



Facultad de Empresariales

EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS: ANTES Y DESPUÉS DE LEHMAN BROTHERS

Clave: 201602300

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN	1
PALABRAS CLAVE.....	1
1. INTRODUCCIÓN.....	2
2. CONTEXTO ECONÓMICO Y REGULATORIO ANTES DEL CRACK	4
2.1.Bill Clinton y el Acta Glass Steagall	8
2.1.1. Regulación de productos derivados	11
2.2.Medidas de George W. Bush y el camino hacia la crisis.....	14
3. EL COMIENZO DE LA GRAN CRISIS FINANCIERA	16
3.1.Medidas regulatorias como consecuencia	24
4. CONTEXTO ECONÓMICO Y REGULATORIO DESPUÉS DEL CRACK	28
4.1.Barack Obama y el Acta de Dodd-Frank.....	33
4.2.El periodo regulatorio financiero	42
5. DESREGULARIZACIÓN EN LA ERA TRUMP.....	47
6. CONCLUSIONES	53
7. BIBLIOGRAFÍA	55

RESUMEN

La crisis financiera de 2008 tuvo graves efectos en la economía y en múltiples compañías. Gran parte de la culpa se le atribuyó al Gobierno de los Estados Unidos por no haber supervisado las actividades realizadas por los bancos hasta que fue demasiado tarde. En el presente estudio, se va a realizar un análisis de la regulación financiera de los Estados Unidos desde la promulgación del acta Glass-Steagall en 1933 hasta la actualidad, con las medidas de carácter desregulatorio de Donald Trump. Para realizar este análisis se van a estudiar diferentes aspectos. Primeramente, se van a investigar las actas cuyas consecuencias fueron más importantes en el sistema bancario. También se van a analizar diversos artículos y estudios de economistas y miembros del Gobierno estadounidense. Finalmente, se van a contextualizar los eventos más importantes que desencadenaron cambios regulatorios en el país.

PALABRAS CLAVE

Dodd-Frank, Volcker Rule, Glass-Steagall, Estados Unidos, Regulación,

1. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo se va a realizar un análisis de la evolución de la regulación financiera en los Estados Unidos, tomando como transición la quiebra de Lehman Brothers al tratarse de un evento histórico en materia económica. Esta investigación se lleva a cabo debido al cambiante entorno bancario durante el siglo XXI y a la escasa estabilidad que ha habido en materia regulatoria antes y después de la crisis de 2008.

La presidencia actual de Donald Trump ha dejado ver importantes cambios financieros en los Estados Unidos relacionados con regulación promulgada para evitar futuras crisis como la vista durante los últimos años. Es importante conocer estos cambios y el contexto histórico que ha llevado a organismos a tomar dichas decisiones.

Este estudio va a permitir obtener una visión general del panorama regulatorio financiero de los Estados Unidos antes, durante y después del momento en el que se inició la crisis más importante del presente siglo hasta 2020. También se podrá observar como la regulación bancaria es un conflicto constante entre aquellos que apoyan la intervención del Gobierno en las finanzas y aquellos que opinan que las entidades necesitan libertad para hacer crecer la economía.

Desde la crisis de 2008, se ha culpado a entidades y al gobierno de los Estados Unidos por no haber evitado dicho desastre. Es por ello que en este trabajo se van a plasmar aquellas leyes y medidas financieras aprobadas antes y durante la crisis y las medidas más desregulatorias de la era Trump.

Los objetivos del estudio son plasmar la evolución de la regulación financiera desde la Gran Depresión hasta día de hoy y analizar las leyes más trascendentes llevadas a cabo por los diversos presidentes de los Estados Unidos durante este periodo.

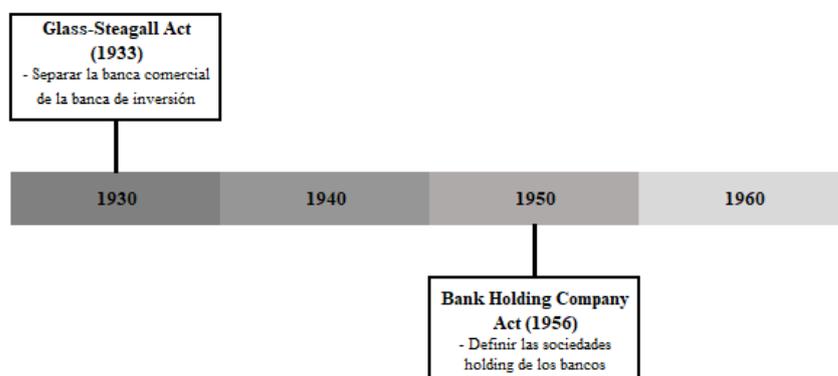
El trabajo consiste en una revisión de la literatura como metodología, analizando y plasmando las leyes más relevantes en materia financiera en territorio estadounidense. Para analizar el contexto anterior a la crisis financiera se han revisado las actas que marcaron el inicio de una época de desregularización bancaria, así como las publicaciones de importantes personalidades como Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal o Larry Summers, secretario del Tesoro, para indagar en el contexto financiero de la época y la opinión económica sobre las actuaciones del Gobierno de los Estados Unidos en aquel momento.

Haciendo referencia al estudio de los intermediarios financieros después de la crisis, el estudio se centra en las diversas actas aprobadas por Barack Obama y Donald Trump profundizando en sus metodologías relacionadas con Wall Street para conocer el carácter regulador de los dos políticos. Por último, también se hace uso de diversos artículos que permiten conocer las consecuencias de las actuaciones del expresidente y actual presidente de EEUU en relación a las políticas aplicadas a los intermediarios financieros.

Está claro que la quiebra de Lehman Brothers marcó el inicio de una de las crisis financieras más importantes de la historia. Gran parte de la culpa de este hecho se le atribuyó al Gobierno de los Estados Unidos por no haber tomado medidas regulatorias para evitarlo. Sin embargo, después de la Gran Depresión, con la aprobación de la Ley Glass-Steagall ya comenzaron los debates sobre la regulación bancaria.

2. CONTEXTO ECONÓMICO Y REGULATORIO ANTES DEL CRACK

Figura 1



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ley Glass-Steagall y la Ley Bank Holding Company. Esta línea temporal muestra las dos actas más relevantes en materia regulatoria bancaria promulgadas entre los años 1930 y 1960. La primera aprobada por Franklin D. Roosevelt y la segunda por Dwight D. Eisenhower.

El 16 de junio de 1933 entró en vigor el Acta de Glass-Steagall o *Banking Act* durante la presidencia de Franklin D. Roosevelt. Dicha ley se aprobó con el objetivo de proporcionar un uso más seguro y eficaz de los activos de los bancos, regular el control interbancario, impedir la desviación indebida de fondos hacia operaciones especulativas, y para otros fines (*Banking Act*, 1933). La motivación principal de la aprobación del acta fue el contexto en el que se encontraba Estados Unidos después de la gran crisis financiera del año 1929, evento conocido como “el crack del 29”, ya que había sido un periodo caracterizado por especulación y las mayores caídas de la bolsa estadounidense hasta la fecha.

El acta prohibía a los bancos comerciales realizar inversiones bancarias de alto riesgo haciendo uso de los depósitos de los clientes, por lo que la banca se vio separada en función de su actividad. La banca de inversión se ocuparía del comercio de valores principalmente. Por otro lado, la banca comercial se ocuparía de gestionar los depósitos de sus clientes sin invertirlos.

Por lo tanto, antes de 1933, los bancos comerciales y sus filiales de valores compitieron directamente con bancos de inversión en el negocio de originar y suscribir valores. Así pues, la Ley Glass-Steagall de 1933 puso fin a esta competencia al legislar la separación de la banca comercial y de inversión en los EE.UU (Kroszner & Rajan, 1994).

Dicha acta dio paso a la creación de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC, Corporación Federal de Seguros de Depósito), cuyo deber era comprar, poseer y liquidar activos de los bancos nacionales que hubieran sido cerrados por acción del *Comptroller of the Currency*¹ (Interventor Monetario), o por el voto de sus directores, y los activos de los bancos miembros del Estado que hubieran sido cerrados por acción de las autoridades estatales competentes y para asegurar los depósitos de todos bancos que tienen derecho a los beneficios del seguro (Banking Act, 1933). En resumen, asegurar los depósitos bancarios a los clientes en caso de quiebra de la entidad.

El acta recibe su nombre de aquellos que propusieron su aprobación a principios de 1932, Carter Glass, senador de los Estados Unidos durante dicho periodo, y Henry Bascom Steagall, representante del estado de Alabama.

A lo largo de los años se siguieron realizando reformas bancarias. En la década de los años 50 se aprobó el *Bank Holding Company Act* que tenía como objetivo definir las sociedades holding de los bancos, entendidas como bancos que tienen participaciones en otras entidades, controlar su futura expansión y exigir la desinversión de sus intereses no bancarios² (Bank Holding Company Act, 1956).

Dicha ley fue aprobada dada la actividad bancaria del momento, que aprovechaba resquicios legales para poder invertir o ejercer otras actividades no permitidas a los bancos de inversión mediante el uso de sociedades holding.

Unos años más tarde, en 1977, durante el mandato del demócrata Jimmy Carter, y como preludeo de las futuras desregularizaciones de Bill Clinton, la FED comenzó a dar vía libre a actuaciones prohibidas en la Bank Holding Act de 1956 como permitir a subsidiarias de los bancos actividades de inversión. En 1984 la FED permitió comercializar a las filiales de los bancos y suscribir valores gubernamentales. También, permitió servicios de corretaje en 1986. Poco a poco, el Acta de Glass-Steagall fue perdiendo peso.

¹ La Oficina del Interventor Monetario (OCC) es una oficina independiente del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, encargada de regular y supervisar todos los bancos nacionales las asociaciones federales de ahorro y las sucursales y agencias federales de bancos extranjeros. El objetivo principal es garantizar que los bancos nacionales y las asociaciones federales de ahorro funcionen de manera segura y sólida, asegurar un acceso sólido a los servicios financieros y un trato equitativo a los clientes mediante actuaciones de acuerdo con la normativa (Office of the Comptroller of the Currency, s. f.).

² Tiene como significado que cualquier empresa que directa o indirectamente posee, controla o tiene el poder de voto, todo sucesor de dicha sociedad será considerado como una sociedad de holding a partir de la fecha en que dicha sociedad predecesora se convirtió en una sociedad holding bancario (Bank Holding Company Act, 1956).

El 11 de agosto de 1987 el presidente Ronald Reagan nombró al economista Alan Greenspan presidente de la FED. Este, desde un principio, mostró su interés en impulsar la economía estadounidense afirmando su “disposición a servir de fuente de liquidez para apoyar el sistema económico y financiero” (The Wall Street Journal, 1987).

Ronald Reagan es conocido como el presidente que dio entrada a la era de desregularización.

Greenspan (1988) se posicionó en contra de la *Banking Act* de 1933 y afirmó que los mercados financieros habían adquirido un alcance cada vez más internacional y la intensidad de la competencia resultante había ejercido una mayor presión sobre los márgenes de beneficios de muchas instituciones de depósito. Destacó también que la combinación de la revolución tecnológica relativa a la información y de la velocidad creciente en el intercambio de activos estaba dando paso a una necesidad de políticas eficaces de gestión de riesgos (pp. 783-784).

En esta misma publicación, Greenspan afirma que la desregulación de los tipos de interés y de determinadas líneas de productos habían mejorado la competitividad y la eficiencia general de los mercados. La derogación de Glass-Steagall es un argumento que Greenspan destaca como reforma clave necesaria para responder a la revolución de la información, aludiendo a que permitiría a las organizaciones bancarias evolucionar con la tecnología y el mercado y proporcionaría al público real un beneficio del aumento de la competencia y de posibles economías de escala y alcance. Finalmente, concluyó con que la prioridad más alta de la junta era la derogación de Glass-Steagall (Greenspan, 1988, pp. 784-786).

La política de Greenspan al establecerse como presidente de la FED se basaba en una búsqueda de desregularización de las tasas de interés y de diversas líneas de productos financieros, alegando una mejora en la competitividad y la eficiencia en los mercados de capital (Greenspan, 1988, p. 783).

Fue a partir de ese año cuando las medidas de desregularización para los intermediarios financieros comenzaron una época de aceleración asentando las bases que, en gran medida, participaron en la quiebra de Lehman Brothers y forzaron al Gobierno de los Estados Unidos a rescatar a múltiples bancas de inversión en 2008.

Sin embargo, no fue hasta 1994 cuando se aprobó el acta conocida como *Home Ownership and Equity Protection Act*. La legislación tenía como objetivo acabar con los préstamos abusivos, sin restringir materialmente el flujo de crédito o imponer una carga

excesiva a los prestamistas o consumidores (The Home Ownership and Equity Protection Act, 1994). Sin embargo, el acta aprobada por Alan Greenspan permitió a la FED encargarse de la política de regulación del mercado hipotecario. Dicha acta provocó que, en 2008, con el comienzo de la crisis, se le reprochara a la FED, y por consiguiente a Greenspan, el no haber hecho uso de esta ley para controlar la circulación de las hipotecas *subprime* al no haber intervenido con políticas regulatorias en el mercado hipotecario (*Newsweek*, 2008).

Alan Greenspan se mostró como claro defensor del mandato de Bill Clinton apoyando la desregularización financiera. Otros partidarios del fin de la regulación financiera tal como había sido conocida en los últimos años fueron Robert Rubin, secretario del Tesoro y expresidente de Goldman Sachs, y Lawrence Summers, también secretario del Tesoro. Éste último, causante de la conocida controversia de las *Dirty Industries*.

El presidente de la FED se posicionó a favor de la incorporación de productos financieros arriesgados como los derivados. En 1998, hizo una serie de declaraciones donde criticó el exceso de regulación bancaria hasta la fecha e instaba a un cambio en dichas políticas. En dichas declaraciones afirmó que el arbitraje puede reducir apropiadamente los requisitos de capital efectivo contra algunas actividades seguras que, de otro modo, los bancos se verían obligados a abandonar por los efectos de la normativa. Destaca que la gestión del riesgo sistémico es propiamente la tarea de los bancos centrales y no de los supervisores estatales. También, afirma que no se debe exigir a los bancos individuales una posesión de capital ante la posibilidad de un colapso financiero general y que el aumento de política regulatoria sería contraproducente (Greenspan, 1998, p.164-168).

El sistema económico estadounidense estaba presionado hacia una desregularización. Fue el 7 de abril de 1998 cuando se anunció la fusión de las dos grandes empresas que afianzaban el sector financiero de aquel entonces, *Citicorp* y *Travelers Group*. *Citigroup* sustituiría al *Bank of Tokyo-Mitsubishi Bank* como el número uno mundial de los servicios financieros (El País, 1998).

Un objetivo clave de la combinación, dijo John Reed, el presidente de *Citicorp*, sería poner productos de inversión como acciones y bonos a disposición de clientes de clase media de todo el mundo. *Citicorp* construyó una franquicia global de venta al por menor junto con su negocio mundial de banca corporativa, mientras que *Travelers* era un conglomerado de inversiones (The New York Times, 1998).

Dicha fusión incumplía la Ley de Glass-Steagall donde, como se ha explicado anteriormente, se prohibía que una misma entidad realizara actividades de banca de inversión, de banca comercial y de seguros. En este caso, se daba la entrada de un banco en el mercado de seguros, dando paso al comienzo de la aprobación leyes desregulatorias donde el gobierno perdía poder sobre el control de las actividades bancarias.

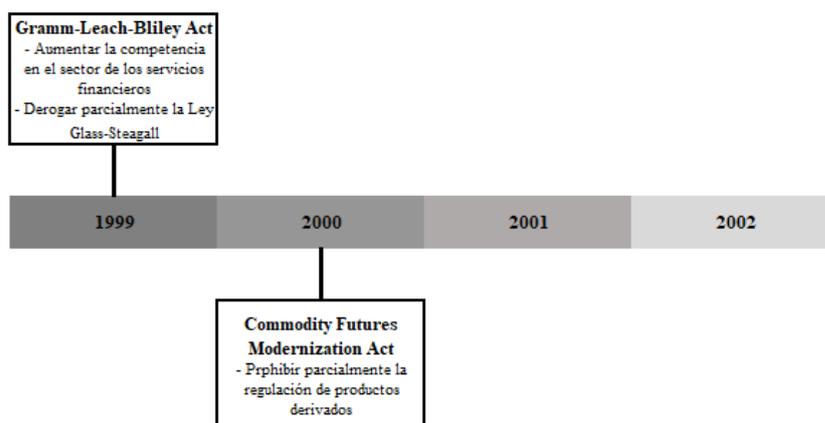
Sin embargo, como ya se ha comentado, no era la primera vez que se realizaron actuaciones por parte de bancos u otras entidades de inversión antes de la derogación del Acta de Glass-Steagall que iban en contra de lo que ésta dictaba.

Otro claro ejemplo sería el de *Norwest Corporation*. Dicha empresa se dedicaba a ofrecer todo tipo de servicios financieros después de su reestructuración en la década de los 80. Más tarde, un año antes de la aprobación de la Ley de Gramm-Leach-Bliley, se fusionaría con Wells Fargo convirtiéndose así en el séptimo banco más grande de Estados Unidos (SFGate, 1998).

La relajación en el cumplimiento de la Banking Act durante los 90 fue incrementándose hasta su derogación en 1999.

2.1. Bill Clinton y el Acta Glass Steagall

Figura 2



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ley Gramm-Leach-Bliley y la Ley Commodity Futures Modernization. Esta línea temporal muestra las dos actas más relevantes en materia regulatoria bancaria promulgadas entre los años 1999 y 2002. Las dos aprobadas por Bill Clinton.

En noviembre de 1999 Bill Clinton aprobó la ley *Financial Services Modernization Act of 1999*, también conocida por el Acta de Gramm-Leach-Bliley, legalizando la fusión de *Citigroup* y *Travelers*, y, por lo tanto, derogando el Acta de Glass-Steagall.

La Ley de Gramm-Leach-Bliley recibe su nombre de tres miembros de la Cámara de Representantes: William Philip Gramm, James Albert Smith Leach y Thomas Jerome Bliley Jr., representando a Texas, Iowa y Virginia, respectivamente.

Estos tres miembros realizaron sus declaraciones mostrándose partidarios respecto a la nueva ley aprobada. Gramm, Leach y Bliley indicaron que el mundo es cambiante y que es necesario adaptarse, que la respuesta a la era de prosperidad económica era la libertad y que la prestación de servicios financieros sería cambiante (The New York Times, 1999).

La Ley de Gramm-Leach-Bliley se aprobó con el objetivo de “aumentar la competencia en el sector de los servicios financieros proporcionando un marco prudencial para la afiliación de bancos, sociedades de valores, compañías de seguros y otros proveedores de servicios financieros” (Financial Services Modernization Act, 1999). En esta acta se afirma que se deroga la Sección 20 del Acta de Glass-Steagall (1933) que afirmaba que ningún banco miembro debe estar afiliado a ninguna corporación dedicada principalmente a la emisión, flotación, suscripción, venta pública o distribución al por mayor o al por menor o a través de la participación sindical de acciones, bonos, obligaciones, pagarés u otros valores.

También se elimina la Sección 32 que prohibía a cualquier trabajador de un banco comercial ser funcionario, director o gerente de ninguna corporación, sociedad o asociación no constituida en sociedad que se dedique principalmente al negocio de la compra, venta o negociación de valores.

La aprobación de esta acta dio libertad a la actividad bancaria con la justificación de modernizar los sistemas y las políticas del momento. Principalmente, se da libertad a la fusión de *Citicorp* y *Traveler* y se reduce el control de la actividad interna de las entidades bancarias.

El secretario del Tesoro Larry Summers se mostró muy partidario a la aprobación de dicha ley afirmando que “El Congreso votó para actualizar las reglas que han regido los servicios financieros desde la Gran Depresión y reemplazarlas por un sistema para el siglo XXI. Esta legislación histórica permitirá a las empresas estadounidenses competir mejor en la nueva economía” (The New York Times, 1999).

Fueron una serie de factores los que justificaron la derogación de la Ley de Glass-Steagall. Como se ha comentado, ya se habían permitido múltiples actividades realizadas en contra de dicha ley y se habían hecho diversas modificaciones del acta. Más tarde, se acusó a la derogación del acta afirmando que provocó una introducción de nueva cultura en Wall Street donde se tomaban más riesgos y donde se demandaban unas rentabilidades demasiado altas (Stiglitz, 2008). Sin embargo, en aquellos años ya había habido múltiples economistas y autores que criticaban la larga vida del *Banking Act* de 1933.

