “pesadilla americana” de una ejecución hipotecaria, puesto que esas familias se habían cargado con una deuda que no iban a poder pagar ni refinanciar tras el estallido financiero y la crisis económica

subsiguiente. En suma, todas estas acciones humanas fueron evitables, pero no fue así. Una vez todas esas interacciones se alinearon el desastre sólo era cuestión de tiempo

La segunda conclusión general, es que todos los actores económicos hicieron sus “jugadas” (las acciones anteriormente descritas) siguiendo las “reglas del juego” en el que estaban inmersos. Por ejemplo, como dice Stiglitz (2009a), dado que los altos directivos bancarios querían maximizar sus beneficios, la respuesta lógica fue la de apretar el acelerador e incrementar los préstamos concedidos y las posteriores titulizaciones, puesto que ello suponía suculentas comisiones para la entidad que se traducían en importantes bonus vía el ejercicio de opciones sobre acciones. Para ello necesitaban una regulación favorecedora. ¿Cómo la consiguieron? A medida que los bancos se hacían más grandes y obtenían mayores beneficios, conseguían aumentar su capacidad de influir. Las reglas del juego les permitían financiar a candidatos políticos que estarían dispuestos a escucharles, a la vez que podían utilizar sus recursos para bloquear o ralentizar el trabajo de aquellas agencias que intentaran desarrollar normas que les perjudicaran. De hecho, los políticos también respondieron a las “reglas del juego”. Éstos necesitaban el dinero para conseguir ser elegidos y una vez electos el que legislaran a favor del sector bancario que les había financiado era la “jugada” que se esperaba de ellos. Lo que conseguía que “el dinero y la ideología se reforzaran mutuamente”. Al fin y al cabo, el sector bancario era el que mantenía el flujo de crédito inmobiliario hacia los ciudadanos, con lo que éstos podían adquirir una vivienda y, a la vez, se elevaba el consumo y se generaban puestos de trabajo en el sector de la construcción. Es más, en una verdadera “era de capitalismo triunfante” una industria financiera estaba amasando semejantes riquezas “tenía que ser buena”, de lo que se deducía que la gente que estaba a los mandos de todo aquello “debía de saber de lo que estaban hablando” y lo que se traían entre manos. ¿Qué mal podía haber en ello? Igualmente, los ciudadanos con bajos recursos respondieron a las “reglas del juego” endeudándose y comprando una vivienda que era el bien posicional por excelencia. Era la “jugada” que se esperaba de ellos.

Finalmente, cabe volver a enfatizar también que esta tesis sólo pretende ser un trabajo de análisis institucional internamente consistente, y también relevante claro, sobre los principales factores influyentes en el estallido financiero ocurrido en un país determinado, los Estados Unidos, y en un periodo concreto. No se pretende aportar

verdades explicativas únicas y universales ni propuestas de reforma trasplantables a otros países. Tan sólo se ha pretendido detallar los factores institucionales más relevantes, tanto formales como informales, y explicar cómo han podido contribuir de manera decisiva al desastre financiero de 2008. Aportando también las informaciones y datos estadísticos necesarios para realizar ese primer ejercicio de contrastación empírica de algunas de esas hipótesis explicativas, elaborado en el capítulo 9. De igual manera, el haber centrado la investigación en estos aspectos no implica presuponer que son los únicos factores relevantes para explicar lo ocurrido en EE.UU. En el campo de las llamadas ciencias sociales, al que los análisis económicos se adscriben, sea cual sea la perspectiva analítica utilizada, lo habitual es que exista una permanente y legítima discrepancia entre investigadores de nuestros asuntos económicos y político-económicos porque siempre hay intereses en juego y distintas visiones y objetivos entre los participantes y sus asesores, con opciones alternativas de actuación y reforma, todas legítimas en una sociedad democrática. Seguramente en años venideros nuevos trabajos y distintos enfoques económicos ganarán peso en los debates y abrirán nuevas perspectivas sobre los asuntos aquí tratados.

En relación con esas nuevas líneas de investigación que ya se van abriendo en múltiples frentes, en la presente tesis ya hemos abordado una de ellas: la importancia de la desigualdad. Los aspectos relacionados con la creciente desigualdad de la renta existente en EE.UU, específicamente en lo que afecta a las comunidades latinas y negras, sin duda requiere mayor atención. Otra línea de avance podría consistir en averiguar si los incrementos de renta percibidos por los grupos de mayores ingresos en EE.UU. provienen en gran parte o no de los cupones y dividendos cobrados de sus inversiones financieras. De la misma manera, sería muy interesante profundizar en cómo han conseguido esos percentiles poblacionales de rentas altas mantener un marco institucional que les permitió conseguir cada vez una mayor parte de las rentas de la sociedad, pese a las crisis acaecidas. También, se podría intentar investigar, si del mismo modo que aquí hemos mostrado cómo las élites económicas y las grandes corporaciones utilizaron sus recursos para intentar influenciar en el proceso político, también lo hicieron y a través de qué mecanismos para para influir en las más insignes e importantes universidades, vía la financiación de cátedras y centros de estudios. Por último, se podría extender este tipo de estudios a otros países, incluido el nuestro. En esta tesis no hemos pretendido cerrar ninguna investigación. El campo para investigar

sobre estos temas es infinito, y la perspectiva de análisis institucional con su pluralidad y limitaciones ha resultado altamente útil a este doctorando.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

(s.f.).

- A., E. M. (1993). *Regulatory Politics in Transition*. Baltimore: John Hopkins University Press.
- Abreu, D. y Brunnermeier, M. K. (2002). Synchronization risk and delayed arbitrage. *Journal of Financial Economics* 66(2-3), 341–360.
- ABRUTYN, S. y TURNER, J. H. (2011). The old institutionalism meets the new institutionalism. *Sociological Perspectives*, 54(3), 283-306.
- ACEMOGLU, D. (1999). Changes in unemployment and wage inequality: An alternative theory and some evidence. *American Economic Review*, 89(5), 1259-1278.
- ACEMOGLU, D. (2009). The crisis of 2008: structural lessons for and from economics. *CEPR Policy Insight* 28.
- ACEMOGLU, D. (2011). Thoughts on inequality and the financial crisis. *Encuentro annual de la American Finance Association*, (pág. (Vol. 8)). Denver.
- ACEMOGLU, D., y ROBINSON, J. A. (2013). Economics versus politics: pitfalls of policy advice. *National Bureau of Economic Research*, (No. w18921).
- ACEMOGLU, Daron y ROBINSON, James. (2012). *Por qué fracasan los países. Los orígenes del poder, la prosperidad y la pobreza*. Ediciones Deusto.
- ACHARYA, Viral V., y otros. (2010). Taxing systemic risk”. En “*Handbook on Systemic Risk*”. (págs. 226 El artículo está disponible en <http://vlab.stern.nyu.edu/public/static/SR-tax-nber.pdf>). Cambridge University Press.
- ADLER, Joe, y KAPER, Stacy. (15 de Feb de 2007). Divisions, Frustration over Hybrid Guidance; Regulators, Split on Approach, Draw Criticism from Dodd. *American Banker*(1).
- AEBI, Vincent; SABATO, Gabriele; SCHMID, Markus. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *ournal of Banking & Finance*, 36(12), 3213-3226.
- AKERLOF, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*.
- AKERLOF, G. y STIGLITZ, J. E. (2009). Dejad que florezcan cien teorías. *Project Syndicate*.
- AKERLOF, G.A. y R.J. SHILLER. (s.f.). *Animal Spirits*. Princeton University Press.
- AKIN, K. (12 de Ene de 2012). The correlation of laughter at FOMC meetings . *The Daily Stag Hunt*, Disponible en <http://www.dailystaghunt.com/markets/2012/1/12/the-correlation-of-laughter-at-fomc-meetings.html>.
- ALEJO GONZÁLEZ, E. (2008). Regulación, Política Monetaria y Crisis Financiera en Los Estados Unidos. *Boletín Económico de Ice*(2954).
- ALESSANDRI, Pier Giorgio y HALDANE, Andrew G. (25 Sep 2009). BANKING ON THE STATE. Artículo basado en una presentación realizada en la *Federal Reserve Bank of Chicago*. En la *XII Annual International Banking Conference on “The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?*, (pág. <http://qed.econ.queensu.ca/faculty/milne/870/Bank%20on%20the%20State.pdf>).
- Andrews, E. L. (2008). Greenspan concedes error on regulation. *The New York Times*, págs. October 23, 2008.
- ANDREWS, Edmund L. y BAJAJ, Vikas . (2009). US plans \$500,000 cap on executive pay in bailouts. *NY TIMES*.

- ANG, J., and RICHARDSON, T. (1994). The underwriting experiences of commercial bank affiliates prior to the Glass–Steagall Act: A re-examination of evidence for passage of the Act. *Journal of Banking and Finance* 18, 351–395.
- ANGELINI, P, CLERC, L, CURDIA, V, GAMBACORTA, L, GERALI, A, LOCAMO, A, MOTTO, R, ROEGER, W, VAN DEN HEUVEL, S y VLCEK, J. (2011). “BASEL III: long-term impact on economic performance and fluctuations. *BIS Working Paper*(338).
- ANYON, J. (2014). *Radical possibilities: Public policy, urban education, and a new social movement*. Routledge.
- APPELBAUM, B. (12 de Ene de 2012). Inside the Fed in 2006: A Coming Crisis, and Banter. *New York Times*.
- APPELBAUM, Binyamin y NAKASHIMA, Ellen. (23 de Nov de 2008). Banking Regulator Played Advocate Over Enforcer: Agency Let Lenders Grow Out of Control, Then Fail. *Washington Post*.
- ARATEN, M. y TURNER, C. . (2011). Understanding the funding cost differences between globally systemically important banks (G-SIBs) and non G-SIBs in the United States. *mimeo*.
- ARIAS, X. C. (2001). Instituciones, mercados y políticas a la luz de la Gran Recesión. *Ekonomiaz*, 77(02), 176-199.
- ARIAS, X. C. (2008). El fallo sistémico del pensamiento macroeconómico. En *La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá*. Colección Mediterráneo Económico. Cajamar.
- ARIAS, X. C. (May - Agt de 2010). Crisis financiera y cambio político económico: el regreso de la historia. *Crisis*,(34).
- ARIAS, Xosé Carlos y COSTAS, Antón. (2011). *La torre de la arrogancia: políticas y mercados después de la tormenta*. Ariel.
- ARROW, K. J. (1987). Reflections on the Essays. En G. F. (ed), *Arrow and the Foundations of the Theory of Economic Policy* (págs. 727–34). New York : New York University Press.
- ARTHUR, W. B. (1994). *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*. University of Michigan Press.
- AVERSA, J. (27 de Sep de 2005). Greenspan Cautions Investors about the Risk of Rising Interest Rates. *Associated Press*.
- AYALA, J. (1999). *Instituciones y economía. Una introducción al Neoinstitucionalismo económico*. México D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- AYALA, J. (1999). *Mercado, Elección Pública e Instituciones. Una revisión teórica de las teorías modernas del Estado*. México, M.A.: Porrúa.
- AYRES, C. E. (1961). *Toward a reasonable society: The values of Industrial Civilization*. University of Texas Press.
- BADÍA, D. (2011). La última teoría de Soros: vivimos en una super burbuja. *Expansión*, pág. Disponible en <http://www.expansion.com/2011/07/26/mercados/1311689021.html?a=865ecff6a7e39c3f3563366feca3ee7b&t=1333008749>.
- BAIR, S. (2013). Everything the IMF wanted to know about financial regulation and wasn't afraid to ask. *Vox*, <http://www.voxeu.org/article/everything-imf-wanted-know-about-financial-regulation-and-wasn-t-afraid-ask>. 9 de Junio de 2013.
- BAKER, D y MCARTHUR, T. (2009). The value of the ‘too big to fail’ big bank subsidy. *CEPR Reports and Issue Briefs* (36), Center for Economic and Policy Research.
- Baker, D. (2010). Why We Must Break Up the Banks. *The Guardian*.

- BALL, L. M. (2012). Ben Bernanke and the zero bound. *NBER WORKING PAPER SERIES. Working Paper 17836*.
- Bank of England. (2010). *Informe de estabilidad financiera*. Dic. 2010.
- BARBER, W. J. (1967). *Historia del Pensamiento Económico* (2005 ed.). Alianza Universidad.
- BARKER, Alex y GRANT, Jeremy. (2012). EU agrees deal on derivatives overhaul. *Financial Times*.
- BARRO, R. y. (Jul de 1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* (12), 101–120.
- BARTELS, L. M. (2008). *Unequal Democracy: The Political Economy of the New Gilded Age*. . New York: Russell Sage Foundation and Princeton University Press.
- BARTELS, L. M. (2009). *Unequal democracy: The political economy of the new gilded age*. Princeton University Press.
- BARTH, James R.; LEVINE, Ross y SAU, Moutusi. (2015). For Whom are We Building the American Dream? En *The Role of Subsidies in the Economics of Housing*. Milken Institute. Available at SSRN.
- BAUMGARTNER, F. R., & JONES, B. D. (2010). *Agendas and instability in American politics*. University of Chicago Press.
- BAUMGARTNER, FRANK R., JEFFREY M. Berry, Marie HOJNACKI, David C. KIMBALL y Beth L. LEECH . (2009). *“Lobbying and Policy Change: Who Wins, Who Loses, and Why*. Chicago: University of Chicago Press.
- BAUMGARTNER, Frank R., y JONES, Bryan D. . (1993). *Agendas and Instability in American Politics*. Chicago: University of Chicago Press.
- BEBCHUCK, L. A. y SPAMANN, H. (2010). Regulating bankers pay. *Georgetown Law Journal*, 98(2), 247–87.
- BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma y SPAMANN, Holger. (2010). The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale Journal on Regulation*, 27, 257-282.
- BECKNER, S. (13 de Oct de 2005 a). Fed’s Bies Warns vs. Risk-Taking in Commercial. *Market News International*.
- BECKNER, S. (10 de Nov de 2005b). Federal Regulators Working on Guidance to Curb Risky Mortgage Loans. *Market News International*.
- BERNANKE, B. (2 Sep 2010). Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. *Discurso ante la Financial Crisis Inquiry Commission*. Washington, D.C.
- BERNANKE, B. S. (10 may 2012). Banks and Bank Lending: The State of Play. *Discurso pronunciado en la 48th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago*. Illinois.
- BERNANKE, B. S. (1983). Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *The American Economic Review, Vol. 73*(No. 3), 257-276.
- BEUNZA, D. y GARUD, R. (2006). *Frame-Making: An Interpretive Approach to Valuation Under Knightian Uncertainty*. Columbia: Columbia University.
- BEUNZA, D. y GARUD, R. (2007). Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts. *The Sociological Review*, 55(s2), 13-39.
- BLACK, F.; DERMAN, E. y TOY, W. (Ene/Feb de 2010). A one factor model for interest rate and its application to treasury bond options. *Financial Analyst Journal*(46), 33-39.
- BLACK, W. K. (2005). *The Best Way to Rob a Bank is to Own One*. Austin: University of Texas Press.

- BLAIR, Christine y KUSHMEIDER, Rose M. (2006). Challenges to the Dual Banking System: The Funding of Bank Supervision. *FDIC Banking Review*, 18(1), 1–22.
- BLANCHARD, O. (2009). The State of Macro. *Annual Review of Economics*.(1), 209–28 <http://www.webpages.ttu.edu/pesummer/ECO%205381/readings/Blanchard-ARE-2009.pdf>.
- BLANCHARD, O. J., & BRANSON, W. y. (Oct de 1987). Reaganomics. *Economic Policy*, 2(5), 15-56.
- BLINDER, A. S. (2004). The Case Against Discretionary Fiscal Policy. *CEPS Working Papers*(100).
- BLINDER, A. S. (28 de May de 2009). Crazy compensation and the crisis. *The Wall Street Journal*.
- BLINDER, Alan y KRUEGER, Alan. (2004). What does the public know about economic policy, and how does it know it? *Brooking Papers on Economic Activity*(1), 327-387.
- BLINDER, Alan y REIS, Ricardo. (2005). Understanding the Greenspan Standard. *CEPS Working Paper*(114).
- BODIE, Z. (July/August de 2006). On Asset-Liability Matching and Federal Deposit and Pension Insurance. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 88((4)), 323–29.
- BOLTON, Patrick, MEHRAN, Hamid y SHAPIRO, Joel D. (3 de Nov de 2011). Executive Compensation and Risk Taking. *Federal Reserve Board of New York Staff Report*(456), Disponible en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1635349> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1635349>.
- BONGAERTS, D., CREMERS, K. J., & GOETZMANN, W. N. (2012). Tiebreaker: Certification and multiple credit ratings. *The Journal of Finance*, 67(1), págs. 113-152.
- BOOT, A. y THAKOR, A.V. (2010). The accelerating integration of banks and markets and its implications for regulation. En A. Berger,, P. Molyneux , & J. Wilson . *The Oxford Handbook of Banking*.
- BOULEAU, N. (6 de Sep de 2011). Mathematics and real world knowledge . *Real World Economic Review*(57), 90-105.
- BRADLEY, C. (2000). *A Historical Perspective on Deposit Insurance Coverage* ([http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2\\_1.pdf](http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_1.pdf) ed.). FDIC.
- BRATT, R. G. (Nov 2008). Homeownership as social policy in the US: risk and responsibility after the subprime crisis. *Building on home ownership: housing policies and social strategies*. Delft, Holanda: Delft University of Technology, OTB Research Institute for the Built Environment.
- BRESCIA, R. h. (11 Abr 2011). *The cost of inequality: social distance, predatory conduct, and the financial crisis* (Vol. 66:641). NYU Annual Survey of American Law.
- BREWER, Elijah y JAGTIANI, Julapa. (2 de Sep de 2011). How much did banks pay to become too-big-to-fail and to become systemically important? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper* , 09-34.
- BROWN, G. (13 de Dic de 2013). Stumbling Toward the Next Crash. *NY Times*, págs. <http://www.nytimes.com/2013/12/19/opinion/gordon-brown-stumbling-toward-the-next-crash.html?ref=volckerrule>.
- BROWNLEE, W. E. (2004). *Federal Taxation in America: A Short History* (2 ed.). Cam-bridge University Press.

- BRUNNERMEIER, M. K. (2005). Predatory trading. *The Journal of Finance*, 60(4), 1825-1863.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2008). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08. *National Bureau of Economic Research*((No. w14612)).
- BUCKS, Brian y PENCE, Karen. (2008). Do Borrowers Know Their Mortgage Terms? *Journal of Urban Economics*(64), 223.
- BUITER, W. (2009). The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics. *Financial Times*.
- BUITER, W. (4 de Jun de 2009). Too big to fail is too big. *The Financial Times*.
- BURNS, H. M. (1974). *The American Banking Community and New Deal Banking Reforms, 1933-1935*. Westport, CT: Greenwood Press.
- BUSH, P. D. (1987). The Theory of Institutional Change". *Journal of Economic Issues. Evolutionary Economics I: Foundations of Institutional Thought*. 21, págs. 1075-1116. *Journal of Economic Issues*.
- BUSH, P. D. (1993). The Methodology of Institutional Economics: A Pragmatic Instrumentalist Perspective. En M. Tool, *Institutional Economics: Theory, Method, Policy* (págs. 59-118). Kluwer Academic Publishers.
- C.GUNN, a. W. (1987). *Alternatives to Economic Orthodoxy: A Reader in Political Economy*.
- CABALLERO, G. (2005). Instituciones, federalismo defensor de mercados y Estado de las Autonomías. Un análisis de segunda generación. *El Trimestre Económico*(286), 283-327.
- CABALLERO, G. (2007). Comisiones, grupos parlamentarios y diputados en la gobernanza del Congreso de los diputados. *Revista de Estudios Políticos*(135), 67-107.
- CABALLERO, G. (2011). Economía de las instituciones: de Coase y North a Williamson y Ostrom. *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía.*, Número Extra. N.º 77, 2.º cuatrimestre,.
- CABALLERO, G. y ARIAS, X. C. (2014). De la Nueva Economía Institucional al análisis institucional moderno en las ciencias sociales. En X. C. (Eds.), *Nuevo institucionalismo: gobernanza, economía y políticas públicas*. CIS Colección Academia.
- CAMPBELL, J. (2011). The US Financial Crisis: Lessons for Theories of Institutional Complementarity. *Socioeconomic Review*, 9(2), 211-34.
- CAMPBELL, J. L. (2004). *Institutional Change and Globalization*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- CAPATIDES, M. G. (1992). *A Guide to the Capital Markets Activities of Banks and Bank Holding Companies*. New York: Bowne & Co.
- CARD, D.; LEMIEUX, T. & RIDDELL, W. C. (2004). Unions and wage inequality. *Journal of Labor Research*, 25(4), 519-562.
- CARPENTER, David H.; MURPHY, M. Maureen. (2010). Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under the Glass-Steagall Act (GSA) and the Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA). (pág. [http://assets.opencrs.com/rpts/R41181\\_20100412.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/R41181_20100412.pdf)). Congressional Research Service Report (R41181).
- CARRICK-HAGENBARTH, Jessica; EPSTEIN, Gerald A. (2012). Dangerous interconnectedness: economists' conflicts of interest, ideology and financial crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 31(1), . 43-63.

- CASSIDY, J. (Feb de 1996). Fleeing the Fed. *The New Yorker*,  
[http://www.newyorker.com/archive/1996/02/19/1996\\_02\\_19\\_038\\_TNY\\_CARD\\_S\\_000370940](http://www.newyorker.com/archive/1996/02/19/1996_02_19_038_TNY_CARD_S_000370940).
- CASSIDY, J. (4 de Feb de 2008). The Minsky Moment. Subprime mortgage crisis and possible recession. *New Yorker*.
- CECCHETTI, S, KOHLER, M y UPPER, C. (2009). Financial crises and economic activity. *NBER Working Paper*(15379).
- CERRA, V. y SAXENA, S. (2008). Growth dynamics: the myth of economic recovery . *American Economic Review*, 98(1), 439–57.
- CHANG, H.-J. (2010). *23 things they do not tell you about capitalism*. Allen Lane.
- CHATTERJEE, R. R. (2011). Dictionaries Fail: The Volcker Rule's Reliance on Definitions Renders It Ineffective and a New Solution is Needed to Adequately Regulate Proprietary Trading. *International Law & Management Review.*, 8,  
 Disponible en:  
[http://www.law2.byu.edu/ilmr/articles/winter\\_2011/BYU\\_ILMR\\_winter\\_2011\\_3\\_Dictionaries.pdf](http://www.law2.byu.edu/ilmr/articles/winter_2011/BYU_ILMR_winter_2011_3_Dictionaries.pdf).
- CHISTOPHERSON, J. (2014). Rising inequality 'most important problem,' says Nobel-winning economist. *Associated Press*,  
[http://www.stltoday.com/business/local/rising-inequality-most-important-problem-says-nobel-winning-economist/article\\_a5065957-05c3-5ac0-ba5b-dab91c22973a.html](http://www.stltoday.com/business/local/rising-inequality-most-important-problem-says-nobel-winning-economist/article_a5065957-05c3-5ac0-ba5b-dab91c22973a.html).
- CLARIDA, R., GALI, J., y GERTLER, M. (1998). Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory (No. w6442). *National Bureau of Economic Research*.
- CLEMENTI, Gian Luca; COOLEY, Thomas F.; RICHARDSON, Matthew y WALTER, Ingo. (s.f.). Chapter 8: Rethinking Compensation in Financial Firms. En *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (Wiley Finance) (pág. <http://whitepapers.stern.nyu.edu/summaries/ch08.html>).
- COASE, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- COASE, R. (Oct de 1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- COASE, R. (1998). *The firm, the market and the law*. University of Chicago Press.
- COASE, R. H. (Oct de 1959). The Federal Communications Commission. *The Journal of Law and Economics*(2), 1–40.
- COASE, R. H. (1974). Economists and Public Policy. En J. L. Fred Weston, *Comparations in Changing Society*. New York: New York University Press.
- COASE, R. H. (1992). The Institutional Structure of Production.  
[http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/1991/coase-lecture.html](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1991/coase-lecture.html).
- COASE, R. H. (1999A). The task of the Society. *ISNIE Newsletter*, 2(2), 1-6.
- COASE, R. H. (1999b). An Interview with Ronald Coase. *ISNIE Newsletter*, 2(1), 3-10.
- COCHRANE, J. (2009). *Response to Paul Krugman*. Modeled Behaviour.
- COLANDER, D. C. y LANDRETH, H. Editores. . (1996). *The coming of keynesianismo to America: Conversations with the founders of Keynesian Economics*.
- COLANDER, D., GOLDBERG, M., HAAS, A., JUSELIUS, K., Kirman, A., LUX, T., y SLOTH, B. (2009). The financial crisis and the systemic failure of the economics profession. *Critical Review*, 21(2-3), 249-267.
- COMMONS, J. (Dic de 1931). Institutional Economics. *American Economic Review*, 21, 648–657.

