

# Finanzas, crisis y los límites de las reformas en Estados Unidos

Stanley Simon Malinowitz\*

## Resumen

Se analiza la evolución y el papel del sector financiero en la economía estadounidense en la fase del neoliberalismo y la financiarización y en la crisis de esta fase que inició en 2007, con énfasis en las raíces de la inestabilidad y la fragilidad económicas provenientes del sector financiero a partir de las sucesivas desregulaciones y el surgimiento de nuevas instituciones, instrumentos y prácticas en el sector, y las políticas aplicadas como respuestas a la crisis. Las políticas y la reforma financiera de la administración de Obama no han producido cambios estructurales, refuerzan las estructuras y las prácticas que causaron la crisis y exacerban el estancamiento de la economía real, la fragilidad financiera y la desigualdad.

**Palabras claves:** finanzas, crisis, reforma financiera, Estados Unidos, Obama

## Abstract

The evolution and role of the financial sector in the US economy in the phase of neoliberalism and financialization and in the crisis of that phase since 2007 is analyzed, with emphasis on the roots of economic instability and fragility in the financial sector after successive deregulations and the emergence of new institutions, instruments and practices in the sector. The policies applied in response to the crisis are also analyzed. The policies and the financial reform of the Obama administration have not produced structural changes, reinforce the structures and practices that led to the crisis, and exacerbate stagnation in the real economy, financial fragility, and inequality.

**Keywords:** finance, crisis, financial reform, United States, Obama

**JEL Classification:** E44; G01; G28; N22; P16.

---

Recibido: 30/09/2015      Aceptado: 02/02/2016

\* Ph.D. en Economía, University of Massachusetts. Profesor Asociado, Universidad Nacional de Colombia, Sede Bogotá. [ssmalinowitz@unal.edu.co](mailto:ssmalinowitz@unal.edu.co)

## Résumé

On analyse l'évolution et le rôle du secteur financier dans l'économie des États-Unis dans la phase du néolibéralisme et de la financiarisation et dans la crise de cette phase qui a commencé en 2007. On met l'accent sur les racines de l'instabilité et de la fragilité économique qui proviennent du secteur financier à partir de dérégulations successives et du surgissement de nouvelles institutions, d'instruments et de pratiques à l'intérieur de ce secteur aussi que de politiques appliquées comme réponse à cette crise. Les politiques et la réforme financière de l'administration Obama n'ont pas produit de changements structurels et ces politiques renforcent les structures et les pratiques qui ont provoqué la crise et qui rendent plus agues la Stagnation de l'économie réelle, la fragilité financière et l'inégalité.

**Mots clés:** finance, crise, réforme financière, États Unis, Obama

## I. Introducción

La actual crisis económica mundial apareció inicialmente como una crisis del sector hipotecario en Estados Unidos en 2007. Debido a la alta conectividad de los diversos sectores de las finanzas dentro de, y entre, las naciones, rápidamente fue reconocida como una crisis del sector financiero primero en Estados Unidos y luego a nivel mundial.

Como todas las crisis financieras, no se limitó al sector y se volvió una crisis económica más generalizada. Entre diciembre de 2007 y junio de 2009 la economía estadounidense experimentó su peor recesión desde la Gran Depresión, y aún después de la declaración oficial del fin de la recesión en mediados de 2009 el crecimiento del Producto Interno Bruto ha quedado en niveles históricamente bajos, menos de los 2,5%. La economía perdió 8,8 millones de empleos entre enero de 2008 y febrero de 2010, mientras la tasa oficial de desempleo subió de 5% en enero de 2008 hasta 10% en octubre de 2009 y bajando paulatinamente hasta llegar a niveles relativamente normales debajo de 6% solamente en 2014, aunque una parte de la mejora se explica por la salida de la fuerza laboral de muchos trabajadores desanimados y la no entrada de nuevos potenciales entrantes en vez de la creación de nuevos empleos.