En la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, John D. Dingell Jr. (1999), representante del estado de Michigan, argumentó que la derogación de Glass-Steagall desembocaría en bancos cuya quiebra supondría un desastre económico y un rescate por parte del Gobierno Federal. Sin embargo, otros argumentaron que acabarían con las batallas entre la banca comercial y la banca de inversión en función del periodo de crisis. Es decir, se afirmaba que en tiempos de crecimiento los clientes invertirían, mientras que en tiempos de recesión ahorraban. Con esta ley conseguirían juntar la banca de inversión y la comercial, por lo que los dos tipos de banco tendrían un nivel equilibrado de ingresos en cualquier momento del ciclo económico.

El Acta de Gramm-Leach-Bliley no solo tuvo un efecto directo sobre la Ley de Glass-Steagall, también repercutió en legislaciones anteriores relacionadas con la regulación del ámbito financiero. Tuvo repercusiones sobre la *Community Reinvestment Act*. Dicha acta tenía como objetivo alentar a las instituciones financieras a ayudar a satisfacer las necesidades de crédito de las comunidades en las que hacen negocios, incluyendo los vecindarios de ingresos bajos y moderados («Federal Reserve Board - Community Reinvestment Act (CRA)», 2018). Los responsables nombrados para la regulación de dicha ley fueron tres: *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), *Federal Reserve Board* (FRB) y *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC). La sección 2908 de la Ley de Gramm-Leach-Bliley se titula *Small Bank Regulatory Relief* (alivio en la regulación de los bancos pequeños) y detalla que la pequeña banca sería revisada con menor frecuencia.

Por otro lado, el Acta *Bank Holding Company* también quedó derogada en el momento en el que se aprobó el Acta de Gramm-Leach-Bliley. Sin embargo, ya se había debilitado

en 1994 cuando se firmó el *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994*³, también llamada IBBEA.

2.1.1. Regulación de productos derivados

Los productos derivados se definen como contratos financieros cuyo precio se determina (deriva) del valor de un activo, tasa, índice o evento subyacente (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 540). Un ejemplo de un derivado es un contrato de futuros, opciones y contratos a plazo, entre otros.

Hasta 1999 una gran parte del mercado de derivados no estaba regulado, por lo que se podía operar libremente con dichos productos pudiendo asumir así altos riesgos.

Brooksley Born, directora de la *Commodity Futures Trading Commission* desde 1996 hasta 1999, presionó al gobierno con una propuesta que tenía como objetivo regular este mercado. En dicha propuesta mostró la preocupación de diversas organizaciones en la vaga regulación de diversos productos derivados e instó a que se supervisara el mercado *over-the-counter*⁴ (OTC) de dichos productos (CFTC, Born, & Greenberger, 1998).

Afirmaba que era necesaria una mayor regulación en el mercado de derivados, específicamente en aquellos *over-the-counter* (OTC). Centró su propuesta principalmente en mostrar su preocupación ante un mercado no regulado de *swaps*⁵, destacando que era necesaria una eliminación del riesgo crediticio⁶ (CFTC et al., 1998).

Miembros importantes del sistema bancario definieron como incoherentes las afirmaciones de Born. Alan Greenspan, Larry Summers, Robert Rubin y Arthur Levitt, presidente de la *Securities and Exchange Commission*, redactaron un escrito culpando a

³ Dicha acta fue creada con el objetivo de modificar la Ley Bank Holding Company permitiendo fusiones interestatales a una serie de bancos bajo condiciones (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, 1994).

⁴ Los derivados *over-the-counter* (OTC) son contratos ejecutados fuera del entorno bursátil regulado cuyo valor depende (o se deriva) del valor de un activo subyacente, un tipo de referencia o un índice (CFTC et al., 1998).

⁵ El acuerdo de *swaps* significa: i) Un acuerdo de canje (incluidos los términos y condiciones incorporados por referencia en el mismo) que es un acuerdo de canje de tipos de interés, un canje básico, un acuerdo de tipos de interés futuros, un acuerdo de divisas a plazo, un acuerdo de límites máximos de tipos de interés, un acuerdo de niveles mínimos de tipos de interés, un acuerdo de canje de divisas, un acuerdo de canje de tipos de cambio entre divisas, una opción sobre divisas, cualquier otro acuerdo similar (incluida cualquier opción de celebrar cualquiera de los anteriores); ii) Cualquier combinación de los anteriores; o iii) Un acuerdo marco para cualquiera de los anteriores junto con todos sus suplementos (CFTC et al., 1998).

⁶ El riesgo para un prestamista de que un prestatario no pague el importe que debe (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 540). En el caso de los *swaps*, al tratarse de acuerdos privados entre dos partes, hay un riesgo de crédito implicado (Hull, 2015, p. 176).

Born afirmando que atentaba contra este mercado: “Tenemos serias preocupaciones sobre esta acción y sus posibles consecuencias. (...) Cuestionamos seriamente el alcance de la jurisdicción de la CFTC en este ámbito” (Rubin, Greenspan, & Levitt, 1998). Greenspan afirmó también que la Junta seguía creyendo que, aparte de la regulación de la seguridad y la solidez de los comerciantes de derivados en virtud de las leyes bancarias o de valores, era innecesaria la regulación de las transacciones de derivados al tratarse de negociaciones privadas entre profesionales (U.S. House of Representatives, 1998).

Levitt (presidente de la Securities and Exchange Commission del 1993 al 2001) también afirmó que la declaración expuesta por Brooksley Born podría desembocar en la imposición de nuevos costos de regulación, así como la posibilidad de sofocar la innovación y empujar las transacciones al extranjero (Securities and Exchange Commission, 1998). Dichas afirmaciones mostraban una clara preocupación a una posible regulación del mercado de derivados en aquel entonces.

Ese mismo año, el 23 de septiembre de 1998, Long-Term Capital Management, un importante *hedge fund* de Wall Street tuvo que ser rescatado por 3.625 millones de dólares por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Dicho fondo había realizado actividades arriesgadas buscando retorno absoluto⁷ y hacía uso de un alto apalancamiento financiero. Autores como Lowenstein (2000) afirmaron que la empresa a principios de año tenía un capital social de 4.700 millones de dólares y había pedido prestado más de 124.500 millones de dólares con activos de alrededor de 129.000 millones de dólares, con un *debt-to-equity ratio* de más de 25 a 1. Gran parte de su capital se encontraba invertido en productos *swap* (pp.190-193).

Esta quiebra provocó que miembros de la U.S. House of Representatives se posicionaran a favor de Born en relación a la regulación de los derivados. Un mes más tarde de la quiebra, el representante demócrata de Nueva York, Maurice Hinchey, culpó a Greenspan de su pasividad ante este tipo de actividades de alto riesgo no reguladas. El presidente de la FED afirmó que el grado de supervisión del mercado de derivados extrabursátiles era bastante adecuado para mantener un grado de estabilidad en el sistema y que la regulación

⁷ El retorno absoluto consiste en una estrategia utilizada por los hedge funds cuyo objetivo básico es para ofrecer un rendimiento positivo, sin importar el panorama en los mercados. Para lograr sus objetivos, los gestores de los fondos de cobertura recurren a un extenso kit de herramientas. Utilizan el apalancamiento, venden a corto plazo, y utilizan opciones, futuros y otros dispositivos de cobertura (Jaeger, 2002, pp. 3–4)

a esa área particular era negativa para el sistema financiero general de los Estados Unidos (Committee on Banking and Financial Services, 1998).

El 21 de diciembre del año 2000, el presidente Bill Clinton firmó una reforma del *Commodity Exchange Act*, aprobando así la creación de *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. El objetivo de la ley era: racionalizar y eliminar la reglamentación innecesaria de los productos derivados y otras entidades reguladas por la *Commodity Exchange Act*, transformar el papel de la *Commodity Futures Trading Commission* en un mero supervisor de los mercados de futuros, aclarar la jurisdicción de dicha entidad sobre determinadas operaciones de cambio de divisas al por menor y *bucket shops*⁸ que no pueden ser reguladas de otra forma, reducir el riesgo sistémico y dar mayor estabilidad a los mercados en épocas de desorden permitiendo la compensación de las transacciones de derivados *over-the-counter* a través de organizaciones de compensación debidamente reguladas, entre otros (Commodity Futures Modernization Act, 2000). Básicamente en esta ley se prohibía la regulación de este tipo de productos derivados.

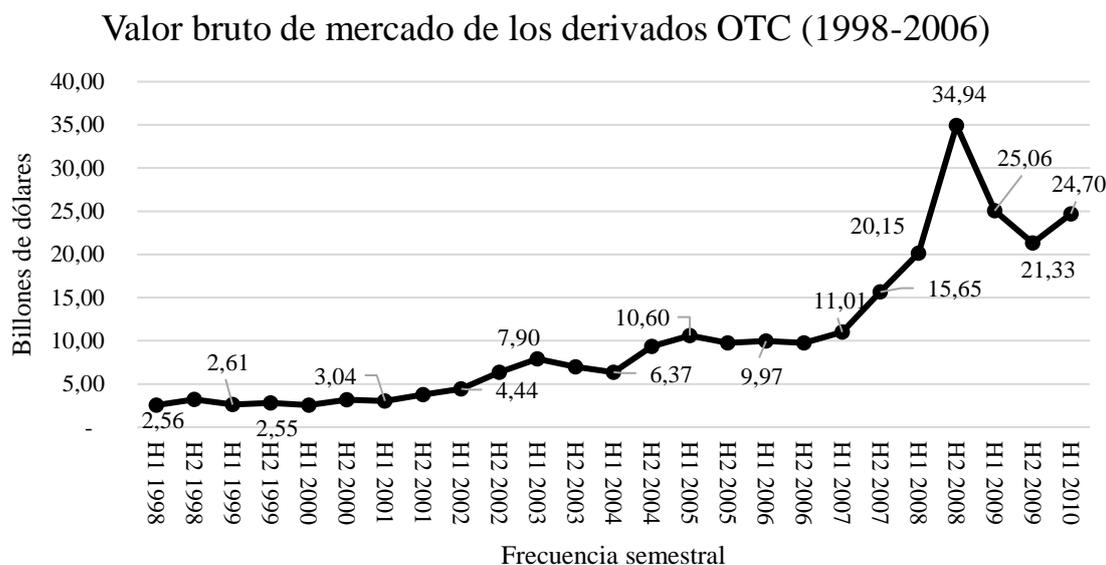
En el acta, se prohíbe a la CFTC, en lo referente a los productos híbridos⁹ y a los instrumentos *swap*, “promulgar, interpretar o hacer cumplir normas; o emitir órdenes de aplicación general” (Commodity Futures Modernization Act, 2000). En consecuencia, la regulación de los mercados OTC por parte de la *Commodity Futures Trading Commission* llegó a su fin.

En el Gráfico 1 se puede observar que tan solo dos años después de la aprobación de la Ley de *Commodity Futures Modernization* el valor bruto de mercado de los productos derivados OTC había tenido un aumento de más del 150%. Ello provocó que se realizaran más operaciones de alto riesgo. Por ello, el dinero en circulación de productos derivados se incrementó considerablemente a partir de la prohibición de la regulación de productos derivados a finales del 2000.

⁸ Los *bucket shops* son establecimientos, nominalmente para la transacción de un negocio bursátil o de carácter similar. Sin embargo, realmente sirven para el registro de apuestas, generalmente de pequeñas cantidades, sobre la subida o bajada de los precios de las acciones, los cereales, el petróleo, etc., sin que haya transferencia o entrega de las acciones o productos básicos nominalmente negociados (United States Supreme Court, 1905).

⁹ Por producto híbrido se entiende un título que tiene uno o más pagos indexados al valor, nivel o tasa de uno o más productos básicos, o que prevé la entrega de los mismos (Commodity Futures Modernization Act of 2000, 2000)

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bank of International Settlements Statistics (BIS). El gráfico muestra el valor bruto anual de los derivados over-the-counter desde 1998 hasta 2006. Se da un incremento a partir del 2001 con la aprobación del acta Commodity Futures Modernization a finales del 2000, desregulando el mercado de derivados. También se puede observar el valor máximo dado en 2008, justo antes de el inicio de la crisis financiera.

2.2. Medidas de George W. Bush y el camino hacia la crisis

Figura 3



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ley Sarbanes-Oxley. Esta línea temporal muestra el acta más relevante en materia regulatoria bancaria promulgada entre los años 2002 y 2005. El acta fue aprobada por George W. Bush.

El 20 de enero de 2001, el candidato republicano George Walker Bush obtuvo la presidencia de los Estados Unidos. La legislatura de Bush fue desde el 2001 hasta el 2009, finalizando tras la caída de Lehman Brothers y del sistema financiero mundial.

Greenspan aconsejó al presidente Bush una reducción de impuestos y un papel mínimo del gobierno en la empresa privada (The New York Times, 2001).

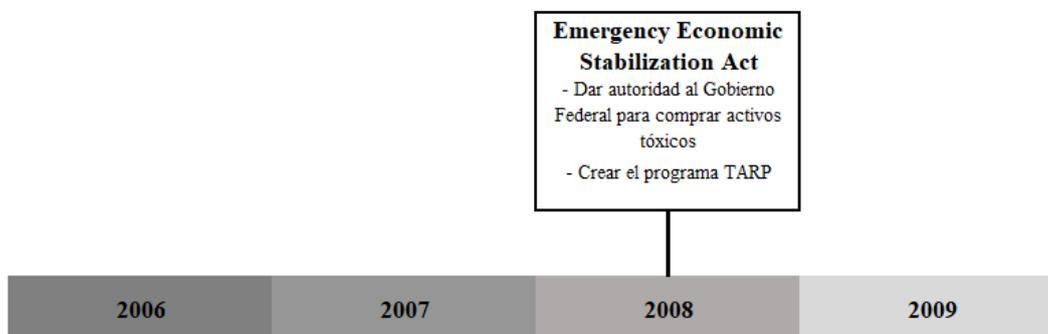
El 14 de febrero de 2002, un proyecto de ley bautizado como *Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002* fue presentado en la Cámara de Representantes de los Estados Unidos por Mike Oxley, miembro republicano de Ohio, a consecuencia de los múltiples escándalos de auditoría y contabilidad de importantes empresas como el conocido caso Enron¹⁰. El 30 de julio de ese mismo año, se aprobaría dicha ley bajo el nombre de *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, también conocida por *Sarbanes–Oxley Act*.

Después de múltiples casos como el de Enron, se aprobó la Ley *Public Company Accounting Reform and Investor Protection*, que tenía como objetivo principal “proteger a los inversores mejorando la exactitud y fiabilidad de las cuentas anuales hechas en virtud de las leyes de valores” (Sarbanes–Oxley Act, 2002). La Sección 302 de la *Sarbanes–Oxley Act (2002)* titulada *Corporate Responsibility for Financial Reports* dictó una serie de medidas a las empresas para evitar más escándalos y quiebras por falsificación de estados contables. Esta ley es un claro ejemplo de un incremento de regulación impulsada por casos de compañías específicas al suponer un aumento de la supervisión tanto para empresas privadas como para bancos.

¹⁰ Enron fue una compañía fundada en 1985 cuya actividad principal era la venta de electricidad a precio de mercado y que fue acusada por divergencias en sus libros contables. Según Healy y Palepu (2003), la problemática contable de Enron se resume en dos principales cuestiones. Primeramente, su negocio comercial implicaba complejos contratos a largo plazo como contratos swaps, forward y futuros. Por último, las dificultades de la contabilidad tradicional para hacer frente a las transacciones entre entidades independientes, se usaron mecánicas para registrar esas transacciones, lo que provocó una divergencia entre la realidad económica y las cifras contables (p. 9).

3. EL COMIENZO DE LA GRAN CRISIS FINANCIERA

Figura 4



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de la Ley Emergency Economic Stabilization.* Esta línea temporal muestra el acta más relevante en materia regulatoria bancaria promulgada entre los años 2006 y 2009. El acta fue aprobada por George W. Bush.

A medida que la burbuja inmobiliaria incrementaba, la figura de los agregadores financieros fue cogiendo importancia en el sector bancario.

La tarea de un agregador financiero consiste en la compra de deudas generadas por hipotecas de instituciones financieras y luego las titula¹¹ en valores respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*¹², MBS). La titulación permite al prestamista vender sus hipotecas y así no correr el riesgo de impago. La mayoría de estas hipotecas eran vendidas a bancas de inversión que transformaban dichas hipotecas en un producto derivado llamado obligación de deuda garantizada (*Collateralized Debt Obligation*, CDO¹³).

La titulación es una técnica bien establecida desarrollada para financiar un conjunto de activos que por su propia naturaleza no son comerciables y, por lo tanto, ilíquidos. (Fabozzi & Choudhry, 2004, p. 5). A partir de 2002, estas CDO se vieron cada vez más dominadas por valores respaldados por hipotecas de alto riesgo (Cordell , Huang, & Williams, 2012). Según un informe elaborado por el *Bank for International Settlements*

¹¹ Proceso de agrupación de activos de deuda como hipotecas, préstamos para automóviles y deudas de tarjetas de crédito en una entidad jurídica separada que luego emite un nuevo instrumento financiero o garantía para su venta a los inversores (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 543).

¹² Instrumento de deuda garantizado por un conjunto de hipotecas, ya sean residenciales o comerciales (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 542).

¹³ Tipo de *security* que a menudo se compone de las partes más arriesgadas de los *mortgage-backed securities* (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 539).

(2004), el riesgo de crédito de las CDO típicamente está basado en una probabilidad de impago derivada del *rating* de esos bonos o activos.

La industria de los CDO estaba dirigida a aquellos valores respaldados por hipotecas *nonprime*¹⁴ que parecían tener un historial de buen rendimiento y que pagaban rendimientos relativamente altos por lo que se consideraba una inversión segura. Los CDO se convirtieron rápidamente en protagonistas del negocio de las hipotecas por la combinación de aparente seguridad y fuertes retornos (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp. 129–130). A partir del 2002, las ventas de CDO aumentaron considerablemente y los precios de la vivienda en Estados Unidos sufrieron un gran crecimiento.

A medida que aumentaba la burbuja inmobiliaria, los bancos de inversión se vieron obligados a pedir más préstamos con el objetivo de aumentar el nivel de creación de las CDO, acciones que implicaban un incremento de su apalancamiento¹⁵. Henry Paulson, presidente de Goldman Sachs y, más tarde, secretario del Tesoro fue acusado en el año 2000 de liderar un movimiento para suavizar las estrictas normas de capital en Wall Street, de modo que las empresas pudieran apalancarse hasta el nivel de 30 a 40 veces el capital social, en lugar de las mucho menos arriesgadas 15 veces que existían antes de 2004 (Forbes, 2011). De 2000 a 2007, los grandes bancos tenían de ratios de apalancamiento entre 16:1 y 22:1 (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 65).

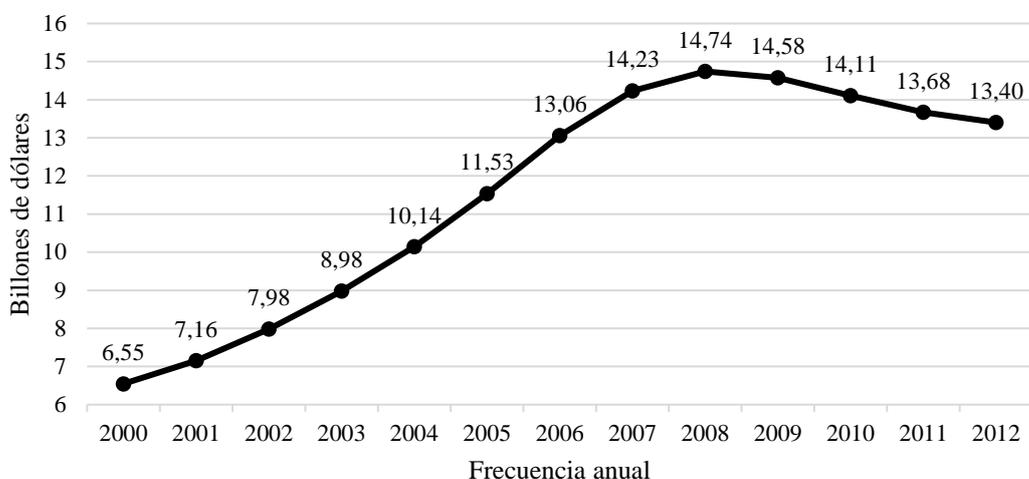
El incremento de demanda de los CDO provocó un aumento de las hipotecas concedidas por los bancos y, por lo tanto, supuso un incremento en el precio de las viviendas.