- COMMONS, J. (1934 a). *The Legal Foundations of Capitalism*. McMillan New York.
- COMMONS, J. R. (1934 b). *Institutional Economics – Its Place in Political Economy*. New York: Macmillan.
- COMMONS, J. R. (1965). *A Sociological View of Sovereignty*. (J. Dorfman, Ed.) New York: Augustus Kelley.
- COMPÉS, R. (28/29 May 1999). Neo institutionalism and institutional change. *Rural Innovation. Theoretical Approaches*. Budapest.
- COSTA RAN, Luis y FONT VILALTA, Montserrat. (1993). *Commodities. Mercados Financieros sobre materias primas*. ESIC Editorial.
- COSTAS, A. (2010). Algo más que una crisis financiera y económica. Una crisis ética. En *La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá* (págs. 11-64). Fundación Cajamar. .
- COSTAS, Antón y ARIAS, Xosé Carlos. (2011). Mercados Financieros, Falsos Dioses. En J. Pérez Fernández , & J. C. Díez Gangas (Edits.), *Colección Mediterráneo Económico: “El Sistema bancario tras la Gran Recesión*. Fundación Cajamar.
- COTTRELL, Allin; LAWLOR, Michael S. y WOOD, John Harold . (1995). *The Causes and Costs of Depository Institution Failures*. Springer: Kluwer Academic Publishers.
- COX, J. C.; ROSS, S. A. y RUBINSTEIN, M.. (Sep de 1979). Option pricing: A simplified approach. *Journal of Financial Economics*(7), 229-263.
- CRAWFORD, C. (Ene de 2011). The repeal of the Glass-Steagall Act and the current financial crisis. *Journal of Business & Economics Research*, 9(1).
- CROTTY James; EPSTEIN, Gerald y LEVINA, Iren. (18 de Feb de 2010). Proprietary Trading is a Bigger Deal Than Many Bankers and Pundits Claim. *Political Economy Research Institute. University of Massachusetts, Amherst*.
- CROTTY, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580.
- CUNEO, A. (2008). What housing crisis? Realtor’s ads defy reality. *Advertising Age*, 79(4:1).
- CURRY, Timothy y SHIBUTH, Lynn. (Dic de 2000). The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences. *FDIC Banking Review*, 26–34.
- CYREE, K. B. (2000). The Erosion of the Glass–Steagall Act: Winners and Losers in the Banking Industry. *Journal of Economics and Business*(52), 343–363.
- DAI, S. (2015). *Networks of Institutions: Institutional Emergence, Social Structure and National Systems of Policies*. Routledge.
- DAVIES, R., y TRACEY, B. (2014). Too big to be efficient? The impact of implicit subsidies on estimates of scale economies for banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46((s1)), 219-253.
- DAVIES, Richard y TRACEY, Belinda. (Jun de 2012). Too Big to be Efficient? The Impact of Implicit Funding Subsidies on Scale Economies in Banking. *Bank of England*.
- DE GRAUWE, P. (2009). What’s Wrong with Modern Macroeconomics. Top-down versus Bottom-up macroeconomics. *DG ECFIN Annual Research Conference*. Bruselas.
- DE LA DEHESA, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Alianza Editorial.
- DEMARTINO, G. (2010). *The Economist’s Oath: On the need for and contenido f Professional Economic Ethics*. Oxford University Press.

- DENNING, S. (25 de Jul de 2012). Rethinking Capitalism: Sandy Weill Says Bring Back Glass-Steagall. *Forbes*.
- DENZAU, A. T. y NORTH, D. C. (1994). *Shared Mental Models: Ideologies and Institutions* (Vol. 47). Kyklos.
- DERTHICK, M. y. (1985). *The Politics of Deregulation*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Dewatripont, Mathias y Freixas, Xavier. (2012). *"The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms"*. Centre for Economic Policy Research.
- DIAS, J. y. (2012). Institutions, human capital, and growth: The institutional mechanism. *Structural Change and Economic Dynamics*(23), 300–312.
- DICK-NIELSEN, J., FELDHÜTTER, P., y LANDO, D. (2012). Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 471-492.
- DIXIT, A. (2009). Governance institutions and economic activity. *The American Economic Review*, 3-24.
- DOHERTY, Neil A., y HARRINGTON, Scott. (1997). Managing Corporate Risk with Reverse Convertible Debt. *Working Paper, Wharton*.
- DOLFSMA, W. (2013). *Government failure: Society, markets and rules*. Edward Elgar Publishing.
- DOMS, Mark S. y KRAINER, John. (2007). Innovations in Mortgage Markets and Increased Spending on Housing. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*.
- DUBE, A.; LESTER, T. W. & REICH, M. (2011). Do Frictions Matter in the Labor Market? Ac-cessions, Separations, and Minimum Wage Effects. *Institute for Research on Labor and Employment, Working Paper Series (1622839)*.
- EAVIS, Peter y CRAIG, SUSANNE. (2012). The Bet That Blew Up for JPMorgan Chase. *NY Times*, págs. <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/11/the-bet-that-blew-up-for-jpmorgan-chase/>.
- EDMANS, A y LIU, Q. (2011). Inside debt. *Review of Finance*, 15(1), 75–102.
- EDWARD, G. W. (1938). *The Evolution of Finance Capitalism*. (A. M. Kelley, Ed.) New York: Green & Co., Inc.
- EDWARDS, G. W. (Jun de 1942). The Myth of the Security Affiliate. *Journal of the American Statistical Association*(37), 225–232, JSTOR 2279217.
- EGGERTSON, T. (1996). A note on the economics of institutions. En L. E. Åkstan, *In Empirical studies in institutional Change* (págs. 6-24). Cambridge, UK: Cambridge.
- EGGERTSSON, T. (1998). A Note on the Economics of Institutions. En T. E. Alston, *Empirical Studies in Institutional Change*. Cambridge: Cambridge University Press.
- EGGERTSSON, T. (2010). *Economic Behaviour and Institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- EGGERTSSON, T. (2015). El arte de la reforma institucional. En E. T. Caballero, *Democracia y políticas económicas*. Madrid: Síntesis.
- EICHENGREEN, B. (2008). *Origins and Responses to the crisis*. Berkeley: University of California.
- Ellis, D. (1998). The effect of consumer interest rate deregulation on credit card volumes, charge-offs, and the personal bankruptcy rate. *FDIC Division of Insurance paper 98-05 (March)*, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, DC., .

- ELLIS, L. (Sep de 2008). The housing meltdown: Why did It happen in the United States? *Bank of International Settlement*(259).
- ELSTER, J. (2009). Excessive ambitions. *Capitalism and Society*, 4(2), 1-32.
- EMMONS, William R. y PENNINGTON-CROSS, Anthony N. M. (2006). Lessons for Federal Pension Insurance from the Savings and Loan Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/07/Emmons.pdf>.
- EPSTEIN, Gerald y CARRICK-HAGENBARTH, Jessica. (2010). Financial Economists, Financial Interests and dark corners of the meltdown: It's time to set ethical standards for the economic profession. *Workingpaper series*(239), Political Economy research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- Experts, U. C. (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*. New York: United Nations.
- FABOZZI, Frank J y MODIGLIANI, Franco . (1992). *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*. Harvard Business School Press.
- FAHLENBRACH, Rüdiger, y STULTZ, René M. (2011). Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. *Journal of Financial Economics*(99), 11-26.
- FAHLENBRACH, Rüdiger, y STULTZ, René M. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389-411.
- FAMA, E. (Ene de 1965). “The Behavior of Stock-Market Prices Eugene. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- FAMA, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Business*.
- FANNIE MAE. (1992). *Housing Finance in Developed Countries An International Comparison of Efficiency*. (F. Mae, Ed.) United States.
- FARRELL, Henry y QUIGGIN, John. (2012). *Consensus, Dissensus and Economic Ideas: The Rise and Fall of Keynesianism During the Economic Crisis*. Center for the Study of Development Strategies.
- FCIC, F. C. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington DC: PublicAffairs.
- Federal Reserve . (2005.). *Mortgage Market Statistical Annual, 1:3; “Residential Mortgage Lenders Peer Group Survey: Analysis and Implications for Guidance*. Noviembre, 2005.
- Federal Reserve Bank of Dallas . (2013). *Financial Stability: Traditional Banks Pave the Way*.
- FEIN, M. (2011). *Securities Activities of Banks* (4 ed.). New York: Wolters Kluwer Law & Business.
- FELDSTEIN, M. (1981). The retreat of Keynesian economics. *The Public Interest*, 92(105), Disponible ISSN 0020-8183.
- FERRI, G; LIU, L.G. y STIGLITZ, J. E. (1999). The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes*, 28(3), 333-355.
- Financial Services Authority. (2009). *The Turner Review: A Regulatory Response to the Banking Crisis*. <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)>. (March 2011).

- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL. (2011). *Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Fund*.
- FINCH, J. (2009). Twenty five people at the heart of the meltdown. *The Guardian*.
- FISHER, R. (16 Ene 2013). Ending 'Too Big to Fail': A Proposal for Reform Before It's Too Late (With Reference to Patrick Henry, Complexity and Reality). *Discurso pronunciado ante el Committee for the Republic*. Washington, D.C.
- FISHER, R. W. (16 Jun 2013). Ending 'Too Big to Fail': A Proposal for Reform Before it's Too Late (With Reference to Patrick Henry, Complexity and Reality). *peech delivered to the Committee for the Republic*. Washington, D.C.
- FISHER, Richard W. y ROSENBLUM, Harvey. (10 de Mar de 2013). Fisher and Rosenblum: How to Shrink the 'Too-Big-to-Fail' Banks. *Wall Street Journal*.
- FLANNERY, M. J. (2005). No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via Reverse Convertible Debentures. En H. SCOTT, *Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*. Oxford University Press Hal Scott.
- FLIGSTEIN, Neil y GOLDSTEIN, Adam. (2010). The anatomy of the mortgage securitization crisis. En *Marjets on Trial: The Economic Sociology of the US Financial Crisis* (Vol. 30A, págs. 29-70). Research in the Sociology of Organization.
- FLOYD, N. (7 de Ene de 2014). House Financial Services Chairman to Seek Volcker Rule Change. *Sección Dealbook del NY Times*, págs. <http://dealbook.nytimes.com/2014/01/07/representative-to-propose-bill-to-tweak-volcker-rule/?ref=volckerrule>.
- FRANK, R. H. (1985). The demand for unobservable and other non positional goods. *American Economic Review*, 75(1), 101-16.
- FRANK, R. H. (2005). Positional externalities cause large and preventable welfare losses. *American Economic Association. Papers and Proceedings*, 95(2), 137-141.
- FRANK, R. H., & LEVINE, A. S. (2010). *Expenditure cascades*. Cornell University Mimeograph.
- FREIXAS, X y ROCHET, J. (2008). *Microeconomics of banking* (2 ed.). MIT Press Books.
- FRIEDMAN, T. (2010). *Caliente, plana y abarrotada. Por qué el mundo necesita una revolución verde*. Editorial Planeta.
- FRIEWALD, N. J. (2012). Illiquidity or credit deterioration: A study of liquidity in the US corporate bond market during financial crises. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 18-36.
- GALBRAITH, J. K. (2012). *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis*. Oxford University Press.
- GAROUPA, N. y STEPHEN, F. (2004). Optimal Law Enforcement with Legal Aid. *Economica*, 71, Optimal Law Enforcement with Legal Aid.
- GARTEN, H. (1989). Regulatory Growing Pains: A Perspective on Bank Regulation in a Deregulatory Age. *Fordham Law Review*, 57 (Issue 4), 501–577. <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewc>.
- General Accounting Office. (1988). *Bank Powers: Issues Related to the Repeal of the Glass-Steagall Act*. Report to the Honorable Edward J. Markey, Chairman, Subcommittee on Telecommunications and Finance, Committee on Energy and Commerce, House of Represent.

- GHERTMAN, M. (Sep 1998). Measuring Macro-economic Transaction Costs: A Comparative Perceptive and Possible Implications. *In Second Annual Meeting of the International Society for New Institutional Economics*. Paris.
- GIEVE, J. y PROVOST, C. (2012). Ideas and Coordination in Policymaking: The Financial Crisis of 2007–2009. *Governance*, 25, 61–77. doi: 10.1111/j.1468-0491.2011.01558.x.
- GILES, Chris y TETT, Gillian. (Ene de 2008). IMF head in shock fiscal warning. *The Financial Times*, Disponible en <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/106230b0-cd29-11dc-9b2b-000077b07658.html#axzz1rkCkh0Ou>.
- GLATER, J. D. (28 de Feb de 1995). Rubin urges changes in U.S. banking laws; Treasury chief would end curbs on competition. *Washington Post*.
- GOLDBERG, Lawrence G. y WHITE, Lawrence J. (2013). *The deregulation of the banking and securities industries*. Beard Books.
- GOLDIN, C. & KATZ, L. F. (2008). Goldin, C. & Katz, L. F. Harvard University Press.
- GOLDIN, C., y KATZ, L. F. . (2008). *The Race Between Education and Technology*. Cambridge.: Belknap Harvard University Press.
- GOLDSTEIN, M. (14 de Ene de 2014). Regulators Ease Volcker Rule Provision on Smaller Banks. *Sección Dealbook del NY Times*, págs. [http://dealbook.nytimes.com/2014/01/14/regulators-ease-provision-of-volcker-rule/?\\_php=true&\\_type=blogs&ref=volckerrule&r=0](http://dealbook.nytimes.com/2014/01/14/regulators-ease-provision-of-volcker-rule/?_php=true&_type=blogs&ref=volckerrule&r=0).
- GOLDSTEIN, Matthew y EAVIS, Peter . (14 de Dic de 2013). Banks' Suit Tests Limits of Resisting Volcker Rule. *NY Times*, págs. <http://dealbook.nytimes.com/2013/12/24/banks-suit-tests-limits-of-resisting-volcker-rule/?ref=volckerrule>.
- GONZALEZ PUEYO, J. (Jun de 2009). Organización de los Mercados de Derivados y las Cámaras de Contrapartida Centrales. *CNMV, Monografía n° 35*.
- GORDON, R. (2009). *Is modern Macro or 1978-era Macro More Relevant to the Understanding of the Current Economic Crisis?* Northwes University Working paper.
- GOSLING, A. & LEMIEUX, T. (2004). Labor market reforms and changes in wage inequality in the United Kingdom and the United States. En n. D. Card, & e. R. Blundell & R. B. Freeman, *Seeking a Premier Economy: The Economic Effects of British Economic Reforms 1980-2000* (págs. 275-312). University of Chicago Press.
- GRAMM, P. (1999). The New Banking Legislation: The Financial Modernization for the Twenty-First Century. *Discurso pronunciado el 24 de septiembre de 1999 en la SMU School of Law*.
- GREENSPAN, A. (11 Oct 1999). The evolution of Bank Supervision. *Discurso ante la America Bankers Association*. Phoenix.
- GREENSPAN, A. (1966). Gold and Economic Freedom. *The Objectivist*, Disponible en [http://www.constitution.org/mon/greenspan\\_gold.htm](http://www.constitution.org/mon/greenspan_gold.htm).
- GREENSPAN, A. (1987). Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate. *Dic. 1987*, (pág. Disponible en [http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/greenspan/Greenspan\\_19871201.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/greenspan/Greenspan_19871201.pdf)).
- GREENSPAN, A. (Sep de 25 de 2002). World Finance and Risk Management. *Discurso en Lancaster House*.
- GREENSPAN, A. (5 de May de 2005). Risk Transfer and Financial Stability. *Remarks by Chairman Alan Greenspan. To the Federal Reserve Bank of Chicago's Forty-first Annual Conference on Bank Structure*. Chicago, Illinois.

- GREENSPAN, A. (16 de Mar de 2008). We will never have a perfect model of risk. *Financial Times*, págs. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/edbdbc6f6-f360-11dc-b6bc-0000779fd2ac.html#axzz3pDJrVhBR>.
- GREENSPAN, A. (21 Feb 1997). Government regulation and derivatives contracts. *discurso en la Conferencia sobre Mercados Financieros del Banco de la Reserva Federal de Atlanta*. Coral Gables, Florida.
- GREENSPAN, A. (5 Oct 2004). Remarks by Chairman Alan Greenspan. *Delivered at the American Bankers' Association Annual Convention*, (pág. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041005/default.htm>) . New York.
- GREENSPAN, A. (Ene 2002). Economic Development and Financial Literacy. *Ninth Annual Economic Development Summit*. Oakland, CA: The Greenlining Institute.
- GREIF, A. (1994). "Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies". *Journal of Political Economy*, 102(5): 912-950.
- GREIF, A. (2005). Commitment, Coercion and Markets: The Nature and Dynamics of Institutions Supporting Exchange. En C. M. Shirley, *Handbook of New Institutional Economics* (págs. 727–786). Dordrecht: Springer.
- GREIF, A. (2006). *Institutions and the path to modern economy*. Cambridge University Press.
- GRUBER, W. (29 de Oct de 1986). 150 Banks may be on the brink. *Chicago Tribune*, págs. [http://articles.chicagotribune.com/1986-10-29/business/8603210369\\_1\\_fdic-boss-fdic-insurance-fund-limited-service-banks](http://articles.chicagotribune.com/1986-10-29/business/8603210369_1_fdic-boss-fdic-insurance-fund-limited-service-banks).
- GÜTTLER, André y WARENBURG, Mark. (Mar de 2007). The Adjustment of Credit Ratings in Advance of Defaults. *Journal of Banking and Finance*, 31(3), 751–767.
- HACKER, J.S., y PIERSON, P. (2011). *Winner-take-all politics: How Washington made the rich richer--and turned its back on the middle class*. Simon and Schuster.
- HADFIELD, G. K. (2005). The many legal institutions that support contractual commitments. En C. y. Menard (Ed.). *Springer: Handbook of New Institutional Economics*.
- HALDANE, A. G. (25 Oct 2012). On Being the Right Size. *speech delivered at the Institute of Economic Affairs' 22nd Annual Series*. London: The Beesley Lecture.
- HALL, Brian y LIEBMAN, Jeffrey Liebman. (Mar de 2000). The Taxation of Executive Compensation. (J. M. Poterba, Ed.) *National Bureau of Economic Research. Tax Policy and the Economy* , 14.
- HALL, P. A. (1989). *The political power of economic ideas: Keynesianism across nations*. Princeton University Press.
- HAMILTON, W. H. (1919). The Institutional Approach to Economic Theory. *American Economic Review*, 9(1), Supplement, pp. 309-318 Reprinted in R. Albelda.
- HAMMERMESH, D. (2004). Maximizing the Substance in the Soundbite: A Media Guide for Economists . *Journal of Economic Education*, 35(4), 370-382.
- HARRISON, J.M. y KREPS, D. M. (1979). Martingales and arbitrage in multiperiod securities markets. *Journal Economic Theory*(20), 381-408.

- HARRISON, J.M. y PLISKA. (1981). Martingales and stochastics integrals in the theory of continuous trading. *Stochastic process and their Applications*(11), 215-260.
- HAUGH, D., OLLIVAUD, P y TURNER, D. (2009). The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries. *OECD Economics Department Working Paper*(683).
- HELLMANN, T. F., MURDOCK, K. C., y STIGLITZ, J. E. (2000). Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough? *American Economic Review*, 147-165.
- HENDRICKSON, J. M. (2001). The Long and Bumpy Road to Glass–Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation. *American Journal of Economics and Sociology*, 60(4), 849–879.
- HENRY, P. B. (2009). Institutions versus Policies: A Tale of Two Islands. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 99(2), 261-267.
- HERSZENHORN, D. M. (6 de May de 2010). Senate Nod to Fed Audit Is Expected. *NY Times*, págs.  
<http://www.nytimes.com/2010/05/07/business/economy/07regulate.html?adxnlnl=1&adxnlnlx=1379426859-awI/WfNavEi98Qp8MQ68uw>.
- HILL, P. (9 de Jul de 2009). McCain adviser talks of 'mental recession'. *Washington Times*, págs. <http://www.washingtontimes.com/news/2008/jul/09/mccain-adviser-addresses-mental-recession/>.
- HODGSON, G. M. (1988). Economics and Institutions. *Journal of Economic Issues*, 1-25.
- HODGSON, G. M. (1997). The ubiquity of habits and rules. *Cambridge journal of economics*, 21(6), 663-684.
- HODGSON, G. M. (3 de Ene de 1998). The approach of institutional economics. *Journal of economic literatura*, 166-192.
- HODGSON, G. M. (2000). What is the essence of institutional economics? *Journal of economic issues*, 317-329.
- HODGSON, G. M. (2009). The great crash of 2008 and the reform of economics. *Cambridge Journal of Economics*, 1 of 17.
- HOGGARTH, G., REIS, R. y SAPORTA, V. (2002). Costs of banking system instability: some empirical evidence. *Journal of Banking and Finance*, 26(5), 825–55.
- HOOVER, H. (1952). *Memoirs*. Hollis and Carter.
- HORN, L. (2012). After Shareholder Value? Corporate Governance Regulation, the Crisis and Organised Labour at the European Level. En e. In: H. Overbeek & B. van Apeldoorn, *Neoliberalism in Crisis* (págs. 45-67). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- HUGHES, Joseph P. y MESTER, Loretta J. (2011). Who Said Large Banks Don't Experience Scale Economies? Evidence from a Risk-Return-Driven Cost Function. *Working Paper Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 11-27.
- HULL, J. C. y WHITE, A. (1990). Pricing interest rate derivative securities. *Review Financial Studies*(3), 573-592.
- IGAN, D., MISHRA, P.y TRESSEL, T. (2011). A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis “(No. w17076). A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis. *National Bureau of Economic Research*(w17076).
- IMF & ILO. (2010). *The Challenges of Growth, Employment and Social Cohesion*. International Labour Organization and International Monetary Fund. El libro es

- el resultado de la conferencia conjunta celebrada en Oslo, Noruega, el 13 de septiembre de 2010.
- Independent Commission on Banking . (2011). *Final Report and Recommendations*.
- JOHENETTE, H. (15 de Mayo de 1995). The Talent Pool. *Sports Illustrated*.
- JOHN, P. (2013). *Analyzing public policy*. Routledge.
- JOHNSON, S. (6 de May de 2010). Brown-Kaufman Amendment: The State Of Play. *Huffingtonpost*, págs. [http://www.huffingtonpost.com/simon-johnson/brown-kaufman-amendment-t\\_b\\_566024.html](http://www.huffingtonpost.com/simon-johnson/brown-kaufman-amendment-t_b_566024.html).
- JOHNSON, S. (2011). Did the Poor Cause the Crisis? <http://www.project-syndicate.org/commentary/johnson16/English>.
- JOHNSON, Simon y KWAK, James . (2010). *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. Random House Inc.
- JORDÀ, Ò., SCHULARICK, M., y TAYLOR, A. M. (2015). Betting the house. *Journal of International Economics*(96), S2-S18.
- JOSKOW, P. (1991). The Role of Transaction Cost Economics in Antitrust and Public Utility Regulatory policies. *Journal of Law, Economics and Organization*(7), 53-83.
- JOYCE, Tom; KELLY, Francis y SMART, Callie. (2010). *The Implications of landmark US Regulation Reform*. Publicado por Deutsche Bank Securities una filial de Deutsche Bank.
- KANE, E. (2000). Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer From Event-Study Evidence? *Journal of Money, Credit and Banking*(32), 671-701.
- KAPER, S. (28 de Mar de w2001). Louder Calls for the Fed to Act on Abusive Loans. *American Banker*, 1.
- KAY, J. (11 de Mar de 2014). "Economic abstractions conceal the true contours of human life. *Financial Times*.
- KEATING, F. (11 Oct 2011). ABA STATEMENT ON PROPOSED VOLCKER RULE. *Escrito por Frank Keating, Presidente y Director Ejecutivo de ABA*. <http://www.aba.com/Press/Pages/101111VolckerRuleStatement.aspx>.
- KEEFE, A. J. (1974). Your friendly one-stop financial shopping centers. *American Bar Association Journal*(60), 744.
- KINDLEBERGER, C. (2005). *Manias, panics and crashes*. Wiley Investment Classics.
- KINGDON, J. (1984). *Agendas, Alternatives and Public Policies*. Boston: Little, Brown.
- KIRKPATRICK, G. (2009). "The corporate governance lessons from the financial crisis". *OECD Journal: Financial Market Trends*(1), 61-87.
- KIRMAN, A. (Nov de 2009). Economic theory and the crisis. *Voxeu*.
- KIRST, Michael y JUNG, Richard. (1982). The Utility of a Longitudinal Approach in Assessing Implementation. En W. Williams, *Studying Implementation* (págs. 119–148). Chatham, NJ: Chatham House.
- KLEIN, A. (Nov de 2010). Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say. *Washington Post*, págs. <http://www.washingtonpost.com/wp->
- KNACK, S. y. (1997). Does Social Capital Have an Economic Payoff?. A Cross-Country Investigation. *Quarterly Journal of Economics*, 112(4), 1251-1288.
- KRAUSE, G. (Abr de 1994). Economics, Politics and Policy Change: Examining the Consequences of Deregulation in the Banking Industry. *American Politics Research*(22), 221–243.