El patrimonio nacional perdió más de US\$15 billones en 2008 por las grandes pérdidas en la bolsa de valores y el mercado de vivienda; aunque el mercado bursátil ha recuperado gran parte del valor perdido, los precios de la vivienda –activo principal de la clase media y los trabajadores– no se ha recuperado. Esto junto con la caída de los salarios reales de los trabajadores y los rescates de muchos acreedores pero pocos deudores ha resultado en el empeoramiento de todos los indicadores de la desigualdad (Jenkins et al., 2011).

Sin embargo, no existe un consenso entre los economistas sobre la verdadera naturaleza de la crisis o de sus principales causas. Para algunos, se explica por ciertos excesos de la desregulación y de algunos actores en los mercados financieros en la década de los 2000. Otros ubican la explicación en las progresivas desregulaciones y transformaciones en el

sistema financiero durante más de tres décadas. Varios economistas de la escuela poskeynesiana comparten esta perspectiva y agregan el abandono de las políticas keynesianas a partir de la presidencia de Ronald Reagan en la década de los ochenta. Finalmente, otros enfoques comparten muchos aspectos del análisis poskeynesiano pero ponen más énfasis en factores estructurales y consideran la crisis actual, más que una crisis financiera, una crisis general del capitalismo con raíces en la crisis estructural del capitalismo de la década de los 1970.

El análisis en este artículo se basa principalmente en esta última interpretación. Sin embargo, se enfoca ante todo en la dinámica del sector financiero en las décadas que culminaron en la reciente crisis. Aunque ha sido más que una crisis financiera tanto en sus causas como en sus consecuencias –de hecho, ninguna crisis financiera es exclusivamente financiera, dado el gran papel de las finanzas en virtualmente todos los aspectos de la vida económica y social– el propósito del artículo es analizar la evolución y el papel de este sector en la economía estadounidense en la fase del neoliberalismo y la financiarización, a partir de los años setenta, y en la crisis de esta fase que inició en 2007. Se hace énfasis en las raíces de la inestabilidad y la fragilidad económicas proveniente del sector financiero a partir de las sucesivas desregulaciones y el surgimiento de nuevas instituciones, instrumentos y prácticas en el sector, en el contexto de las transformaciones en la economía mundial y en el papel central de la economía estadounidense.

Finalmente, se consideran las respuestas oficiales a la crisis, especialmente en las políticas del primer mandato de la administración del presidente Barack Obama ante la crisis económica, con énfasis en el sector financiero. Se expone las continuidades y las novedades con respecto a la administración anterior, aunque la tesis central es que las novedades no representan un cambio de estrategia sino la extensión de la misma lógica seguida por la administración del presidente Bush. Esta lógica busca rescatar y perpetuar el modelo dominante de las últimas décadas. Sigue sirviendo a los poderosos intereses que se han beneficiado de la desregulación y demás políticas neoliberales y cobrando los costos de la crisis de los sectores más vulnerables, pero no resuelven los enormes problemas estructurales detrás de la crisis, y por eso garantizan su continuación y futura profundización.

## **II. Las raíces de la crisis: tres décadas de desregulación y financiarización**

Los cambios en la economía política de los Estados Unidos que resultaron en la crisis actual tienen sus orígenes en la crisis de la década de los 1970. La crisis se manifestó de varias formas: recesión con alta inflación, una tasa decreciente de ganancia en la economía general y en el sector líder de la industria manufacturera, la pérdida de la dominación de la gran industria norteamericana ante la creciente competencia internacional y, en el sector financiero, fuertes presiones sobre las estructuras vigentes desde los años treinta diseñadas para controlar la inestabilidad asociada con este sector y poner las finanzas al servicio de la estrategia productiva liderada por la gran industria.