¹⁴ El término *nonprime* o *subprime* se refiere a las características crediticias de los prestatarios individuales. Los prestatarios *subprime* suelen tener historiales crediticios debilitados que incluyen moras de pago y posiblemente problemas más graves como cancelaciones, sentencias y quiebras. También pueden presentar una capacidad de reembolso reducida, medida por los puntajes de crédito, los coeficientes de deuda/ingresos u otros criterios que pueden abarcar a los prestatarios con historiales de crédito incompletos. Los préstamos *subprime* son préstamos a prestatarios que presentan una o más de esas características en el momento de su creación o compra (Federal Deposit Insurance Corporation, 2015).

¹⁵ El apalancamiento es una medida de cuánta deuda se utiliza para comprar activos; por ejemplo, una relación de apalancamiento de 5:1 significa que 5 de los activos se compraron con 4 de deuda y 1 de capital (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 542)

Gráfico 2

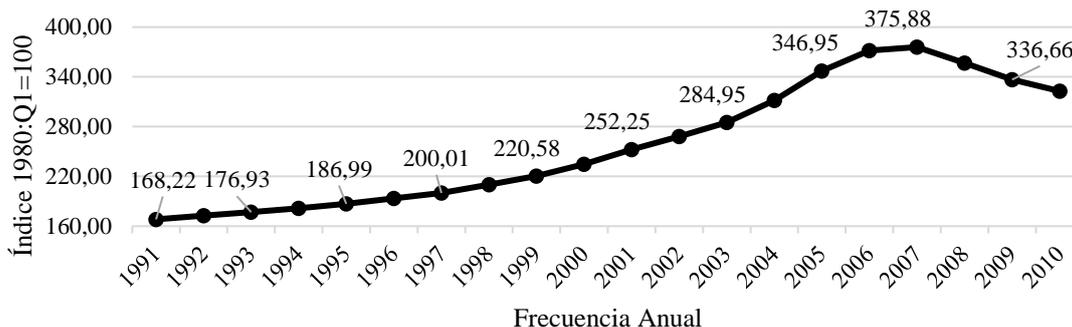
Valor total de hipotecas en los Estados Unidos (2000-2012)



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* En el gráfico se muestra el valor total de las hipotecas de Estados Unidos con frecuencia anual desde el año 2000 hasta el año 2012. Se expone como se concedieron más hipotecas cada año haciendo incrementar la burbuja de precios de la vivienda hasta 2008.

Gráfico 3

Evolución de los precios de la vivienda en Estados Unidos (1991-2010) tomando de referencia el precio medio de 1980



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* El gráfico muestra la evolución de los precios de la vivienda desde 1991 a 2010, tomando como referencia el precio medio de 1980. Se puede observar como la burbuja inmobiliaria causó un incremento de los precios hasta tocar el máximo en 2007.

El 24 de abril de 2004, la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (*Securities and Exchange Commission, SEC*) presentó una propuesta basada en que diversos bancos de

inversión adoptaran el programa *consolidated supervised entity* (entidad supervisada consolidada, CSE) y los nuevos cálculos de capital neto que lo acompañaban. El programa impulsado por la SEC se basaba en dos estrategias regulatorias. Uno de ellos establecía a los *brokers*¹⁶ que forman parte de un holding bancario, un método alternativo para computar ciertos gastos de capital neto. Este primer programa autorizaba a la SEC realizar la supervisión de las actividades bancarias. El segundo programa creó una nueva estructura para la supervisión de las sociedades holding de *brokers*, o sociedades holding de bancos de inversión y sus filiales (Securities and Exchange Commission, 2004). En resumen, el programa CSE se trataba de un modelo de supervisión bancaria.

Dicho programa se centraba principalmente en la liquidez ya que las agencias de valores no tenían acceso a un prestamista en última instancia, a diferencia de un banco comercial. Los bancos de inversión estarían sujetos a exámenes anuales que verificaban que habían establecido diversos procesos de control. Sin embargo, el modelo CSE ya se encontró con varias problemáticas desde el principio ya que múltiples exámenes realizados a los bancos de inversión mostraban deficiencias sobre todo en los planes de financiación que reflejaban escenarios demasiado optimistas. Además, la SEC era consciente de la concentración de valores hipotecarios de los bancos y su alto apalancamiento (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 153).

La estructura del programa tenía como objetivo garantizar que los intermediarios bancarios mantuvieran una base de capital suficiente para tener en cuenta el riesgo operacional¹⁷ entre otros (Securities and Exchange Commission, 2004, p. 34428).

A pesar de que se propusieron diversas medidas por parte de la SEC para limitar el apalancamiento y ayudar a garantizar que la empresa mantenga un nivel seguro de capital, la supervisión de la entidad fue deficiente y, no solo no logró restringir las actividades bancarias de riesgo, sino que también provocó que múltiples bancos se sintieran cómodos a la hora de incrementar sus niveles de apalancamiento (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp. 153-154). Por ejemplo, las medidas de la SEC en referencia a los préstamos hipotecarios permitían un ratio de apalancamiento de 25:1, es decir, que el operador en cuestión debe tener al menos un 4% del valor total de una operación disponible como efectivo en la cuenta de negociación. Al permitir un alto apalancamiento

¹⁶ Una empresa, a menudo subsidiaria de un banco de inversiones, que compra y vende valores para sí misma y para otros (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 539).

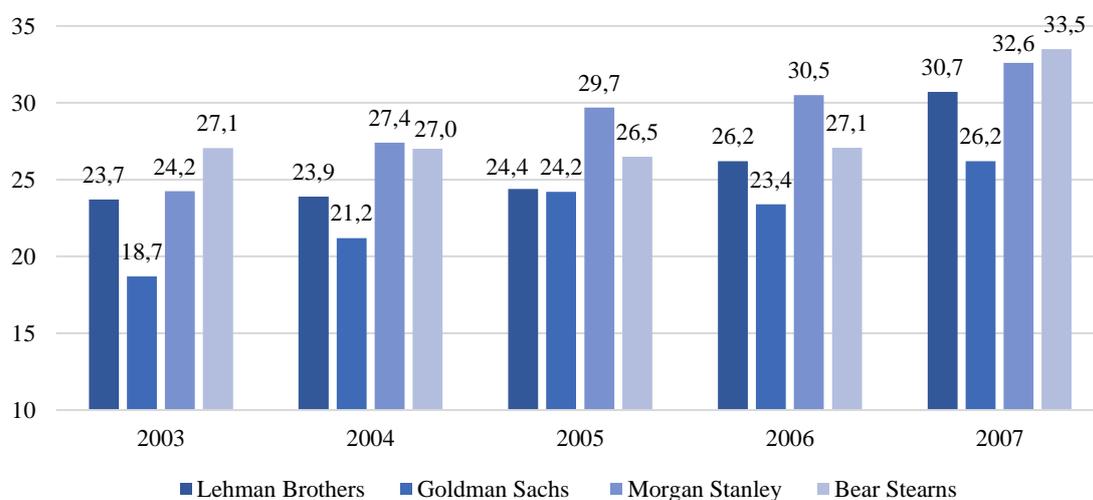
¹⁷ El riesgo de pérdidas directas o indirectas resultantes de acontecimientos internos fallidos (procesos, personas y sistemas) o de acontecimientos externos (Bank for International Settlements, 2001).

en los valores respaldados por hipotecas, las grandes firmas de inversión aumentaron el número de operaciones que implicaban dichos valores (Gwartney, Stroup, Sobel, & Macpherson, 2016, p. 376)

Dichas entidades hicieron uso de la titulación agrupando un gran número de hipotecas y emitiendo valores para su financiación. Debido a la diversidad de la cartera de hipotecas, ésta parecía tener un riesgo mínimo. Es por lo que las agencias de calificación del riesgo dieron a los valores respaldados por hipotecas una calificación AAA¹⁸, permitiendo así a múltiples bancos de inversión aumentar su apalancamiento en valores respaldados por hipotecas a 60:1, es decir, un margen mínimo para el operador del 1.6% (Gwartney et al., 2016, p. 376).

Gráfico 4

Ratio de apalancamiento de cuatro de los bancos de inversión más destacados de los Estados Unidos (2003-2007)



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de la U.S. Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores) en el caso de Lehman Brothers y Bear Stearns y de los informes anuales de Goldman Sachs y Morgan Stanley. El gráfico ejemplifica el nivel de apalancamiento de cuatro de los bancos de inversión más importantes en 2007. Se puede observar como la escasa supervisión de la SEC permitió un incremento en los niveles de apalancamiento a partir de 2004.*

¹⁸ Calificación aportada por entidades de calificación de riesgo que indica que el riesgo de impago es bajo (Gwartney et al., 2016, p. 376)

Más tarde, en noviembre de 2004, William C. Dudley, por aquel entonces economista jefe de Goldman Sachs, y Robert Glenn Hubbard, decano de Columbia Business School, publicaron un informe que hacía referencia a la influencia positiva de los mercados de capital en la salud económica de los Estados Unidos.

El estudio se posicionaba a favor de la actividad en los mercados financieros alegando que ayudaba a reducir la volatilidad en la economía. Principalmente, argumentaba que la actividad bancaria en los mercados financieros había conseguido minimizar la volatilidad del mercado inmobiliario y que la crisis en la industria de la construcción no se volvería a repetir (Dudley, Goldman Sachs & Co., & Hubbard, 2004). Dicho informe fue más adelante criticado por alabar la actividad bancaria y la regulación más reciente hasta la fecha al haber tratado temáticas como el mercado hipotecario o la buena fe de múltiples inversores.

No fue hasta 2005 cuando Raghuram Rajan, entonces economista jefe del Fondo Monetario Internacional, criticó la regulación y las actividades llevadas a cabo por las entidades bancarias desde principios de siglo en la conferencia anual de economistas *Jackson Hole*. La ponencia de Rajan criticaba las políticas de incentivos en los bancos y argumentaba que dichas entidades daban demasiada importancia a los beneficios a corto plazo y poca importancia a posibles riesgos en el largo plazo. Advirtió de que una prolongada continuidad de dichas prácticas acabaría desembocando en una crisis financiera (Rajan, 2005, pp. 2-4).

Rajan (2005) también criticó la actividad bancaria de las hipotecas afirmando que “los bancos tienen un incentivo para proporcionar las hipotecas que se demanden, incluso si son hipotecas arriesgadas” y que era necesaria una mayor supervisión para evitar el colapso financiero (p. 25).

Larry Summers, ex secretario del Tesoro y ,entonces, rector de la Universidad de Harvard, respondió a la ponencia de Rajan defendiendo la política regulatoria llevada a cabo por Alan Greenspan y definiendo el carácter de las declaraciones de Rajan de “ligeramente ludita”, es decir, que se oponía a la evolución en el sector financiero. Summers mostró su discrepancia con Rajan y argumentó que la escasa regulación bancaria de entonces protegía a la economía y promovía el desarrollo económico. Por último, mostró su preocupación en relación a la tendencia de ensalzamiento de las restricciones bancarias (Fisher, 2005, pp. 387-389). Este tipo de debates muestran la creciente tendencia de múltiples economistas a posicionarse en contra de las prácticas bancarias del momento y

a favor de un aumento de la regulación financiera a medida que se acercaba la quiebra de Lehman Brothers.

El 30 de mayo de 2006 el presidente George W. Bush nombró a Henry Paulson, presidente de Goldman Sachs entonces, secretario del Tesoro. Más tarde, autores como Allan Sloan (2007) criticarían las actuaciones de Henry Paulson en Goldman Sachs acusándole de mala fe y criticando la escasa supervisión estatal hacia los bancos. Por aquel entonces, más de 1.5 billones de dólares se encontraban en el mercado de las hipotecas *subprime* y ya se habían realizado múltiples ejecuciones hipotecarias. En el artículo escrito por Allan Sloan también se advirtió de un colapso a nivel financiero y que un incremento de la regulación era necesario con el fin de evitar el incremento de operaciones con productos CDO y la concesión de más hipotecas basura (pp. 117-122). Se acusó a Goldman Sachs de que alrededor del 58% de los préstamos eran con reducidas garantías (Washington Post, 2007).

Por otro lado, la crisis del mercado inmobiliario tenía cada vez consecuencias más graves y el número de economistas que se posicionaban en contra de la escasa regulación financiera iba en aumento. Los detractores más destacados fueron conocidos economistas como Ashcraft (2008), posicionado a favor de políticas más restrictivas (pp. 558-559), Nouriel Roubini (2006), que advirtió de una grave crisis económica próxima (p. 94) y Charles Morris (2008), que criticaba el apalancamiento bancario y su *mala praxis* (pp. 18-19).

A principios de 2008, un preludio de lo que más tarde acompañaría a Lehman Brothers sucedió cuando la entidad bancaria Bear Stearns se quedó sin liquidez. Después de haber tenido innumerables pérdidas en los valores hipotecarios subprime y de haber recibido denuncias por parte de diversos inversores y prestamistas acusándoles de engaño (The Boston Globe, 2008), Bear Stearns fue adquirida por JPMorgan Chase por \$2 por acción, es decir, por un total de 270 millones de dólares, un precio muy bajo. Como parte del acuerdo, JPMorgan y la Reserva Federal garantizaron hacer frente a las enormes obligaciones comerciales de la entidad bancaria (The New York Times, 2008).

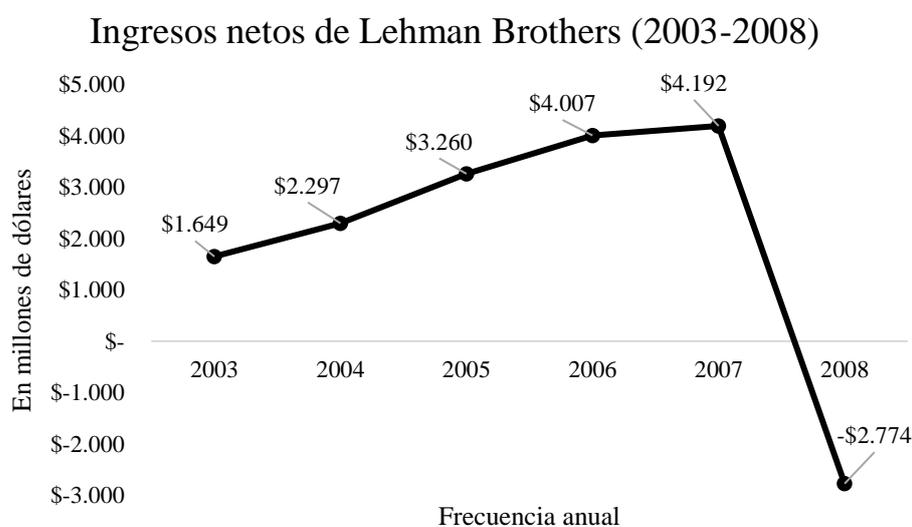
Después de la absorción de Bear Stearns por parte de JPMorgan Chase, Henry Paulson realizó un comunicado asegurando que se estaba planteando un plan de reforma financiera que hacía referencia a la regulación bancaria. Afirmó que dio apoyo a la Reserva Federal en la instauración de un programa temporal para proporcionar liquidez a diversas entidades. Paulson confiaba en que habría una cercana estabilidad en los mercados de

vivienda que contribuiría a mejorar las condiciones en los mercados de crédito para aquellos valores respaldados por hipotecas (U.S. Department of the Treasury, 2008).

A medida que la crisis se agravaba y múltiples bancos eran acusados de *mala praxis*, el posicionamiento de los medios y de un gran número de economistas a favor de unas medidas regulatorias más estrictas iba en aumento.

Durante mediados de 2008, Lehman Brothers afrontaba cada vez más pérdidas y su valor en bolsa caía de forma drástica debido principalmente a acusaciones de malversación de fondos, la volatilidad del mercado en relación a sus inversiones y una falta de confianza por parte de los inversores en la compañía. A principios de septiembre, Lehman Brothers se quedó sin liquidez e intentaba encontrar un comprador que adquiriera toda la compañía. Barclays y Bank of America fueron los principales interesados en adquirir partes de la compañía siempre y cuando la FED garantizara solucionar una gran parte de los activos problemáticos de Lehman (The New York Times, 2008).

Gráfico 5



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de la U.S. Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores).* El gráfico muestra los ingresos netos anuales de la compañía Lehman Brothers desde 2003 a 2008. La quiebra de Lehman Brothers se produjo en septiembre, por lo que el valor mostrado en el año 2008 representa el primer semestre de ese año.

Al igual que Lehman Brothers, el banco de inversión Merrill Lynch también necesitaba ser rescatado. En septiembre de 2008 fue adquirido por Bank of America por 44.000 millones de dólares. La fusión se acordó después de la reunión donde debatieron los ejecutivos de las grandes instituciones financieras y los responsables de la Reserva

Federal. En dicha reunión también se debatió sobre como salvar a Lehman Brothers de la quiebra (El País, 2008).

El 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers Holdings Inc. se declaró en quiebra.

3.1. Medidas regulatorias como consecuencia

Una semana después, el 24 de septiembre de 2008, el presidente George W. Bush pronunció su conocido discurso donde transmitió a los Estados Unidos de América la situación en la que se encontraba el país. Afirmó que la región se encontraba en medio de una grave crisis financiera y que la economía nacional se encontraba en peligro. Culpó sobre todo a los inversores extranjeros de haber provocado la crisis de la vivienda y a aquellos prestamistas que no estudiaban el riesgo de impago a la hora de prestar. Por último, declaró que normalmente se opondría a la intervención del gobierno en la economía pero que la situación dramática de aquel entonces lo requería (The White House, 2008).

La crisis financiera se puede resumir en aquellas pérdidas sufridas por las instituciones financieras cuando las hipotecas en territorio estadounidense comenzaron a fallar. Diversos síntomas de esta crisis ya se habían observado algunos años atrás. Sin embargo, fue la quiebra de Lehman Brothers, entidad que poseía una gran cantidad de activos respaldados por hipotecas, la que posicionó a la crisis financiera en una situación muy grave. La caída de dicha entidad supuso una parálisis total en los mercados financieros (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 471).

La quiebra de Lehman supuso inestabilidad y una incertidumbre en los mercados. El riesgo sistemático¹⁹ comenzó a incrementarse y se desató un pánico financiero global. Autores como Mark T. Williams (2010) opinan que dicha crisis fue la prueba de que la regulación gubernamental y el carácter autorregulatorio en la economía no eran efectivos. Según el autor, los “encargados de vigilar Wall Street se durmieron” y, al producirse un exceso de riesgos, la autocorrección del mercado fue imposible (p.165).

Debido a la incertidumbre en los mercados y las innumerables pérdidas en las instituciones bancarias, el secretario del Tesoro Henry Paulson propuso la creación de

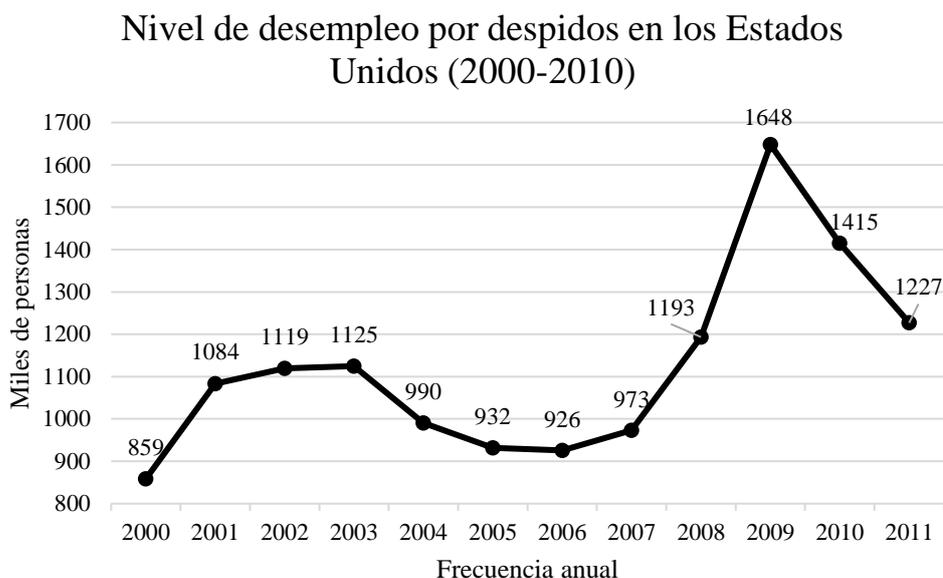
¹⁹ En terminología financiera, es aquello que supone una amenaza para el sistema financiero (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 543).

una ley para dar estabilidad a la economía y al sistema financiero. El 3 de octubre de 2008, el presidente George W. Bush firmó el *Emergency Economic Stabilization Act*, también conocida como “el rescate bancario de 2008”. El acta tenía como objetivo dar autoridad al Gobierno Federal para comprar y asegurar ciertos tipos de activos problemáticos y así evitar perturbaciones en la economía y proteger a los contribuyentes. También se promulgó con el fin de ofrecer beneficios en el pago del IRPF (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas) y dar incentivos a diversos tipos de producción (Emergency Economic Stabilization Act, 2008).