- KROSZNER, R., and RAJAN, R. (1994). Is the Glass–Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before 1933. *American Economic Review*(84), 810–832.
- KRUGMAN, P. (11 de Jun de 2004). An Economic Legend. *The New York Times*, págs. <http://www.nytimes.com/2004/06/11/opinion/an-economic-legend.html?pagewanted=2&src=pm>.
- KRUGMAN, P. (Dic de 2007). Blidly into the bubble. *New York Times*, págs. [http://www.uri.edu/artsci/ecn/starkey/201-590\\_bulletinboard/krugman\\_free\\_market\\_disaster.pdf](http://www.uri.edu/artsci/ecn/starkey/201-590_bulletinboard/krugman_free_market_disaster.pdf).
- KRUGMAN, P. (2009 a). Todos los zombies del presidente. *New York Times*.
- KRUGMAN, P. (2009 b). Too big to fail FAIL. *New York Times*.
- KRUGMAN, P. (2009 c). “¿Cómo pudieron los economistas equivocarse tanto? *New York Times*.
- KRUGMAN, P. (2009 d). A bit more on too big to fail and related. *New York Times*.
- KRUGMAN, P. (2010 a). Bankers Without a Clue. *New York Times*, pág. <http://www.nytimes.com/2010/01/15/opinion/15krugman.html>.
- KRUGMAN, P. (2010 b). Financial Reform 101. pág. [http://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html?partner=rssnyt&emc=rss&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html?partner=rssnyt&emc=rss&_r=0).
- KRUGMAN, P. (2010 c). Stop 'Stop Too Big To Fail. *New York Times*, págs. [http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/04/21/stop-stop-too-big-to-fail/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/04/21/stop-stop-too-big-to-fail/?_r=0).
- KRUGMAN, P. (13 de May de 2012). Why We Regulate. *NY Times*.
- KRUGMAN, P. (2013). Oligarchy, American Style. *New York Times*, págs. [http://www.nytimes.com/2011/11/04/opinion/oligarchy-american-style.html?\\_r=2&partner=rssnyt&emc=rss](http://www.nytimes.com/2011/11/04/opinion/oligarchy-american-style.html?_r=2&partner=rssnyt&emc=rss).
- KUMHOF, M. y RANCIERE, R. (2011). Inequality, Leverage and Crises. *IMF Working Papers*(268), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf>.
- KUMHOF, M.; LEBARZ, C.; RANCIERE, R.; RICHTER, A. W. & THROCKMORTON, N. A. (Agt de 2012). Income Inequality and Current Account Imbalances. *IMF Working Papers*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1208.pdf>.
- KYDLAND, F. y. (Jun de 1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 473–491.
- LAEVEN, L y VALENCIA, F. (2008). Systemic banking crises: a new databaser. *IMF Working Pape*(08/224).
- LAGARDE, C. (2013). The Global Policy Actions Needed to Stay Ahead of the Crisis. *Discurso pronunciado en el Economic Club of New York. 10 Abril 2013*. New York: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2013/041013.htm>.
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prósper y PÉREZ SOMALO, Miguel. (2005). *Opciones financieras y Productos estructurados*. Mc Graw Hill.
- LANGEVOORT, D. C. (1987). Statutory Obsolescence and the Judicial Process: The Revisionist Role of the Courts in Federal Banking Regulation. *Michigan Law Review*, 85(4), 672–733.
- LANGLOIS, R. N. (1989). What was wrong with the old institutional economics (and what is still wrong with the new)? *Review of Political Economy*, 1(3), 270-298.
- LANGLOIS, R. N. (1990). Bounded rationality and behavioralism: A clarification and critique. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 691-695.

- LEE, D. S. (1999). Wage inequality in the United States during the 1980s: Rising dispersion or falling minimum wage. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(3), 977-1023.
- LEMIEUX, T.; MACLEOD, W. B. & PARENT, D. (2009). Performance pay and wage inequality. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(1), 1-49.
- LEVINE, R. (2012). The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. *International Review of Finance*, 12(1), 39-56.
- LEVY, F. & TEMIN, P. (27 de Jun de 2007). Inequality and Institutions in 20th Century America. (M. I. Technology, Ed.) *Working Paper*(17).
- LEWIS, M. L. (1989). *Liar's Poker: Rising through the Wreckage on Wall Street*. New York: W.W. Norton.
- LIBECAP, G. (1999). Contracting for property rights. En F. A. McChesney, *The Law and Economics of Property Rights*.
- LIPTON, Eric y LABATON, Stephen. (2008). Deregulator looks back, unswayed. *The New York Times*, pág. <http://www.nytimes.com/2008/11/17/business/economy/17gramm.html?pagewanted=all>.
- LOOMIS, C. J. (2009). The risk that still won't go away. *Revista Fortune*.
- LOSADA LÓPEZ, R. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Monografía N° 34: Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.
- LOWENSTEIN, R. (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House.
- LUCAS, R. (6 de Agt de 2009). In defence of the dismal science. *Revista Economist*.
- LUCAS, R. E. (7 de Dic de 1995). Monetary Neutrality. *Prize Lecture*, 246 – 265 [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf).
- LUTTRELL, David; ATKINSON, Tyler y ROSENBLUM, Harvey. (Sep de 2013). Assessing the Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis and Its Aftermath. *Federal Reserve Bank of Dallas*, 8(7).
- MAGAZZINO, C. (2012). The Economic Policy of Ronald Reagan: Between Supply-Side and Keynesianism. *European Journal of Social Sciences*, 27(3), 319-334.
- MALONEY, William A., JORDAN, Grant y MCLAUGHLIN Andrew M. (1994). Interest Groups and Public Policy: The Insider/Outsider Model Revisited. *Journal of Public Policy*, 14(1), 17–38.
- MANKIW, G. N. (2006). *The Macroeconomist as Scientist and Engineer*. Harvard University.
- MARKOVITZ, H. M. (2009). *Proposals Concerning the Current Financial Crisis*. FIN. ANALYSTS J. (Jan./Feb. 2009), at 25.
- MATHEWS, T. (2011). Likely Impact Of The Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act On Future Government Sponsored Enterprise Activity In The Secondary Residential Mortgage Market. En M. Rogoff, M. Dixon, & E. Bither, *FINANCIAL CRISIS OF 2008: FRENCH AND AMERICAN RESPONSES - PROCEEDINGS OF THE 2010 FRANCO-AMERICAN LEGAL SEMINAR* (pág. 245 Disponible en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2013451>).
- MAYER, M. (1984). *The Money Bazaars. Understanding the banking revolution around us*. New York: E.P Dutton.
- MAZLOUMIAN A, EOM Y-H, HELBING. D, LOZANO S, FORTUNATO. S. (2011). *How Citation Boosts Promote Scientific Paradigm Shifts and Nobel Prizes* (Vol. 6). PLoS ONE:.

- McCRA Y, S. B. (1988). State regulation of banks in an era of deregulation: a commission report. *Advisory Commission on Intergovernmental Relations*, 17(3), <http://www.library.unt.edu/gpo/acir/Reports/policy/a-110.pdf>.
- MEHRAN, Hamid; MORRISON, Alan y SHAPIRO, Joel. (2012). Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis? En X. Freixas, & M. Dewatripont (Edits.), *The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms*. Centre for Economic Policy Research.
- MEIER, Kenneth y WORSHAM, Jeffrey. (1988). Deregulation, Competition and Economic Changes: Assessing the Responsibility for Bank Failures. *Policy Studies Journal*, 16(3), 427–439.
- MENARD, C. (2005). A new institutional approach to organization. En C. y. en Menard, *Handbook of New Institutional Economics* (págs. 281-319). Springer.
- MÉNARD, C. (2014). Embedding organizational arrangements: towards a general model. *Journal of Institutional Economics*, 10(4), 567-589.
- MÉNARD, C. (2015). El reto económico de abrir la caja negra de la toma de decisiones políticas. En e. F. (Eds.), *Democracia y políticas*. Madrid: Síntesis.
- MÉNARD, C. y SHIRLEY, Mary M. (2014). The future of new institutional economics: from early intuitions to a new paradigm? *Journal of Institutional Economics*(10), 541-565 doi:10.1017/S174413741400006X.
- MENARD, Claude y SHIRLEY, Mary M. (2005). *Handbook of New Institutional Economics*. (C. y. MENARD, Ed.) Editorial Springer.
- MERTON, R. C. (1973). Theory of racional option pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*(4).
- MEYER, L. H. (2004). *A Term at the Fed. The People and Policies of the world's most powerful institution*. HarperCollins Publishers.
- MIAN, A. S. (2008). The political economy of the US mortgage default crisis.(No. w14468). *National Bureau of Economic Research*.
- MIHM, S. (15 de Agt de 2008). Dr. Doom. *New York Times*.
- MILTERSEN, K.; SANDMANN, K. y SONDERMANN, D. (1997). Closed-form Solutions for term structure derivatives with log-normal interest rates. *Journal of Finance*(52), 409-430.
- MINSKY, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*(Working Paper 74).
- MISHKIN, F. (2007). Housing and the monetary transmission mechanism. *Jackson Hole Symposium (Federal Reserve Bank of Kansas City)* (págs. 359-413 <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199642/199642pap.pdf>). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, Housing, Housing Finance, and Monetary .
- MISHLER, Lon y COLE, Robert E. (1995). *Consumer and Business Credit Management*. Homewood.
- MITCHELL, W. C. (1910). The Rationality of Economic Activity. Part II. *Journal of Political Economy*, 18(3), 197–216.
- MITCHELL, W. C. (1937). *The Backward Art of Spending Money and Other Essays*. NewYork: McGraw-Hill.
- MOORE, T. (12 de Jul de 1934). Security Affiliate versus Private Investment Banker— A Study in Security Organization. *Harvard Business Review*, 478–48.
- MORRISON, Alan D. y WILHEM, William J. Jr. (Feb de 2008). The demise of investment banking partnership: Theory and evidence. *Journal of Finance*., 63(1), 311 – 50.

- MOSKOWITZ, Tobias J. y WERTHWEIM, Jon L. (2011). *Scorecasting: The Hidden Influences Behind How Sports are Played and Games are Won*. New York, NY:: Crown Archetype.
- MURPHY, K. J., y ZABOJNIK, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American Economic Review*, 192-196.
- MURPHY, K. M.; SHELEIFER, A. & VISHNY, R. W. (1991). The allocation of talent: Implications for growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 503-30.
- NASH, N. C. (30 de Nov de 1989). Collapse of Lincoln Savings Leaves Scars for Rich, Poor and the Faithful. *The New York Times*, págs.  
<http://www.nytimes.com/1989/11/30/us/collapse-of-lincoln-savings-leaves-scars-for-rich-poor-and-the-faithful.html>.
- NASH, N. C. (20 de Nov de 1989). Greenspan's Lincoln Savings Regret. *Special to The New York Times*, págs.  
<http://www.nytimes.com/1989/11/20/business/greenspan-s-lincoln-savings-regret.html?pagewanted=all&src=pm>.
- NOCERA, J. (6 de Jun de 2009). Poking holes in a theory on markets. *The New York Times*.
- NORDENFLYCHT, A. v. (Sep 2006). The demise of the Professional Partnership? The emergente and difusión of publicly-traded professional service firms. En F. C. Commission, “*Deregulation Redux*”. Draft Paper, Faculty of Business, Simon Fraser University.
- NORTH, D. C. (1989). A Transaction Cost Approach to the Historical Development of Politics and Economies. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*(145), 661-668.
- NORTH, D. C. (1990 a). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- North, D. C. (1990b). A Transaction Cost Theory of Politics. *Journal of Theoretical Politics*, 2(4), 355-367.
- NORTH, D. C. (1991). Institutions, ideology, and economic performance. *Cato J*(11), 477.
- NORTH, D. C. (1991). Towards a Theory of Institutional Change. *Quarterly Review of Economics and Business*, 31(4), 3-11.
- NORTH, D. C. (1993). *Autobiography*. Nobel e-Museum (Web page).
- NORTH, D. C. (1993). Institutions and credible commitment. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 11-23.
- NORTH, D. C. (2004). Institutions and the Performance of Economies over Time. En C. M. Shirley, “*Handbook of New Institutional Economics*. Springer.
- NORTH, D. C. (2005). *Understanding the Process of Economic Change*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- NORTH, D. C. y WALLIS, J. J. (1994). Integrating Institutional Change and Technical Change in Economic History. A Transaction Cost Approach. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 150(4), 609-624.
- NORTH, D. C., WALLIS, J. J., y WEINGAST, B. R. (2009). *Violence and Social Order: A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History*. New York: Cambridge University Press.
- NOSS, Joseph y SOWERBUTTS, Rhiannon. (2012). The Implicit Subsidy of Banks. *Bank of England Financial Stability Paper*(15).
- NOWICKI, Dan y MULLER, Bill. (2007). John McCain Report: The Keating Five. *The Arizona Republic*, págs.

- <http://www.azcentral.com/news/election/mccain/articles/2007/03/01/20070301mccainbio-chapter7.html>.
- OECD. (Feb de 2014). OECD forecasts during and after the financial crisis: A Post Mortem. *OECD Economics Department Policy Notes*(23).
- OSEC. (2013). Volcker Rule Report Card: Occupy the SEC Gives the Volcker Rule a Grade of “C”. págs. <http://www.occupythesec.org/files/OSECPressRelease-Volcker.pdf>.
- OSTROM, E et al. (2007). Going Beyond Panaceas. *PNAS*, 104(39).
- OSTROM, E y Ahn, T.K. (2008). The Meaning of Social Capital and its Link to Collective Action. in *Svendsen, G.T et al., Handbook on social capital*. Edward Elgar.
- OSTROM, E. (2000). *Social capital: a fad or a fundamental concept. Social capital: A multifaceted perspective* (Vol. 172).
- OSTROM, E. (2005). *Understanding Institutional Diversity*. New Jersey: Princeton University Press.
- OSTROM, E. (2007). *The meaning of social capital and its link to collective action*. Available at SSRN 1304823.
- OSTROM, E. (2008). Institutions and the environment. *Economic Affairs*, 28(3), 24-31.
- OSTROM, E. (segundo semestre de 2009). LAS REGLAS QUE NO SE HACEN CUMPLIR SON MERA PALABRERÍA. *Revista de Economía Institucional*, 11(21), 15-24.
- OSTROM, E. (2015). Un marco para el análisis y desarrollo de instituciones: origen, evolución y retos. En T. y. Caballero, *Democracia y políticas económicas*. Madrid: Síntesis.
- OSTROM, E., BURGER, J., FIELD C.B., NORGAARD, R.B, Y POLICANSKY, D. (1999). Revisiting the commons: local lessons, global challenges. *Science*, 284(5412), 278-282.
- ÖTKER-ROBE, I., A. NARAIN, A. ILYINA, and J. SURTI. (2011). The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve. *Staff Discussion Note 11/12, :International Monetary Fund*. Washington, D.C.
- OXERA. (2011). Assessing state support to the UK banking sector. *mimeo*, <http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/reports/Assessing-state-support-to-the-UK-banking-sector.pdf?ext=.pdf>.
- PAGE, B. I., BARTELS, L. M., y SEAWRINGHT, J. (2013). Democracy and the policy preferences of wealthy Americans. *Perspectives on Politics*, 11(01), 51-73.
- PALLEY, T. I. (2012). *From Financial Crisis To Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*. Cambridge University Press.
- PATRICK, S. C. (1993). *Reform of the Federal Reserve System in the Early 1930s: The Politics of Money and Banking*. New York: Garland Publishing, Inc.
- PEACH, W. N. (1941). *The Security Affiliates of National Banks*. New York: Arno Press Inc.
- PECORA, F. (1939). *Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers*.
- PENAS, M.F. y UNAL, H. (2004). Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets. *Journal of Financial Economics*(74), 140-179.
- PERKINS, E. J. (1971). The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History. *Banking Law Journal*, 88(6), 483–528.
- PETERS, J. (18 de May de 2007). Fed Chief Addresses Foreclosures. *New York Times*, C1.

- PETERSEN, M. A. (2004). *Information: Hard and soft*. Working paper, Northwestern University.
- PETERSEN, M. A., y RAJAN, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- PHILIPPON, T. &. (2009). *Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909-2006*. Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909-2006.
- PIKETTY, T. & SAEZ, E. (2006). The Evolution of top incomes: A historical and international perspective. *American Economic Review*, 96(2), 200-205.
- PIKETTY, T. & SAEZ, E. (2007). How progressive is the U.S. federal tax system? A historical and international perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 3-24.
- PITT, H. L. (1983). The Convergence of Commercial and Investment Banking: New Directions in the Financial Services Industry. *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 5(2), 137-193.
- POOLE, W. (2009). Moral Hazard: The long-lasting legacy of bailouts. *Financial Analysts Journal*, 17-23.
- POWELL, J. H. (4 Mar2013). Ending "Too Big to Fail. *En la Conferencia ante el Institute of International Bankers*, (pág. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20130304a.htm>). Washington, D.C.
- POZZI, S. (14 de Agt de 2013). EE UU imputa a un ejecutivo español por el agujero millonario de JP Morga.
- PROTESS, Ben y EAVISAt, Peter. (2013). At the Finish Line on the Volcker Rule. *NY Times*, págs. [http://dealbook.nytimes.com/2013/12/10/regulators-vote-to-approve-volcker-rule/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2013/12/10/regulators-vote-to-approve-volcker-rule/?_r=0).
- PURI, M. (1996). Commercial banks in investment banking conflict of interest or certification role? *Journal of Financial Economics*(40), 373-401.
- RAJAN, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.
- Reckard, E. S. (2008). Sub-Prime Mortgage Watchdogs Kept on Leash; Loan Checkers Say their Warnings of Risk Were Met with Indifference. *L.A. TIMES* , págs. Mar. 17, 2008.
- REICH, R. (2010). *Aftershock: The Next Economy and America's Future*. Knopf.
- REINICKE, W. H. (1995). *Banking, Politics and Global Finance: American Commercial Banks and Regulatory Change, 1980-1990*. Aldershot, England: Edward .
- ROBERTS, A. (2010). *The Logic of Discipline*. New York: Oxford University Press.
- ROBERTS, A. (2010). *The Logic of Discipline*. New York: Oxford University Press.
- ROBERTS, P. (2010). *How the Economy Was Lost*. AK Press.
- ROCHET, J.-C. (Jun 2010). Systemic Risk: Changing the Regulatory Perspective. *Trabajo preparado para la Second Financial Stability Conference del International Journal of Central Banking*. Madrid y organizada por el Banco de España.
- RODRIK, D. (2007). Getting institutions right. En D. Rodrik, & D. (. Rodrik (Ed.), *One economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*. Princeton University Press.
- RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. y TREBBI, F. (2004). Institutions Rule: The primacy of institutions over geography and integration in economic development. *Journal of Economic Growth*, 9(2), 131-165.

- ROGOFF, K. (Nov de 1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*(100), 1169–1190.
- ROHE, William M.; MCCARTHY, George; VAN ZANDT, Shannon. (2000). The social benefits and costs of homeownership. *Mortgage Bankers Association of America*.
- RUBIN, H. (15 de Sep de 2007). Ayn Rand's Literature of Capitalism. *NY Times*.
- RUTHERFORD, M. (2001). Institutional economics: then and now. *Journal of Economic Perspectives*, 173-194.
- SABA, P. B. (1986). Regulation of State Nonmember Insured Banks' Securities Activities: A Model for the Repeal of Glass-Steagall. *Harv. J. on Legis*, 23(211).
- SABATIER, P. A., y WEIBLE, C. (2014). *Theories of the policy process*. Westview Press.
- SABATIER, Paul A. y JENKINS-SMITH, Hank. (1993). *Policy Change and Learning: An Advocacy Coalition Approach*. Boulder, CO: Westview Press.
- SALAS FUMÁS, V. (2010). El gobierno de los bancos: Lecciones de la crisis financiera. En *La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá* (págs. 103-124). Fundación Cajamar.
- SCHLESINGER, A. M. (1959). *The Coming of the New Deal*. Boston: Houghton-Mifflin Co.
- SCHLOZMAN, K. L. (2012). *The unheavenly chorus: Unequal political voice and the broken promise of American democracy*. Princeton University Press.
- SCOTT, J. A. (2004). Small business and the value of community financial institutions. *Journal of Financial Services Research*, 25(2-3), 207-230.
- SCUFFHAM, Matt y HENRY, David. (4 de May de 2012). JPMorgan CIO retires, Obama says proves reform case. *reuters*, págs. <http://www.reuters.com/article/2012/05/14/us-jpmorgan-departures-idUSBRE84C0EP20120514>.
- SEC. (2008). *Summary Report of Issues Identified In The Commission's Staff's Examination Of Select Credit Rating Agencies*. Securities Exchange Commission.
- SEIDMAN, L. W. (Sep de 1996). The World Financial System: Lessons Learned and Challenges Ahead. <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/vol2/panel3.pdf>.
- SEIDMAN, L. W. (2000). *Full Faith and Credit: The Great S & L Debacle and Other Washington Sagas*. Washington, D.C: Beard Books.
- SHEEHAN, Michael F. y TILMAN, Rick. (Mar de 1992). A Clarification of the Concept of "Instrumental Valuation" in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, 26(1), 197-208.
- SHILLER, R. J. (2007). Understanding recent trends in house prices and home ownership. *National Bureau of Economic Research*(No. w13553).
- SHILLER, R. J. (2008). *The Subprime Solution How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*. Perseus Books LLC.
- SHILLER, R. J. (2015). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.
- SHIRLEY, M. (2005). Institutions and Development. En C. y. Menard, *Handbook of New Institutional Economics* (págs. 611-638). Springer.
- SHIRLEY, M. M. (2008). Institutions and Development. En C. y. Menard (Ed.). Springer: *Handbook of New Institutional Economics*.
- SHOVEN, John B., SMART, Scott B. y WALDFODGE, Joel. (1992). Real Interest Rates and the Savings and Loan Crisis: The Moral Hazard Premium. *Journal of Economic Perspectives*, 6(1), 155-167.