Las regulaciones impuestas por la Ley Glass-Steagall de 1935 eran claves en la estabilidad del sector financiero durante varias décadas. El propósito de la ley era prevenir los comportamientos excesivamente riesgosos y especulativos en el sector y minimizar los riesgos de quiebras de bancos y sobre todo de crisis financieras sistémicas. La ley separó la banca comercial de la banca de inversión, de manera que los depósitos bancarios no fueran disponibles para la especulación en los mercados de capitales, una práctica identificada como causa importante de la crisis de los años treinta. Los bancos comerciales originaban y *retenían* préstamos comerciales y de consumo, con fuertes regulaciones e incentivos estatales sobre los riesgos que podían asumir con los préstamos y la demás actividades. Los bancos servían como prestamistas de última instancia, proporcionando liquidez a otras instituciones financieras cuando los mercados financieros enfrentaban presiones, mientras la Reserva Federal (el banco central) y el FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation o *Corporación Federal Aseguradora de Depósitos*) prestaban esta función a los bancos. Esta estructura financiera con su conjunto de regulaciones y restricciones logró reducir las quiebras bancarias y evitar serias crisis financieras sistémicas hasta la década de los setenta.

En los años sesenta y setenta había más amenazas de crisis financieras y más recesiones, requiriendo más intervenciones del gobierno en las formas de creación de liquidez por parte de la Reserva Federal como prestamista de última instancia y mayores déficits presupuestales del gobierno. Las intervenciones resultaron en cada vez mayores ciclos de bonanzas inflacionarias de inversión y recesiones. La inflación y las amenazas internacionales de fuga de dólares, junto con la creciente competencia internacional, minaron las posiciones de los bancos y las demás instituciones financieras, quienes presionaron a favor de fuertes cambios en las reglas y estructuras del sistema financiero. Las fuertes recesiones de los primeros tres años de los ochenta y la crisis internacional de la deuda, a partir del mismo período, golpearon aún más al sector y alimentaron mayores presiones para la desregulación (Brenner, 2006; Crotty, 2005).

Aún antes de la desregulación formal, el sistema financiero empezó a cambiar a partir de los setenta por una combinación de nuevas estrategias del sector y falta de voluntad política para seguir exigiendo un estricto cumplimiento de las regulaciones vigentes, haciendo más fácil evadir las restricciones por parte de las instituciones financieras. El sistema se movió gradualmente de finanzas centradas en los bancos hacia un sistema basado en el mercado de capitales. Los ahorros se transferían de los bancos a los fondos de pensión y a los fondos mutuos, por lo que los bancos dejaron de tener la mayor parte de los activos del mercado crediticio.<sup>1</sup> Con la expansión de la titularización, los bancos cambiaron de un modelo de "*originar y retener*" a otro de "*originar y distribuir*".

---

1 En 1977, las instituciones depositarias tenían 56,3% del total de activos del sector financiero y los fondos de pensiones y fondos mutuos tenían 21,0%; a finales de 2007 los activos de las primeras habían bajado a solo 23,7% del total mientras los fondos de pensiones y fondos mutuos tenían el 37,8% (Federal Reserve, Flow of Funds Accounts).

La titularización –emisión de títulos respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés)<sup>2</sup> – se inició en los años setenta por parte de Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) y Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), instituciones hipotecarias independientes y privadas con patrocinio gubernamental, quienes emitían los primeros ABS en la forma de títulos respaldados por créditos hipotecarios (*mortgage-backed securities* o MBS). Se disparó en los años ochenta, con títulos respaldados por toda clase de deuda (tarjetas de crédito, préstamos para autos, educación superior, etc.), pero sobre todo deuda hipotecaria. Alentado por una ley de 1984<sup>3</sup> que eximió las emisiones privadas de MBS de obligaciones de registro e informe, tanto los bancos como otras (y menos reguladas) instituciones prestamistas aumentaron sus emisiones de MBS, y todas las clases de instituciones financieras entraban en transacciones con los MBS. En 1984 las transacciones con activos relacionados con los MBS alcanzaron un valor de US\$1,6 billones, más que el valor de todas las transacciones en todas las bolsas de valores del mundo, y siguió en expansión por el resto de la década y durante los noventa (D´Arista, 2009a).