En la Sección 101 se hace referencia a la creación de un nuevo programa llamado *Troubled Asset Relief Program* (programa de ayuda para activos problemáticos, TARP). Dicha medida tenía como objetivo principal la compra de activos problemáticos a cualquier institución financiera. Originalmente, dicho programa contaba con 700 mil millones de dólares para financiar las compras y las ayudas (Congressional Budget Office, 2012). Más tarde, el presupuesto se vería reducido en más de 200 mil millones de dólares con la promulgación del acta Dodd–Frank de 2010. Concepto en el que más adelante se profundizará.

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos por parte del gobierno, los despidos incrementaron de forma drástica y los mercados siguieron deteriorándose. El lunes 7 de octubre, el Dow Jones cerró por debajo de 10.000 por primera vez en cuatro años; al final de la semana había bajado casi 1.900 puntos (un 18% por debajo de su máximo en octubre de 2007). Además, el valor de los papeles comerciales en circulación cayó en 264.000 millones de dólares desde el fracaso de Lehman hasta la promulgación del programa TARP (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, pp. 372-373).

Gráfico 6



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data). En el gráfico se puede observar una evolución anual del número de personas en desempleo por despido en Estados Unidos del año 2000 al 2010. El máximo se encuentra después de la quiebra de Lehman Brothers y otras entidades.

El programa TARP no fue la única estrategia de este carácter llevado a cabo por el gobierno de los Estados Unidos. Ese mismo mes se creó el programa *The Commercial Paper Funding Facility* (Servicio de Financiación de Papel Comercial, CPFF). Dicho programa se creó con el fin de proporcionar un respaldo de liquidez a los emisores de papel comercial²⁰ de los Estados Unidos, proporcionando así una mayor disponibilidad de crédito para las empresas y familias (Federal Reserve Bank of New York, s. f.). Este programa, que permitía a las empresas reestructurar su deuda, fue ampliamente utilizado por entidades financieras y no financieras. Instituciones como UBS, Barclays y Dexia, pidieron prestado un total de 72.000 millones, 53.000 millones y 38.000 millones, respectivamente (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 373).

El día 12 de octubre, el presidente de la FED Ben Bernanke y el secretario del Tesoro Henry Paulson hicieron una selección de aquellas entidades que necesitaban una inyección de capital urgente. Dichas entidades fueron Bank of America (conjuntamente con Merrill Lynch), Citigroup, JP Morgan, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley, BNY Mellon y State Street. Juntas estas instituciones poseían más de 11 billones de activos, cerca del 75% de todos los activos de los bancos estadounidenses (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 373).

²⁰ Deuda corporativa a corto plazo no garantizada (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 539).

El mandato de Bush llegaba a su fin y ya se había culpado a la SEC, a Greenspan y a Bernanke de haber realizado una mala gestión regulatoria en el ámbito relativo a las entidades bancarias. Se acusó a Greenspan de haber sido el promotor de lo que más tarde desembocó en una crisis financiera. Sin embargo, este admitió que, aunque era consciente de que muchas malas prácticas se estaban llevando a cabo, no era consciente de lo significativas que se habían convertido hasta muy tarde (Newsweek, 2008).

Christopher Cox, presidente de la *Securities and Exchange Commission*, afirmó que la regulación voluntaria no funciona y que la aprobación la Ley Gramm-Leach-Bliley, creó una importante laguna regulatoria al no dar a la SEC o a cualquier agencia la autoridad para regular las grandes bancas de inversión. También, reconoció que las bases del programa CSE de supervisión fundado por la institución tenía una débil base desde un principio (Securities and Exchange Commission, 2008).

El mandato de George Walker Bush finalizó el 20 de enero de 2009 con una deuda doméstica de \$14.28 billones (habiendo sido de \$7.15 billones al inicio de su mandato) debido a la crisis financiera (Federal Reserve Bank of St. Louis, s. f.).

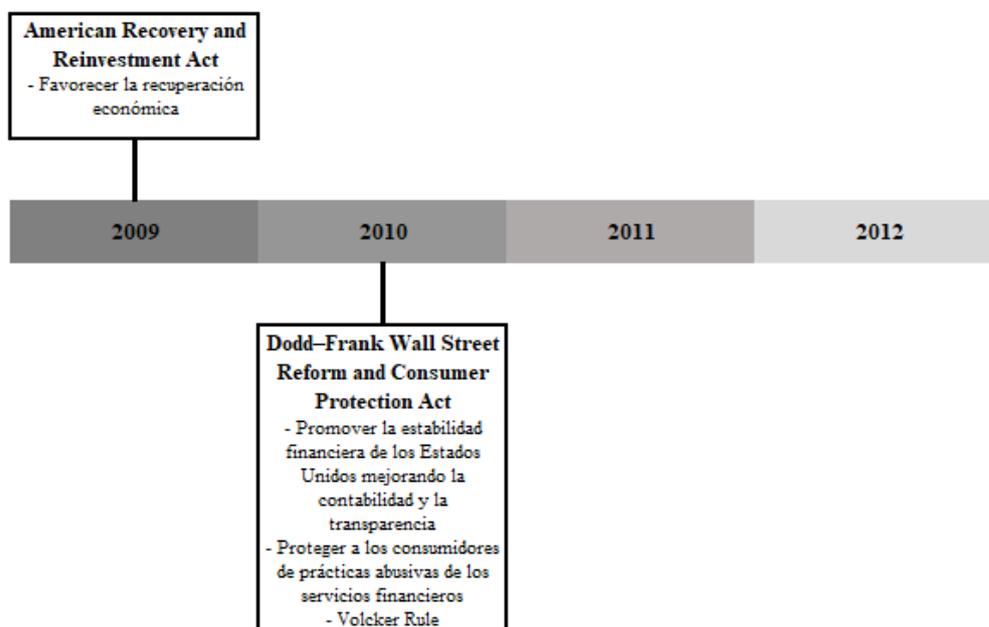
Gráfico 7



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* En el gráfico se puede observar una evolución del ratio (Deuda de los hogares / PIB*100) de la deuda de los hogares en los Estados Unidos desde 1990 hasta 2012. El ratio se incrementó principalmente debido al aumento progresivo de la burbuja inmobiliaria que comenzó a finales de los años 90 y finalizó en 2008, desembocando en una crisis financiera global.

4. CONTEXTO ECONÓMICO Y REGULATORIO DESPUÉS DEL CRACK

Figura 5



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ley American Recovery and Reinvestment y la Ley Dodd-Frank. Esta línea temporal muestra las dos actas más relevantes en materia regulatoria bancaria promulgadas entre los años 2009 y 2012. Las dos aprobadas por Barack Obama.

El 20 de enero de 2009, Barack Obama, representante del partido demócrata, fue nombrado presidente de los Estados Unidos.

Obama consiguió la presidencia en un momento muy complicado a nivel global desde el punto de vista económico. El desempleo aumentaba desde 2007 y la tasa de pobreza en Estados Unidos había incrementado un 1.3% aproximadamente desde el 2000 al 2007 (United States Census Bureau, 2020). En su discurso inaugural, Barack Obama mostró su clara preocupación hacia la economía de Estados Unidos y afirmó que, a causa de la codicia e irresponsabilidad de diversas personas, esta se encontraba en una posición muy débil (Phillips, 2009).

Dicho presidente tardó tan sólo un mes en firmar la primera ley del mandato de carácter económico en respuesta a la Gran Recesión. La *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, también conocida como *Recovery Act* o ARRA, fue firmada el 17 de febrero y tenía como objetivo promover la preservación y creación de empleos, la inversión en infraestructura, la eficiencia energética, la asistencia a los desempleados y la

estabilización fiscal estatal (American Recovery and Reinvestment Act, 2009). La promulgación del acta se realizó con el fin de aumentar el gasto público y así, reactivar la economía.

Dicha medida supuso un coste aproximado de 831.000 millones de dólares en el periodo entre 2009 y 2019 (Congressional Budget Office, 2012). Esta medida, consiguió que los tipos de interés alcanzaran mínimos históricos por aquel entonces (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020). Sin embargo, economistas como Paul Krugman afirman que el carácter cortoplacista de dicha ley provocó que a partir de 2010 se dejaran de lado temáticas como el desempleo o la inversión pública. Además, opina que 800 mil millones de dólares no eran suficientes para reactivar la economía (The New York Times, 2014).

Por otro lado, un gran número de ciudadanos se mostró partidario de la política de recuperación de Obama ya que centró gran parte de sus medidas en la ayuda a los propietarios de viviendas afectados por la crisis de hipotecas de alto riesgo. El *Homeowner Affordability and Stability Plan* (Plan de Estabilidad y Asequibilidad para Propietarios de Viviendas) se basó en ofrecer ayudas a aproximadamente 8 millones de personas en relación a los pagos de sus hipotecas y evitar así las ejecuciones hipotecarias en las familias y comunidades (U. S. Treasury Department, 2009).

El *Recovery Act* se promulgó para favorecer la recuperación económica tras el estallido de la burbuja inmobiliaria de 2008. Múltiples medidas de la administración Obama se realizaron para corregir los errores cometidos durante principios de siglo. Un ejemplo sería el *Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009*. Dicha acta, firmada en mayo de 2009, tuvo como objetivo principal mejorar la aplicación de la legislación en relación al fraude hipotecario, de valores y de instituciones financieras. Además, también pretendía recuperar fondos robados por fraudes pasados (Fraud Enforcement and Recovery Act, 2009). El acta se basó principalmente en ampliar el concepto de fraude y en especificar diversas medidas para evitar que se repitieran los casos de fraude de los años anteriores por parte de innumerables entidades bancarias.

El 23 de marzo, la administración Obama realizó un comunicado detallando el *Financial Stability Plan* (Plan de Estabilidad Financiera) del partido. En dicho plan se destacó el *Public-Private Investment Program* (Programa de Inversión Público-Privada), que se basaba principalmente en dos medidas relevantes:

- Un aumento de la supervisión del capital de las principales entidades bancarias con el fin de asegurar la supervivencia de estas en el caso de una posible nueva recesión. Además, dicha medida pretendía que los bancos, al gozar de una mayor estabilidad futura, estuvieran dispuestos a prestar más dinero, reactivando así el consumo.
- Una corrección de los balances de los bancos, deteriorados principalmente por activos tóxicos como los valores respaldados por préstamos, para reducir la incertidumbre de las entidades bancarias, facilitando su capacidad de reunir capital e incrementando su voluntad de aumentar los préstamos y así, impulsar la recuperación del sistema económico. Dicho programa se centra, principalmente, en la compra de dos activos tóxicos, los *legacy loans*²¹ y los *legacy securities*²². La compra se realizó haciendo uso de los fondos del programa TARP (con un coste aproximado de \$90 mil millones) y del capital de diversos inversores privados.

El programa propuso a múltiples inversores la posibilidad de participar en la compra de los activos tóxicos a cambio de diversas ventajas (U. S. Treasury Department, 2009).

Finalmente, después de la creación de diversos programas y la promulgación de las diversas actas de principios de 2009, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos publicó el plan de Obama en relación a la regulación de los mercados de capital y de las entidades bancarias. Dicho documento fue publicado el 17 de junio de 2009, bajo el nombre de *Financial Regulatory Reform: A New Foundation* (Reforma de la Regulación Financiera: Una nueva base), con el objetivo de destacar la necesidad de una coordinación mundial en la supervisión financiera (Department of the Treasury, 2009).

El plan de Obama se estructuró en cinco secciones clave basadas en promover una fuerte supervisión y una sólida regulación por parte de la FED de las instituciones financieras, una supervisión integral de los mercados financieros, de las agencias de calificación crediticia y de los derivados, una mayor protección al consumidor, una mejora de las

²¹ Préstamos inmobiliarios en cartera representados en los libros contables de los bancos. En ese momento, el exceso de dichos préstamos se había quedado atascados en los balances de los bancos, haciendo muy difícil que estas entidades accedieran a los mercados privados para obtener nuevo capital y limitando su capacidad de prestar (U. S. Treasury Department, 2009).

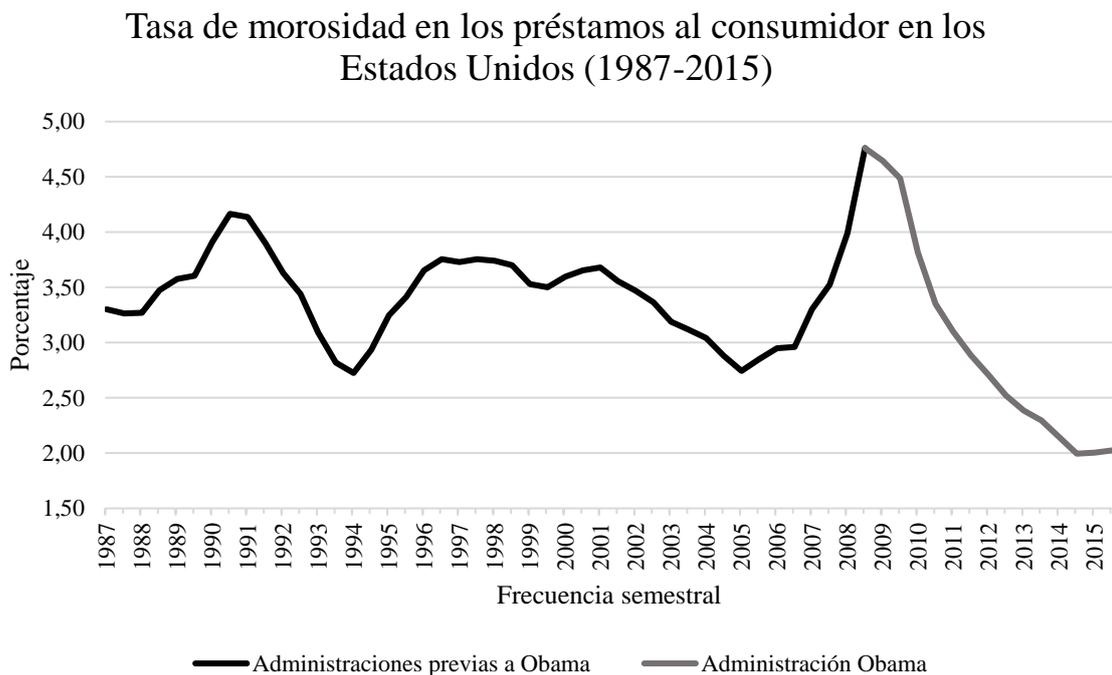
²² Valores respaldados por carteras de préstamos. En aquel momento, los mercados secundarios se habían vuelto altamente ilíquidos, y estaban operando a precios inferiores a los que tendrían en mercados de funcionamiento normal. Gran parte de dichos valores se encontraban en manos de los bancos (U. S. Treasury Department, 2009).

herramientas del Gobierno en relación a la gestión de crisis financieras y una mejora de la cooperación global en términos regulatorios (Department of the Treasury, 2009).

Estas medidas propuestas por la administración Obama dejaban clara la ideología económica, predominante en aquel momento, a favor de la intervención del Estado y del incremento regulatorio en el sistema bancario. La crisis supuso una evolución en la opinión económica dentro del gobierno. El carácter regulatorio del gobierno de Obama era totalmente contrario a aquel anterior a la crisis, con miembros como el expresidente de la FED, Alan Greenspan, o el exsecretario del Tesoro, Larry Summers.

Dicho incremento de la regulación bancaria no fue suficiente para reactivar el consumo con la misma intensidad de antes de 2008. Sin embargo, al incrementar la burocracia y la supervisión en las actividades bancarias, el índice de morosidad en los préstamos se redujo de forma drástica durante los años siguientes.

Gráfico 8



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data). En el gráfico se puede observar la tasa de morosidad en los Estados Unidos desde el año 1987 hasta el 2015, con la presidencia de Obama como punto de inflexión. Obama incrementó la regulación en relación a la concesión de préstamos para reducir los impagos.*

A finales de octubre de 2009, el secretario del Tesoro Timothy F. Geithner realizó una intervención en el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes y propuso una serie de actuaciones para reforzar las medidas firmadas por Barack Obama. Sus propuestas más destacables fueron la creación de un plan para dismantelar a las empresas en quiebra de forma discreta para no alterar a los mercados, la limitación en el rescate a compañías por parte de la FED, la suspensión del programa TARP y la imposición de requisitos de capital más estrictos y normas de liquidez más rigurosas a las entidades bancarias (House Financial Services Committee, 2009). Además, afirmó que un mayor apoyo gubernamental hacia los bancos desemboca en que la posibilidad de ser rescatados se encuentre siempre presente, por lo que estos podrían tomar más riesgos en sus actividades (Afonso, Santos, & Traina, 2014, p. 56). Este tipo de declaraciones muestra cómo múltiples miembros del gobierno consideraban que las medidas realizadas por el presidente durante la primera mitad de 2009 no habían sido suficientes y que hacía falta una regulación aún más estricta.

Sin embargo, Obama ya había anunciado una serie de medidas regulatorias del sistema financiero “no vistas desde las reformas que siguieron a la Gran Depresión” (The White House: Office of the Press Secretary, 2009). Más tarde, Obama declaró que dichas medidas representaban el 90% de lo que propuso cuando comenzó la lucha en contra de una nueva recesión (The White House: Office of the Press Secretary, 2010).

Es por ello que, el 2 de diciembre de ese mismo año, el demócrata Barney Frank, presidente del Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, presentó una propuesta de ley bajo el nombre de *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009* y que más adelante, en julio del año siguiente, acabaría convirtiéndose en una de las actas más importantes en el ámbito de la regulación financiera de los Estados Unidos de América.

En enero de 2010, Barack Obama propuso la incorporación, en el proyecto de ley *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*, de la *Volcker Rule*²³, concepto en el que se profundizará más adelante en el desglose del acta Dodd-Frank.

²³ La Volcker Rule (Regla de Volcker) es un apartado de Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act que hace referencia a una serie de prohibiciones hacia los bancos para evitar que tomen altos riesgos al hacer uso de sus propios fondos para obtener beneficios sin relación al servicio a sus clientes. El nombre de dicha regla deriva del expresidente de la FED y presidente de la Economic Recovery Advisory Board (Junta Asesora de Recuperación Económica) en aquel momento, Paul Volcker (The White House: Office of the Press Secretary, 2010a)

4.1. Barack Obama y el Acta de Dodd-Frank

El 21 de Julio de 2010, la propuesta de ley *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act* fue firmada por el presidente Barack Obama, bautizándola oficialmente como *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (también conocida como el acta Dodd-Frank). Dicha ley recibe el nombre de Barney Frank, que presentó la propuesta ante la Cámara de Representantes, y del senador Christopher John Dodd, que la presentó en el Senado de los Estados Unidos (The Wall Street Journal, 2010).

El impacto de dicha acta ya se pudo observar en el momento en que fue emitida ya que repercutía en que los reguladores crearan aproximadamente 243 normas, 67 informes únicos y 22 informes periódicos (Davis Polk & Wardwell, 2010). El acta tenía como objetivo principal promover la estabilidad financiera de los Estados Unidos mejorando la contabilidad y la transparencia del sistema financiero, poner fin a aquellas entidades "demasiado grandes para quebrar", proteger al contribuyente estadounidense poniendo fin a los rescates y proteger a los consumidores de las prácticas abusivas de los servicios financieros (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010). La ley en cuestión hizo efectivas una serie de medidas regulatorias que afectaron directamente al sistema financiero y, por consiguiente, a innumerables entidades bancarias.

Primeramente, en la sección 111 y 152, que se encuentran dentro del apartado llamado *Financial Stability* (estabilidad financiera), se formalizó la creación de dos entidades de supervisión, el *Financial Stability Oversight Council*²⁴ (Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, FSOC) y el *Office of Financial Research*²⁵ (Oficina de Investigación Financiera, OFR). El FSOC tenía la capacidad de poner bajo supervisión de la FED a aquellas compañías que pudieran perjudicar la estabilidad económica y de exigir informes certificados a entidades bancarias, con un valor de activos superior a \$50 mil millones, de su condición financiera y de las transacciones realizadas.