- SHULL, Bernard y WHITE, Lawrence J. (1998). Of Firewalls and Subsidiaries: The Right Stuff for Expanded Bank Activities. *Journal of Banking Law (forthcoming)*, 1-17 [http://w4.stern.nyu.edu/emplibary/98\\_017.PDF](http://w4.stern.nyu.edu/emplibary/98_017.PDF).
- SIBERT, A. S. (Feb de 2006). Central Banking by Committee. *De Nederlandsche Bank Working Paper*(91), Disponible en [http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No%2091-2006\\_tcm47-146748.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No%2091-2006_tcm47-146748.pdf).
- SIDDIQUI, D. A., y AHMED, Q. M. (2013). The effect of institutions on economic growth: A global analysis based on GMM dynamic panel estimation. *Structural Change and Economic Dynamics*(24), 18–33.
- SILBER, W. (Jul de 2009). Why did FDR's Bank Holiday Succeed? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*.
- SILVER-GREENBERG, Jessica y SCHWARTZ, Nelson D. (15 de May de 2012). Red Flags Said to Go Unheeded by Bosses at JPMorgan. *Sección Dealbook. NY Times*.
- SIMKOVIC, M. (2013). Competition and Crisis in Mortgage Securitization. *Indiana Law Journal*, 88, 213 Available at SSRN.
- SIMPSON, A. (Mar de 25 de 2009). Sir Fred Goodwin attack: Bank Bosses Are Criminals group claims responsibility. *The Daily Telegraph*, págs. <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5048091/Sir-Fred-Goodwin-attack-Bank-Bosses-Are-Criminals-group-claims-responsibility.html>.
- SMITH, A. (1776 [2009]). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Digireads.com.
- SOMAN, D. y CHEEMA, A. (2002). The effect of credit on spending decisions: The role of the credit limit and credibility. *Marketing Science*, 21(1), 32-53.
- SPILLER, P. y TOMASI, M. (2005). The Institutions of Regulations. En C. M. Shirley, *Handbook of New Institutional Economics*. Springer.
- STARR, M. A. (2012). Contributions of economists to the housing-price bubble. *Journal of Economic Issues*, 46(1), 143-172.
- STEVENSON, R. W. (13 de Dic de 1991). U.S. Files Keating Charges. *The New York Times*.
- STEWART, J. B. (21 de Oct de 2011). Volcker Rule, Once Simple, Now Boggles. *NY Times*, págs. [http://www.nytimes.com/2011/10/22/business/volcker-rule-grows-from-simple-to-complex.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2011/10/22/business/volcker-rule-grows-from-simple-to-complex.html?pagewanted=all&_r=0).
- STIGLER, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell journal of economics and management science*, 3-21.
- STIGLER, George J.; STIGLER, Stephen M. y FRIEDLAND, Claire. (Abr de 1995). The Journals of Economics. *Journal of Political Economy*, 103(2).
- STIGLITZ, J. E. (2009a) “The anatomy of a murder: Who killed America's economy?”. *Critical Review*, 21(2-3), 329-339.
- STIGLITZ, J. E. (2009b). The global crisis, social protection and jobs. *International Labour Re-view*(148), 1–2, 1-13.
- STIGLITZ, J. (2009c). Interpreting the causes of the Great Recession of 2008. *Conferencia preparada para la Octava Conferencia Anual del Bank of International Settlements (BIS)*. Basilea.
- STIGLITZ, J. E. (2009d). Capitalist Fools. *Vanity Fair*, Disponible en [http://www.wrap20.com/files/Nobel\\_Laureate\\_Stiglitz\\_on\\_What\\_Happened.pdf](http://www.wrap20.com/files/Nobel_Laureate_Stiglitz_on_What_Happened.pdf)

- STIGLITZ, J. (2010). Incentives and the Performance of America's Financial Sector. Comité del Congreso de Servicios Financieros (House Committee on Financial Services). Hearing on Compensation in the Financial Industry.
- STIGLITZ, J. E. (2011). Rethinking macroeconomics: What failed, and how to repair it. *Journal of the European Economic Association*, 9(4), 591-645.
- STIGLITZ, J. (2012). The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future. W.W. Norton & Company.
- STRUNK, Norman y CASE, Fred. (1988). *Where Deregulation went Wrong: a Look at the Causes behind Savings and Loan Failures in the 1980s*. United States League of Savings Institutions.
- TAIBI, M. (Dic de 2012). "Glenn Hubbard, Leading Academic and Mitt Romney Advisor, Took \$1200 an Hour to Be Countrywide's Expert Witness. *Rolling Stone Taiblog*.
- TALEB, N. N. (2007). *The Black Swan*. Penguin Economics.
- TARULLO, D. K. (2012 de Dic de 4 Dic 2012). Industry Structure and Systemic Risk Regulation. *Discurso pronunciado en la Brookings Institution Conference on Structuring the Financial Industry to Enhance Economic Growth and Stability*. Washington, D.C.
- TAYLOR, A. (13 de May de 1995). BANKING: Committee approves 'narrow' Glass-Steagall rewrite. *CQ Weekly*, 1308.
- TAYLOR, A. (29 de Abr de 1995). BANKING: Jim Leach gently rocking the boat. *CQ Weekly*, 1162.
- TAYLOR, J. (2000). An interview with Milton Friedman. En P. Samuelson, & A. William, *Inside the economist's mind: conversations with eminent economists*. Stanford University Press.
- TAYLOR, J. B. (1993). Discretion vs. Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, (págs. 195–214).
- TAYLOR, M. (2011). *Public policy in the community*. Palgrave Macmillan.
- THAKOR, Anjan V. y SIMON, John E. (2012). *The Economic Consequences of the Volcker Rule*. Center for Capital Markets Competitiveness. US Chamber of Commerce.
- THE ECONOMIST . (2009). The other Wordly philosophers . 16 de Julio de 2009.
- TOBOSO, F. (Nov de 2001). Institutional Individualism and Institutional Change: the Search for a Middle Way Mode of Explanation. *Cambridge Journal of Economics*, 25(6), 765-783.
- TOBOSO, F. (2005). Institutional Individualism and Institutional Change: the Search for a Middle Way Mode of Explanation. En M. Williams, *Philosophical Foundations of Social Research Methods (4 volumes, Sage Benchmarks in Social Research Methods)*. Great Britain.: Sage Publications Ltd.
- TOBOSO, F. (2011). Institutional Arrangements Matter for Both Efficiency and Distribution: New Institutional Economics Contributions and Challenges. En N. Schofield, *Democracy, Voting and Institutions*. Editorial Springer.
- TOBOSO, F. (2013). Methodological Developments in the Old and New Institutional Economics. *History of Economic Ideas*, XXI(1), 77-116.
- TOBOSO, F. y CABALLERO, G. (2015). *Democracia y políticas económicas*. Madrid: Síntesis.
- TOBOSO, F. y COMPÉS R. (2002). La nueva economía institucional y las reformas en los países del este: una primera aproximación. En C. F. (Ed), *Estudios sobre la Europa Oriental* (págs. 635-658). Valencia: PUV.

- TOBOSO, F., & ARIAS, X. C. . (2006). También en el ámbito público la clave está en las instituciones. Organización de gobiernos y mercados. Análisis de casos desde la nueva economía institucional . Valencia: PUV (Editado conjuntamente con la Universidad de Vigo).
- TOOL, M. R. y SAMUELS, W. J. (1989). *State, Society and Corporate Power*. New Burnswik: Transactions Publishers.
- TUCKMAN, B. (2012). Federal Liquidity Options: Containing Runs on Deposit-Like Assets without Bailouts and Moral Hazard. *Center for Financial Stability*, [http://www.wcs.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con\\_040105.pdf](http://www.wcs.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_040105.pdf) Disponible en SSRN .
- UEDA, K y DI MAURO, B. (2012). Quantifying structural subsidy values for systemically important financial institutions. *IMF Working Paper*(128), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12128.pdf>.
- VAN TREECK, T. (2012). Did inequality cause the U.S. financial crisis? *Journal of Economic Surveys*, 28(3), 421-448.
- VARIAN, H. (2012). *Microeconomic analysis*. W W Norton and Co.
- VEBLEN, T. (1898). *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions con una introducción de C. Wright Mills. (1953)*. New American Library.
- VEBLEN, T. (1899 [2007]). *The Theory of the Leisure Class*. Oxford University Press.
- VEBLEN, T. B. (1919). *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*. New York: Huebsch.
- VÉRON, N. (Oct de 2011). Rate expectations: What can and cannot be done about rating agencies. *Bruegel Policy Contribution*. (14).
- VIETOR, R. (1987). Chapter 2: Regulation-Defined Financial Markets: Fragmentation and Integration in Financial Services. En J. S. Hayes, *Wall Street and Regulation* (págs. 7-62). Boston: Harvard Business School Press.
- VILARIÑO SANZ, Ángel; PÉREZ RAMÍREZ, Jorge y GARÍA MARTÍNEZ, Fernando . (2008). *Derivados. Valor razonable, riesgos y contabilidad*. Pearson Prentice Hal.
- VIÑALS, José y otros. (May 2013). Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help? *IMF Staff Discussion Note*.
- VOLCKER, P. (16 de Ene de 1984). Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate. 2 y3, 7 y 8 [http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/volcker/Volcker\\_19840116.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/volcker/Volcker_19840116.pdf).
- VOLCKER, P. (31 de Ene de 2010). How to Reform Our Financial System. *The New York Times*.
- VOLCKER, P. (Nov de 2011). Financial Reform: Unfinished Business. *Artículo aparecido en el The New York Review of Books y basado en el discurso que pronunció Paul Volcker en el William Taylor Memorial Lecture*, págs. Disponible en: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2011/nov/24/financial-reform-unfinished-business/>.
- VOLCKER, P. (9 May 2012). Too Big To Fail. *Statement to the Senate Banking Committee*”. *Subcommittee on Consumer Protection* (pág. the Key Issue in Structural Reform). Washington, Dc: Disponible en: [http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Testimony&Hearing\\_ID=082d377a-5fd9-4e98-892b-26d80120d684&Witness\\_ID=f4bb09ce-b788-4746-9506-d030eadc62b8](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Testimony&Hearing_ID=082d377a-5fd9-4e98-892b-26d80120d684&Witness_ID=f4bb09ce-b788-4746-9506-d030eadc62b8).

- WÄCKERLE, M. (2013). The foundations of evolutionary institutional economics: Generic institutionalism. *18*.
- WALL, L. (1989). A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Puttable Subordinated Debt. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 74(4).
- WALLIS, J. J., y NORTH, D. (1986). *Measuring the transaction sector in the American economy, 1870-1970. In Long-term factors in American economic growth.* University of Chicago Press.
- WALSH, C. E. (2004). *October 6, 1979.* (F. R. Francisco, Ed.) Economic Letter.
- WANG, N. (Feb de 2003). Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey. *Ronald Coase Institute Working Papers*(2), <http://www.coase.org/workingpapers/wp-2.pdf>.
- WATKINS, J. P. (2011). Banking Ethics and the Goldman Rule. *Journal of Economic Issues*, 45(2), 363-372.
- Weaver, R. (1940). Negroes Need Housing. *The Crisis*.
- WEAVER, R. (1967). Housing Legislation of 1967. *Hearings Before the Subcommittee on Housing and Urban Affairs of the Committee on Banking and Currency, U.S. Senate. 90th cong., 1st Sess., July-August.*
- WEIBLE, Chris; SABATIER, Paul A. y FLOWERS, Jim. (2008). Advocacy Coalition Framework. En *la Encyclopedia of Public Administration and Public Policy.* Oxford:Taylor & Francis.
- WEINGAST, B. R. (1988). The Industrial Organization of Congress;or, Why Legislatures, Like Firms, Are Not Organized as Markets. *Journal of Political Economy*, 96(1), 132-163.
- WEINGAST, B. R. (1993). Constitutions as Governance Structures: The Political Foundations of Secure Markets. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 149(1), 286–311.
- WEINGAST, B. R. (1995). The Economic Role of Political Institutions: Market-Preserving Federalism and Economic Development. *Journal of Law, Economics and Organization*, 11(1), 1-31.
- WELLS, W. (2000). Certificates and Computers: The Remaking of Wall Street, 1967 to 1971. *Business History Review*.
- WHELOCK, David C. y WILSON, Paul W. (Oct de 2009). Do Large Banks have Lower Costs? New Estimates of Returns to Scale for U.S. Banks. *Working Paper Series 2009-054E (Federal Reserve Bank of St. Louis).*
- WHITE, E. N. (1992). *The Comptroller and the Transformation of American Banking, 1960-1990.* Washington D.C: Comptroller of the Currency.
- WHITE, L. (2010). Markets: The credit rating agencies. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.
- WHITE, W. (2009). *Modern macroeconomics is on the wrong track.*
- WHITEHEAD, C. K. (2001). The Volcker Rule And Evolving Financial Markets. *Harvard Business Law Review*, 1, Cornell Legal Studies Research Paper No. 11-19 Disponible en : SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1856633>. También en: [http://www.astrid.eu/Regolazione/Studi--ric/Whitehead\\_Harvard-Business-Law-Rev-1\\_2011.pdf](http://www.astrid.eu/Regolazione/Studi--ric/Whitehead_Harvard-Business-Law-Rev-1_2011.pdf).
- WICKENS, M. (2009). What's Wrong with Modern Macroeconomics? Why its Critics Have Missed the Point. *DG ECFIN Annual Research Conference.* Bruselas.
- WIGMORE, B. (1985). *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929-1933.* Westport, CT: Greenwood Press.

- WILBER, Charles K. y HARRISON, Robert S. (Mar de 1978). The Methodological Basis of Institutional Economics: Pattern Model, Storytelling, and Holism. *Journal of Economic Issues*, 12(1), 61-89.
- WILENTZ, S. (2008). *The Age of Reagan. A history 1974-2008*. Harper Collins.
- WILLIAMS WALSH, M. (24 de Ene de 2012). US faulted over pay at rescued firms". *The New York Times*.
- WILLIAMSON O. E. y WINTER, S. G. (1991). *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*. Oxford: Oxford University Press.
- WILLIAMSON, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. New York, NY: Free Press.
- WILLIAMSON, O. E. (1985a). Reflections on the New Institutional Economics. *Jour Inst Theo Econ*, 141(1), 187-95.
- WILLIAMSON, O. E. (1985b). *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, and Relational Contracting*. New York: Free Press.
- WILLIAMSON, O. E. (1990). A Comparison of Alternative Approaches to Economic Organization. *Jour Inst Theo Econ*, 146(1), 61-71.
- WILLIAMSON, O. E. (2000). *Journal of Economic Literature*, 38(3), 595-613.
- WILLIAMSON, O. E. (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock/Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*, 3(37), 595-613.
- WILLIAMSON, O. E. (2002). The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *The Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 171-195.
- WILMARTH, A. E. (6 de Abr de 2011). The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big to-Fail Problem. *Oregon Law Review*.
- WILMARTH, Jr., ARTHUR E. (2008). *Did Universal Banks Play a Significant Role in the U.S. Economy's Boom-and-Bust Cycle of 1921-33? A Preliminary Assessment*.
- WINSTON, C. (1998). U.S. Industry Adjustment to Economic Deregulation. *Journal of Economic Perspectives*, 12(3), 89-110.
- WINTERS, J. A. (2011). *Oligarchy*. New York: Cambridge.
- WYMAN, O. (2011). *The state of European bank funding*.
- YAGO, Glenn y BARTH, James R. (Mayo 2004). *The Savings and Loan Crisis: Lessons From a Regulatory Failure*. Kluwer Academic Publishers.

# TABLAS DE DATOS

Muestra datos: Índice VIX 2000-10. Datos diarios de cierre.

Fuente: Chicago Board Options Exchange.

Date	VIX Close						
02/01/1990	17,24	06/03/1990	20,55	09/05/1990	18,64	13/07/1990	17,09
03/01/1990	18,19	07/03/1990	19,1	10/05/1990	18,59	16/07/1990	16,75
04/01/1990	19,22	08/03/1990	19,74	11/05/1990	19,81	17/07/1990	16,66
05/01/1990	20,11	09/03/1990	20,3	14/05/1990	20,14	18/07/1990	18,9
08/01/1990	20,26	12/03/1990	20,07	15/05/1990	19,49	19/07/1990	18,56
09/01/1990	22,2	13/03/1990	21,05	16/05/1990	17,71	20/07/1990	15,63
10/01/1990	22,44	14/03/1990	19,65	17/05/1990	17,27	23/07/1990	23,68
11/01/1990	20,05	15/03/1990	18,81	18/05/1990	17,2	24/07/1990	21,79
12/01/1990	24,64	16/03/1990	17,62	21/05/1990	16,72	25/07/1990	20,19
15/01/1990	26,34	19/03/1990	18,29	22/05/1990	17,84	26/07/1990	20,26
16/01/1990	24,18	20/03/1990	19,06	23/05/1990	17,18	27/07/1990	21,12
17/01/1990	24,16	21/03/1990	20,1	24/05/1990	17,7	30/07/1990	21,16
18/01/1990	24,34	22/03/1990	22,74	25/05/1990	17,32	31/07/1990	21,11
19/01/1990	22,5	23/03/1990	20,46	29/05/1990	18,75	01/08/1990	21,64
22/01/1990	26,7	26/03/1990	19,59	30/05/1990	17,44	02/08/1990	20,43
23/01/1990	24,72	27/03/1990	21,01	31/05/1990	17,37	03/08/1990	28,74
24/01/1990	25,39	28/03/1990	19,77	01/06/1990	17,09	06/08/1990	35,91
25/01/1990	25,63	29/03/1990	18,46	04/06/1990	18,39	07/08/1990	32,75
26/01/1990	26,28	30/03/1990	19,73	05/06/1990	18,97	08/08/1990	28,27
29/01/1990	26,44	02/04/1990	22,84	06/06/1990	17,42	09/08/1990	24,39
30/01/1990	27,25	03/04/1990	20,44	07/06/1990	16,88	10/08/1990	25,75
31/01/1990	25,36	04/04/1990	22,03	08/06/1990	17,58	13/08/1990	25,74
01/02/1990	24,87	05/04/1990	21,21	11/06/1990	16,34	14/08/1990	24,18
02/02/1990	24,32	06/04/1990	21,76	12/06/1990	16,6	15/08/1990	23,31
05/02/1990	24,54	09/04/1990	22,3	13/06/1990	17,38	16/08/1990	27,16
06/02/1990	24,69	10/04/1990	21,69	14/06/1990	17,4	17/08/1990	27,53
07/02/1990	24,29	11/04/1990	17,73	15/06/1990	15,9	20/08/1990	26,46
08/02/1990	23,77	12/04/1990	19,8	18/06/1990	17,71	21/08/1990	28,9
09/02/1990	23,69	16/04/1990	20,75	19/06/1990	15,23	22/08/1990	30,55
12/02/1990	24,38	17/04/1990	20,38	20/06/1990	15,27	23/08/1990	36,47
13/02/1990	23,76	18/04/1990	22,67	21/06/1990	14,72	24/08/1990	33,93
14/02/1990	22,05	19/04/1990	22,46	22/06/1990	19,36	27/08/1990	29,63
15/02/1990	19,71	20/04/1990	23,33	25/06/1990	17,06	28/08/1990	29,12
16/02/1990	20,78	23/04/1990	24,16	26/06/1990	16,29	29/08/1990	27,38
20/02/1990	22,78	24/04/1990	21,7	27/06/1990	16	30/08/1990	29,89
21/02/1990	23,89	25/04/1990	20,86	28/06/1990	16,18	31/08/1990	29,9
22/02/1990	22,54	26/04/1990	20,25	29/06/1990	15,5	04/09/1990	29,58
23/02/1990	23,69	27/04/1990	22,19	02/07/1990	16,26	05/09/1990	28,52
26/02/1990	23,56	30/04/1990	19,52	03/07/1990	16,11	06/09/1990	30,19
27/02/1990	22,69	01/05/1990	18,43	05/07/1990	17,25	07/09/1990	28,73
28/02/1990	21,99	02/05/1990	19,32	06/07/1990	16,41	10/09/1990	29,34
01/03/1990	21,9	03/05/1990	17,81	09/07/1990	16,66	11/09/1990	28,38
02/03/1990	21,34	04/05/1990	17,28	10/07/1990	16,92	12/09/1990	28,12
05/03/1990	22,03	07/05/1990	17,65	11/07/1990	16,68	13/09/1990	29,33
		08/05/1990	18,49	12/07/1990	17,06	14/09/1990	30,56

17/09/1990	29,55
18/09/1990	28,82
19/09/1990	27,88
20/09/1990	28,66
21/09/1990	30,04
24/09/1990	30,56
25/09/1990	28,81
26/09/1990	28,19
27/09/1990	28,67
28/09/1990	29,11
01/10/1990	28,06
02/10/1990	27,28
03/10/1990	27,9
04/10/1990	27,51
05/10/1990	27,85
08/10/1990	28,04
09/10/1990	30,71
10/10/1990	31,19
11/10/1990	33,98
12/10/1990	31,94
15/10/1990	31,64
16/10/1990	31,45
17/10/1990	31,37
18/10/1990	29,6
19/10/1990	27,86
22/10/1990	27,27
23/10/1990	27,57
24/10/1990	28,28
25/10/1990	29,04
26/10/1990	30,75

29/10/1990	31,54
30/10/1990	30,52
31/10/1990	30,04
01/11/1990	30,25
02/11/1990	30,03
05/11/1990	29,85
06/11/1990	29,11
07/11/1990	30,87
08/11/1990	30,79
09/11/1990	26,96
12/11/1990	25,6
13/11/1990	24,58
14/11/1990	22,89
15/11/1990	22,57
16/11/1990	21,34
19/11/1990	20,95
20/11/1990	20,09
21/11/1990	21,09
23/11/1990	20,98
26/11/1990	22,76
27/11/1990	22,86
28/11/1990	22,96
29/11/1990	23,91
30/11/1990	22,16
03/12/1990	22,29
04/12/1990	22,03
05/12/1990	20,94
06/12/1990	22,62
07/12/1990	22,59
10/12/1990	23,58

11/12/1990	23,75
12/12/1990	21,28
13/12/1990	23,05
14/12/1990	23,85
17/12/1990	24,85
18/12/1990	23,11
19/12/1990	23,08
20/12/1990	23,13
21/12/1990	22,66
24/12/1990	24,03
26/12/1990	24,18
27/12/1990	24,81
28/12/1990	25,05
31/12/1990	26,38
02/01/1991	26,62
03/01/1991	27,93
04/01/1991	27,19
07/01/1991	28,95
08/01/1991	30,38
09/01/1991	33,3
10/01/1991	31,33
11/01/1991	32,63
14/01/1991	36,2
15/01/1991	36,16
16/01/1991	33,2
17/01/1991	27,45
18/01/1991	25,39
21/01/1991	24,33
22/01/1991	24,9
23/01/1991	23,92

24/01/1991	22,86
25/01/1991	22,2
28/01/1991	23,05
29/01/1991	23,17
30/01/1991	21,37
31/01/1991	20,91
01/02/1991	21,04
04/02/1991	21,86
05/02/1991	21,46
06/02/1991	22,68
07/02/1991	23,6
08/02/1991	23,38
11/02/1991	22,56
12/02/1991	22,26
13/02/1991	20,86
14/02/1991	21,48
15/02/1991	19,57
19/02/1991	19,84
20/02/1991	22,26
21/02/1991	20,78
22/02/1991	21,01
25/02/1991	22,86
26/02/1991	20,38
27/02/1991	21,26
28/02/1991	21,23
01/03/1991	n/a