La administración de Bill Clinton en los años noventa desreguló aún más las finanzas, incluyendo la eliminación de la Ley Glass-Steagall en 1999. El abandono de las regulaciones sobre titularización, transparencia, requerimientos de capitalización y concentración, junto con la política de “dinero fácil” de la Reserva Federal bajo el liderazgo de Alan Greenspan, culminó en una explosión de nuevas instituciones e instrumentos financieros (conocido como la “innovación financiera”), de productos derivados y de la fragilidad del sector. También hubo una explosión del tamaño de la deuda en todos los sectores de la economía: hogares, gobierno, empresas no-financieras y, gracias al alto grado de apalancamiento, el mismo sector financiero.<sup>4</sup>

En la década de los 2000, después de dos décadas de desregulaciones radicales y libre de los últimos vestigios del sistema Glass-Steagall, la “innovación financiera” alcanzó nuevos y peligrosos niveles. Entre los productos derivados más importantes son los CDO (*collateralized debt obligation* u obligación colateralizada de deuda). Un CDO puede incluir un paquete de hasta 150 MBS, y cada MBS puede contener miles de deudas hipotecarias. Los CDO dividen los ingresos de las deudas hipotecarias de los MBS en paquetes o *tranches* de diferentes niveles de riesgo y venden los grupos a inversores. Se crea un CDO2 utilizando *tranches* de otros CDO como respaldo; los CDO3 utilizan *tranches* de CDO y CDO2; etc. Luego se inventan diferentes formas de seguros para los instrumentos derivados, el más

---

2 *Asset-backed securities*

3 *Secondary Mortgage Market Enhancement Act*, 1984.

4 La deuda doméstica fue equivalente a 1,5% del PIB en 1970 pero subió en cada década posterior hasta llegar a aproximadamente 3,5% del PIB en 2007, en vísperas de la crisis. Los hogares representan el sector que más aumentó su endeudamiento, de 0,5 billones de dólares (50% del PIB) en 1970 a 13,8 billones de dólares (casi 100% del PIB) en 2007 (Foster & Magdoff, 2009, p. 121). El enorme endeudamiento de los hogares sería un factor importante en la crisis de 2007-08 y en los bajos niveles de crecimiento durante la recuperación.

importante, y más peligroso<sup>5</sup>, siendo los CDS (*credit default swap* o swap por impago crediticio). Los CDS originalmente garantizaban al cliente la compra del activo asegurado en caso de impago, pero luego se cambió a un pago de dinero en vez de la compra del activo. Esto implica que ninguna de las partes de la transacción tiene que ser el tenedor del activo, y las transacciones se convierten en apuestas millonarias sobre los movimientos de los productos derivados de otros agentes. Las apuestas con las CDS y otros “seguros” sobre productos hipotecarios y sus derivados fueron el factor principal detrás del fracaso de AIG, la empresa aseguradora más grande (y ahora la más rescatada) del mundo. La profunda integración global de los mercados financieros lograda tras tres décadas de reformas a nivel internacional permitió que las instituciones pasaran los riesgos a otras partes del sistema, pero también aseguró que la gran vulnerabilidad a las crisis financieras se extendiera a los demás países del mundo y que la crisis final fuera de mayor escala e impacto.

Los siguientes datos muestran el grado de crecimiento de los mercados financieros en los Estados Unidos. La deuda total en el mercado crediticio era 168% del PIB en 1981 y más de 350% en 2007. El valor de los activos financieros eran menos de cinco veces el PIB en 1980 y más de diez veces el PIB en 2007. El valor nominal de los contratos de derivados era tres veces el PIB *global* en 1999, y más de 11 veces el PIB global en 2007. El valor nominal de los CDS eran aproximadamente US\$6 billones en 2004 y subió a US\$62 billones en 2007 – más que el valor total de todos los activos financieros en el mundo (Cornford, 2008)