²⁴ Entidad creada con el propósito de identificar los riesgos para la estabilidad financiera de los Estados Unidos, de promover la disciplina de mercado (eliminando las creencias de los accionistas, acreedores y contrapartes de esas empresas de que el Gobierno las proteja de las pérdidas en caso de quiebra) y responder a las nuevas amenazas de la estabilidad del sistema financiero. Dicho consejo estará presidido por el secretario del Tesoro de los Estados Unidos (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

²⁵ Entidad creada con el propósito de apoyar al Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera en el cumplimiento de los propósitos y obligaciones mediante la recolección de datos de las entidades, la realización de investigaciones y estudios y la elaboración de instrumentos de medición y vigilancia de riesgos (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

También se dictó la eliminación de la *Office of Thrift Supervision*²⁶ (Oficina de Supervisión de Ahorros) y el reparto de sus responsabilidades entre la FED, la oficina del *Comptroller of the Currency* (Interventor Monetario) y la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC, Corporación Federal de Seguros de Depósito). Dicha eliminación se debe al mal trabajo que hizo la entidad durante el año 2007 y 2008.

El Título V del acta se basó en la ya introducida *Volcker Rule* o Regla de Volcker. La primera medida relevante de dicha norma se encuentra en la sección 619, donde se expusieron prohibiciones sobre el *Proprietary Trading*²⁷ y los fondos de cobertura. En dicha sección se prohibió que las entidades bancarias se dedicaran al *proprietary trading* y se les negó la posibilidad de adquirir o retener capital u otro interés de propiedad de fondos de cobertura o fondos de capital privado, ni siquiera patrocinarlos.

Haciendo referencia a las relaciones con fondos de cobertura y fondos de capital privado, la Regla Volcker prohibió a las entidades patrocinar e invertir en este tipo de fondos. Esta medida limitó la capacidad de aquellas entidades que actúan, directa o indirectamente, como asesor de inversiones de un fondo de cobertura o un fondo de capital privado para prestar o adquirir activos de dichas entidades. Sin embargo, se hacen excepciones en el caso de las inversiones en sociedades financieras de pequeñas empresas y aquellas destinadas principalmente a promover el bienestar público (Landy & Ashley, 2010, p. 439).

La Regla Volcker supuso un gran cambio en la actividad bancaria. Autores como Chatterjee (2011) comparan dicha regla con la Ley de Glass-Steagall de 1933 argumentando que la ambición de sus medidas regulatorias es similar. Esta sección en cuestión limitó lo que las entidades bancarias pueden hacer por cuenta propia con el objetivo de evitar que dichas instituciones dependan del respaldo federal y hagan uso del dinero de los clientes para realizar operaciones por cuenta propia. Sin embargo, una diferencia entre el acta de Glass-Steagall y la Regla Volcker es que la primera tenía una

²⁶ Entidad establecida el Congreso el 9 de agosto de 1989 como principal regulador federal de todas las instituciones de ahorro de Estados Unidos pertenecientes al Savings Association Insurance Fund (Fondo de Seguros de la Asociación de Ahorros, SAIF). La mayoría de las entidades eran bancos, aunque también supervisó otro tipo de empresas como IndyMac o AIG (U.S. Department of the Treasury, 2010).

²⁷ También llamado operaciones por cuenta propia o prop trading, se basa en la compra o venta de instrumentos financieros a cuenta de la entidad buscando la obtención de un beneficio. Este tipo de comercio ofrece a las empresas financieras con clientes la tentación de magnificar los ingresos aprovechando su conocimiento de las actividades de inversión de sus clientes. Las entidades financieras fueron acusadas de crear y comercializar productos para clientes diseñados secretamente para fallar; y de usar información comercial de los clientes en contra de los intereses de estos (Merkley & Levin, 2011, pp. 515-522)

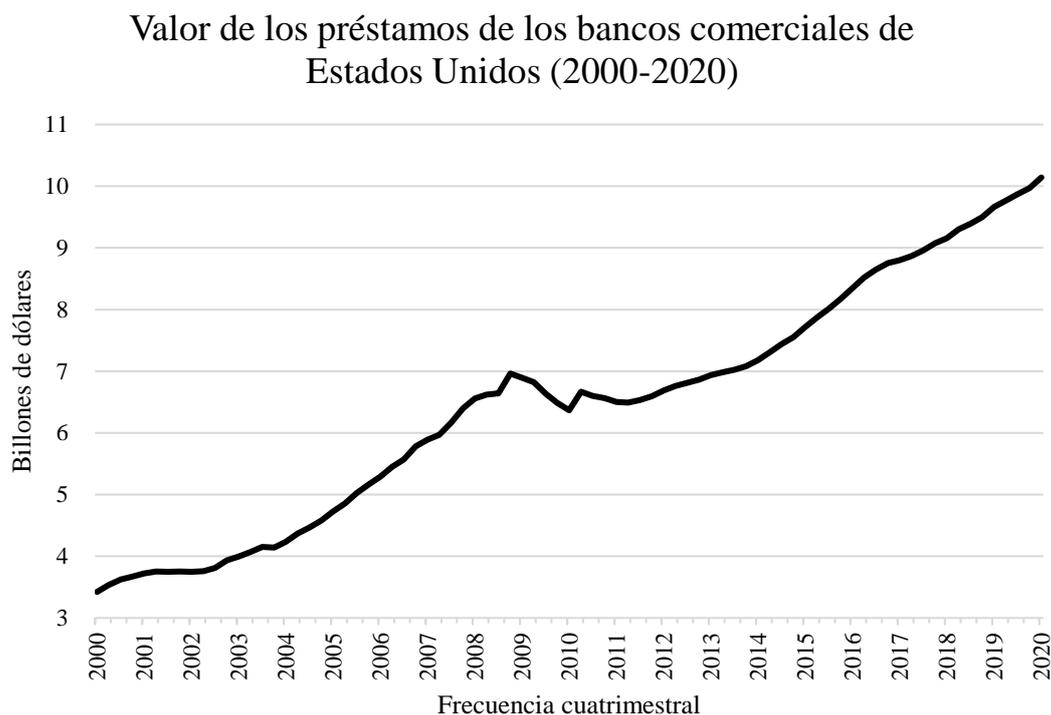
base estructural en relación a los bancos y prohibió las combinaciones de bancos comerciales con bancos de inversión. Por otro lado, la Regla Volcker procede limitando las actividades de las entidades bancarias. Es decir, la Ley de Glass-Steagall se centra en aquello que las entidades no pueden poseer y la Regla Volcker se centra en aquello que las entidades no pueden hacer. Otro aspecto que destaca el autor es la preocupación del Gobierno por las operaciones por cuenta propia en relación al riesgo que estas tenían. Lehman Brothers, por ejemplo, perdió 32.000 millones de dólares realizando operaciones de este tipo. Estas actuaciones, entre otras, provocaron que la entidad se declarara en quiebra (pp. 41-47).

La Regla Volcker también ordenó a la FED que impusiera requisitos de capital y limitaciones cuantitativas adicionales a las empresas financieras no bancarias que estuvieran bajo su supervisión y que hicieran uso operaciones por cuenta propia. La norma propuesta no proporcionaba orientación sobre la forma en que la Junta de la FED debía determinar qué capital imponer a qué entidades y según qué tipo de actividades. También, posteriormente se debatió si ajustarse a la normativa internacional (Landy & Ashley, 2010, p. 440).

Además, la norma propuesta prohibió a estas entidades financieras no bancarias, supervisadas por la FED, fusionarse o adquirir el control de otra empresa en el caso de que dicha operación ocasionara que el pasivo consolidado total de la empresa fuera superior al 10% del total de pasivos consolidados de todas las sociedades financieras. Sin embargo, se podía eludir la prohibición (con la aprobación de la FED) en el caso de adquisiciones de bancos en mora o en peligro de mora, adquisiciones de bancos a los que la *Federal Deposit Insurance Company* (Compañía Federal de Seguros de Depósitos) haya prestado asistencia de emergencia o adquisiciones que sólo supongan un aumento mínimo de los pasivos de la compañía financiera (Landy & Ashley, 2010, pp. 440-441).

Debido al gran número de regulaciones que la Regla Volcker tenía, los detractores de dichas medidas argumentaron que esta afectaría a los mercados de crédito y de capital y al número de préstamos concedidos, siendo perjudicial para las actividades bancarias. Sin embargo, Paul Volcker afirmó que la regulación sólo afectaría negativamente a los bancos que participaban en operaciones comerciales muy especulativas (Adedipe, 2014). En el Gráfico 9 se puede observar que los préstamos bancarios no vieron reducido su valor una vez se aprobó el acta.

Gráfico 9



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* En el gráfico se puede observar el incremento del valor en billones de dólares de los préstamos concedidos por los bancos comerciales de Estados Unidos desde el año 2000 al 2020. El valor de los préstamos redujo su incremento en el periodo de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (2008-2011).

El Título VII del acta de Dodd-Frank también tuvo gran importancia en el sector bancario. Este se introdujo bajo el nombre de *Wall Street Transparency and Accountability* (Transparencia y Responsabilidad de Wall Street) y proporcionó un marco regulatorio completo para el mercado de derivados OTC. El Título VII tenía como finalidad la prevención de futuras crisis financieras exigiendo una sólida transparencia del mercado y de las transacciones y reduciendo el apalancamiento estructural y el riesgo sistemático en todos los mercados de derivados. También se declaró que las dos grandes entidades responsables en este ámbito serían la SEC y la CFTC y se impusieron una serie de acciones a llevar a cabo como el desapalancamiento de los mercados de derivados OTC mediante nuevos requisitos de capital; la imposición a aquellos que comercializaban con productos *swaps* de un registro obligatorio en la SEC y/o en la CFTC, dando a conocer continuamente información detallada sobre sus operaciones con derivados y la prohibición, en la sección 716, de que se ofrecieran garantías federales u otro tipo de asistencia a las instituciones que participaban en los mercados de *swaps*. Sin embargo, se libran de estos límites los futuros de productos básicos y las ventas físicamente liquidadas

de productos básicos no financieros para su envío diferido, favoreciendo a aquellas entidades no financieras que se dedican al comercio físico (Dechert LLP, 2010). En esta misma sección del acta se realizan diversas modificaciones de la Ley Gramm-Leach-Bliley de 1999 en relación a estos productos financieros.

Hubo productos derivados que se vieron perjudicados, en gran medida, por dicha legislación. Las permutas de incumplimiento crediticio²⁸ o CDS, se consideran una variante de productos swap. Este tipo de productos se vieron afectado por el acta de Dodd-Frank. Autores como Augustin, Subrahmanyam, Tang, & Wang (2016) afirman que la Regla Volcker tuvo un impacto directo en el mercado de los CDS con la separación de las operaciones por cuenta propia de las actividades bancarias comerciales (p. 182).

Unos dos años después de la aprobación de la Ley Dodd-Frank, la atención pública se centró una vez más en los CDS tras la gran pérdida comercial sufrida por J. P. Morgan en el primer semestre de 2012²⁹. Además, se reavivaron las controversias sobre el uso indebido de los CDS y la necesidad de regulaciones más estrictas para este tipo de productos, especialmente dado que las instituciones depositarias se benefician de garantías gubernamentales implícitas, y más aún si se considera que son demasiado grandes para quebrar (Augustin et al., 2016, pp. 182-183).

La legislación relacionada con las operaciones por cuenta propia y los productos *swaps* (y aquellos que tienen relación con estos) se iba a aplicar en un principio en julio de 2010. Sin embargo, no se acabó aplicando hasta mitad de 2015 debido a que los reguladores tuvieron que facilitar la aplicación de nuevas restricciones. Como consecuencia, múltiples bancos dejaron de realizar actividades relacionadas con la negociación de CDS, eliminaron sus operaciones por cuenta propia y sacaron dinero de ciertos fondos de inversión. En conclusión, aunque la norma se aplicó definitivamente a mediados de 2015, las consecuencias sobre la actividad comercial se reflejaron en el volumen de comercio a partir de verano de 2010 (Martin-Bujack, Corzo, & Figuerola-Ferretti, 2017, p. 4). En el Gráfico 10 se puede observar como el valor bruto de los productos derivados de *swap*

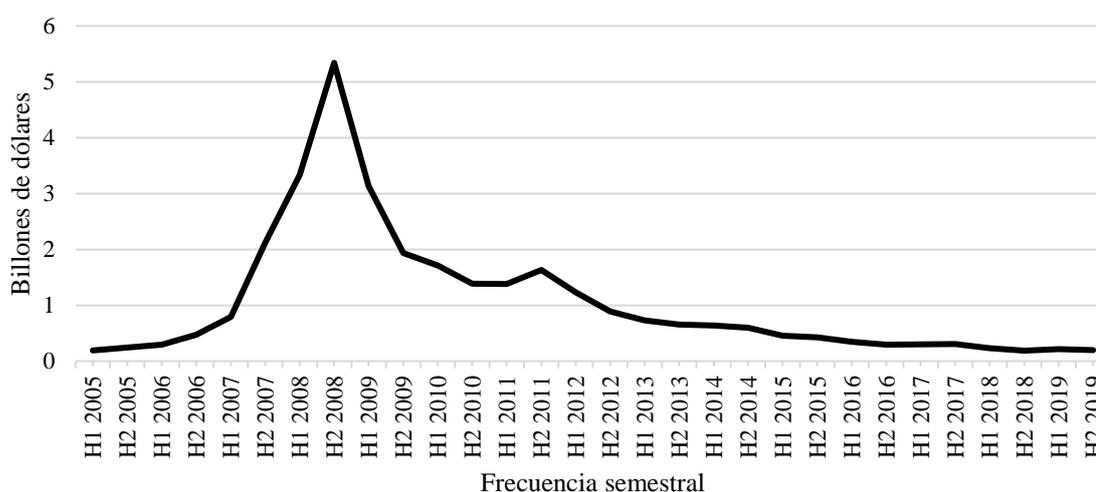
²⁸ Un tipo de derivado de crédito que permite a un comprador de la permuta transferir el riesgo de impago de un préstamo a un vendedor de la permuta. El vendedor se compromete a pagar al comprador si se produce un evento de incumplimiento. El comprador no necesita ser el propietario del préstamo cubierto (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 540).

²⁹ Denominado el caso London Whale (ballenas de Londres), este acontecimiento fue en gran medida el resultado de una gestión de riesgos ineficaz en el contexto de las estrategias comerciales de los CDS. La pérdida aproximada fue de 6.200 millones de dólares (Augustin et al., 2016, p. 182)

(permutas de incumplimiento crediticio o CDS) ven reducido su valor a partir de 2010 y no vuelven a recuperar los valores anteriores a la crisis

Gráfico 10

Valor bruto de mercado del producto Credit Default Swap en los Estados Unidos (2005-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bank of International Settlements Statistics (BIS). EL gráfico muestra el valor bruto de las permutas de incumplimiento crediticio o CDS en Estados Unidos entre 2005 y 2019. El valor máximo se alcanza a mediados de 2008, antes de que Lehman Brothers se declarara en quiebra. Por otro lado, el valor de los CDS comienza a caer a partir de 2010, cuando se firma el acta de Dodd-Frank, a pesar de que esta no se aplica de forma definitiva hasta 2015.

Otra reforma en relación al riesgo es la que se dio en el Título VIII, cuyo propósito era mitigar el riesgo sistemático en el sistema financiero y promover la estabilidad financiera. Las medidas consistían en autorizar a la Fed de incrementar la regulación en las empresas de utilidad pública y otorgarle a esta un papel más importante en supervisión.

Uno de los apartados más destacados de la Ley Dodd-Frank es el Título X donde se aprobó el acta *Investor Protection and Securities Reform* y se creó dentro de la SEC el *Investor Advisory Committee* (Comité Asesor de Inversiones) con el propósito de asesorar sobre cuestiones relativas a la regulación de los productos de valores, estrategias comerciales, iniciativas para proteger los intereses de los inversores y promover la confianza de los inversores y la integridad del mercado de valores y presentar a la SEC conclusiones y recomendaciones que el Comité considere apropiadas (incluidas las recomendaciones de cambios legislativos).

Las medidas regulatorias del acta Dodd-Frank no sólo afectaron a los bancos. Se incrementó la supervisión a los asesores de los fondos de cobertura y limitó su capacidad a la hora de ocultar información (como tipos de riesgos en operaciones o productos) en la redacción de informes.

También se implementó un incremento en las medidas regulatorias de los organismos de calificación crediticia, donde se creó la *Office of Credit Ratings*³⁰ (Oficina de Calificaciones Crediticias) y se otorgó a la SEC la potestad para suspender temporalmente o revocar permanentemente la autorización de un organismo de calificación. También se incrementaron las medidas de supervisión de los procesos de titulización de activos respaldados, activos a los que se les criticó haber sido la base de la burbuja inmobiliaria.

Las medidas contra los organismos de calificación crediticia o agencias de rating se resumen en dos conceptos. Por un lado, un incremento de las penas legales por emitir calificaciones inexactas. Por otro lado, la ley facilitó a la SEC la imposición de sanciones a las agencias de calificación crediticia y la presentación de reclamaciones contra ellas por declaraciones erróneas y fraude.

Sin embargo, se han realizado diversos estudios, Dimitrov, Palia, & Tang (2015), que argumentan que no hay evidencias de que Dodd-Frank aliente a las agencias a proporcionar calificaciones de bonos corporativos más precisas e informativas. En cambio, destacan que estas emiten calificaciones más bajas, dan más advertencias falsas y emiten rebajas de calificación que son menos informativas ya que el mercado de valores y el mercado de bonos reaccionan menos a las rebajas de calificación de los bonos corporativos (pp. 507-518). Por otro lado, los ingresos de los organismos de valoración crediticia no se vieron altamente afectados por dichas medidas.

Diversas investigaciones han estudiado que hubo un aumento marginal de la probabilidad de una falsa alarma después de Dodd-Frank del 42,3% y se llegó a la conclusión de que, a mayores rentas económicas en juego, más protectoras son las agencias de calificación crediticia con su reputación, por lo que las calificaciones de productos como los bonos corporativos son más bajas (Dimitrov et al., 2015, p. 514).

³⁰ El objetivo de dicha institución, creada en la sección 932, es promover la exactitud de las calificaciones crediticias emitidas por los organismos de calificación crediticia y velar por que esas calificaciones no se vean indebidamente influidas por conflictos de intereses (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

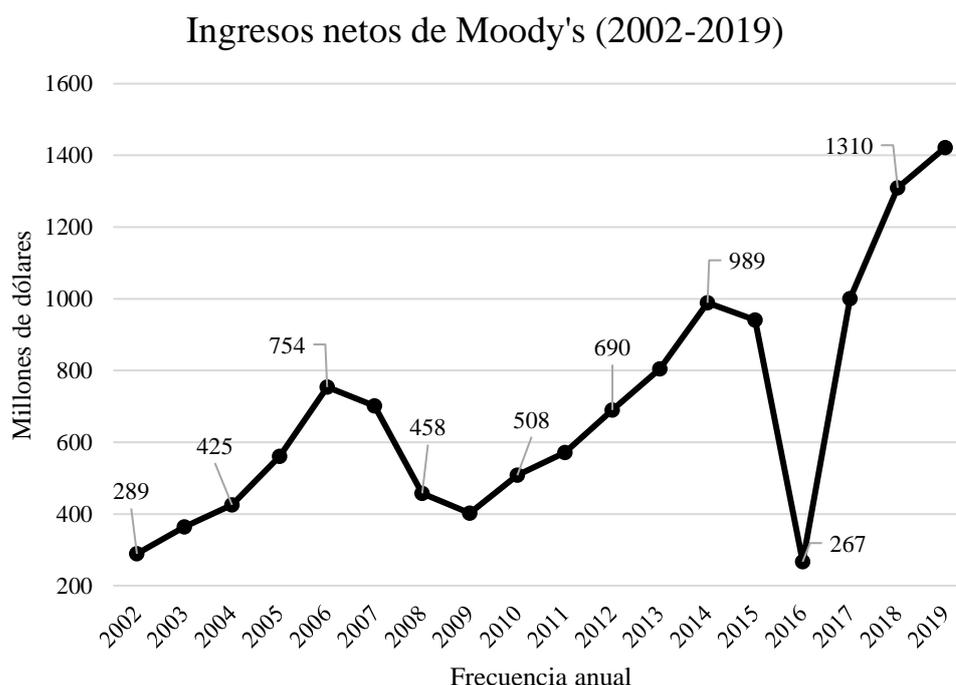
Gráfico 11



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* El gráfico muestra el porcentaje de retorno de los bonos corporativos AAA calificados por Moody's desde el año 2003 al 2019. El valor mínimo se alcanza a mitad de 2012 (3.50%) que fue cuando se estableció la Office of Credit Ratings (Oficina de Calificaciones Crediticias) creada en 2010 con la promulgación del acta Dodd-Frank.