**Muestra datos: TED Spread (Diferencial de rentabilidad entre los T-Bill y el US LIBOR).**

**Período 2000-10. Datos diarios.**

**Fuente: Federal Reserve Bank of Saint Louis.**

Frequency: Daily	
observation_date	TEDRATE
1999-12-28	
1999-12-29	0,92
1999-12-30	0,93
1999-12-31	
2000-01-03	
2000-01-04	0,77
2000-01-05	0,75
2000-01-06	0,78
2000-01-07	0,81
2000-01-10	0,79
2000-01-11	0,76
2000-01-12	0,75
2000-01-13	0,79
2000-01-14	0,79
2000-01-18	0,8

2000-01-19	0,69
2000-01-20	0,72
2000-01-21	0,73
2000-01-24	0,72
2000-01-25	0,64
2000-01-26	0,63
2000-01-27	0,62
2000-01-28	0,57
2000-01-31	0,55
2000-02-01	0,55
2000-02-02	0,61
2000-02-03	0,64
2000-02-04	0,59
2000-02-07	0,63
2000-02-08	0,58
2000-02-09	0,61
2000-02-10	0,6

2000-02-11	0,61
2000-02-14	0,62
2000-02-15	0,51
2000-02-16	0,53
2000-02-17	0,52
2000-02-18	0,53
2000-02-22	0,51
2000-02-23	0,47
2000-02-24	0,48
2000-02-25	0,48
2000-02-28	0,47
2000-02-29	0,49
2000-03-01	0,51
2000-03-02	0,52
2000-03-03	0,49
2000-03-06	0,46
2000-03-07	0,46

2000-03-08	0,46
2000-03-09	0,48
2000-03-10	0,44
2000-03-13	0,44
2000-03-14	0,45
2000-03-15	0,48
2000-03-16	0,49
2000-03-17	0,49
2000-03-20	0,49
2000-03-21	0,5
2000-03-22	0,51
2000-03-23	0,52
2000-03-24	0,52
2000-03-27	0,59
2000-03-28	0,56
2000-03-29	0,55
2000-03-30	0,58

2000-03-31	0,57
2000-04-03	0,6
2000-04-04	0,62
2000-04-05	0,57
2000-04-06	0,55
2000-04-07	0,55
2000-04-10	0,58
2000-04-11	0,61
2000-04-12	0,61
2000-04-13	0,63
2000-04-14	0,63
2000-04-17	0,63
2000-04-18	0,64
2000-04-19	0,66
2000-04-20	0,69
2000-04-25	0,7
2000-04-26	0,79
2000-04-27	0,8
2000-04-28	0,84
2000-05-02	0,82
2000-05-03	0,86
2000-05-04	0,92
2000-05-05	0,88
2000-05-08	0,83
2000-05-09	0,76
2000-05-10	0,76
2000-05-11	0,76
2000-05-12	0,77
2000-05-15	0,82
2000-05-16	0,74
2000-05-17	0,93
2000-05-18	1,07
2000-05-19	1,11
2000-05-22	1,11
2000-05-23	0,98
2000-05-24	1,07
2000-05-25	1,15
2000-05-26	1,18
2000-05-29	
2000-05-30	1,24
2000-05-31	1,38
2000-06-01	1,3
2000-06-02	1,15
2000-06-05	1,07
2000-06-06	0,97
2000-06-07	1,05
2000-06-08	1,06
2000-06-09	1,06
2000-06-12	1,12
2000-06-13	1,09
2000-06-14	1,13
2000-06-15	1,11

2000-06-16	1,12
2000-06-19	1,12
2000-06-20	1,13
2000-06-21	1,12
2000-06-22	1,1
2000-06-23	1,08
2000-06-26	1,11
2000-06-27	1,11
2000-06-28	1,13
2000-06-29	1,1
2000-06-30	1,06
2000-07-03	1,02
2000-07-04	
2000-07-05	0,93
2000-07-06	0,89
2000-07-07	0,87
2000-07-10	0,83
2000-07-11	0,8
2000-07-12	0,74
2000-07-13	0,73
2000-07-14	0,74
2000-07-17	0,76
2000-07-18	0,76
2000-07-19	0,74
2000-07-20	0,74
2000-07-21	0,77
2000-07-24	0,73
2000-07-25	0,7
2000-07-26	0,71
2000-07-27	0,67
2000-07-28	0,69
2000-07-31	0,69
2000-08-01	0,65
2000-08-02	0,65
2000-08-03	0,66
2000-08-04	0,66
2000-08-07	0,63
2000-08-08	0,61
2000-08-09	0,62
2000-08-10	0,61
2000-08-11	0,57
2000-08-14	0,6
2000-08-15	0,59
2000-08-16	0,6
2000-08-17	0,6
2000-08-18	0,6
2000-08-21	0,6
2000-08-22	0,59
2000-08-23	0,58
2000-08-24	0,57
2000-08-25	0,55
2000-08-28	

2000-08-29	0,55
2000-08-30	0,54
2000-08-31	0,55
2000-09-01	0,58
2000-09-04	
2000-09-05	0,58
2000-09-06	0,62
2000-09-07	0,64
2000-09-08	0,69
2000-09-11	0,71
2000-09-12	0,74
2000-09-13	0,74
2000-09-14	0,69
2000-09-15	0,69
2000-09-18	0,69
2000-09-19	0,67
2000-09-20	0,68
2000-09-21	0,68
2000-09-22	0,67
2000-09-25	0,67
2000-09-26	0,66
2000-09-27	0,64
2000-09-28	0,75
2000-09-29	0,76
2000-10-02	0,77
2000-10-03	0,74
2000-10-04	0,74
2000-10-05	0,73
2000-10-06	0,74
2000-10-09	
2000-10-10	0,75
2000-10-11	0,75
2000-10-12	0,79
2000-10-13	0,75
2000-10-16	0,71
2000-10-17	0,65
2000-10-18	0,64
2000-10-19	0,62
2000-10-20	0,63
2000-10-23	0,6
2000-10-24	0,59
2000-10-25	0,56
2000-10-26	0,58
2000-10-27	0,59
2000-10-30	0,57
2000-10-31	0,57
2000-11-01	0,58
2000-11-02	0,56
2000-11-03	0,55
2000-11-06	0,51
2000-11-07	0,53
2000-11-08	0,54

2000-11-09	0,55
2000-11-10	0,57
2000-11-13	0,57
2000-11-14	0,58
2000-11-15	0,57
2000-11-16	0,59
2000-11-17	0,58
2000-11-20	0,57
2000-11-21	0,57
2000-11-22	0,57
2000-11-23	
2000-11-24	0,57
2000-11-27	0,61
2000-11-28	0,65
2000-11-29	0,68
2000-11-30	0,69
2000-12-01	0,64
2000-12-04	0,68
2000-12-05	0,77
2000-12-06	0,7
2000-12-07	0,64
2000-12-08	0,65
2000-12-11	0,67
2000-12-12	0,69
2000-12-13	0,69
2000-12-14	0,66
2000-12-15	0,7
2000-12-18	0,76
2000-12-19	0,76
2000-12-20	0,84
2000-12-21	1,22
2000-12-22	1,32
2000-12-25	
2000-12-26	
2000-12-27	0,85
2000-12-28	0,69
2000-12-29	0,67
2001-01-01	
2001-01-02	0,68
2001-01-03	0,76
2001-01-04	0,64
2001-01-05	0,71
2001-01-08	0,56
2001-01-09	0,52
2001-01-10	0,5
2001-01-11	0,51
2001-01-12	0,49
2001-01-15	
2001-01-16	0,52
2001-01-17	0,52
2001-01-18	0,51
2001-01-19	0,51

2001-01-22	0,47	2001-03-13	0,49	2001-05-02	0,51	2001-06-21	0,31
2001-01-23	0,47	2001-03-14	0,59	2001-05-03	0,55	2001-06-22	0,36
2001-01-24	0,47	2001-03-15	0,53	2001-05-04	0,62	2001-06-25	0,33
2001-01-25	0,46	2001-03-16	0,47	2001-05-07		2001-06-26	0,32
2001-01-26	0,53	2001-03-19	0,46	2001-05-08	0,48	2001-06-27	0,27
2001-01-29	0,55	2001-03-20	0,51	2001-05-09	0,45	2001-06-28	0,23
2001-01-30	0,64	2001-03-21	0,66	2001-05-10	0,4	2001-06-29	0,27
2001-01-31	0,56	2001-03-22	0,7	2001-05-11	0,38	2001-07-02	0,24
2001-02-01	0,52	2001-03-23	0,67	2001-05-14	0,49	2001-07-03	0,24
2001-02-02	0,47	2001-03-26	0,68	2001-05-15	0,55	2001-07-04	
2001-02-05	0,45	2001-03-27	0,62	2001-05-16	0,54	2001-07-05	0,25
2001-02-06	0,47	2001-03-28	0,67	2001-05-17	0,55	2001-07-06	0,26
2001-02-07	0,47	2001-03-29	0,66	2001-05-18	0,53	2001-07-09	0,22
2001-02-08	0,46	2001-03-30	0,68	2001-05-21	0,51	2001-07-10	0,24
2001-02-09	0,48	2001-04-02	0,72	2001-05-22	0,52	2001-07-11	0,26
2001-02-12	0,46	2001-04-03	0,8	2001-05-23	0,51	2001-07-12	0,25
2001-02-13	0,47	2001-04-04	0,81	2001-05-24	0,44	2001-07-13	0,22
2001-02-14	0,46	2001-04-05	0,79	2001-05-25	0,45	2001-07-16	0,2
2001-02-15	0,46	2001-04-06	0,96	2001-05-28		2001-07-17	0,23
2001-02-16	0,52	2001-04-09	0,9	2001-05-29	0,37	2001-07-18	0,3
2001-02-19		2001-04-10	0,89	2001-05-30	0,4	2001-07-19	0,24
2001-02-20	0,46	2001-04-11	0,78	2001-05-31	0,44	2001-07-20	0,26
2001-02-21	0,48	2001-04-12	0,86	2001-06-01	0,35	2001-07-23	0,22
2001-02-22	0,47	2001-04-13		2001-06-04	0,34	2001-07-24	0,22
2001-02-23	0,53	2001-04-16		2001-06-05	0,39	2001-07-25	0,22
2001-02-26	0,48	2001-04-17	0,79	2001-06-06	0,39	2001-07-26	0,23
2001-02-27	0,4	2001-04-18	1,01	2001-06-07	0,37	2001-07-27	0,23
2001-02-28	0,32	2001-04-19	0,63	2001-06-08	0,36	2001-07-30	0,19
2001-03-01	0,37	2001-04-20	0,74	2001-06-11	0,39	2001-07-31	0,21
2001-03-02	0,36	2001-04-23	0,72	2001-06-12	0,42	2001-08-01	0,21
2001-03-05	0,38	2001-04-24	0,65	2001-06-13	0,42	2001-08-02	0,2
2001-03-06	0,42	2001-04-25	0,59	2001-06-14	0,4	2001-08-03	0,22
2001-03-07	0,5	2001-04-26	0,6	2001-06-15	0,41		
2001-03-08	0,5	2001-04-27	0,55	2001-06-18	0,35		
2001-03-09	0,43	2001-04-30	0,48	2001-06-19	0,33		
2001-03-12	0,52	2001-05-01	0,51	2001-06-20	0,34		

**Muestra Datos: Nuevas viviendas unifamiliares vendidas mensualmente en EEUU entre 1963 y 2015. Datos fin de mes.**

**Fuente: US Bureau of Census.**

Frequency: Monthly	HS N1F	1963-10-01	567	1964-09-01	590	1965-08-01	615	1966-07-01	435
observation date		1963-11-01	579	1964-10-01	583	1965-09-01	587	1966-08-01	377
1963-01-01	591	1963-12-01	514	1964-11-01	548	1965-10-01	555	1966-09-01	358
1963-02-01	464	1964-01-01	549	1964-12-01	540	1965-11-01	616	1966-10-01	387
1963-03-01	461	1964-02-01	609	1965-01-01	533	1965-12-01	609	1966-11-01	382
1963-04-01	605	1964-03-01	562	1965-02-01	559	1966-01-01	599	1966-12-01	369
1963-05-01	586	1964-04-01	559	1965-03-01	556	1966-02-01	541	1967-01-01	416
1963-06-01	526	1964-05-01	523	1965-04-01	555	1966-03-01	557	1967-02-01	408
1963-07-01	665	1964-06-01	580	1965-05-01	544	1966-04-01	545	1967-03-01	439
1963-08-01	570	1964-07-01	575	1965-06-01	614	1966-05-01	499	1967-04-01	479
1963-09-01	590	1964-08-01	582	1965-07-01	554	1966-06-01	434	1967-05-01	503

1967-06-01	499
1967-07-01	515
1967-08-01	504
1967-09-01	531
1967-10-01	566
1967-11-01	500
1967-12-01	502
1968-01-01	494
1968-02-01	543
1968-03-01	490
1968-04-01	501
1968-05-01	441
1968-06-01	441
1968-07-01	493
1968-08-01	507
1968-09-01	501
1968-10-01	502
1968-11-01	469
1968-12-01	511
1969-01-01	480
1969-02-01	524
1969-03-01	474
1969-04-01	450
1969-05-01	447
1969-06-01	461
1969-07-01	436
1969-08-01	422
1969-09-01	396
1969-10-01	401
1969-11-01	441
1969-12-01	452
1970-01-01	461
1970-02-01	373
1970-03-01	389
1970-04-01	445
1970-05-01	466
1970-06-01	485
1970-07-01	481
1970-08-01	515
1970-09-01	564
1970-10-01	545
1970-11-01	570
1970-12-01	582
1971-01-01	618
1971-02-01	618
1971-03-01	681
1971-04-01	662
1971-05-01	618
1971-06-01	646
1971-07-01	706
1971-08-01	659
1971-09-01	625

1971-10-01	647
1971-11-01	710
1971-12-01	689
1972-01-01	698
1972-02-01	711
1972-03-01	640
1972-04-01	684
1972-05-01	677
1972-06-01	687
1972-07-01	681
1972-08-01	773
1972-09-01	767
1972-10-01	843
1972-11-01	735
1972-12-01	772
1973-01-01	781
1973-02-01	737
1973-03-01	725
1973-04-01	661
1973-05-01	660
1973-06-01	650
1973-07-01	601
1973-08-01	566
1973-09-01	561
1973-10-01	565
1973-11-01	547
1973-12-01	519
1974-01-01	523
1974-02-01	539
1974-03-01	572
1974-04-01	544
1974-05-01	590
1974-06-01	534
1974-07-01	534
1974-08-01	492
1974-09-01	511
1974-10-01	448
1974-11-01	450
1974-12-01	417
1975-01-01	416
1975-02-01	422
1975-03-01	477
1975-04-01	543
1975-05-01	579
1975-06-01	557
1975-07-01	569
1975-08-01	566
1975-09-01	556
1975-10-01	609
1975-11-01	680
1975-12-01	669
1976-01-01	603

1976-02-01	644
1976-03-01	591
1976-04-01	611
1976-05-01	570
1976-06-01	591
1976-07-01	664
1976-08-01	648
1976-09-01	696
1976-10-01	708
1976-11-01	735
1976-12-01	767
1977-01-01	825
1977-02-01	839
1977-03-01	872
1977-04-01	799
1977-05-01	807
1977-06-01	805
1977-07-01	755
1977-08-01	808
1977-09-01	842
1977-10-01	819
1977-11-01	829
1977-12-01	835
1978-01-01	795
1978-02-01	791
1978-03-01	814
1978-04-01	864
1978-05-01	857
1978-06-01	834
1978-07-01	789
1978-08-01	756
1978-09-01	812
1978-10-01	872
1978-11-01	798
1978-12-01	805
1979-01-01	754
1979-02-01	723
1979-03-01	793
1979-04-01	748
1979-05-01	727
1979-06-01	700
1979-07-01	715
1979-08-01	729
1979-09-01	727
1979-10-01	670
1979-11-01	597
1979-12-01	559
1980-01-01	592
1980-02-01	541
1980-03-01	474
1980-04-01	370
1980-05-01	469

1980-06-01	552
1980-07-01	636
1980-08-01	659
1980-09-01	596
1980-10-01	561
1980-11-01	562
1980-12-01	532
1981-01-01	511
1981-02-01	510
1981-03-01	514
1981-04-01	470
1981-05-01	467
1981-06-01	415
1981-07-01	431
1981-08-01	378
1981-09-01	338
1981-10-01	356
1981-11-01	382
1981-12-01	457
1982-01-01	368
1982-02-01	365
1982-03-01	374
1982-04-01	339
1982-05-01	384
1982-06-01	370
1982-07-01	375
1982-08-01	407
1982-09-01	481
1982-10-01	480
1982-11-01	554
1982-12-01	521
1983-01-01	582
1983-02-01	562
1983-03-01	596
1983-04-01	638
1983-05-01	664
1983-06-01	651
1983-07-01	606
1983-08-01	572
1983-09-01	608
1983-10-01	632
1983-11-01	644
1983-12-01	773
1984-01-01	691
1984-02-01	696
1984-03-01	641
1984-04-01	639
1984-05-01	615
1984-06-01	630
1984-07-01	619
1984-08-01	567
1984-09-01	662

1984-10-01	687
1984-11-01	597
1984-12-01	597
1985-01-01	645
1985-02-01	682
1985-03-01	671
1985-04-01	620
1985-05-01	678
1985-06-01	722
1985-07-01	766
1985-08-01	726
1985-09-01	678
1985-10-01	655
1985-11-01	733
1985-12-01	721
1986-01-01	733
1986-02-01	728
1986-03-01	880
1986-04-01	857
1986-05-01	789
1986-06-01	728
1986-07-01	698
1986-08-01	621
1986-09-01	763
1986-10-01	669
1986-11-01	707
1986-12-01	784
1987-01-01	709
1987-02-01	732
1987-03-01	713
1987-04-01	735
1987-05-01	651
1987-06-01	637
1987-07-01	658
1987-08-01	657
1987-09-01	666
1987-10-01	650
1987-11-01	625
1987-12-01	595
1988-01-01	585
1988-02-01	663
1988-03-01	669
1988-04-01	699
1988-05-01	684
1988-06-01	717
1988-07-01	679
1988-08-01	688
1988-09-01	703
1988-10-01	718
1988-11-01	628
1988-12-01	658
1989-01-01	719

1989-02-01	622
1989-03-01	567
1989-04-01	608
1989-05-01	656
1989-06-01	642
1989-07-01	731
1989-08-01	697
1989-09-01	639
1989-10-01	645
1989-11-01	684
1989-12-01	630
1990-01-01	620
1990-02-01	591
1990-03-01	574
1990-04-01	542
1990-05-01	534
1990-06-01	545

1990-07-01	542
1990-08-01	528
1990-09-01	496
1990-10-01	465
1990-11-01	493
1990-12-01	464
1991-01-01	401
1991-02-01	482
1991-03-01	507
1991-04-01	508
1991-05-01	517
1991-06-01	516
1991-07-01	511
1991-08-01	526
1991-09-01	487
1991-10-01	524
1991-11-01	575

1991-12-01	558
1992-01-01	676
1992-02-01	639
1992-03-01	554
1992-04-01	546
1992-05-01	554
1992-06-01	596
1992-07-01	627
1992-08-01	636
1992-09-01	650
1992-10-01	621
1992-11-01	614
1992-12-01	650
1993-01-01	596
1993-02-01	604
1993-03-01	602
1993-04-01	701

1993-05-01	626
1993-06-01	653
1993-07-01	655
1993-08-01	645
1993-09-01	726
1993-10-01	704
1993-11-01	769
1993-12-01	812
1994-01-01	619
1994-02-01	686
1994-03-01	747
1994-04-01	692
1994-05-01	691
1994-06-01	621
1994-07-01	628
1994-08-01	656
1994-09-01	677

1994-10-01	715
1994-11-01	646
1994-12-01	629
1995-01-01	626
1995-02-01	559
1995-03-01	616
1995-04-01	621
1995-05-01	674
1995-06-01	725
1995-07-01	765
1995-08-01	701
1995-09-01	678
1995-10-01	696
1995-11-01	664
1995-12-01	709
1996-01-01	714
1996-02-01	769

**Muestra Datos; Número de viviendas unifamiliares comenzadas trimestralmente en EEUU (1974-2014).**

**Fuente: US Bureau of Census.**

Frequency: Quarterly	
Observation date	HOUST1FQ
1974-01-01	178
1974-04-01	298
1974-07-01	244
1974-10-01	168
1975-01-01	142
1975-04-01	261
1975-07-01	268
1975-10-01	221
1976-01-01	219
1976-04-01	340
1976-07-01	334
1976-10-01	270
1977-01-01	269
1977-04-01	440
1977-07-01	410
1977-10-01	332
1978-01-01	258
1978-04-01	449
1978-07-01	404
1978-10-01	323
1979-01-01	227
1979-04-01	387
1979-07-01	343
1979-10-01	238
1980-01-01	151
1980-04-01	203

1980-07-01	273
1980-10-01	225
1981-01-01	167
1981-04-01	230
1981-07-01	185
1981-10-01	124
1982-01-01	114
1982-04-01	178
1982-07-01	187
1982-10-01	184
1983-01-01	203
1983-04-01	322
1983-07-01	308
1983-10-01	235
1984-01-01	237
1984-04-01	333
1984-07-01	280
1984-10-01	235
1985-01-01	215
1985-04-01	318
1985-07-01	295
1985-10-01	244
1986-01-01	234
1986-04-01	369
1986-07-01	325
1986-10-01	251
1987-01-01	241
1987-04-01	346

1987-07-01	321
1987-10-01	237
1988-01-01	220
1988-04-01	324
1988-07-01	293
1988-10-01	245
1989-01-01	213
1989-04-01	302
1989-07-01	272
1989-10-01	217
1990-01-01	217
1990-04-01	271
1990-07-01	233
1990-10-01	174
1991-01-01	147
1991-04-01	254
1991-07-01	240
1991-10-01	200
1992-01-01	219
1992-04-01	296
1992-07-01	276
1992-10-01	239
1993-01-01	213
1993-04-01	324
1993-07-01	309
1993-10-01	279
1994-01-01	253
1994-04-01	354

1994-07-01	326
1994-10-01	266
1995-01-01	214
1995-04-01	297
1995-07-01	308
1995-10-01	257
1996-01-01	240
1996-04-01	344
1996-07-01	324
1996-10-01	252
1997-01-01	238
1997-04-01	325
1997-07-01	315
1997-10-01	257
1998-01-01	258
1998-04-01	360
1998-07-01	348
1998-10-01	305
1999-01-01	287
1999-04-01	367
1999-07-01	347
1999-10-01	301
2000-01-01	278
2000-04-01	357
2000-07-01	320
2000-10-01	275
2001-01-01	274
2001-04-01	374

2001-07-01	341
2001-10-01	285
2002-01-01	293
2002-04-01	386
2002-07-01	361
2002-10-01	319
2003-01-01	304
2003-04-01	406
2003-07-01	412
2003-10-01	377
2004-01-01	345
2004-04-01	456
2004-07-01	440
2004-10-01	370

2005-01-01	369
2005-04-01	485
2005-07-01	471
2005-10-01	392
2006-01-01	382
2006-04-01	433
2006-07-01	372
2006-10-01	278
2007-01-01	260
2007-04-01	333
2007-07-01	265
2007-10-01	188
2008-01-01	162
2008-04-01	194

2008-07-01	163
2008-10-01	103
2009-01-01	78
2009-04-01	124
2009-07-01	138
2009-10-01	105
2010-01-01	114
2010-04-01	142
2010-07-01	119
2010-10-01	96
2011-01-01	90
2011-04-01	123
2011-07-01	118
2011-10-01	100

2012-01-01	105
2012-04-01	151
2012-07-01	150
2012-10-01	129
2013-01-01	136
2013-04-01	174
2013-07-01	165
2013-10-01	142
2014-01-01	134
2014-04-01	183
2014-07-01	178
2014-10-01	154
2015-01-01	140
2015-04-01	206