¿Por qué, después de la relativa estabilidad financiera alcanzada bajo la ley Glass-Steagall y las demás regulaciones del modelo vigente desde mediados de los años treinta hasta mediados de los setenta, se decidió cambiar tan drásticamente el modelo y exponer la economía nacional y mundial a la gran vulnerabilidad que resultó en una plétora de crisis localizadas en regiones o sectores durante los últimos tres décadas, y al final a una gran crisis generalizada? Dos explicaciones ayudan a comprender la lógica, más allá de simplemente cambios ideológicos y teóricos.<sup>6</sup>

La primera se deriva de la “hipótesis de fragilidad financiera” del economista pos-keynesiano Hyman Minsky (1986). Minsky postulaba ciclos endógenos en el sistema capitalista de estabilidad y inestabilidad financiera, correspondientes a ciclos de mayor y menor propensión a tomar riesgos por parte del sector financiero y mayor y menor aplicación de las regulaciones por parte de los gobiernos. Períodos de gran volatilidad y crisis estimulan mayor precaución y prudencia en los actores e instituciones financieras y mayor regulación e intervención de los gobiernos. El éxito de estas medidas resulta en períodos de relativa estabilidad financiera y prosperidad. Después de cierto tiempo esta situación parece permanente, motivando a los actores financieros a tomar mayores riesgos, incluyendo el excesivo apalancamiento para financiar la compra de activos riesgosos, y convenciendo a los

---

5 El inversor financiero Warren Buffett refirió a los CDS como “armas financieras de destrucción masiva”.

6 Las teorías de Mercados Financieros Eficientes fueron muy influyentes en los cambios a las estructuras y regulaciones financieras, pero aquí no las presentamos sino tratamos de comprender por qué se volvieron dominantes en este momento histórico. Para una crítica detallada a estas teorías, véase Crotty 2012.

gobiernos que pueden y deben relajar las regulaciones y dejar las finanzas al libre mercado. Así se sientan las bases para un nuevo período de inestabilidad y posiblemente de crisis.

La “hipótesis de inestabilidad financiera” de Minsky es muy relevante para los dos períodos de grandes cambios estructurales del siglo XX. La reestructuración con fuertes restricciones impuestos sobre el sector financiero en la década de los 1930 respondió a la gran inestabilidad asociada con las finanzas libres y especulativas del período que terminó con el desplome de las bolsas de valores en 1929 y la Gran Depresión, tal como explicó el gran economista británico John Maynard Keynes (1936). La posterior estabilidad lograda durante varias décadas de las políticas keynesianas y restrictivas convenció a muchos actores financieros y estatales que el sistema se había vuelto estable, sin necesidad de tan estrictas regulaciones, y que se beneficiaría de mayor expansión, innovación y en general libertad para la iniciativa privada. Por supuesto, esta complacencia no fue el único factor, sino que se juntó a las tensiones generadas dentro del modelo posguerra como los que hemos mencionado anteriormente.

A pesar de la proliferación de las crisis a partir de las desregulaciones y del paulatino dismantelamiento de las estructuras fordistas y keynesianas desde los setenta, había limitado contagio de las crisis a otros sectores y países, y se podía limitarlos por combinaciones de provisión de liquidez desde los bancos centrales, rescates y déficits gubernamentales (a pesar de la ideología de no-intervención gubernamental detrás de las políticas neoliberales) antes de convertirse en crisis generales y sistémicas. Fue así que Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal y gurú de la desregulación financiera, declaró en los noventa que, gracias a las nuevas tecnologías informáticas y al conocimiento acumulado sobre la política monetaria y financiera, había una Nueva Economía libre de las grandes fluctuaciones del ciclo económico e invulnerable a las crisis. Las teorías de la eficiencia y autorregulación de los mercados financieros se volvieron la nueva ortodoxia, los peligros de la desregulación fueron subestimados y se otorgó al capital financiero mucha libertad de movilidad, liquidez y pocas o ningunas restricciones sobre las decisiones privadas de inversión, aún cuando sus costos y riesgos fueran socializados después del estallido de cada crisis (Li, 2009).