En el Gráfico 12 se puede observar una evolución de los ingresos netos de la agencia de valoración crediticia Moody's. Como ya se ha comentado, los ingresos de este tipo de compañías no se vieron altamente perjudicados por el acta de Dodd-Frank. Sin embargo, en 2016, Moody's se vio obligada a pagar 863,8 millones de dólares (Moddys Annual Report, 2018) para resolver las demandas presentadas por los fiscales generales los Estados Unidos después de ser acusada de emitir calificaciones crediticias inexactas en las inversiones vinculadas a las hipotecas de alto riesgo antes de la crisis financiera de 2008 (CNN, 2017).

Gráfico 12



Fuente: Elaboración propia en base a datos los informes anuales de Moody's. En el gráfico se puede observar la evolución de los ingresos netos de la agencia de valoración crediticia Moody's Corporation desde el 2002 al 2019. Los ingresos decayeron ligeramente después de 2007 debido a las demandas recibidas y a la crisis financiera de 2008. El mínimo de ingresos se encuentra en 2016 después de haber tenido que pagar 863,8 millones de dólares al Gobierno de los Estados Unidos por las demandas recibidas.

También, dentro de este título, en la sección 961, se implementaron mejoras en la administración de instituciones como la SEC, en la sección 975 se reguló la actividad de los asesores municipales³¹ y, en la sección 971, de los gobiernos corporativos.

Las medidas finales del acta se resumen en la creación del *Bureau of Consumer Financial Protection*³² (Oficina para la Protección Financiera del Consumidor), modificaciones en las disposiciones de la FED³³ y reformas fiscales para diversos contratos de futuros.

³¹ Un asesor municipal es una persona que presta asesoramiento a una entidad municipal con respecto a los productos financieros municipales o a la emisión de valores municipales, o que realiza una solicitud a una entidad municipal (Securities and Exchange Commission, 2013).

³² Agencia del gobierno federal, formada en la sección 1001 del acta, que se asegura de que bancos, prestamistas y otras compañías financieras sean justos y transparentes con el consumidor (Consumer Financial Protection Bureau, s. f.).

³³ Las medidas más relevantes fueron la creación del puesto de Vicepresidente de Supervisión, en la sección 1108, cuya función se basa en elaborar recomendaciones en relación con la regulación de entidades bancarias, supervisar dichas entidades, y la elaboración detallada de los planes de supervisión a entidades por parte de la FED (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

Por último, el acta concluyó con la aprobación de dos leyes de gran importancia: la *Pay It Back Act*, en la sección 1301, y la *Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act*, en la sección 1400. La primera, redujo el presupuesto del programa TARP e incrementa la regulación de este tipo de ayudas. La segunda, impuso nuevos requisitos en los préstamos de hipotecas con el fin de evitar que estos se concedan con alto riesgo de impago.

Como se puede ver, el acta Dodd-Frank tuvo un carácter claramente regulatorio. Se incrementó la supervisión y la normativa en la mayoría de los productos financieros y en gran parte de las entidades bancarias bajo la premisa de evitar una nueva recesión en el sistema económico.

4.2. El periodo regulatorio financiero

La Ley Dodd-Frank tuvo como consecuencia legal el traspaso de poderes y responsabilidades desde la FED a otras entidades. El senador Chris Dodd justificó dichas medidas argumentando que el papel de la FED durante los últimos años, donde asumieron las responsabilidades de protección del consumidor y la regulación de las compañías bancarias, había sido un fracaso abismal (Huffington Post, 2010). Este tipo de afirmaciones muestran una tendencia creciente de aquellos años a culpar a la FED de velar por los intereses de las entidades bancarias.

Más tarde, se destacaron los resultados de una encuesta realizada por RIMES, compañía especializada en servicios de datos financieros, sobre las cifras de la banca de inversión en los Estados Unidos y el Reino Unido, que mostró que el 86% esperaba que Dodd-Frank aumentara significativamente el coste de sus operaciones (Haddon, 2015, p. 11). También se sumaron a estas críticas diversos periódicos declarando que Dodd-Frank dificultaría a las *start up* la contratación de personal debido principalmente a las nuevas regulaciones de capital que hace necesario un incremento de las reservas de una compañía (The Wall Street Journal, 2010).

Autores como Richardson, Smith, & Walter (2011) opinan que la aprobación de la Regla Volcker fue impulsada por el resurgimiento de las ganancias bancarias, los conflictos de intereses entre las entidades bancarias y el gobierno y varias elecciones locales que dejaron en claro la profundidad de la antipatía popular hacia los bancos dominantes. En un informe de investigación publicado por Goldman Sachs antes de que se firmara la Ley Dodd-Frank se estimaba que todos los grandes bancos incurrirían en aumentos de los

costos de regulación equivalentes al 7% de los ingresos netos, pero el costo para los cuatro o cinco bancos más grandes de los Estados Unidos aumentaría a alrededor del 15%. El estudio concluye afirmando que estos grandes bancos se vieron obligados a dejar de realizar diversas actividades que proporcionaban altos ingresos (como las operaciones por cuenta propia) y a adaptarse a un modelo de trabajo distinto (pp. 198-209).

Otro ejemplo se encuentra en las declaraciones de JP Morgan donde afirmaron que las regulaciones adicionales resultantes de la ley Dodd-Frank tendrían un coste aproximado de 400 a 600 millones de dólares anuales (The Economist, 2012).

La Regla Volcker fue emitida para ser aplicada por las entidades bancarias hasta 2014. Sin embargo, autores como Lehmann (2015) argumentan que dicha regla estaba basada en diversos criterios subjetivos, es decir, que había dificultad en saber cuándo se cumplía la definición de varios conceptos y actividades. Por tanto, afirma que la aplicación de la Regla de Volcker puede resultar a la larga muy difícil de aplicar, costosa y propensa a ser eludida (p. 180).

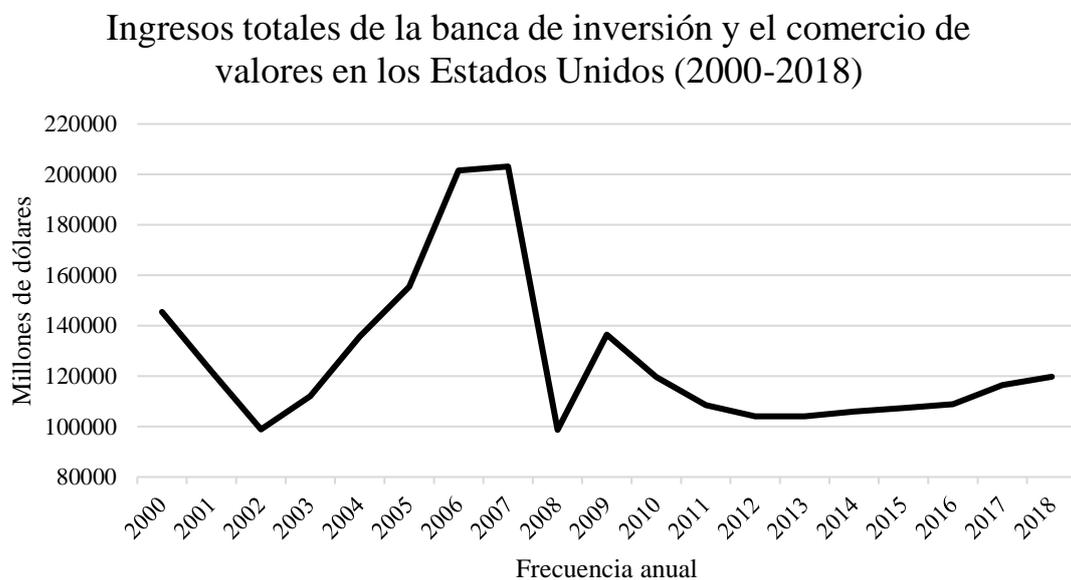
Otros autores como Chung, Keppo, & Yuan (2012) reflejaron en su estudio que la Regla Volcker no disminuye la probabilidad de insolvencia de los bancos. En todo caso, hace que estas entidades se arriesgan más ya que provoca que haya menos liquidez en los bancos y que su campo de negociación se acote (p. 4). En línea con este autor se encuentran Keppo & Korte (2018), que afirman que la Regla Volcker en relación al riesgo bancario no fue efectiva (p. 216), y Bui & Putnins (2018), que por una parte son partidarios de que la prohibición de las operaciones por cuenta propia limita la participación bancaria en transacciones de riesgo, pero por otra parte, el cierre de este tipo de operaciones hace que los bancos se asemejen más entre ellos, aumentando así la probabilidad de una insolvencia sistemática (p. 32).

Haciendo referencia a los ingresos de las entidades bancarias, el estudio comentado (Chung et al., 2012) afirma que la Regla Volcker repercute en que la banca comercial tenga unos beneficios previstos más altos y una mayor volatilidad que la banca de inversión (p. 26).

Estudios recientes han investigado como la Ley Dodd-Frank repercutió en los ingresos de las entidades bancarias. Autores como Charitou & Karamanou (2020) afirmaron que la contribución sustancial de los ingresos de las operaciones por cuenta propia a los ingresos totales del banco era considerablemente alta y que la Regla de Volcker había

afectado considerablemente a estos ingresos. Este estudio también comenta que, según los informes anuales de Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase y Bank of America, en el año en que se firmó el Dodd-Frank, lo que se generó en operaciones por cuenta propia contribuyó más a los ingresos totales del banco que las comisiones de la banca de inversión (p. 513). Este tipo de estudios afirman que el hecho de que la Regla Volcker impidiera a los bancos obtener ganancias de las operaciones por cuenta propia afectó a las cuentas de ingresos de dichas entidades.

Gráfico 13



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).* Este gráfico muestra los ingresos totales de los bancos de inversión y de entidades relacionadas con el comercio de valores desde el año 2000 al 2018 en Estados Unidos. Se puede observar la caída de los ingresos después de la quiebra de varias entidades bancarias en 2008 y la ligera recuperación antes de la aprobación del acta Dodd-Frank en 2010.

En las entidades bancarias más pequeñas, el recibimiento del acta fue negativo ya que se vieron obligadas a dejar de realizar diversas actividades una vez la ley entró en vigor. El presidente de Eagle Bancorp afirmó que cada nueva regla del acta desestructuraba la manera de comercializar con derivados, alegando que se les había impuesto la necesidad de estar constantemente en un periodo de adaptación (Washington Post, 2014).

Cuando la Ley Dodd-Frank se hizo eficaz, se produjo un choque de ideologías entre aquellos que apoyaban a las entidades bancarias y aquellos que se oponían a la liberalización de las actividades de los bancos y estaban a favor a la administración Obama.

Los opositores a dicha ley criticaron en gran parte las medidas de la Regla Volcker, argumentando que ocasionaría una fuga de cerebros. Esta regla ocasionó que departamentos de las entidades bancarias, dedicados al *proprietary trading*, abandonaran los bancos y se unieran a fondos de cobertura. Un claro ejemplo sería el director de prop trading del Deutsche Bank, el cual dejó su puesto para trabajar en Alphabet Management (Bloomberg, 2010). El mismo caso se dio también en JP Morgan, donde el director de prop trading comenzó a trabajar para el fondo de cobertura Argentière Capital (Forbes, 2013).

Hay diversas opiniones que destacaron que una mayor regulación era necesaria para restaurar la confianza en el sector. Sin embargo, también se afirmó que existe una delgada línea entre restaurar la confianza y estrangular las oportunidades a través de altos costos de cumplimiento, mayores requisitos de capital y sanciones desproporcionadas. Se acusó a la Regla Volcker de que una alta regulación en el ámbito bancario podría obligar a algunos banqueros a alejarse de los puestos en los que su experiencia y conocimientos son muy necesarios, y acercarse a puestos donde haya un entorno más amigable con el riesgo (Financial Times, 2015).

Sin embargo, autores como Coates (2015) afirman que es imposible realizar un análisis que cuantifique de manera fiable y precisa los costos y beneficios de la Regla Volcker para las entidades bancarias, principalmente debido a los efectos indirectos que dicha regla causó en el sector financiero (p. 38).

La Ley Dodd-Frank llevó al sistema bancario a un incremento de la regulación y a modificaciones de capital que provocaron mayores costos bancarios y menores opciones de inversión (Gattuso & Katz, 2015). Diversos estudios argumentaron que la participación de los activos de bancos comunitarios³⁴ sobre el total de activos de los bancos comerciales de los Estados Unidos disminuyó a una tasa casi el doble después de la aprobación del acta. También se mostró preocupación por la disminución de la cuota

³⁴ Se definen como aquellos bancos que centran la prestación de servicios bancarios tradicionales en sus comunidades locales. Obtienen la mayor parte de sus depósitos básicos de forma local y hacen muchos de sus préstamos a empresas locales (Federal Deposit Insurance Corporation, 2012)

de mercado de los bancos comunitarios en varios préstamos clave, su disminución del volumen de préstamos a pequeñas empresas y las pérdidas de este tipo de bancos particularmente pequeños. Se detalló que, a pesar del gran número de bancos comunitarios presentes en Estados Unidos, su participación en los activos bancarios disminuyó a más de la mitad (del 41% en 1994 aproximadamente, al 18% en 2014). Por otro lado, la participación de los cinco bancos más grandes en los activos de la banca comercial de Estados Unidos se duplicó (Greene & Lux, 2015, pp. 1-15).

Sin embargo, desde el punto de vista macroeconómico, la administración Obama consiguió una gran recuperación desde la Gran Recesión. Después de alcanzar un máximo de 10,0% en octubre de 2009, la tasa de desempleo se redujo a más de la mitad, hasta el 4,6% en noviembre de 2016 (Gráfico 13). El producto interior bruto real per cápita se recuperó totalmente hasta su punto máximo anterior a la crisis en el cuarto trimestre de 2013. Además, en el tercer trimestre de 2016, la economía estadounidense era un 11,5 por ciento más grande que en su punto máximo antes de la crisis (Council of Economic Advisers, 2017).

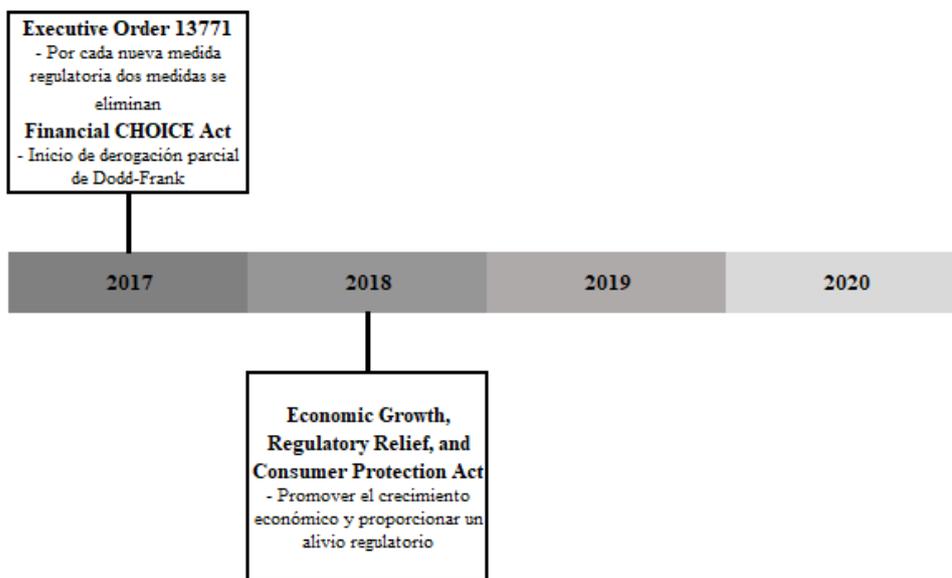
Gráfico 14



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data). El gráfico muestra la tasa de desempleo comprendida entre el rango 2009, con el comienzo del mandato de Obama, y 2016, el último año de Obama como presidente. El máximo se encuentra en 10% en 2009 y el mínimo en 4,6% en 2016.*

5. DESREGULARIZACIÓN EN LA ERA TRUMP

Figura 6



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Orden Ejecutiva 13771, de la propuesta de Ley Financial CHOICE y la Ley Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection. Esta línea temporal muestra las medidas y propuestas más relevantes en materia regulatoria bancaria promulgadas entre los años 2017 y 2020. Las tres medidas se dieron durante el mandato de Donald Trump.

Después de un periodo caracterizado por reformas regulatorias en el ámbito financiero sin precedentes desde la Gran Depresión, en enero de 2017, Donald Trump, conocido empresario y miembro del partido republicano, fue nombrado presidente de los Estados Unidos.

Ya a inicios del mandato, Trump anunció que se encontraba dispuesto a dejar atrás el legado de la administración Obama en relación a la regulación financiera. También afirmó que habría medidas para revisar las normas promulgadas tras la crisis financiera de 2008. Finalmente, le dio al Tesoro la autoridad para reestructurar las principales disposiciones de la Ley Dodd-Frank y ordenó que aseguraran que las leyes existentes de aquel momento se alineaban con los objetivos de la administración en lo que se refiere a regulación financiera (The New York Times, 2017).

La primera gran nueva medida desregulatoria de la era Trump fue emitida mediante la Orden Ejecutiva 13771 a finales del primer mes del mandato. Dicha medida implicó que “por cada nueva medida regulatoria que se emita, se identifiquen al menos dos medidas

previas para su eliminación”. Esta reforma significaba que, a menos que la ley lo prohibiera, cuando un departamento u organismo promulgara un nuevo reglamento, se identificarían al menos dos medidas regulatorias existentes para ser derogadas (Executive Order No. 13771, 2017). Esta medida es de las más relevantes de la administración Trump en temática desregulatoria. Además, muestra el carácter de Donald Trump en relación a la regulación de las entidades financieras. Esta orden ya causó diversa polémica en el momento en el que se aprobó. Por otro lado, informes realizados en aquel momento ya destacaron la intención por parte de la administración Trump de modificar la normativa de los organismos mediante una desregulación (Carey & Francis, 2017).

En febrero fueron publicados los principios en los que se fundamentaba la administración Trump en lo que se refiere a materia regulatoria financiera. Dichos principios se basaron en facultar a los estadounidenses para tomar decisiones financieras independientes, evitar los rescates financiados por los contribuyentes, fomentar el crecimiento económico y los mercados financieros dinámicos a través de un análisis más riguroso del impacto de la regulación, promover los intereses de los Estados Unidos en las negociaciones y reuniones internacionales sobre regulación financiera, hacer que esta sea eficiente y racionalizar el marco regulador financiero federal (Executive Order No. 13772, 2017).

El 14 de febrero de ese mismo año, la administración Trump aprobó la primera reforma que derogaba parcialmente la Ley Dodd-Frank. Dicha medida fue conocida como *Repeal of the Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers Rule* (Derogación de la Norma sobre la Divulgación de los Pagos por parte de los Emisores de Extracción de Recursos) y tenía como objetivo acabar con un apartado de la Ley Dodd-Frank basada en la declaración de pagos realizados a los gobiernos en relación al petróleo comercial, el gas natural y los minerales. (Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers, 2017).

Otra medida a destacar que derogó también de forma parcial la Ley Dodd-Frank fue la *Financial Stability Oversight Council Insurance Member Continuity*, promulgada el 27 de septiembre de 2017. Dicha medida corrigió el Título I del acta, donde se aprobó el *Financial Stability Act of 2010*, realizando modificaciones en la entidad creada en 2010 (Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera), dedicada a estudiar los riesgos para la estabilidad financiera de los Estados Unidos (Financial Stability Oversight Council Insurance Member Continuity Act, 2017).

Sin embargo, en lo que se refiere a cambios regulatorios sobre la Ley Dodd-Frank, múltiples autores como Whalen (2017), destacan ante todo la propuesta de ley conocida como *Financial CHOICE Act*, remarcada principalmente por perseguir la derogación de la Regla Volcker, la Enmienda Durbin³⁵ y la eliminación de la Oficina de Investigación Financiera entre otras cosas (p. 5).

Este autor expone las medidas más destacables que propone dicha acta. Primeramente, una de las reformas más importantes sería la de permitir a aquellos bancos que estuvieran bien gestionados y con bajo apalancamiento evitar muchos aspectos del acta de Dodd-Frank. También, se reformaría la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor, creada por el acta Dodd-Frank, en cuestión de financiación y responsabilidades. El autor afirma que dicha oficina fue perjudicial para la industria hipotecaria. Por otro lado, habría una reforma de la FED donde se le reducirían los poderes de supervisión. Dicha medida fortalece lo marcado por Dodd-Frank en relación a la FED. Por último, otra medida que el autor destaca es la de derogar completamente la Regla Volcker. Es por ello que el autor concluye afirmando que la *Financial CHOICE Act* sería totalmente aceptada por la industria de servicios financieros (Whalen, 2017, pp. 5-9). Este tipo de estudios confirman como las instituciones bancarias se seguían oponiendo a la Regla Volcker y a lo que esta comportaba.