**Muestra Datos: Número de viviendas unifamiliares en venta en EEUU mensualmente (1963-2015).**

**Fuente: US Bureau of Census.**

Frequency: Monthly, End of Month	
observation_date	HNFSUSNSA
1963-01-01	234
1963-02-01	236
1963-03-01	246
1963-04-01	254
1963-05-01	254
1963-06-01	256
1963-07-01	251
1963-08-01	258
1963-09-01	249
1963-10-01	269
1963-11-01	260
1963-12-01	265
1964-01-01	261
1964-02-01	259
1964-03-01	267
1964-04-01	269
1964-05-01	272
1964-06-01	267
1964-07-01	260
1964-08-01	253
1964-09-01	248
1964-10-01	249
1964-11-01	251
1964-12-01	250
1965-01-01	248
1965-02-01	248
1965-03-01	246
1965-04-01	250
1965-05-01	243
1965-06-01	238

1965-07-01	232
1965-08-01	227
1965-09-01	224
1965-10-01	225
1965-11-01	234
1965-12-01	228
1966-01-01	227
1966-02-01	221
1966-03-01	227
1966-04-01	228
1966-05-01	220
1966-06-01	215
1966-07-01	207
1966-08-01	202
1966-09-01	203
1966-10-01	197
1966-11-01	196
1966-12-01	196
1967-01-01	193
1967-02-01	191
1967-03-01	192
1967-04-01	192
1967-05-01	190
1967-06-01	190
1967-07-01	182
1967-08-01	175
1967-09-01	179
1967-10-01	187
1967-11-01	190
1967-12-01	190
1968-01-01	189
1968-02-01	188
1968-03-01	192

1968-04-01	203
1968-05-01	203
1968-06-01	202
1968-07-01	201
1968-08-01	200
1968-09-01	203
1968-10-01	211
1968-11-01	219
1968-12-01	218
1969-01-01	214
1969-02-01	210
1969-03-01	215
1969-04-01	223
1969-05-01	225
1969-06-01	224
1969-07-01	222
1969-08-01	217
1969-09-01	220
1969-10-01	228
1969-11-01	227
1969-12-01	228
1970-01-01	212
1970-02-01	207
1970-03-01	214
1970-04-01	220
1970-05-01	221
1970-06-01	219
1970-07-01	220
1970-08-01	212
1970-09-01	215
1970-10-01	217
1970-11-01	217
1970-12-01	227

1971-01-01	219
1971-02-01	212
1971-03-01	220
1971-04-01	229
1971-05-01	237
1971-06-01	248
1971-07-01	248
1971-08-01	250
1971-09-01	263
1971-10-01	274
1971-11-01	284
1971-12-01	294
1972-01-01	295
1972-02-01	298
1972-03-01	312
1972-04-01	323
1972-05-01	338
1972-06-01	357
1972-07-01	361
1972-08-01	375
1972-09-01	383
1972-10-01	398
1972-11-01	408
1972-12-01	416
1973-01-01	412
1973-02-01	402
1973-03-01	408
1973-04-01	412
1973-05-01	416
1973-06-01	425
1973-07-01	432
1973-08-01	433
1973-09-01	427

1973-10-01	428
1973-11-01	425
1973-12-01	422
1974-01-01	413
1974-02-01	405
1974-03-01	402
1974-04-01	403
1974-05-01	396
1974-06-01	393
1974-07-01	383
1974-08-01	376
1974-09-01	362
1974-10-01	361
1974-11-01	355
1974-12-01	350
1975-01-01	345
1975-02-01	339
1975-03-01	330
1975-04-01	325
1975-05-01	321
1975-06-01	321
1975-07-01	323
1975-08-01	320
1975-09-01	321
1975-10-01	330
1975-11-01	319
1975-12-01	316
1976-01-01	311
1976-02-01	306
1976-03-01	314
1976-04-01	320
1976-05-01	326
1976-06-01	336
1976-07-01	343
1976-08-01	338
1976-09-01	341
1976-10-01	349
1976-11-01	357
1976-12-01	358
1977-01-01	349
1977-02-01	342
1977-03-01	353
1977-04-01	358
1977-05-01	360
1977-06-01	369
1977-07-01	379
1977-08-01	390
1977-09-01	392
1977-10-01	403
1977-11-01	408
1977-12-01	408
1978-01-01	401

1978-02-01	389
1978-03-01	398
1978-04-01	403
1978-05-01	408
1978-06-01	422
1978-07-01	420
1978-08-01	421
1978-09-01	419
1978-10-01	414
1978-11-01	422
1978-12-01	419
1979-01-01	408
1979-02-01	393
1979-03-01	416
1979-04-01	416
1979-05-01	426
1979-06-01	420
1979-07-01	420
1979-08-01	419
1979-09-01	414
1979-10-01	414
1979-11-01	409
1979-12-01	402
1980-01-01	390
1980-02-01	380
1980-03-01	369
1980-04-01	359
1980-05-01	349
1980-06-01	341
1980-07-01	338
1980-08-01	332
1980-09-01	339
1980-10-01	342
1980-11-01	344
1980-12-01	342
1981-01-01	333
1981-02-01	326
1981-03-01	323
1981-04-01	327
1981-05-01	323
1981-06-01	318
1981-07-01	312
1981-08-01	307
1981-09-01	306
1981-10-01	297
1981-11-01	286
1981-12-01	278
1982-01-01	273
1982-02-01	264
1982-03-01	264
1982-04-01	263
1982-05-01	256

1982-06-01	253
1982-07-01	251
1982-08-01	248
1982-09-01	249
1982-10-01	248
1982-11-01	250
1982-12-01	255
1983-01-01	256
1983-02-01	253
1983-03-01	259
1983-04-01	264
1983-05-01	271
1983-06-01	283
1983-07-01	288
1983-08-01	296
1983-09-01	302
1983-10-01	302
1983-11-01	309
1983-12-01	304
1984-01-01	301
1984-02-01	304
1984-03-01	316
1984-04-01	325
1984-05-01	331
1984-06-01	340
1984-07-01	340
1984-08-01	346
1984-09-01	345
1984-10-01	349
1984-11-01	353
1984-12-01	358
1985-01-01	353
1985-02-01	349
1985-03-01	350
1985-04-01	354
1985-05-01	355
1985-06-01	354
1985-07-01	351
1985-08-01	351
1985-09-01	352
1985-10-01	358
1985-11-01	356
1985-12-01	350
1986-01-01	351
1986-02-01	342
1986-03-01	331
1986-04-01	333
1986-05-01	335
1986-06-01	341
1986-07-01	350
1986-08-01	354
1986-09-01	357

1986-10-01	362
1986-11-01	357
1986-12-01	361
1987-01-01	355
1987-02-01	349
1987-03-01	352
1987-04-01	355
1987-05-01	352
1987-06-01	360
1987-07-01	360
1987-08-01	364
1987-09-01	364
1987-10-01	365
1987-11-01	365
1987-12-01	370
1988-01-01	366
1988-02-01	363
1988-03-01	366
1988-04-01	362
1988-05-01	367
1988-06-01	367
1988-07-01	365
1988-08-01	366
1988-09-01	363
1988-10-01	358
1988-11-01	367
1988-12-01	371
1989-01-01	368
1989-02-01	366
1989-03-01	371
1989-04-01	372
1989-05-01	378
1989-06-01	378
1989-07-01	369
1989-08-01	365
1989-09-01	366
1989-10-01	367
1989-11-01	365
1989-12-01	366
1990-01-01	365
1990-02-01	359
1990-03-01	358
1990-04-01	360
1990-05-01	359
1990-06-01	355
1990-07-01	350
1990-08-01	346
1990-09-01	339
1990-10-01	336
1990-11-01	328
1990-12-01	321
1991-01-01	315

1991-02-01	308
1991-03-01	304
1991-04-01	301
1991-05-01	300
1991-06-01	296
1991-07-01	296
1991-08-01	291
1991-09-01	292
1991-10-01	290
1991-11-01	285
1991-12-01	284
1992-01-01	281
1992-02-01	272

1992-03-01	275
1992-04-01	273
1992-05-01	272
1992-06-01	275
1992-07-01	273
1992-08-01	269
1992-09-01	268
1992-10-01	266
1992-11-01	261
1992-12-01	267
1993-01-01	265
1993-02-01	263
1993-03-01	268

1993-04-01	270
1993-05-01	273
1993-06-01	276
1993-07-01	278
1993-08-01	286
1993-09-01	290
1993-10-01	291
1993-11-01	293
1993-12-01	295
1994-01-01	294
1994-02-01	292
1994-03-01	296
1994-04-01	296

1994-05-01	301
1994-06-01	316
1994-07-01	318
1994-08-01	323
1994-09-01	332
1994-10-01	331
1994-11-01	335
1994-12-01	340
1995-01-01	340
1995-02-01	341
1995-03-01	343
1995-04-01	344
1995-05-01	346

**Muestra Datos: Deuda Hipotecaria Viva Anual en EEUU (1952-2015). Datos trimestrales al fin del período. Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.**

Frequency: Quarterly, End of Period	
observation_date	MDOAH
1951-10-01	81.790
1952-01-01	83.435
1952-04-01	85.740
1952-07-01	88.064
1952-10-01	90.311
1953-01-01	92.517
1953-04-01	95.294
1953-07-01	97.644
1953-10-01	99.987
1954-01-01	101.883
1954-04-01	104.853
1954-07-01	108.102
1954-10-01	111.813
1955-01-01	115.447
1955-04-01	119.647
1955-07-01	123.611
1955-10-01	127.493
1956-01-01	130.979
1956-04-01	135.023
1956-07-01	138.687
1956-10-01	142.063
1957-01-01	145.046
1957-04-01	148.003
1957-07-01	151.261
1957-10-01	154.235
1958-01-01	156.720
1958-04-01	160.081
1958-07-01	164.171
1958-10-01	168.792
1959-01-01	172.683
1959-04-01	177.755

1959-07-01	182.647
1959-10-01	187.099
1960-01-01	190.736
1960-04-01	195.012
1960-07-01	199.568
1960-10-01	203.766
1961-01-01	207.438
1961-04-01	212.079
1961-07-01	217.262
1961-10-01	222.978
1962-01-01	227.228
1962-04-01	232.955
1962-07-01	238.908
1962-10-01	245.399
1963-01-01	250.269
1963-04-01	257.054
1963-07-01	263.966
1963-10-01	270.812
1964-01-01	276.369
1964-04-01	283.239
1964-07-01	290.475
1964-10-01	297.517
1965-01-01	302.957
1965-04-01	309.831
1965-07-01	316.637
1965-10-01	323.588
1966-01-01	330.148
1966-04-01	337.186
1966-07-01	342.683
1966-10-01	347.175
1967-01-01	350.385
1967-04-01	355.423
1967-07-01	362.488
1967-10-01	369.762

1968-01-01	375.557
1968-04-01	382.253
1968-07-01	389.537
1968-10-01	397.059
1969-01-01	400.951
1969-04-01	407.783
1969-07-01	415.576
1969-10-01	422.935
1970-01-01	436.499
1970-04-01	450.594
1970-07-01	460.315
1970-10-01	469.354
1971-01-01	477.184
1971-04-01	490.134
1971-07-01	504.220
1971-10-01	517.869
1972-01-01	531.563
1972-04-01	550.177
1972-07-01	569.356
1972-10-01	589.774
1973-01-01	605.281
1973-04-01	627.940
1973-07-01	649.008
1973-10-01	666.543
1974-01-01	681.402
1974-04-01	707.441
1974-07-01	724.949
1974-10-01	738.266
1975-01-01	749.706
1975-04-01	765.272
1975-07-01	782.184
1975-10-01	798.743
1976-01-01	816.948
1976-04-01	837.915

1976-07-01	862.134
1976-10-01	886.012
1977-01-01	909.389
1977-04-01	942.842
1977-07-01	980.047
1977-10-01	1.016.643
1978-01-01	1.045.887
1978-04-01	1.087.426
1978-07-01	1.129.952
1978-10-01	1.172.142
1979-01-01	1.209.290
1979-04-01	1.255.769
1979-07-01	1.304.419
1979-10-01	1.343.453
1980-01-01	1.385.932
1980-04-01	1.412.833
1980-07-01	1.451.766
1980-10-01	1.489.529
1981-01-01	1.518.601
1981-04-01	1.559.236
1981-07-01	1.594.446
1981-10-01	1.618.866
1982-01-01	1.640.744
1982-04-01	1.669.604
1982-07-01	1.681.791
1982-10-01	1.707.572
1983-01-01	1.739.001
1983-04-01	1.789.497
1983-07-01	1.850.079
1983-10-01	1.902.960
1984-01-01	1.958.975
1984-04-01	2.029.821
1984-07-01	2.095.341
1984-10-01	2.143.366

1985-01-01	2.212.796
1985-04-01	2.280.734
1985-07-01	2.349.659
1985-10-01	2.415.332
1986-01-01	2.463.487
1986-04-01	2.539.704
1986-07-01	2.625.902
1986-10-01	2.655.580
1987-01-01	2.737.635
1987-04-01	2.829.844
1987-07-01	2.899.474
1987-10-01	2.956.686
1988-01-01	3.025.696
1988-04-01	3.114.010
1988-07-01	3.187.485
1988-10-01	3.274.089
1989-01-01	3.329.462
1989-04-01	3.399.428
1989-07-01	3.475.700
1989-10-01	3.526.605
1990-01-01	3.620.446
1990-04-01	3.684.734
1990-07-01	3.740.309
1990-10-01	3.781.631
1991-01-01	3.825.331
1991-04-01	3.889.722
1991-07-01	3.892.426
1991-10-01	3.932.662
1992-01-01	3.963.237
1992-04-01	3.985.449
1992-07-01	4.023.847
1992-10-01	4.043.601

1993-01-01	4.044.775
1993-04-01	4.087.452
1993-07-01	4.133.083
1993-10-01	4.174.878
1994-01-01	4.198.080
1994-04-01	4.246.600
1994-07-01	4.297.475
1994-10-01	4.339.068
1995-01-01	4.372.004
1995-04-01	4.426.734
1995-07-01	4.487.740
1995-10-01	4.525.046
1996-01-01	4.596.543
1996-04-01	4.669.559
1996-07-01	4.738.086
1996-10-01	4.805.889
1997-01-01	4.860.355
1997-04-01	4.936.824
1997-07-01	5.049.363
1997-10-01	5.119.393
1998-01-01	5.208.920
1998-04-01	5.326.873
1998-07-01	5.449.904
1998-10-01	5.604.026
1999-01-01	5.729.659
1999-04-01	5.868.555
1999-07-01	6.069.787
1999-10-01	6.210.737
2000-01-01	6.315.082
2000-04-01	6.477.453
2000-07-01	6.628.287
2000-10-01	6.768.855

2001-01-01	6.894.766
2001-04-01	7.104.032
2001-07-01	7.307.672
2001-10-01	7.477.817
2002-01-01	7.650.440
2002-04-01	7.875.863
2002-07-01	8.117.762
2002-10-01	8.379.956
2003-01-01	8.581.484
2003-04-01	8.873.144
2003-07-01	9.148.090
2003-10-01	9.391.161
2004-01-01	9.643.617
2004-04-01	9.997.699
2004-07-01	10.319.216
2004-10-01	10.666.576
2005-01-01	10.950.687
2005-04-01	11.329.812
2005-07-01	11.727.295
2005-10-01	12.109.825
2006-01-01	12.522.700
2006-04-01	12.917.152
2006-07-01	13.250.023
2006-10-01	13.526.632
2007-01-01	13.818.383
2007-04-01	14.129.702
2007-07-01	14.428.767
2007-10-01	14.623.746
2008-01-01	14.767.555
2008-04-01	14.808.501
2008-07-01	14.786.725

2008-10-01	14.716.136
2009-01-01	14.705.991
2009-04-01	14.646.092
2009-07-01	14.541.788
2009-10-01	14.426.608
2010-01-01	14.252.729
2010-04-01	14.133.609
2010-07-01	14.017.342
2010-10-01	13.794.915
2011-01-01	13.713.849
2011-04-01	13.624.291
2011-07-01	13.546.267
2011-10-01	13.482.842
2012-01-01	13.404.552
2012-04-01	13.334.232
2012-07-01	13.286.083
2012-10-01	13.264.704
2013-01-01	13.210.578
2013-04-01	13.216.151
2013-07-01	13.265.015
2013-10-01	13.286.382
2014-01-01	13.276.317
2014-04-01	13.309.069
2014-07-01	13.377.298
2014-10-01	13.468.559
2015-01-01	13.482.999
2015-04-01	13.584.937

**Muestra Datos: S&P Case-Shiller 10-City Composite Price Index (1987-2015).**

**Fuente: S&P Dow Jones Indices. Datos mensuales. Enero de 2000 = 100.**

Frequency: Monthly	
observation_date	SPCS10R SA
1987-01-01	63
1987-02-01	64
1987-03-01	64
1987-04-01	65
1987-05-01	66
1987-06-01	66
1987-07-01	67
1987-08-01	68
1987-09-01	68
1987-10-01	69
1987-11-01	70
1987-12-01	70

1988-01-01	71
1988-02-01	71
1988-03-01	72
1988-04-01	72
1988-05-01	73
1988-06-01	74
1988-07-01	74
1988-08-01	75
1988-09-01	76
1988-10-01	76
1988-11-01	77
1988-12-01	78
1989-01-01	78
1989-02-01	79

1989-03-01	80
1989-04-01	80
1989-05-01	81
1989-06-01	81
1989-07-01	81
1989-08-01	81
1989-09-01	82
1989-10-01	82
1989-11-01	82
1989-12-01	82
1990-01-01	83
1990-02-01	83
1990-03-01	83
1990-04-01	83

1990-05-01	82
1990-06-01	82
1990-07-01	82
1990-08-01	81
1990-09-01	81
1990-10-01	80
1990-11-01	80
1990-12-01	80
1991-01-01	79
1991-02-01	78
1991-03-01	78
1991-04-01	77
1991-05-01	78
1991-06-01	78

1991-07-01	78
1991-08-01	78
1991-09-01	78
1991-10-01	78
1991-11-01	78
1991-12-01	78
1992-01-01	78
1992-02-01	78
1992-03-01	78
1992-04-01	78
1992-05-01	78
1992-06-01	78
1992-07-01	77
1992-08-01	77
1992-09-01	77
1992-10-01	77
1992-11-01	77
1992-12-01	77
1993-01-01	77
1993-02-01	77
1993-03-01	77
1993-04-01	76
1993-05-01	76
1993-06-01	76
1993-07-01	76
1993-08-01	76
1993-09-01	76
1993-10-01	76
1993-11-01	76
1993-12-01	76
1994-01-01	76
1994-02-01	76
1994-03-01	76
1994-04-01	77
1994-05-01	77
1994-06-01	77
1994-07-01	77
1994-08-01	77
1994-09-01	77
1994-10-01	77
1994-11-01	77
1994-12-01	77
1995-01-01	77
1995-02-01	77
1995-03-01	77
1995-04-01	77
1995-05-01	77
1995-06-01	77
1995-07-01	77
1995-08-01	77
1995-09-01	77
1995-10-01	77

1995-11-01	77
1995-12-01	77
1996-01-01	77
1996-02-01	77
1996-03-01	77
1996-04-01	77
1996-05-01	77
1996-06-01	77
1996-07-01	78
1996-08-01	78
1996-09-01	78
1996-10-01	78
1996-11-01	78
1996-12-01	78
1997-01-01	79
1997-02-01	79
1997-03-01	79
1997-04-01	79
1997-05-01	80
1997-06-01	80
1997-07-01	80
1997-08-01	81
1997-09-01	81
1997-10-01	81
1997-11-01	82
1997-12-01	83
1998-01-01	83
1998-02-01	84
1998-03-01	85
1998-04-01	85
1998-05-01	86
1998-06-01	87
1998-07-01	87
1998-08-01	88
1998-09-01	89
1998-10-01	89
1998-11-01	90
1998-12-01	90
1999-01-01	91
1999-02-01	91
1999-03-01	92
1999-04-01	93
1999-05-01	94
1999-06-01	95
1999-07-01	96
1999-08-01	96
1999-09-01	97
1999-10-01	98
1999-11-01	99
1999-12-01	100
2000-01-01	101
2000-02-01	102

2000-03-01	103
2000-04-01	105
2000-05-01	106
2000-06-01	107
2000-07-01	108
2000-08-01	109
2000-09-01	110
2000-10-01	111
2000-11-01	113
2000-12-01	114
2001-01-01	115
2001-02-01	117
2001-03-01	118
2001-04-01	119
2001-05-01	119
2001-06-01	120
2001-07-01	120
2001-08-01	121
2001-09-01	122
2001-10-01	123
2001-11-01	124
2001-12-01	124
2002-01-01	125
2002-02-01	126
2002-03-01	127
2002-04-01	129
2002-05-01	130
2002-06-01	132
2002-07-01	134
2002-08-01	136
2002-09-01	138
2002-10-01	139
2002-11-01	141
2002-12-01	143
2003-01-01	144
2003-02-01	145
2003-03-01	146
2003-04-01	147
2003-05-01	148
2003-06-01	149
2003-07-01	151
2003-08-01	152
2003-09-01	155
2003-10-01	157
2003-11-01	159
2003-12-01	162
2004-01-01	164
2004-02-01	166
2004-03-01	170
2004-04-01	172
2004-05-01	176
2004-06-01	179

2004-07-01	182
2004-08-01	184
2004-09-01	186
2004-10-01	187
2004-11-01	189
2004-12-01	192
2005-01-01	195
2005-02-01	198
2005-03-01	201
2005-04-01	204
2005-05-01	206
2005-06-01	208
2005-07-01	210
2005-08-01	212
2005-09-01	215
2005-10-01	217
2005-11-01	220
2005-12-01	222
2006-01-01	224
2006-02-01	226
2006-03-01	227
2006-04-01	227
2006-05-01	227
2006-06-01	226
2006-07-01	225
2006-08-01	223
2006-09-01	223
2006-10-01	223
2006-11-01	223
2006-12-01	223
2007-01-01	223
2007-02-01	223
2007-03-01	223
2007-04-01	221
2007-05-01	219
2007-06-01	217
2007-07-01	214
2007-08-01	212
2007-09-01	210
2007-10-01	208
2007-11-01	204
2007-12-01	201
2008-01-01	198
2008-02-01	193
2008-03-01	190
2008-04-01	186
2008-05-01	183
2008-06-01	180
2008-07-01	177
2008-08-01	174
2008-09-01	171
2008-10-01	168

2008-11-01	165
2008-12-01	162
2009-01-01	159
2009-02-01	157
2009-03-01	155
2009-04-01	153
2009-05-01	152
2009-06-01	153
2009-07-01	154
2009-08-01	155
2009-09-01	156
2009-10-01	157
2009-11-01	158
2009-12-01	158
2010-01-01	159
2010-02-01	160
2010-03-01	160
2010-04-01	160
2010-05-01	160
2010-06-01	160

2010-07-01	160
2010-08-01	159
2010-09-01	158
2010-10-01	157
2010-11-01	157
2010-12-01	157
2011-01-01	156
2011-02-01	156
2011-03-01	155
2011-04-01	154
2011-05-01	154
2011-06-01	154
2011-07-01	154
2011-08-01	153
2011-09-01	153
2011-10-01	152
2011-11-01	151
2011-12-01	150
2012-01-01	150
2012-02-01	150

2012-03-01	150
2012-04-01	151
2012-05-01	152
2012-06-01	154
2012-07-01	154
2012-08-01	155
2012-09-01	156
2012-10-01	157
2012-11-01	158
2012-12-01	159
2013-01-01	161
2013-02-01	163
2013-03-01	165
2013-04-01	168
2013-05-01	170
2013-06-01	171
2013-07-01	173
2013-08-01	175
2013-09-01	177
2013-10-01	178

2013-11-01	180
2013-12-01	181
2014-01-01	183
2014-02-01	184
2014-03-01	186
2014-04-01	186
2014-05-01	185
2014-06-01	185
2014-07-01	185
2014-08-01	185
2014-09-01	185
2014-10-01	186
2014-11-01	187
2014-12-01	189
2015-01-01	191
2015-02-01	193
2015-03-01	194
2015-04-01	195