La otra explicación se deriva de las teorías de la *financiarización* de la economía (Epstein, 2005), definida por Krippner (2005) como “un patrón de acumulación en el cual la realización de ganancias ocurre cada vez más a través de canales financieros en vez del comercio y la producción de mercancías.” La crisis de la tasa de ganancia de la década de los setenta impulsó a muchos capitales a buscar salidas rentables en las inversiones financieras. No solamente el sector bancario sino gran parte del capital en general – incluyendo el gran sector industrial – presionaron para las aperturas y desregulaciones financieras para abrir otras avenidas de rentabilidad ante el estancamiento productivo, la mayor competencia internacional tanto en la industria como en las finanzas y la gran liquidez desatada a partir de la eliminación de las reglas internacionales del sistema Bretton Woods y la expansión de la banca internacional administrando y creando dólares (conocida como “Eurodólares”, aunque no todos se ubicaban en Europa).

La enorme expansión de las ganancias financieras en tiempos de menores ganancias industriales generó dos fenómenos. Primero, hizo que los bancos y otros actores financieros se volvieran los participantes más poderosos en la economía y en la política, con lo que podían presionar exitosamente por mayores desregulaciones y otras políticas favorables que no hubieran conseguido durante las primeras tres décadas de la posguerra. Y segundo, motivó grandes transformaciones en la lógica de las grandes empresas no-financieras.

Estas transformaciones se explican en parte por el nuevo poder de los actores financieros, sobre todo las nuevas instituciones que se volvieron accionistas a gran escala, capaces de exigir a los directores de las grandes empresas no-financieras estrategias en su propio interés (altas y constantes distribuciones de ganancias en vez de grandes inversiones en el desarrollo de la empresa en el largo plazo), en parte por su voto decisivo entre los accionistas y en parte por su capacidad y amenaza de tumbar el valor de la empresa si se vendiera las acciones. Antes de la formación de estas instituciones inversionistas, hecha posible por la desregulación, ningún accionista era suficientemente grande para tener este impacto y las empresas no-financieras seguían una lógica más gerencial y largoplacista, en contraste con la nueva lógica financiera/propietaria y cortoplacista (Crotty, 2005).

También se explican por los cambios en la lógica interna de la dirección de las grandes empresas. La alta gerencia no cambió su estrategia solamente por coerción y amenazas. Se disparó su remuneración cuando producía resultados positivos desde la perspectiva de los actores financieros, y una parte importante de esa remuneración se recibía en la forma de *stock options*, de manera que tenían incentivos a una nueva lógica gerencial que convergió con la lógica propietaria/financiera. Asimismo, ante el estancamiento de la tasa de ganancia en grandes áreas de la producción, estas empresas se dedicaban una parte cada vez mayor de su capital a las inversiones financieras con mayor rentabilidad.

Por eso el disparo de las ganancias financieras –de 10% de las ganancias corporativas totales en 1980 a 40% en la primera década de los 2000– se debe no solamente a las ganancias del sector financiero sino también a las crecientes ganancias financieras de las empresas consideradas no-financieras por su actividad principal (Crotty, 2009). La financiarización no se puede reducir a “la hegemonía del capital financiero”, entendida como el poder preponderante de actores e instituciones financieras, como dicen algunos analistas del tema<sup>7</sup>, sino cambios en la estructura y la lógica del capital a gran escala en general. Sin duda alguna ha creado grandes concentraciones de poder dentro del sector financiero, pero se debe entender como un cambio en la lógica y los intereses del capital, y por lo tanto en sus estrategias empresariales y sus presiones sobre el poder político, más que la imposición de los intereses y el poder de un sector del capital sobre los demás.

---

7 Por ejemplo, para Dumenil y Levy (2005), “el neoliberalismo es la expresión ideológica de la reafirmación del poder de las finanzas” quienes han logrado el “regreso a la hegemonía”.