Más adelante, el 24 de mayo de 2018, Donald Trump emitió la Ley *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection*. Los principales objetivos del acta eran, como su nombre indica, promover el crecimiento económico, proporcionar un alivio regulatorio adaptado a las necesidades y mejorar la protección de los consumidores. Esta ley es considerada la más importante en sobre regulación bancaria en los Estados Unidos desde que se promulgó la Ley Dodd-Frank. Dicha medida significó una reducción de la regulación financiera y destacó por liberar a los bancos más pequeños de la carga de ser etiquetados como demasiado grandes para quebrar (Bloomberg, 2018). La sección más destacada fue la 401, donde se modificó un factor con gran peso a la hora de medir que regulación debe ser aplicada, el valor de los activos bancarios. La Ley Dodd-Frank etiquetó a los bancos como demasiado grandes para quebrar cuando su valor de activos era superior a 50 millones de dólares, dichos bancos tenían que someterse a una mayor regulación que aquellos que se encontraban por debajo de \$50 millones. Sin embargo,

³⁵ Medida añadida en la sección 920 de la Ley Dodd-Frank que contiene varias disposiciones relacionadas con las tarjetas de débito y las transacciones electrónicas (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017).

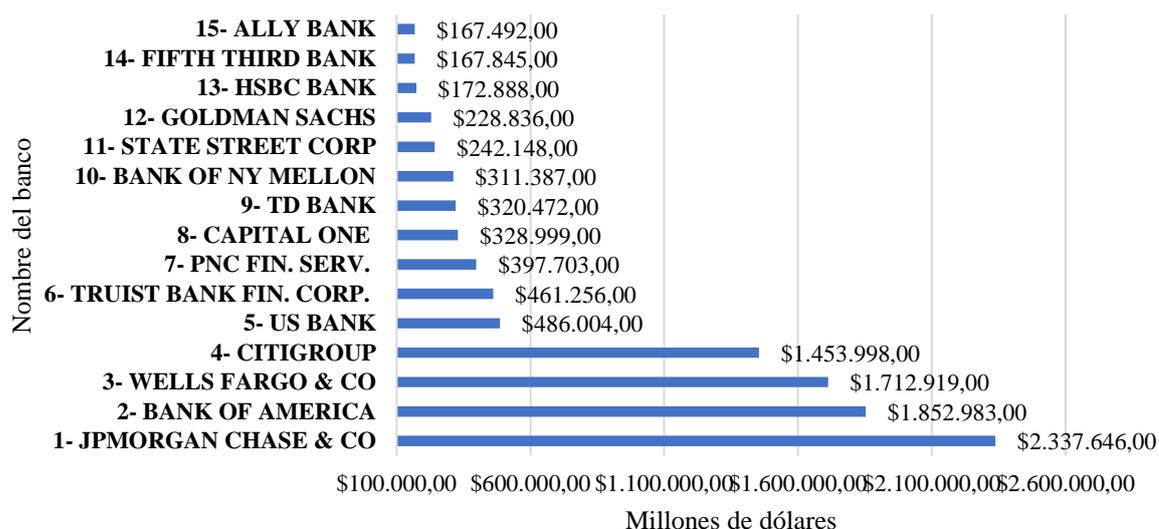
esta sección elevó dicho umbral a 250 millones de dólares, provocando que múltiples medidas del acta Dodd-Frank dejaran de aplicarse a innumerables entidades bancarias (Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act, 2018).

Esta medida significó que tan solo 12 entidades bancarias en los Estados Unidos tendrían que someterse a las medidas y requisitos de seguridad creados por el acta de Dodd-Frank para evitar un nuevo colapso financiero (CNBC, 2018). Por último, la última gran medida se encontraba en la sección 203 donde se anunció que aquellos bancos cuyo valor de sus activos fuera inferior a 10 millones de dólares quedarían exentos de la Regla Volcker (Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act, 2018).

Las medidas de esta acta supusieron que de los 15 bancos con más activos en los Estados Unidos (Gráfico 15), 5 evitaran las diversas medidas de seguridad promulgadas por la Ley de Dodd-Frank. Antes de la emisión de la Ley *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection*, todos los 15 primeros bancos expuestos en el Gráfico 15 habrían tenido que adoptar todas las reformas de seguridad al superar los 50 millones de dólares en activo. Sin embargo, a partir del 2018, las entidades que no superaran los 250 millones de dólares no se verían sometidos a sistemas tan estrictos de regulación.

Gráfico 15

Ranking de activos consolidados bancarios en Estados Unidos (2019)



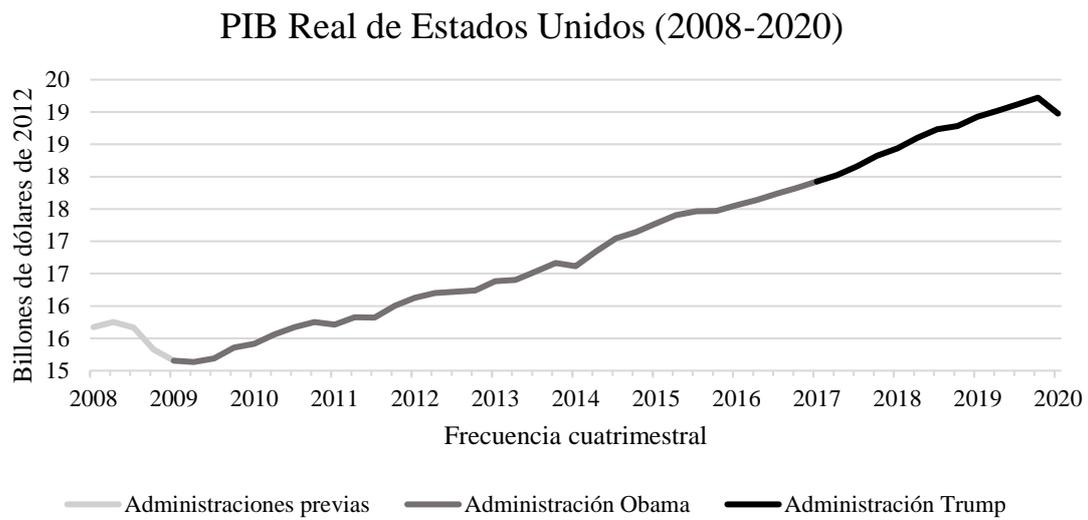
Fuente: Fuente: *Elaboración propia en base a datos de la Federal Reserve (Federal Reserve Statistical Release).* Este gráfico muestra una clasificación de los 15 bancos con el valor de activos consolidados más altos en Estados Unidos en fecha 31 de diciembre de 2019. En mayo de 2018, antes de la aprobación del acta *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection*, el 100% de estos bancos tenían que aplicar todas las medidas de seguridad proporcionadas por la Ley Dodd-Frank. Ya en junio de 2018, tan sólo el 66% debían aplicar dichas medidas.

Autores como Wakazono (2019) estudiaron como los conflictos ideológicos iniciales entre republicanos y demócratas comenzaron a cambiar a una respuesta más colaborativa y realista a partir de 2018. Este autor también analiza como las medidas llevadas a cabo por Donald Trump mantienen la misma supervisión de los grandes grupos de bancos comerciales. Además, argumenta como la flexibilización de la reglamentación de las instituciones financieras pequeñas y medianas podría ser eficaz para promover la competencia general. Por último, hace hincapié en la intención de la administración Trump en reforzar el requisito de supervisión para organismos reguladores federales como la FED (pp. 16-18).

A partir de entonces, Trump dejó descansar al sistema bancario de cambios regulatorios. Hay una oposición de ideologías entre aquellos que están de acuerdo con el actual presidente de los Estados Unidos en materia regulatoria, y aquellos que opinan que la Ley Dodd-Frank no debe desregularizarse ya que podría volver a darse una catástrofe financiera.

La desregulación de la administración Trump se justifica bajo la premisa de que la burocracia agobia a los estadounidenses y sofoca el crecimiento económico. El resumen hasta finales de 2019 de la política desregulatoria de Trump se centra en una serie de conceptos. Primeramente, se han recortado 8 medidas regulatorias y media por cada nueva regla, ahorrando en coste regulatorio casi 50 mil millones de dólares. También, dichas medidas han ayudado a empresas pequeñas a ahorrar costes de regulación. Por último, se han planteado futuras políticas de desregulación con el objetivo de mejorar la economía estadounidense (The White House, 2019). Por el momento, la administración Trump ha incrementado el PIB real en un 2.5% aproximadamente.

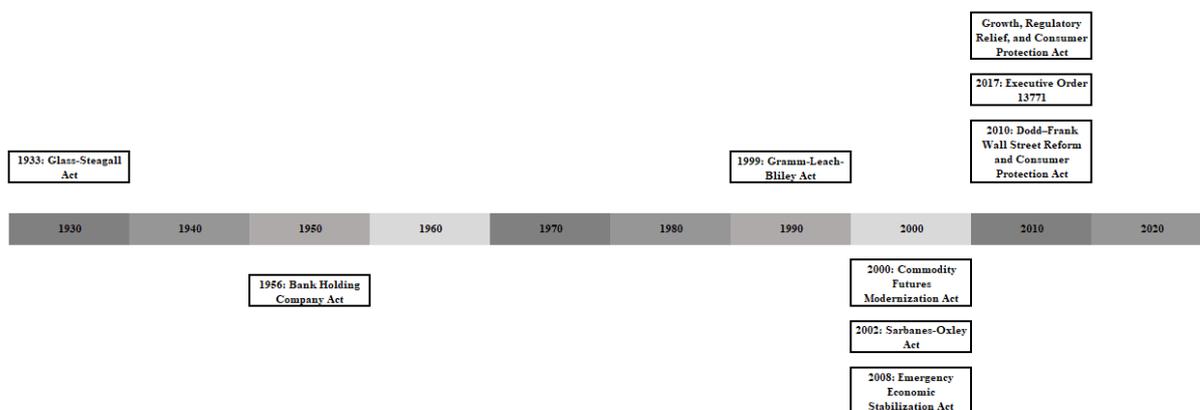
Gráfico 16



Fuente: *Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of St. Louis (Federal Reserve Economic Data).*
Este gráfico muestra la evolución del Producto Interior Bruto Real de Estados Unidos según las distintas presidencias. Se puede observar una caída en 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers y una ligera caída en 2020 debido a la pandemia del Covid-19.

6. CONCLUSIONES

Figura 7



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ley Glass-Steagall, la Ley Bank Holding, la Ley Gramm-Leach-Bliley, la Ley Commodity Futures Modernization, la Ley Sarbanes-Oxley, la Ley Emergency Stabilization, la Ley Growth, Relief and Consumer Protection, la Orden Ejecutiva 13771 y la Ley Dodd-Frank. Esta línea temporal muestra la orden ejecutiva y las actas más relevantes en materia regulatoria bancaria promulgadas entre los años 1930 y 2020.

A lo largo de este estudio se ha plasmado la evolución de la regulación financiera de Estados Unidos y como esta ha ido afectando al contexto bancario de cada mandato presidencial.

El estudio se ha sacado diversas conclusiones. Primeramente, el carácter regulador de los Estados Unidos no está definido de forma clara. Se puede afirmar que después de una recesión se toman medidas enfocadas a regular a las entidades bancarias, un ejemplo sería la Ley Glass-Steagall o la Dodd-Frank. Sin embargo, después de leyes donde se incrementa la supervisión y se reduce la libertad financiera, la economía entra en un nuevo periodo de desregulación. Está claro que el sector bancario en los Estados Unidos pasa periodos de fuerte regulación y periodos donde esta se alivia. Es por ello que no se puede afirmar un solo bando que destaque en la era moderna.

Como se ha podido observar, diversos autores se han posicionado a favor de la regulación y otros en contra. También se ha visto como cualquiera de las dos estrategias ha traído beneficios y perjuicios para la economía. Es decir, no se ha sacado una conclusión clara sobre si es necesario aplicar más regulación o menos regulación basándose en el análisis de la literatura y la aportación de diversos autores. Tampoco se puede valorar como es el

carácter regulatorio del territorio estadounidense ya que varía en función del presidente y del ciclo económico en el que se encuentre el país.

Por otro lado, sí se ha encontrado una tendencia regulatoria relacionada con la ideología política del partido que se encuentre al mando del Gobierno de los Estados Unidos. Por un lado, aquellos presidentes del presente estudio con tendencia a regular el sistema financiero han sido Franklin D. Roosevelt y Barack Obama, promulgando las actas más destacadas de la historia del país basadas en incrementar la regulación financiera. Estos dos presidentes representan al partido demócrata, el más progresista de los dos más destacables del ambiente político estadounidense. Por otro lado, aquellos que tomaron medidas con carácter desregulatorio bancario son George W. Bush y Donald Trump, miembros del partido republicano. La única excepción encontrada en el estudio es Bill Clinton, presidente demócrata, que firmó leyes que desregularon la actividad bancaria.

Por último, se puede concluir con que después de 2008 el posicionamiento hacia un incremento de la regulación bancaria era casi absoluto. Sin embargo, el recibimiento de Dodd-Frank no fue del todo favorable y a día de hoy múltiples economistas siguen criticando sus efectos. Además, se cuestiona más si esta reforma fue más un castigo, contra el sector bancario, que una medida económica clara.

No se puede valorar el futuro exacto de la regulación estadounidense, pero, realizando un análisis de la historia en este ámbito, se puede plantear que seguirá habiendo ciclos de fuerte regulación y otros donde esta sea escasa.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Adedipe, T. A. (2014, mayo). The Impact of the Volcker Rule on Systematically Important Financial Institutions: An Event Study. Recuperado de <https://economics.umbc.edu/files/2014/09/TundeAdedipeFinalPaperTheImpactOfTheVolckerRuleonSystematicallyImportantFinancialInstitutionsAnEventStudy.pdf>
- Afonso, G., Santos, J. A. C., & Traina, J. (2014). Do “Too-Big-to-Fail” Banks Take on More Risk? FRBNY Economic Policy Review, 20(2), 41-58. Recuperado de <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2014/1412afon.pdf>
- Almasy, S. C. (2017, 14 enero). Moody’s to pay \$864 million to settle lawsuits with feds, 21 states. CNN. Recuperado de <https://edition.cnn.com>
- American Recovery and Reinvestment Act. Ley 111–5. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 17 de febrero de 2009.
- Anderson, J., & Sorkin, A. R. (2008, septiembre 10). Lehman Said to Be Looking for a Buyer as Pressure Builds. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com>
- Angels Out of America. (2010, 22 abril). The Wall Street Journal. Recuperado de <https://www.wsj.com>
- Appelbaum, B., & Dennis, B. (2009, 11 noviembre). Legislation by Senator Dodd would overhaul banking regulators. Washington Post. Recuperado de <https://www.washingtonpost.com>
- Ashcraft, A. B. (2008). Does the market discipline banks? New evidence from regulatory capital mix. Journal of Financial Intermediation, 17(4), 543-561. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.05.003>
- Associated Press. (2008, junio 20). Ex-Bear Stearns fund managers arrested. The Boston Globe. Recuperado de <http://archive.boston.com>
- Augustin, P., Subrahmanyam, M. G., Tang, D. Y., & Wang, S. Q. (2016). Credit Default Swaps: Past, Present, and Future. Annual Review of Financial Economics, 8(1), 175-196. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-121415-032806>
- Bank for International Settlements, & Kiff, J. (2004). CDO rating methodology: Some thoughts on model risk and its implications (163). Recuperado de <https://www.bis.org/publ/work163.pdf>
- Bank for International Settlements. (2001, enero). Operational Risk: Supporting Document to the New Basel Capital Accord. Recuperado de <https://www.bis.org/publ/bcbsca07.pdf>

- Bank Holding Company Act. Ley 84–511. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 9 de mayo de 1956.
- Banking Act. Ley 73–66. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 16 de junio de 1933.
- Bear Stearns Companies Inc. (2007). 2007 Annual Report to Stockholders. Recuperado de <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/777001/000091412108000077/be11750956-ex13.txt>
- Benston, G. J. (2003, noviembre 6). The Quality of Corporate Financial Statements and Their Auditors before and after Enron. Policy Analysis, 497(12). Recuperado de <https://www.cato.org>
- Bhattarai, A., & Ho, C. (2014, 7 febrero). Four years into Dodd-Frank, local banks say this is the year they'll feel the most impact. Washington Post. Recuperado de <https://www.washingtonpost.com>
- BIS Statistics. (s. f.). Evolución semestral desde 1998 hasta 2006 del Gross Market Value global de los productos derivados over-the-counter en trillones de dólares estadounidenses [Gráfico 1]. Recuperado de https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/OTC_DERIV/H.D.A.A.5J.A.5J.A.TO1.TO1.A.A.3.C?t=d5.1&p=19991&c=&o=w:20181.20191,s:line
- BIS Statistics. (s. f.). Evolución semestral desde 2005 hasta 2019 del Gross Market Value global de los Credit Default Swaps en billones de dólares estadounidenses [Gráfico 10]. Recuperado de <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2?p=20192&c=>
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2017, 1 marzo). The Fed - Supervision and Regulation: Regulation II: Debit Card Interchange Fees and Routing. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/regiicg.htm>
- Bui, C., & Putnins, T. (2018, febrero). The intended and unintended effects of the Volcker Rule. Recuperado de https://pdfs.semanticscholar.org/fd14/d7676343c5a9ba118cfa0902b7e38d4ffe8a.pdf?_ga=2.193476452.815424767.1592471694-1694654297.1572302113
- Carey, M. P., & Francis, K. A. (2017, noviembre). CRS Report: The Trump Administration and the Unified Agenda of Federal Regulatory and Deregulatory Actions (7-5700). Recuperado de <https://fas.org/sgp/crs/misc/R45032.pdf>

- CFTC, Born, B. E., & Greenberger, M. (1998, mayo 7). Commodity Futures Trading Commission | CFTC. Recuperado de <https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press98/opamntn.htm>
- Charitou, A., & Karamanou, I. (2020). Sleeping with the enemy: should investment banks be allowed to engage in prop trading?. *Review of Accounting Studies*, 25(2), 513-557. <https://doi.org/10.1007/s11142-019-09524-w>
- 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. *Brigham Young University International Law & Management Review*, 8(1), 33-62. Recuperado de <https://digitalcommons.law.byu.edu/ilmr/vol8/iss1/4/>
- Chung, S., Keppo, J., & Yuan, X. (2012). The Impact of Volcker Rule on Bank Profits and Default Probabilities. *SSRN Electronic Journal*, 1-71. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2167773>
- Coates, J. C. (2015). The Volcker Rule as Structural Law: Implications for Cost-Benefit Analysis and Administrative Law. European Corporate Governance Institute, Working Paper N° 299/2015.
- Committee on Banking and Financial Services. (1998, octubre 1). Hedge Fund Operations. Recuperado de http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba51526.000/hba51526_of.htm
- Commodity Futures Modernization Act. Ley 106–554. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 21 de diciembre de 2000.
- Commodity Futures Modernization Act. Ley 106–554. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 21 de diciembre de 2000.
- Congressional Budget Office. (2012). Report on the Troubled Asset Relief Program. Washington D. C. Recuperado de <https://www.cbo.gov/sites/default/files/112th-congress-2011-2012/reports/tarp10-2012one-column.pdf>
- Congressional Budget Office. (2012, febrero). Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2011 Through December 2011. Recuperado de <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/02-22-ARRA.pdf>
- Consumer Financial Protection Bureau. (s. f.). About us. Recuperado de <https://www.consumerfinance.gov/about-us/>

- Cordell, L., Huang, Y., & Williams, M. (2012). Collateral Damage: Sizing and Assessing the Subprime CDO Crisis (11-30/R). Recuperado de <https://philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/working-papers/2011/wp11-30R.pdf>
- Council of Economic Advisers. (2017, enero). 2017 Economic Report of the President. Recuperado de https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/docs/2017_economic_report_of_president.pdf
- Davis Polk & Wardwell. (2010, julio). Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010. Recuperado de https://www.davispolk.com/files/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf
- Dechert LLP. (2010, julio). Dodd-Frank: The Regulatory Reset of the OTC Derivatives Markets (17). Recuperado de https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/onpoint/2010/7/dodd-frank-the-regulatory-reset-of-the-otc-derivatives-markets/FS_17_07-10_Dodd-Frank_The_Regulatory_Reset.pdf
- Department of the Treasury. (2009, junio 17). Financial Regulatory Reform: A New Foundation. Recuperado de https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf
- Dexheimer, E. (2018, 24 mayo). Trump Signs Biggest Rollback of Bank Rules Since Dodd-Frank Act. Bloomberg. Recuperado de <https://www.bloomberg.com>
- Dimitrov, V., Palia, D., & Tang, L. (2015). Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 505-520. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.012>
- Dingell, J. (U.S. Representative [D] Michigan). (1999, 4 de noviembre). U.S. HOUSE C-SPAN LIVE [Programa de TV]. En C-SPAN (productor ejecutivo). House Session. Washington, District of Columbia, United States: C-SPAN. Recuperado de: <https://www.c-span.org/video/?c41620/user-clip-clip-house-session>
- Disclosure of Payments by Resource Extraction Issuers. Ley 115–4. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 14 de febrero de 2017.
- Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Ley 111–203. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 21 de julio de 2010.