**Muestra Datos: Tipos de interés en EEUU. Datos mensuales en promedio (2000-2015). Fuente: Reserva Federal.**

Frequency: Monthly				
Observation_date	FEDFUNDS	MORTGAGE 5US	MORTGAGE 1US	Coefficiente de Correlación
2000-01-01	5,45		6,61	0,866667462
2000-02-01	5,73		6,72	0,836644406
2000-03-01	5,85		6,72	
2000-04-01	6,02		6,80	
2000-05-01	6,27		7,07	
2000-06-01	6,53		7,24	
2000-07-01	6,54		7,28	
2000-08-01	6,50		7,29	
2000-09-01	6,52		7,27	
2000-10-01	6,51		7,23	
2000-11-01	6,51		7,22	
2000-12-01	6,40		7,09	
2001-01-01	5,98		6,70	
2001-02-01	5,49		6,46	
2001-03-01	5,31		6,28	
2001-04-01	4,80		6,11	
2001-05-01	4,21		5,88	
2001-06-01	3,97		5,81	
2001-07-01	3,77		5,71	
2001-08-01	3,65		5,71	
2001-09-01	3,07		5,57	
2001-10-01	2,49		5,28	
2001-11-01	2,09		5,20	

2001-12-01	1,82		5,23	
2002-01-01	1,73		5,18	
2002-02-01	1,74		5,03	
2002-03-01	1,73		5,06	
2002-04-01	1,75		4,96	
2002-05-01	1,75		4,79	
2002-06-01	1,75		4,65	
2002-07-01	1,73		4,51	
2002-08-01	1,74		4,38	
2002-09-01	1,75		4,29	
2002-10-01	1,75		4,27	
2002-11-01	1,34		4,16	
2002-12-01	1,24		4,12	
2003-01-01	1,24		3,99	
2003-02-01	1,26		3,86	
2003-03-01	1,25		3,76	
2003-04-01	1,26		3,80	
2003-05-01	1,26		3,66	
2003-06-01	1,22		3,52	
2003-07-01	1,01		3,57	
2003-08-01	1,03		3,79	
2003-09-01	1,01		3,86	
2003-10-01	1,01		3,74	
2003-11-01	1,00		3,75	
2003-12-01	0,98		3,75	
2004-01-01	1,00		3,63	
2004-02-01	1,01		3,55	

2004-03-01	1,00		3,41	
2004-04-01	1,00		3,65	
2004-05-01	1,00		3,88	
2004-06-01	1,03		4,10	
2004-07-01	1,26		4,11	
2004-08-01	1,43		4,06	
2004-09-01	1,61		3,99	
2004-10-01	1,76		4,02	
2004-11-01	1,93		4,15	
2004-12-01	2,16		4,18	
2005-01-01	2,28	5,04	4,12	
2005-02-01	2,50	5,02	4,16	
2005-03-01	2,63	5,30	4,23	
2005-04-01	2,79	5,27	4,25	
2005-05-01	3,00	5,13	4,23	
2005-06-01	3,04	5,06	4,24	
2005-07-01	3,26	5,22	4,40	
2005-08-01	3,50	5,34	4,55	
2005-09-01	3,62	5,31	4,51	
2005-10-01	3,78	5,57	4,86	
2005-11-01	4,00	5,80	5,14	
2005-12-01	4,16	5,78	5,17	
2006-01-01	4,29	5,76	5,17	
2006-02-01	4,49	5,92	5,34	
2006-03-01	4,59	5,98	5,42	
2006-04-01	4,79	6,15	5,62	
2006-05-01	4,94	6,22	5,63	
2006-06-01	4,99	6,28	5,71	
2006-07-01	5,24	6,36	5,79	
2006-08-01	5,25	6,18	5,64	
2006-09-01	5,25	6,08	5,56	
2006-10-01	5,25	6,09	5,55	
2006-11-01	5,25	6,02	5,51	
2006-12-01	5,24	5,95	5,45	
2007-01-01	5,25	6,02	5,47	
2007-02-01	5,26	6,00	5,51	
2007-03-01	5,26	5,90	5,44	
2007-04-01	5,25	5,91	5,45	
2007-05-01	5,25	5,98	5,52	
2007-06-01	5,25	6,31	5,68	
2007-07-01	5,26	6,32	5,71	
2007-08-01	5,02	6,33	5,67	
2007-09-01	4,94	6,21	5,66	
2007-10-01	4,76	6,09	5,68	
2007-11-01	4,49	5,91	5,48	
2007-12-01	4,24	5,86	5,50	
2008-01-01	3,94	5,45	5,23	
2008-02-01	2,98	5,30	5,03	
2008-03-01	2,61	5,54	5,12	
2008-04-01	2,28	5,58	5,19	
2008-05-01	1,98	5,64	5,24	
2008-06-01	2,00	5,77	5,15	

2008-07-01	2,01	5,93	5,24	
2008-08-01	2,00	6,02	5,26	
2008-09-01	1,81	5,88	5,14	
2008-10-01	0,97	6,09	5,21	
2008-11-01	0,39	5,98	5,26	
2008-12-01	0,16	5,65	4,97	
2009-01-01	0,15	5,31	4,92	
2009-02-01	0,22	5,15	4,87	
2009-03-01	0,18	5,00	4,86	
2009-04-01	0,15	4,88	4,82	
2009-05-01	0,18	4,83	4,75	
2009-06-01	0,21	5,00	4,93	
2009-07-01	0,16	4,80	4,82	
2009-08-01	0,16	4,68	4,72	
2009-09-01	0,15	4,53	4,59	
2009-10-01	0,12	4,39	4,55	
2009-11-01	0,12	4,27	4,41	
2009-12-01	0,12	4,33	4,31	
2010-01-01	0,11	4,32	4,33	
2010-02-01	0,13	4,19	4,23	
2010-03-01	0,16	4,10	4,20	
2010-04-01	0,20	4,09	4,16	
2010-05-01	0,20	3,95	4,01	
2010-06-01	0,18	3,90	3,86	
2010-07-01	0,18	3,79	3,73	
2010-08-01	0,19	3,58	3,53	
2010-09-01	0,19	3,54	3,46	
2010-10-01	0,19	3,45	3,36	
2010-11-01	0,19	3,37	3,25	
2010-12-01	0,18	3,68	3,31	
2011-01-01	0,17	3,72	3,25	
2011-02-01	0,16	3,82	3,35	
2011-03-01	0,14	3,67	3,22	
2011-04-01	0,10	3,66	3,20	
2011-05-01	0,09	3,44	3,13	
2011-06-01	0,09	3,29	3,00	
2011-07-01	0,07	3,28	2,97	
2011-08-01	0,10	3,12	2,93	
2011-09-01	0,08	2,99	2,84	
2011-10-01	0,07	3,03	2,92	
2011-11-01	0,08	2,96	2,90	
2011-12-01	0,07	2,88	2,79	
2012-01-01	0,08	2,84	2,76	
2012-02-01	0,10	2,81	2,78	
2012-03-01	0,13	2,87	2,77	
2012-04-01	0,14	2,84	2,78	
2012-05-01	0,16	2,83	2,74	
2012-06-01	0,16	2,80	2,76	
2012-07-01	0,16	2,74	2,69	
2012-08-01	0,13	2,77	2,67	
2012-09-01	0,14	2,74	2,61	
2012-10-01	0,16	2,74	2,59	

2012-11-01	0,16	2,73	2,57	
2012-12-01	0,16	2,70	2,54	
2013-01-01	0,14	2,68	2,58	
2013-02-01	0,15	2,63	2,61	
2013-03-01	0,14	2,63	2,63	
2013-04-01	0,15	2,61	2,63	
2013-05-01	0,11	2,61	2,55	
2013-06-01	0,09	2,85	2,60	
2013-07-01	0,09	3,17	2,66	
2013-08-01	0,08	3,21	2,65	
2013-09-01	0,08	3,17	2,67	
2013-10-01	0,09	3,02	2,63	
2013-11-01	0,08	2,97	2,61	
2013-12-01	0,09	2,97	2,56	
2014-01-01	0,07	3,11	2,55	
2014-02-01	0,07	3,07	2,54	

2014-03-01	0,08	3,06	2,48	
2014-04-01	0,09	3,07	2,44	
2014-05-01	0,09	3,01	2,43	
2014-06-01	0,10	2,99	2,40	
2014-07-01	0,09	2,99	2,39	
2014-08-01	0,09	2,97	2,37	
2014-09-01	0,09	3,03	2,43	
2014-10-01	0,09	2,98	2,41	
2014-11-01	0,09	3,00	2,44	
2014-12-01	0,12	2,98	2,40	
2015-01-01	0,11	2,89	2,38	
2015-02-01	0,11	2,94	2,43	
2015-03-01	0,11	2,97	2,46	
2015-04-01	0,12	2,86	2,46	
2015-05-01	0,12	2,89	2,49	
2015-06-01	0,13	2,99	2,54	

**Muestra Datos: Tasa de mora en el total de las hipotecas sobre viviendas unifamiliares en EEUU (1991-2015). Todos los bancos comerciales. Datos trimestrales al final del período.**

**Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.**

Frequency: Quarterly, End of Period	DRSFRM ACBN
1991-01-01	3,32
1991-04-01	3,20
1991-07-01	3,31
1991-10-01	3,42
1992-01-01	3,35
1992-04-01	3,06
1992-07-01	2,98
1992-10-01	2,95
1993-01-01	2,91
1993-04-01	2,65
1993-07-01	2,66
1993-10-01	2,51
1994-01-01	2,54
1994-04-01	2,24
1994-07-01	2,16
1994-10-01	2,16
1995-01-01	2,16
1995-04-01	2,08
1995-07-01	2,19
1995-10-01	2,33
1996-01-01	2,27
1996-04-01	2,22
1996-07-01	2,27
1996-10-01	2,46
1997-01-01	2,37
1997-04-01	2,23

1997-07-01	2,26
1997-10-01	2,39
1998-01-01	2,21
1998-04-01	2,07
1998-07-01	2,14
1998-10-01	2,21
1999-01-01	1,93
1999-04-01	1,83
1999-07-01	2,18
1999-10-01	2,11
2000-01-01	1,97
2000-04-01	1,91
2000-07-01	2,09
2000-10-01	2,45
2001-01-01	2,28
2001-04-01	2,30
2001-07-01	2,19
2001-10-01	2,41
2002-01-01	2,21
2002-04-01	2,06
2002-07-01	2,05
2002-10-01	2,13
2003-01-01	1,96
2003-04-01	1,74
2003-07-01	1,68
2003-10-01	1,93
2004-01-01	1,63
2004-04-01	1,52
2004-07-01	1,55

2004-10-01	1,51
2005-01-01	1,40
2005-04-01	1,47
2005-07-01	1,54
2005-10-01	1,78
2006-01-01	1,57
2006-04-01	1,53
2006-07-01	1,72
2006-10-01	2,11
2007-01-01	2,01
2007-04-01	2,17
2007-07-01	2,73
2007-10-01	3,30
2008-01-01	3,67
2008-04-01	4,15
2008-07-01	5,16
2008-10-01	7,05
2009-01-01	7,88
2009-04-01	8,21
2009-07-01	9,49
2009-10-01	10,97
2010-01-01	11,36
2010-04-01	10,72
2010-07-01	10,67
2010-10-01	10,50
2011-01-01	10,51
2011-04-01	10,29
2011-07-01	10,28
2011-10-01	10,52

2012-01-01	10,40
2012-04-01	10,26
2012-07-01	10,62
2012-10-01	10,18
2013-01-01	9,72
2013-04-01	9,17
2013-07-01	8,60
2013-10-01	8,36
2014-01-01	7,82
2014-04-01	7,32
2014-07-01	6,95
2014-10-01	6,71
2015-01-01	6,15
2015-04-01	5,71

**Muestra Datos: Tasa de mora según el tipo de préstamo 1990-2009. Datos a final de año.**

**Fuente: Mortgage Bankers Association of America.**

Delinquency rates															
	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>TOTAL</b>	4,7	4,2	4,3	4,4	4,3	4,4	5,1	5,1	4,7	4,5	4,5	4,6	5,4	6,9	9,3
Prime conventional loans				2,6	2,3	2,3	2,7	2,6	2,5	2,3	2,3	2,4	2,9	4,3	6,5
Subprime conventional loans				10,9	11,4	11,9	14,0	14,3	12,2	10,8	10,8	12,3	15,6	19,9	25,5
Federal Housing Administration loans	6,7	7,6	8,1	8,5	8,6	9,1	10,8	11,5	12,2	12,2	12,5	12,7	12,7	13,0	14,0
Veterans Administration loans	6,3	6,4	6,9	7,1	6,8	6,8	7,7	7,9	8,0	7,3	7,0	6,7	6,4	7,2	7,9

Delinquency rates															
	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>TOTAL</b>	4,66%	4,24%	4,30%	4,45%	4,26%	4,38%	5,11%	5,11%	4,74%	4,48%	4,45%	4,61%	5,38%	6,90%	9,30%
Prime conventional loans				2,59%	2,26%	2,28%	2,67%	2,63%	2,51%	2,30%	2,29%	2,39%	2,94%	4,30%	6,50%
Subprime conventional loans				10,88%	11,44%	11,92%	14,04%	14,33%	12,17%	10,80%	10,84%	12,27%	15,62%	19,90%	25,50%
Federal Housing Administration loans	6,68%	7,55%	8,12%	8,47%	8,58%	9,07%	10,78%	11,53%	12,21%	12,18%	12,51%	12,74%	12,71%	13,00%	14,00%
Veterans Administration loans	6,35%	6,44%	6,93%	7,10%	6,80%	6,84%	7,67%	7,86%	8,00%	7,30%	7,00%	6,67%	6,43%	7,20%	7,90%

**Muestra Datos: Tasas de ejecución hipotecaria 1998-2009. Datos anuales.**

**Fuente: Mortgage Bankers Association of America.**

Foreclosure Rates													
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Total loans in foreclosure process	1,2	1,2	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,0	1,2	2,0	3,3	4,6	
Prime conventional loans	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	1,0	1,9	3,3	
Subprime conventional loans	4,4	6,3	9,4	9,4	8,0	5,6	3,8	3,3	4,5	8,7	13,7	15,6	
Federal Housing Administration loans	2,4	2,0	1,7	2,2	2,8	2,9	2,7	2,3	1,9	2,3	2,4	3,6	
Veterans Administration loans	1,9	1,7	1,2	1,3	1,6	1,6	1,5	1,1	1,0	1,1	1,7	2,5	

Foreclosure Rates													
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Total loans in foreclosure process	1,17	1,17	1,16	1,46	1,46	1,29	1,15	0,99	1,19	2,04	3,30	4,60	
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
Prime conventional loans	0,58	0,48	0,39	0,51	0,54	0,55	0,49	0,42	0,50	0,96	1,90	3,30	
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
Subprime conventional loans	4,41	6,32	9,35	9,35	7,97	5,63	3,82	3,33	4,53	8,65	13,70	15,60	
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
Federal Housing Administration loans	2,35	2,01	1,66	2,17	2,78	2,93	2,67	2,34	1,92	2,34	2,40	3,60	
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
Veterans Administration loans	1,88	1,71	1,19	1,33	1,58	1,59	1,50	1,13	1,01	1,12	1,70	2,50	
%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	

**Muestra Datos: Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990-2012). A precios constantes de 2013.**

**Fuente: US Bureau of Census.**

Frequency: Annual			
observation_date	PAYEMS	MAFAINUSA672N	Coefficiente de Correlación
1990-01-01	109.160	\$73.693	0,959866405
1991-01-01	108.324	\$72.118	0,691268246
1992-01-01	109.495	\$71.935	0,988939776
1993-01-01	112.311	\$74.962	
1994-01-01	116.162	\$76.689	
1995-01-01	118.322	\$77.941	
1996-01-01	121.146	\$79.354	
1997-01-01	124.554	\$82.344	
1998-01-01	127.601	\$85.045	
1999-01-01	130.778	\$87.471	
2000-01-01	132.723	\$88.972	
2001-01-01	130.988	\$87.976	
2002-01-01	130.481	\$86.716	
2003-01-01	130.586	\$86.840	
2004-01-01	132.618	\$86.806	
2005-01-01	135.124	\$87.469	
2006-01-01	137.211	\$89.326	
2007-01-01	138.350	\$88.581	
2008-01-01	134.773	\$86.157	
2009-01-01	129.685	\$85.295	
2010-01-01	130.751	\$83.527	
2011-01-01	132.831	\$83.901	
2012-01-01	135.088	\$84.047	
2013-01-01	137.476		
2014-01-01	140.592		
2015-01-01	#N/A		

**Muestra Datos: Producto Interior Bruto (1990-2012). Miles de millones de dólares. A precios constantes de 2009. Fuente: US Bureau of Economic Analysis.**

Frequency: Quarterly	
observation_date	GDPC1
1990-01-01	8.947,10
1990-04-01	8.981,70
1990-07-01	8.983,90
1990-10-01	8.907,40
1991-01-01	8.865,60
1991-04-01	8.934,40
1991-07-01	8.977,30
1991-10-01	9.016,40
1992-01-01	9.123,00
1992-04-01	9.223,50
1992-07-01	9.313,20
1992-10-01	9.406,50

1993-01-01	9.424,10
1993-04-01	9.480,10
1993-07-01	9.526,30
1993-10-01	9.653,50
1994-01-01	9.748,20
1994-04-01	9.881,40
1994-07-01	9.939,70
1994-10-01	10.052,50
1995-01-01	10.086,90
1995-04-01	10.122,10
1995-07-01	10.208,80
1995-10-01	10.281,20
1996-01-01	10.348,70
1996-04-01	10.529,40

1996-07-01	10.626,80
1996-10-01	10.739,10
1997-01-01	10.820,90
1997-04-01	10.984,20
1997-07-01	11.124,00
1997-10-01	11.210,30
1998-01-01	11.321,20
1998-04-01	11.431,00
1998-07-01	11.580,60
1998-10-01	11.770,70
1999-01-01	11.864,70
1999-04-01	11.962,50
1999-07-01	12.113,10
1999-10-01	12.323,30

2000-01-01	12.359,10
2000-04-01	12.592,50
2000-07-01	12.607,70
2000-10-01	12.679,30
2001-01-01	12.643,30
2001-04-01	12.710,30
2001-07-01	12.670,10
2001-10-01	12.705,30
2002-01-01	12.822,30
2002-04-01	12.893,00
2002-07-01	12.955,80
2002-10-01	12.964,00
2003-01-01	13.031,20
2003-04-01	13.152,10

2003-07-01	13.372,40
2003-10-01	13.528,70
2004-01-01	13.606,50
2004-04-01	13.706,20
2004-07-01	13.830,80
2004-10-01	13.950,40
2005-01-01	14.099,10
2005-04-01	14.172,70
2005-07-01	14.291,80
2005-10-01	14.373,40
2006-01-01	14.546,10
2006-04-01	14.589,60

2006-07-01	14.602,60
2006-10-01	14.716,90
2007-01-01	14.726,00
2007-04-01	14.838,70
2007-07-01	14.938,50
2007-10-01	14.991,80
2008-01-01	14.889,50
2008-04-01	14.963,40
2008-07-01	14.891,60
2008-10-01	14.577,00
2009-01-01	14.375,00
2009-04-01	14.355,60

2009-07-01	14.402,50
2009-10-01	14.541,90
2010-01-01	14.604,80
2010-04-01	14.745,90
2010-07-01	14.845,50
2010-10-01	14.939,00
2011-01-01	14.881,30
2011-04-01	14.989,60
2011-07-01	15.021,10
2011-10-01	15.190,30
2012-01-01	15.291,00
2012-04-01	15.362,40

2012-07-01	15.380,80
2012-10-01	15.384,30
2013-01-01	15.457,20
2013-04-01	15.500,20
2013-07-01	15.614,40
2013-10-01	15.761,50
2014-01-01	15.724,90
2014-04-01	15.901,50
2014-07-01	16.068,80
2014-10-01	16.151,40
2015-01-01	16.177,30

**Muestra Datos: Producto Interior Bruto Real (1990=100) / Total de la población (Todas las edades, incluyendo las Fuerzas Armadas desplazadas) Versus Renta Familiar Real Media de las familias estadounidenses (1990=100). Fuente: US Bureau of Economic Analysis y US. Bureau of the Census.**

Frequency: Annual		
	Real Gross Domestic Product	Real median Household Income
1990-01-01	100,0	100,0
1991-01-01	98,6	97,1
1992-01-01	100,8	96,3
1993-01-01	102,2	95,9
1994-01-01	105,0	96,9
1995-01-01	106,6	100,0
1996-01-01	109,4	101,4
1997-01-01	112,9	103,5
1998-01-01	116,6	107,3
1999-01-01	120,7	110,0
2000-01-01	124,2	109,8

2001-01-01	124,2	107,4
2002-01-01	125,2	106,1
2003-01-01	127,6	106,1
2004-01-01	131,2	105,7
2005-01-01	134,3	106,8
2006-01-01	136,6	107,6
2007-01-01	137,7	109,1
2008-01-01	136,0	105,2
2009-01-01	131,1	104,5
2010-01-01	133,3	101,8
2011-01-01	134,4	100,2
2012-01-01	136,4	100,0
2013-01-01	137,4	100,4
2014-01-01	139,7	#N/A
2015-01-01	#N/A	#N/A

**Muestra Datos: Total de las nóminas no agrícolas en EEUU (1990-2015). Fuente: US Bureau of Labor Statistics.**

Frequency: Monthly	
observation_date	PAYEMS
1990-01-01	109184
1990-02-01	109432
1990-03-01	109647
1990-04-01	109687
1990-05-01	109839
1990-06-01	109862
1990-07-01	109834
1990-08-01	109613
1990-09-01	109525

1990-10-01	109366
1990-11-01	109216
1990-12-01	109160
1991-01-01	109040
1991-02-01	108735
1991-03-01	108577
1991-04-01	108366
1991-05-01	108241
1991-06-01	108338
1991-07-01	108302
1991-08-01	108308

1991-09-01	108340
1991-10-01	108356
1991-11-01	108299
1991-12-01	108324
1992-01-01	108377
1992-02-01	108314
1992-03-01	108368
1992-04-01	108527
1992-05-01	108654
1992-06-01	108721
1992-07-01	108789

1992-08-01	108930
1992-09-01	108966
1992-10-01	109146
1992-11-01	109284
1992-12-01	109495
1993-01-01	109805
1993-02-01	110047
1993-03-01	109998
1993-04-01	110306
1993-05-01	110573
1993-06-01	110754

1993-07-01	111052
1993-08-01	111212
1993-09-01	111451
1993-10-01	111737
1993-11-01	111999
1993-12-01	112311
1994-01-01	112583
1994-02-01	112783
1994-03-01	113248
1994-04-01	113597
1994-05-01	113931
1994-06-01	114247
1994-07-01	114625
1994-08-01	114902
1994-09-01	115254
1994-10-01	115467
1994-11-01	115887
1994-12-01	116162
1995-01-01	116488
1995-02-01	116691
1995-03-01	116913
1995-04-01	117075
1995-05-01	117059
1995-06-01	117294
1995-07-01	117396
1995-08-01	117644
1995-09-01	117886
1995-10-01	118040
1995-11-01	118189
1995-12-01	118322
1996-01-01	118303
1996-02-01	118734
1996-03-01	119001
1996-04-01	119165
1996-05-01	119486
1996-06-01	119774
1996-07-01	120030
1996-08-01	120202
1996-09-01	120427
1996-10-01	120677
1996-11-01	120975
1996-12-01	121146
1997-01-01	121381
1997-02-01	121684
1997-03-01	122000
1997-04-01	122292
1997-05-01	122551
1997-06-01	122818
1997-07-01	123131
1997-08-01	123092
1997-09-01	123604
1997-10-01	123945