La financiarización se asocia también con las otras transformaciones de la época neoliberal a través de la búsqueda de las formas o condiciones de realizar ganancias rentistas. En esta categoría se incluye fenómenos tan diversos como la privatización de empresas públicas, la privatización y mercantilización de recursos naturales, la “flexibilidad laboral” (que baja costos laborales y libera recursos corporativos para el mayor pago a los actores financieros), el creciente endeudamiento de los hogares, el sometimiento de sectores sociales como la salud y las pensiones a una lógica privada y financiera, la creciente desigualdad de ingresos y de patrimonio y la apertura al libre flujo internacional de capitales y al libre comercio. Si la financiarización y las políticas y prácticas neoliberales fueron motivadas por el estancamiento de la producción industrial, también refuerzan este estancamiento por sus efectos sobre la demanda agregada y la estrategia empresarial cortoplacista, lo cual refuerza la financiarización en un círculo vicioso (Crotty, 2005; Foster y Magdoff, 2009; Malinowitz, 2009).

### III. La fragilidad del sector financiero

Entre las principales causas de la gran inestabilidad, fragilidad y peligrosidad del actual sistema financiero que están implicadas en la crisis se han identificado varios factores claves: la titularización, la complejidad y falta de transparencia, la concentración, el apalancamiento, y los incentivos. A continuación analizamos estos cinco factores en la creación de la crisis; posteriormente consideramos cómo las propuestas y acciones oficiales de la administración Obama y el Congreso de los Estados Unidos los afecta.

**Titularización:** La creación y gran extensión de la titularización – activos respaldados por productos o por otros activos – generó un nivel de complejidad, especulación e incentivos perversos que hizo inevitable la inestabilidad y eventual crisis proveniente del sector financiero. La extrema complejidad de las transacciones con los derivados no permitió la transparencia necesaria para un mercado medianamente estable, permitió y estimuló niveles peligrosos de apalancamiento por todo el sistema, y creó oportunidades con incentivos perversos para los bancos.

Antes de la titularización, los bancos tenían fuertes incentivos para evaluar cuidadosamente los potenciales deudores y limitarse a préstamos con altas probabilidades de pago con base en cálculos de los probables flujos futuros de ingresos, manteniendo relaciones de largo plazo entre acreedor y deudor. Con la titularización, los bancos tienen el incentivo de prestar lo máximo posible y vender las deudas en paquetes a otros actores financieros. La titularización separa el riesgo de la responsabilidad (Nersisyan y Wray, 2010), liberando los bancos de la preocupación de poder cobrar el pago de la deuda, provocando el deterioro de la calidad de los préstamos y aumentando la fragilidad financiera, mientras se incrementa el incentivo de los bancos por manipular la información de manera que los mercados subestimen los riesgos y sobreestimen el valor de los títulos.

Así mismo, los bancos originaban los préstamos según el valor (y la expectativa del valor futuro) de los activos colaterales del deudor – principalmente de su vivienda - en vez de

sus ingresos. El primero es más impredecible y más volátil, y dependía de la continuación perpetua de la burbuja. El afán tanto de los bancos como de las autoridades monetarias de mantener la burbuja de vivienda y las burbujas en otros activos aumentó la fragilidad del sistema financiero y aseguró que cuando ya no se pudiera sostenerla y la burbuja se estallara, provocaría una crisis de grandes proporciones. La falta de requisitos sobre reservas para respaldar los títulos, la falta de información sobre los préstamos hipotecarios que respaldan los títulos y la falta de requisitos de registro y reporte ante las autoridades por parte de los vendedores y compradores de los títulos exacerbaron la fragilidad y el efecto dominó a lo largo del sistema financiero, doméstico y en el nivel internacional, cuando estallaron las burbujas de vivienda e hipotecaria.