- Dudley, W. C., Goldman, Sachs & Co., & Hubbard, R G. (2004). How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation. Recuperado de <https://www.gsb.columbia.edu/faculty/ghubbard/Articles%20for%20Web%20Site/How%20Capital%20Markets%20Enhance%20Economic%20Performance%20and%20Facilit.pdf>
- Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act. Ley 115–174. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 24 de mayo de 2018.
- El Bank of America compra Merrill Lynch por 31.000 millones. (2008, septiembre 15). El País. Recuperado de <https://elpais.com>
- Emergency Economic Stabilization Act. Ley 110–343. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 3 de octubre de 2008.
- Exec. Order No. 13771, 82 C.F.R. 9339 (2017). Recuperado de <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-executive-order-reducing-regulation-controlling-regulatory-costs/>
- Exec. Order No. 13772, 82 C.F.R. 9965 (2017). Recuperado de <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states-financial-system/>
- Fabozzi, F. J., & Choudhry, M. (2004). The Handbook of European Structured Financial Products (2.a ed.). Hoboken, NJ, Estados Unidos: Wiley.
- Federal Deposit Insurance Corporation. (2012, diciembre). Community Banking Study. Recuperado de <https://www.fdic.gov/regulations/resources/cbi/report/cbsi-1.pdf>
- Federal Deposit Insurance Corporation. (2015, 30 marzo). FDIC: ComE-IN Background Definitions. Recuperado de <https://www.fdic.gov/about/comein/background.html#:~:text=The%20term%20%22subprime%22%20refers%20to,offs%2C%20judgments%2C%20and%20bankruptcies.>
- Federal Reserve Bank of New York. (s. f.). Commercial Paper Funding Facility - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. Recuperado de [https://www.newyorkfed.org/markets/cpff.html#:~:text=The%20Commercial%20Paper%20Funding%20Facility%20\(CPFF\)%20was%20created%20in%20October,credit%20for%20businesses%20and%20households.](https://www.newyorkfed.org/markets/cpff.html#:~:text=The%20Commercial%20Paper%20Funding%20Facility%20(CPFF)%20was%20created%20in%20October,credit%20for%20businesses%20and%20households.)

- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2019, diciembre 31). Ranking de activos consolidados bancarios en Estados Unidos [Gráfico 15]. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/releases/lbr/current/>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, abril 14). Valor de los préstamos de los bancos comerciales de Estados Unidos [Gráfico 2]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/TOTLL#0>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, enero 30). Ingresos totales de la banca de inversión y el comercio de valores en los Estados Unidos [Gráfico 13]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/REVEF52311ALLEST>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, febrero 18). Tasa de morosidad en los préstamos al consumidor en los Estados Unidos [Gráfico 8]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/TOTLL#0>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, junio 10). El retorno de los bonos corporativos con rating AAA de Moody's [Gráfico 11]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/AAA#0>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, junio 5). FRED Economic Data | 10-Year Treasury Constant Maturity Rate. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, marzo 12). Valor total de hipotecas en los Estados Unidos [Gráfico 3]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL893065005A>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, marzo 5). Nivel de desempleo por despido en los Estados Unidos [Gráfico 6]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/LNS13023653>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020, mayo 5). Tasa de desempleo en los Estados Unidos [Gráfico 14]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE#0>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s. f.). Q3 2009, Quarterly: L.101 Households and Nonprofit Organizations | FRED | St. Louis Fed. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/release/tables?rid=52&eid=804144&od=2009-07-01#>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s.f.). Deuda de los hogares en relación con el PIB [Gráfico 7]. Recuperado de https://fred.stlouisfed.org/graph/?graph_id=219975&category_id=#0
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s.f.). PIB Real de Estados Unidos [Gráfico 16]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s.f.). Valor de los préstamos de bancos comerciales en Estados Unidos [Gráfico 9]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/BUSLOANS>
- Federal Reserve Board - Community Reinvestment Act (CRA). (2018, diciembre 7). Recuperado de https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/cra_about.htm
- Financial Crisis Inquiry Commission. (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 (Revisado ed.). Recuperado de <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
- Financial Services Modernization Act. Ley 106-102. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 12 de noviembre de 1999.
- Financial Stability Oversight Council Insurance Member Continuity Act. Ley 115-61. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 27 de septiembre de 2017.
- Fraud Enforcement and Recovery Act. Ley 111-221. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 20 de mayo de 2009.
- Gattuso, J. L., & Katz, D. (2015, mayo). Red Tape Rising: Six Years of Escalating Regulation Under Obama (3015). Recuperado de <http://report.heritage.org/bg3015>
- Goldman Sachs. (2003). Adjusted Assets, Adjusted Leveraged Ratio and Tangible Book Value Per Share. Recuperado de <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/archived/other-information/non-gaap-financial/attachments/may-2003-adjusted-leveraged-file.pdf>
- Goldman Sachs. (2005). The Goldman Sachs Approach 2005 Annual Report. Recuperado de http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/g/NYSE_GS_2005.pdf
- Goldman Sachs. (2007). Goldman Sachs 2007 Annual Report. Recuperado de http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/g/NYSE_GS_2007.pdf
- Goodman, P. S. (2008, octubre 9). Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2008/10/09/business/economy/09greenspan.html?pagewanted=print>

- Greene, R., & Lux, M. (2015). The State and Fate of Community Banking. Mossavar-Rahmani Center for Business & Government, Working Paper N° 37. Recuperado de https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/Final_State_and_Fate_Lux_Greene.pdf
- Greenspan, A. (1988). Innovation and regulation of banks in the 1990s. *Federal Reserve Bulletin*, 74(12), 783-787
- Greenspan, A. (1998). The role of capital in optimal banking supervision and regulation. *Economic Policy Review*, 4, 163-168. Recuperado de <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/98v04n3/9810gree.pdf>
- Gwartney, J. D., Stroup, R. L., Sobel, R. S., & Macpherson, D. A. (2016). *Microeconomics: Private and Public Choice* (14.a ed.). Mason, Estados Unidos: Cengage Learning.
- Haddon, B. S. (2015). The effect of the Dodd-Frank act on risk in the financial sector. James Madison University, 1. Recuperado de <https://commons.lib.jmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1126&context=honors201019>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2003). The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26. <https://doi.org/10.1257/089533003765888403>
- Hirsh, M. (2008, septiembre 16). Hirsh: Greenspan's To Blame for Wall Street Woes. *Newsweek*. Recuperado de <https://www.newsweek.com>
- Home Ownership and Equity Protection Act. Ley 103–325. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 23 de septiembre de 1994.
- House Financial Services Committee. (2009, octubre). Secretary Timothy F. Geithner Final Written Testimony. Recuperado de http://archives-financialservices.house.gov/media/file/hearings/111/geithner_-_treasury.pdf
- Hull, J. (2015). *Options, Futures, and Other Derivatives* (9.a ed.). New Jersey, Estados Unidos: Pearson.
- Jaeger, R. A. (2002). *All About Hedge Funds* (2.a ed.). New York, Estados Unidos: McGraw-Hill Education. <https://doi.org/10.1036/0071415637>
- Kearns, J. (2010, 15 julio). Deutsche Bank Options Trader Saiers Joins Hedge Fund. *Bloomberg/c/*. Recuperado de <https://www.bloomberg.com>
- Keppo, J., & Korte, J. (2018). Risk Targeting and Policy Illusions—Evidence from the Announcement of the Volcker Rule. *Management Science*, 64(1), 215-234. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2583>

- Kroszner, R., & Rajan, R. (1994). Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933. *The American Economic Review*, 84(4), 810-832. Retrieved April 4, 2020, from www.jstor.org/stable/2118032
- Krugman, P. (2014, febrero 21). The Stimulus Tragedy. *The New York Times*. Recuperado de <https://www.nytimes.com>
- Labaton, S. (1999). Congress passes wide-ranging bill easing bank laws. *The New York Times*. Recuperado de: <https://www.nytimes.com/1999/11/05/business/congress-passes-wide-ranging-bill-easing-bank-laws.html>
- Landy, D., & Ashley, J. (2010). There you go again: The obama administration sends proposed text of volcker rule to congress. *Banking Law Journal*, 127(5), 437-441. Recuperado de <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/blj127&div=46&id=&page=>
- Lehman Brothers Holdings Inc. (2007). *Lehman Brothers 2007 Annual Report on form 10-K*. Recuperado de <http://www.secinfo.com/d11MXs.t5Bb.htm#1stPage>
- Lehman Brothers Holdings Inc. (2007). *Lehman Brothers 2007 Annual Report on form 10-K*. Recuperado de https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530_110k.htm
- Lehman Brothers Holdings Inc. (2008). *Lehman Brothers 2008 Quarterly Report on form 10-Q*. Recuperado de https://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/8436Z_1-2008-7-24.pdf
- Lehmann, M. (2015). Volcker rule, ring-fencing or separation of bank activities – Comparison of structural reform acts around the world. *Journal of Banking Regulation*, 17(3), 176-187. <https://doi.org/10.1057/jbr.2015.3>
- Lenzner, R. (2011, diciembre 2). Hank Paulson and the Wall Street/Washington Axis of Power. *Forbes*. Recuperado de <https://www.forbes.com>
- Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (Revisado ed.). New York, Estados Unidos: Penguin Random House.
- Martin, M. (1998). Citicorp and Travelers Plan to Merge in Record \$70 Billion Deal. *The New York Times*. Recuperado de: <https://www.nytimes.com/1998/04/07/news/citicorp-and-travelers-plan-to-merge-in-record-70-billion-deal-a-new-no.html>

- Martin-Bujack, K., Corzo, M. T., & Figuerola-Ferretti, I. (2017). Credit Default Swaps: Does the Traded Volume Influence Research Interest?. SSRN Electronic Journal, 1-14. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2906363>
- McLean, R. (1998, 7 abril). Citicorp y Travelers se unen para formar el mayor grupo mundial de servicios financieros. El País. Recuperado de <https://elpais.com>
- Merkley, J., & Levin, C. (2011). The dodd-frank act restrictions on proprietary trading and conflicts of interest: New tools to address evolving threats. Harvard Journal on Legislation, 48(2), 515-554. Recuperado de <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/hjl48&div=16&id=&page=>
- Moodys Corporation. (2018). Moodys Corp 2018 Annual Report. Recuperado de http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/m/NYSE_MCO_2018.PDF
- Morgan Stanley. (2005). Morgan Stanley Annual Report 2005. Recuperado de http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/m/NYSE_MS_2005.pdf
- Morgan Stanley. (2007). Morgan Stanley 2007 Annual Report on form 10-K. Recuperado de <https://www.morganstanley.com/about-us-ir/shareholder/10k2007/10k11302007.pdf>
- Morris, C. R. (2008). The Trillion Dollar Meltdown (Revisado ed.). New York, Estados Unidos: PublicAffairs.
- Murray, A. (1987, 21 octubre). Black Monday Flashback: Frenzy Puts Greenspan in a Crucial Position. The Wall Street Journal. Recuperado de <https://www.wsj.com>
- Nasiripour, S., & Grim, R. (2010, 17 junio). Dodd's Banking Bill Takes the Fed Down A Notch or Two: Help Us Dig Through It. Huffington Post. Recuperado de <https://www.huffpost.com>
- Office of the Comptroller of the Currency. (s. f.). Who We Are | OCC. Recuperado de <https://www.occ.treas.gov/about/who-we-are/index-who-we-are.html>
- Paletta, D. (2010, 25 junio). It Has A Name: The Dodd/Frank Act. The Wall Street Journal. Recuperado de <https://blogs.wsj.com>
- Parker, E., & Gupta, M. (2015, 18 octubre). Too much regulation creates bank brain drain. Financial Times. Recuperado de <https://www.ft.com>
- Phillips, M. (2009). President Barack Obama's Inaugural Address. Washington D. C.: Prensa Presidencial. Recuperado de:

<https://obamawhitehouse.archives.gov/blog/2009/01/21/president-barack-obamas-inaugural-address>

- Pramuk, J. (2018, 25 mayo). Trump signs the biggest rollback of bank rules since the financial crisis. CNBC. Recuperado de <https://www.cnbc.com>
- Protesse, B., & Davis, J. H. (2017, 3 febrero). Trump Moves to Roll Back Obama-Era Financial Regulations. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com>
- Rajan, R. G. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier?. National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 11728.
- Richardson, M., Smith, R. C., & Walter, I. (2011). Large Banks and the Volcker Rule. *Regulating Wall Street*, 7, 181-212. <https://doi.org/10.1002/9781118258231.ch7>
- Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act. Ley 103–328. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 29 de septiembre de 1994.
- Roubini, N. (2006). Why Central Banks Should Burst Bubbles*. *International Finance*, 9(1), 87-107. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2006.00032.x>
- Rubin, R. E., Greenspan, A., & Levitt, A. (1998, mayo 7). Joint Statement by Treasury Secretary Robert E. Rubin, Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan and Securities and Exchange Commission Chairman Arthur Levitt. Recuperado de <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/rr2426.aspx>
- Sarbanes–Oxley Act. Ley 107–204. Congress of the U.S. Washington D. C. Estados Unidos, 30 de julio de 2002.
- Securities and Exchange Commission. (1998, julio 24). SEC Testimony: R. Lindsey re: OTC Derivatives Market etc. Recuperado de <https://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0898.htm#body4>
- Securities and Exchange Commission. (2004). Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities; Supervised Investment Bank Holding Companies; Final Rules. *Federal Register*, 69(118), 34428-34472. Recuperado de <https://www.sec.gov/rules/final/34-49830.pdf>
- Securities and Exchange Commission. (2004, abril 28). SEC Open Meeting Agenda: April 28, 2004. Recuperado de <https://www.sec.gov/news/openmeetings/agenda042804.htm>
- Securities and Exchange Commission. (2008, septiembre 26). Press Release: Chairman Cox Announces End of Consolidated Supervised Entities Program

[Comunicado de prensa]. Recuperado 2 de junio de 2020, de <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm>

- Securities and Exchange Commission. (2013, 15 noviembre). Registration of Municipal Advisors. Recuperado de <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/muni-advisor-reg-secg.htm#:~:text=You%20are%20required%20to%20register,or%20the%20issuance%20of%20municipal>
- Sloan, A. (2007, octubre 16). An Unsavory Slice of Subprime. Washington Post. Recuperado de <https://www.washingtonpost.com>
- Sloan, A. (2007b, octubre 29). House of Junk. Fortune. Recuperado de <https://fortune.com>
- Sorkin, A. R. (2008, marzo 17). JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com>
- Stanley Fisher, "General discussion: has financial development made the world riskier?, Chair: Malcolm D. Knight", Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 25 de agosto de 2005. Recuperado de: https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/PDF/GD5_2005.pdf
- Stevenson, R. W. (2001, enero 27). Down into the Fray. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com>
- Stiglitz, J. E. (2008, 9 de diciembre). Capitalist Fools. Vanity Fair. Recuperado de: <https://www.vanityfair.com/news/2009/01/stiglitz200901-2>
- The Economist. (2012, 17 febrero). Too big not to fail. The Economist. Recuperado de <https://www.economist.com>
- The White House. (2008). Address to the Nation on the Financial Crisis. Washington D. C.: Prensa Presidencial. Recuperado de: https://georgewbush-whitehouse.archives.gov/infocus/bushrecord/documents/Selected_Speeches_George_W_Bush.pdf
- The White House. (2019, 21 octubre). President Trump's Historic Deregulation Is Benefitting All Americans. Recuperado de <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/president-trumps-historic-deregulation-benefitting-americans/>
- The White House: Office of the Press Secretary. (2009, 17 junio). Remarks of the President on Regulatory Reform [Comunicado de prensa]. Recuperado 11 de junio de

2020, de <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/remarks-president-regulatory-reform/>

- The White House: Office of the Press Secretary. (2010a, enero 21). Remarks by the President on Financial Reform [Comunicado de prensa]. Recuperado 11 de junio de 2020, de <https://web.archive.org/web/20150129053817/http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-financial-reform>
- The White House: Office of the Press Secretary. (2010b, junio 25). Remarks by the President on Wall Street Reform | The White House [Comunicado de prensa]. Recuperado 11 de junio de 2020, de <https://web.archive.org/web/20100723023509/http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-wall-street-reform-1>
- Touryalai, H. (2013, 15 febrero). Top JPMorgan Prop Trader Leaves to Launch Hedge Fund. Forbes. Recuperado de <https://www.forbes.com>
- U. S. Treasury Department. (2009, febrero). Homeowner Affordability and Stability Plan: Fact Sheet. Recuperado de <https://web.archive.org/web/20090219152954/http://www.treas.gov/initiatives/eesa/homeowner-affordability-plan/FactSheet.pdf>
- U. S. Treasury Department. (2009, marzo 23). Treasury Department Releases Details on Public Private Partnership Investment Program [Comunicado de prensa]. Recuperado 18 de mayo de 2020, de https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/ppip_fact_sheet.pdf
- U.S. Department of the Treasury. (2008, marzo 26). Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr on Current Financial and Housing Markets at the US Chamber of Commerce. Recuperado de <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp887.aspx>
- U.S. Department of the Treasury. (2010, 10 marzo). Office of Thrift Supervision. Recuperado de <https://www.treasury.gov/about/history/pages/ots.aspx>
- U.S. House of Representatives. (1998, julio 24). Testimony of Chairman Alan Greenspan. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>
- United States Census Bureau. (2020, abril 6). Historical Poverty Tables: People and Families - 1959 to 2018. Recuperado de <https://www.census.gov/data/tables/time-series/demo/income-poverty/historical-poverty-people.html>

- United States. Supreme Court. (1905). Bucket-shop decision rendered May 8, 1905
Chicago: Gunthrop-Warren
- Wakazono, C. (2019). The U.S. Financial Regulation in the Trump Era: Discussion
over Macro-Prudence. Japan Securites Research Institute, 1-25. Recuperado de
https://www.researchgate.net/profile/Chiaki_Wakazono/publication/330574263_The_US_Financial_Regulation_in_the_Trump_Era_Discussion_over_Macro-Prudence/links/5c49072892851c22a38c1724/The-US-Financial-Regulation-in-the-Trump-EraDiscussion-overMacroPrudence.pdf?_sg%5B0%5D=PHYprfWBSY1CS3VmjrNo3fQjOFCyQhmqgQPTMvcQha4xlBvdr0kix19oMZ7CkxZm2xHSz5nduONgO2uIbDh1bA._3gh4HWO-zilrSBvUQc06LO0803HUIJ80FeqQzXDpOstT2YOtJNW4HrS1PnHV4O6sbIdXtXzGeBm9gjPOZqiK7Q&_sg%5B1%5D=cGdjKgFTdgRae8NKcgHfnj-dCatBycRzp3susAJ0-qONHgBzUxG7LrslIQsc-8DxHVOwTS0yMja8rlCvQR3jfDU2NWV0qBMMcR7u8mDXdCAw._3gh4HWO-zilrSBvUQc06LO0803HUIJ80FeqQzXDpOstT2YOtJNW4HrS1PnHV4O6sbIdXtXzGeBm9gjPOZqiK7Q&_iepl=
- Whalen, R. C. (2017). Financial Regulation in the Era of Donald Trump. Networks
Financial Networks Policy Brief 2017-PB-01, 1-9.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2934880>
- Williams, M. (2010). Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How
Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System (1.a ed.). New York,
Estados Unidos: McGraw-Hill Education.
- Zuckerman, S. C. S. W. (1998, 3 noviembre). Wells, Norwest Deal Done / Merger
creates 7th-largest U.S. bank. SFGate. Recuperado de <https://www.sfgate.com>