1997-11-01	124251
1997-12-01	124554
1998-01-01	124830
1998-02-01	125026
1998-03-01	125177
1998-04-01	125456
1998-05-01	125862
1998-06-01	126080
1998-07-01	126204
1998-08-01	126551
1998-09-01	126774
1998-10-01	126972
1998-11-01	127254
1998-12-01	127601
1999-01-01	127726
1999-02-01	128137
1999-03-01	128244
1999-04-01	128620
1999-05-01	128831
1999-06-01	129092
1999-07-01	129411
1999-08-01	129577
1999-09-01	129791
1999-10-01	130191
1999-11-01	130483
1999-12-01	130778
2000-01-01	131009
2000-02-01	131139
2000-03-01	131606
2000-04-01	131893
2000-05-01	132119
2000-06-01	132072
2000-07-01	132251
2000-08-01	132236
2000-09-01	132371
2000-10-01	132356
2000-11-01	132581
2000-12-01	132723
2001-01-01	132696
2001-02-01	132767
2001-03-01	132742
2001-04-01	132460
2001-05-01	132422
2001-06-01	132291
2001-07-01	132179
2001-08-01	132019
2001-09-01	131778
2001-10-01	131453
2001-11-01	131159
2001-12-01	130988
2002-01-01	130849
2002-02-01	130715

2002-03-01	130695
2002-04-01	130615
2002-05-01	130607
2002-06-01	130663
2002-07-01	130579
2002-08-01	130563
2002-09-01	130503
2002-10-01	130628
2002-11-01	130638
2002-12-01	130481
2003-01-01	130572
2003-02-01	130421
2003-03-01	130211
2003-04-01	130167
2003-05-01	130157
2003-06-01	130166
2003-07-01	130190
2003-08-01	130147
2003-09-01	130250
2003-10-01	130446
2003-11-01	130463
2003-12-01	130586
2004-01-01	130746
2004-02-01	130792
2004-03-01	131123
2004-04-01	131371
2004-05-01	131679
2004-06-01	131753
2004-07-01	131786
2004-08-01	131918
2004-09-01	132080
2004-10-01	132425
2004-11-01	132489
2004-12-01	132618
2005-01-01	132752
2005-02-01	132991
2005-03-01	133126
2005-04-01	133489
2005-05-01	133665
2005-06-01	133908
2005-07-01	134283
2005-08-01	134479
2005-09-01	134545
2005-10-01	134629
2005-11-01	134966
2005-12-01	135124
2006-01-01	135401
2006-02-01	135716
2006-03-01	135997
2006-04-01	136179
2006-05-01	136203
2006-06-01	136280

2006-07-01	136486
2006-08-01	136671
2006-09-01	136827
2006-10-01	136830
2006-11-01	137039
2006-12-01	137211
2007-01-01	137448
2007-02-01	137536
2007-03-01	137724
2007-04-01	137802
2007-05-01	137947
2007-06-01	138018
2007-07-01	137984
2007-08-01	137967
2007-09-01	138053
2007-10-01	138136
2007-11-01	138253
2007-12-01	138350
2008-01-01	138365
2008-02-01	138278
2008-03-01	138199
2008-04-01	137986
2008-05-01	137803
2008-06-01	137631
2008-07-01	137421
2008-08-01	137162
2008-09-01	136710
2008-10-01	136234
2008-11-01	135469
2008-12-01	134773
2009-01-01	133977
2009-02-01	133274
2009-03-01	132450
2009-04-01	131766
2009-05-01	131411
2009-06-01	130944
2009-07-01	130619
2009-08-01	130402
2009-09-01	130175
2009-10-01	129974
2009-11-01	129968
2009-12-01	129685
2010-01-01	129717
2010-02-01	129649
2010-03-01	129810
2010-04-01	130057
2010-05-01	130575
2010-06-01	130445
2010-07-01	130381
2010-08-01	130342
2010-09-01	130293
2010-10-01	130541

2010-11-01	130662
2010-12-01	130751
2011-01-01	130826
2011-02-01	130993
2011-03-01	131199
2011-04-01	131520
2011-05-01	131623
2011-06-01	131808
2011-07-01	131925
2011-08-01	132053
2011-09-01	132276
2011-10-01	132459
2011-11-01	132605
2011-12-01	132831
2012-01-01	133211

2012-02-01	133458
2012-03-01	133674
2012-04-01	133761
2012-05-01	133874
2012-06-01	133909
2012-07-01	134086
2012-08-01	134274
2012-09-01	134418
2012-10-01	134631
2012-11-01	134795
2012-12-01	135088
2013-01-01	135293
2013-02-01	135607
2013-03-01	135722
2013-04-01	135909

2013-05-01	136128
2013-06-01	136255
2013-07-01	136419
2013-08-01	136675
2013-09-01	136825
2013-10-01	137050
2013-11-01	137367
2013-12-01	137476
2014-01-01	137642
2014-02-01	137830
2014-03-01	138055
2014-04-01	138385
2014-05-01	138621
2014-06-01	138907
2014-07-01	139156

2014-08-01	139369
2014-09-01	139619
2014-10-01	139840
2014-11-01	140263
2014-12-01	140592
2015-01-01	140793
2015-02-01	141059
2015-03-01	141178
2015-04-01	141365
2015-05-01	141625
2015-06-01	141870
2015-07-01	142093
2015-08-01	142229

**Muestra Datos: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1990-2012). Fuente: US Bureau of Labor Statistics.**

Frequency: Annual			
observation_date	PAYEM S	MAFAINU S A672N	Coefficiente de Correlación
1990-01-01	109.160	\$73.693	0,959866405
1991-01-01	108.324	\$72.118	0,691268246
1992-01-01	109.495	\$71.935	0,988939776
1993-01-01	112.311	\$74.962	
1994-01-01	116.162	\$76.689	
1995-01-01	118.322	\$77.941	
1996-01-01	121.146	\$79.354	
1997-01-01	124.554	\$82.344	
1998-01-01	127.601	\$85.045	
1999-01-01	130.778	\$87.471	
2000-01-01	132.723	\$88.972	

2001-01-01	130.988	\$87.976	
2002-01-01	130.481	\$86.716	
2003-01-01	130.586	\$86.840	
2004-01-01	132.618	\$86.806	
2005-01-01	135.124	\$87.469	
2006-01-01	137.211	\$89.326	
2007-01-01	138.350	\$88.581	
2008-01-01	134.773	\$86.157	
2009-01-01	129.685	\$85.295	
2010-01-01	130.751	\$83.527	
2011-01-01	132.831	\$83.901	
2012-01-01	135.088	\$84.047	
2013-01-01	137.476		
2014-01-01	140.592		
2015-01-01	#N/A		

**Muestra Datos: Rentas reales de las familias estadounidenses versus número de nóminas salariales no agrarias (1953-2012). 2007 = 100. Fuente: US Bureau of Labor Statistics.**

Frequency: Annual		
	Real Median Family Income	Total Nonfarm Payrolls (thousands)
1953-01-01	\$ 32.393	50.304
1954-01-01	\$ 31.538	49.087
1955-01-01	\$ 33.587	50.737
1956-01-01	\$ 35.782	52.468
1957-01-01	\$ 35.993	52.957
1958-01-01	\$ 35.882	51.425

1959-01-01	\$ 37.897	53.372
1960-01-01	\$ 38.684	54.294
1961-01-01	\$ 39.083	54.103
1962-01-01	\$ 40.188	55.659
1963-01-01	\$ 41.591	56.767
1964-01-01	\$ 43.133	58.395
1965-01-01	\$ 44.990	60.879
1966-01-01	\$ 47.366	64.025
1967-01-01	\$ 48.376	65.935

1968-01-01	\$ 50.652	68.027
1969-01-01	\$ 52.989	70.515
1970-01-01	\$ 52.825	71.007
1971-01-01	\$ 52.751	71.331
1972-01-01	\$ 55.353	73.788
1973-01-01	\$ 56.475	76.901
1974-01-01	\$ 54.966	78.383
1975-01-01	\$ 54.008	77.071
1976-01-01	\$ 55.682	79.507
1977-01-01	\$ 56.056	82.600
1978-01-01	\$ 57.803	86.829
1979-01-01	\$ 58.573	89.936
1980-01-01	\$ 56.585	90.531
1981-01-01	\$ 55.021	91.292
1982-01-01	\$ 54.312	89.684
1983-01-01	\$ 54.638	90.289
1984-01-01	\$ 56.447	94.543
1985-01-01	\$ 57.261	97.529
1986-01-01	\$ 59.737	99.497
1987-01-01	\$ 60.750	102.115
1988-01-01	\$ 60.910	105.375
1989-01-01	\$ 62.059	108.047
1990-01-01	\$ 61.082	109.530

1991-01-01	\$ 59.945	108.436
1992-01-01	\$ 59.494	108.798
1993-01-01	\$ 58.671	110.937
1994-01-01	\$ 60.279	114.391
1995-01-01	\$ 61.637	117.416
1996-01-01	\$ 62.536	119.827
1997-01-01	\$ 64.495	122.942
1998-01-01	\$ 66.703	126.149
1999-01-01	\$ 68.268	129.240
2000-01-01	\$ 68.626	132.030
2001-01-01	\$ 67.640	132.080
2002-01-01	\$ 66.918	130.628
2003-01-01	\$ 66.723	130.315
2004-01-01	\$ 66.670	131.732
2005-01-01	\$ 67.053	133.996
2006-01-01	\$ 67.481	136.403
2007-01-01	\$ 68.931	137.935
2008-01-01	\$ 66.560	137.169
2009-01-01	\$ 65.257	131.220
2010-01-01	\$ 64.356	130.269
2011-01-01	\$ 63.152	131.843
2012-01-01	\$ 63.145	134.098

**Muestra Datos: Parte de la Renta Interior Bruta (Perspectiva de las rentas) estadounidense correspondiente a las compensaciones pagadas a los empleados (salarios y paquetes compensatorios) en el período 1948-2012. Fuente: US Bureau of Economic Analysis.**

Frequency:	
Annual	
observation_date	W270RE1A156N BEA
1948-01-01	49,2
1949-01-01	49,7
1950-01-01	49,2
1951-01-01	49,9
1952-01-01	50,8
1953-01-01	51,5
1954-01-01	50,8
1955-01-01	50,0
1956-01-01	50,6
1957-01-01	50,5
1958-01-01	50,1
1959-01-01	49,7
1960-01-01	50,1
1961-01-01	49,7
1962-01-01	49,4
1963-01-01	49,2
1964-01-01	49,2
1965-01-01	48,9

1966-01-01	49,4
1967-01-01	50,0
1968-01-01	50,2
1969-01-01	50,9
1970-01-01	51,5
1971-01-01	50,4
1972-01-01	50,1
1973-01-01	49,8
1974-01-01	50,1
1975-01-01	48,6
1976-01-01	48,4
1977-01-01	48,1
1978-01-01	48,0
1979-01-01	48,4
1980-01-01	48,7
1981-01-01	47,6
1982-01-01	47,5
1983-01-01	46,8
1984-01-01	46,1
1985-01-01	46,1

1986-01-01	46,6
1987-01-01	46,7
1988-01-01	46,4
1989-01-01	46,2
1990-01-01	46,5
1991-01-01	46,2
1992-01-01	46,1
1993-01-01	45,8
1994-01-01	45,1
1995-01-01	45,1
1996-01-01	44,9
1997-01-01	45,1
1998-01-01	45,7
1999-01-01	45,9
2000-01-01	46,4
2001-01-01	46,1
2002-01-01	45,2
2003-01-01	44,5
2004-01-01	44,1
2005-01-01	43,3

2006-01-01	43,0
2007-01-01	44,2
2008-01-01	44,6

2009-01-01	43,5
2010-01-01	42,7
2011-01-01	42,6

2012-01-01	42,3
2013-01-01	41,9

**Muestra Datos Índice de Gini para los hogares estadounidenses 1967-2013. Fuente: US Bureau of Census**

Year	All races	Black	White								
2013	0,476	0,493	0,467	1998	0,456	0,466	0,450	1982	0,412	0,442	0,403
2012	0,477	0,490	0,469	1997	0,459	0,458	0,453	1981	0,406	0,440	0,397
2011	0,477	0,502	0,469	1996	0,455	0,479	0,446	1980	0,403	0,439	0,394
2010	0,470	0,487	0,461	1995	0,450	0,468	0,442	1979	0,404	0,433	0,396
2009	0,468	0,481	0,458	1994	0,456	0,477	0,448	1978	0,402	0,431	0,394
2008	0,466	0,474	0,458	1993	0,454	0,484	0,444	1977	0,402	0,425	0,394
2007	0,463	0,480	0,455	1992	0,433	0,470	0,423	1976	0,398	0,421	0,391
2006	0,470	0,486	0,462	1991	0,428	0,464	0,418	1975	0,397	0,419	0,390
2005	0,469	0,481	0,462	1990	0,428	0,464	0,419	1974	0,395	0,414	0,387
2004	0,466	0,477	0,460	1989	0,431	0,461	0,422	1973	0,400	0,421	0,393
2003	0,464	0,473	0,458	1988	0,426	0,468	0,416	1972	0,401	0,427	0,393
2002	0,462	0,481	0,455	1987	0,426	0,468	0,415	1971	0,396	0,419	0,389
2001	0,466	0,463	0,460	1986	0,425	0,464	0,415	1970	0,394	0,422	0,387
2000	0,462	0,458	0,457	1985	0,419	0,449	0,411	1969	0,391	0,411	0,383
1999	0,458	0,470	0,451	1984	0,415	0,450	0,405	1968	0,386	0,412	0,378
				1983	0,414	0,448	0,404	1967	0,397	0,432	0,389

**Muestra Datos : Media de las rentas percibidas por cada quintil y el top 5% de las familias. 1967-2013. A precios constantes de 2013. Fuente: US Bureau of Census.**

**Table H-3. Mean Household Income Received by Each Fifth and Top 5 Percent, All Races: 1967 to 2013**

(Households as of March of the following year. Income in current and 2013 CPI-U-RS adjusted dollars (28))

**CURRENT DOLLARS**

Year	Lowest fifth	Second fifth	Third fifth	Fourth fifth	Highest fifth	Top 5 percent
2013	11.651	30.509	52.322	83.519	185.206	322.343
2012	11.490	29.696	51.179	82.098	181.905	318.052
2011	11.239	29.204	49.842	80.080	178.020	311.444
2010	10.994	28.532	49.167	78.877	169.391	287.201
2009	11.552	29.257	49.534	78.694	170.844	295.388
2008	11.656	29.517	50.132	79.760	171.057	294.709
2007	11.551	29.442	49.968	79.111	167.971	287.191
2006	11.352	28.777	48.223	76.329	168.170	297.405
2005	10.655	27.357	46.301	72.825	159.583	281.155
2004	10.244	26.212	44.411	70.026	151.438	263.896
2003	9.996	25.678	43.588	68.994	147.078	253.239

2002	9.990	25.400	42.802	67.326	143.743	251.010
2001	10.136	25.468	42.629	66.839	145.970	260.464
2000	10.157	25.361	42.233	65.653	142.269	252.400
1999	9.915	24.345	40.750	63.423	135.250	235.077
1998	9.223	23.288	38.967	60.266	127.529	222.283
1997	8.839	22.098	37.177	57.582	122.764	215.436
1996	8.595	21.097	35.486	54.922	115.514	201.220
1995	8.345	20.397	34.106	52.429	109.411	188.828
1994	7.714	19.224	32.385	50.395	105.945	183.044
1993	7.359	18.656	31.272	48.599	101.253	173.784
1992	7.256	18.181	30.631	47.021	91.110	144.608
1991	7.226	18.150	30.148	45.957	88.127	137.530
1990	7.166	18.030	29.781	44.901	87.137	138.756
1989	6.994	17.401	28.925	43.753	85.529	138.185
1988	6.465	16.317	27.291	41.254	78.759	124.215
1987	6.132	15.584	26.055	39.383	74.897	118.000
1986	5.774	14.853	24.855	37.443	70.871	111.024
1985	5.614	14.227	23.615	35.522	66.353	102.354
1984	5.436	13.540	22.438	33.784	62.121	93.774
1983	5.053	12.693	20.986	31.492	57.819	87.359
1982	4.790	12.121	20.064	29.840	54.729	82.697
1981	4.602	11.464	18.991	28.309	50.568	75.144
1980	4.310	10.727	17.701	26.078	46.497	69.484
1979 (18)	4.006	9.964	16.428	24.108	43.265	65.984
1978	3.685	9.050	14.943	21.890	39.081	59.486
1977	3.335	8.209	13.579	19.896	35.480	54.277
1976 (17)	3.152	7.717	12.691	18.430	32.619	49.700
1975 (16)	2.909	7.146	11.724	17.036	30.078	45.644
1974 (16)(15)	2.783	6.917	11.147	16.099	28.523	43.355
1973	2.539	6.384	10.471	15.064	26.953	41.516
1972 (14)	2.283	5.897	9.624	13.817	24.805	38.447
1971 (13)	2.092	5.529	8.965	12.745	22.583	34.638
1970	1.992	5.396	8.689	12.248	21.683	33.281
1969	1.932	5.216	8.335	11.675	20.520	31.585
1968	1.806	4.842	7.680	10.713	18.616	28.461
1967 (12)	1.600	4.433	7.077	9.902	17.820	28.110

**Muestras Gráfico: Porcentaje de la Renta Agregada recibida por cada quintil y por el top 5%.  
Todas las razas. Fuente: US Bureau of Census. Datos de dominio público.**

**Table F-2. Share of Aggregate Income Received by Each Fifth and Top 5 Percent of Families, All Races: 1947 to 2013**  
(Families as of March of the following year)

Year	Share of aggregate income					
------	---------------------------	--	--	--	--	--

	Lowest fifth	Second fifth	Third fifth	Fourth fifth	Highest fifth	Top 5 percent
2013	3,8	9,3	15,1	23,0	48,8	21,2
2012	3,8	9,2	15,1	23,0	48,9	21,3
2011	3,8	9,3	15,1	23,0	48,9	21,3
2010	3,8	9,4	15,4	23,5	47,9	20,0
2009	3,9	9,4	15,3	23,2	48,2	20,7
2008	4,0	9,6	15,5	23,1	47,8	20,5
2007	4,1	9,7	15,6	23,3	47,3	20,1
2006	4,0	9,5	15,1	22,9	48,5	21,5
2005	4,0	9,6	15,3	22,9	48,1	21,1
2004	4,0	9,6	15,4	23,0	47,9	20,9
2003	4,1	9,6	15,5	23,2	47,6	20,5
2002	4,2	9,7	15,5	23,0	47,6	20,8
2001	4,2	9,7	15,4	22,9	47,7	21,0
2000	4,3	9,8	15,4	22,7	47,7	21,1
1999	4,3	9,9	15,6	23,0	47,2	20,3
1998	4,2	9,9	15,7	23,0	47,3	20,7
1997	4,2	9,9	15,7	23,0	47,2	20,7
1996	4,2	10,0	15,8	23,1	46,8	20,3
1995	4,4	10,1	15,8	23,2	46,5	20,0
1994	4,2	10,0	15,7	23,3	46,9	20,1
1993	4,1	9,9	15,7	23,3	47,0	20,3
1992	4,3	10,5	16,5	24,0	44,7	17,6
1991	4,5	10,7	16,6	24,1	44,2	17,1
1990	4,6	10,8	16,6	23,8	44,3	17,4
1989	4,6	10,6	16,5	23,7	44,6	17,9
1988	4,6	10,7	16,7	24,0	44,0	17,2
1987	4,6	10,7	16,8	24,0	43,8	17,2
1986	4,7	10,9	16,9	24,1	43,4	16,5
1985	4,8	11,0	16,9	24,3	43,1	16,1
1984	4,8	11,1	17,1	24,5	42,5	15,4
1983	4,9	11,2	17,2	24,5	42,4	15,3
1982	5,0	11,3	17,2	24,4	42,2	15,3
1981	5,3	11,4	17,5	24,6	41,2	14,4
1980	5,3	11,6	17,6	24,4	41,1	14,6
1979	5,4	11,6	17,5	24,1	41,4	15,3
1978	5,4	11,7	17,6	24,2	41,1	15,1
1977	5,5	11,7	17,6	24,3	40,9	14,9
1976	5,6	11,9	17,7	24,2	40,7	14,9
1975	5,6	11,9	17,7	24,2	40,7	14,9
1974	5,7	12,0	17,6	24,1	40,6	14,8
1973	5,5	11,9	17,5	24,0	41,1	15,5
1972	5,5	11,9	17,5	23,9	41,4	15,9
1971	5,5	12,0	17,6	23,8	41,1	15,7

1970	5,4	12,2	17,6	23,8	40,9	15,6
1969	5,6	12,4	17,7	23,7	40,6	15,6
1968	5,6	12,4	17,7	23,7	40,5	15,6
1967	5,4	12,2	17,5	23,5	41,4	16,4
1966	5,6	12,4	17,8	23,8	40,5	15,6
1965	5,2	12,2	17,8	23,9	40,9	15,5
1964	5,1	12,0	17,7	24,0	41,2	15,9
1963	5,0	12,1	17,7	24,0	41,2	15,8
1962	5,0	12,1	17,6	24,0	41,3	15,7
1961	4,7	11,9	17,5	23,8	42,2	16,6
1960	4,8	12,2	17,8	24,0	41,3	15,9
1959	4,9	12,3	17,9	23,8	41,1	15,9
1958	5,0	12,5	18,0	23,9	40,6	15,4
1957	5,1	12,7	18,1	23,8	40,4	15,6
1956	5,0	12,5	17,9	23,7	41,0	16,1
1955	4,8	12,3	17,8	23,7	41,3	16,4
1954	4,5	12,1	17,7	23,9	41,8	16,3
1953	4,7	12,5	18,0	23,9	40,9	15,7
1952	4,9	12,3	17,4	23,4	41,9	17,4
1951	5,0	12,4	17,6	23,4	41,6	16,8
1950	4,5	12,0	17,4	23,4	42,7	17,3
1949	4,5	11,9	17,3	23,5	42,7	16,9
1948	4,9	12,1	17,3	23,2	42,4	17,1
1947	5,0	11,9	17,0	23,1	43,0	17,5

Source: U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Annual Social and Economic Supplements. For information on confidentiality protection, sampling error, nonsampling error, and definitions, see <ftp://ftp2.census.gov/programs-surveys/cps/techdocs/cpsmar14.pdf>

**Muestra Datos : Retribuciones salariales totales para empleos a tiempo completo, 1948-2013. A precios constantes encadenados (año anterior)**

**Fuente: US Bureau of Census.**

	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
Farms	\$1.541	\$1.501	\$1.454	\$1.568	\$1.594	\$1.564	\$1.464	\$1.498	\$1.578	\$1.657	\$1.690
Agricultural services, forestry, and fishing	\$2.379	\$2.450	\$2.642	\$2.797	\$2.959	\$3.229	\$3.407	\$3.371	\$3.503	\$3.538	\$3.766
Construction	\$3.125	\$3.229	\$3.377	\$3.774	\$4.086	\$4.354	\$4.484	\$4.607	\$4.914	\$5.120	\$5.305
Security and commodity brokers	\$4.679	\$4.784	\$5.607	\$5.700	\$5.429	\$5.516	\$6.672	\$7.013	\$6.612	\$6.718	\$7.253
Legal services	\$2.196	\$2.308	\$2.411	\$2.573	\$2.847	\$3.032	\$3.206	\$3.438	\$3.789	\$3.962	\$4.156
Educational services	\$1.978	\$2.063	\$2.135	\$2.240	\$2.320	\$2.419	\$2.535	\$2.646	\$2.866	\$2.959	\$3.080
General government	\$2.949	\$2.995	\$3.220	\$3.189	\$3.326	\$3.412	\$3.487	\$3.777	\$3.986	\$4.076	\$4.464
Military 2	\$2.676	\$2.599	\$2.897	\$2.788	\$2.891	\$2.927	\$2.997	\$3.237	\$3.402	\$3.439	\$3.697