La justificación social por los derivados y los derechos de titularización con un mínimo o ninguna regulación se radica en su función de transferir los riesgos a los actores más capaces y más dispuestos a asumirlos, así haciendo posible mayores gastos socialmente útiles en inversión productiva y consumo. Sin embargo, dado lo anterior, y dado que las primas de riesgo no corresponden a los actores que finalmente asumen los riesgos y que la titularización ha incrementado los riesgos sistémicos sin generar mayor actividad del sector real, no está claro que la mayor parte de los derivados cumplen cualquier función social. Hay fuertes argumentos para eliminarlos, si no totalmente, en su mayor parte, dejando (con regulación y vigilancia públicas) solamente los que realmente cumplen su función social de cubrir los riesgos de los actores no-financieros.

Complejidad y opacidad: La complejidad del sistema financiera debida a la “innovación financiera” – incluyendo la titularización y los seguros sobre los títulos, las transacciones “*over the counter*” (OTC) diseñadas para un cliente específico fuera de las bolsas organizadas, transacciones bancarias no registradas en sus balances (*off-balance-sheet positions*) y la creación de fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos de capital privado (*private equity funds*) – hizo inevitable la insuficiencia de la información y de la transparencia necesarias para la toma sensata de decisiones sobre las transacciones y el buen funcionamiento de los mercados financieros<sup>8</sup>, e hizo imposible una regulación estabilizadora aún si hubiera voluntad política por parte de las autoridades estatales.

Los nuevos instrumentos financieros – los productos derivados y los “seguros” como los CDS que apuestan sobre las subas o bajas de otros activos – llegaron a ser tan complejos en los 1990 y sobre todo en los 2000, que los participantes en las transacciones no han tenido la información sobre los precios, volumen de transacciones y riesgos necesaria para el buen funcionamiento de los mercados y algunos actores han podido aprovechar de la información muy asimétrica, mientras las autoridades públicas carecían de la información y el conocimiento sobre los nuevos instrumentos, las instituciones y las transacciones necesarios para regularlos. Pero la falta de transparencia no se debe solamente a la complejidad,

---

8 Irónicamente, las teorías de Mercados Financieros Eficientes *suponen* la perfecta información sobre los precios y los riesgos, presentes y futuros, en sus modelos que demuestran que la regulación es innecesaria y nociva y que celebran la innovación financiera (véase Crotty, 2012).

sino también a la desregulación de los mercados financieros y la liberación de las instituciones de sus obligaciones de registro y reporte a las autoridades sobre sus transacciones.

Los mercados *over-the-counter* dan un buen ejemplo. Estos incluyen los mercados para títulos respaldados por activos, incluyendo los MBS, los *credit default swaps* (CDS) y contratos que derivan su valor de movimientos de las tasas de cambio, las tasas de interés y los precios de activos, *commodities* y obligaciones crediticias (D'Arista, 2009a). Los productos no son estandarizados y las transacciones no tienen que ser reportadas a las autoridades ni pasar por bolsas u otro intermediario. La falta de información sobre sus valores y sobre las situaciones de las otras partes que los respaldan fue un factor importante en la pérdida de confianza, la espiral hacia abajo de los precios y la falta de crédito para mantenerlos después del comienzo de la crisis.

Los bancos comerciales son las instituciones financieras con más obligaciones de registro y entrega de información, y son las únicas con estrictos requisitos sobre reservas de capital. Sin embargo, los bancos han podido evadir estas obligaciones moviendo sus actividades "fuera de los balances". Las formas de hacerlo incluyen la creación de entidades como los "vehículos estructurados de inversión", formalmente autónomos pero en realidad parte del mismo banco pero no sujeto a las reglas para los bancos comerciales, y la creación de instrumentos derivados como los CDO que tampoco están cubiertos por las regulaciones bancarias. Como los grandes bancos comerciales forman partes de conglomerados que también incluyen bancos de inversión, fondos de cobertura y de capital privado y otras clases de entidades financieras, esto también les permite hacer transferencias sobre el papel de activos y pasivos que permiten mayor evasión de las obligaciones y regulaciones.

La actividad fuera de los balances permitió a los bancos reducir su dependencia en los intereses y buscar más ingresos comprando y vendiendo y como intermediarios en el mercado de capitales. Las fuentes de ingresos diferentes de los intereses, principalmente de tarifas y de transacciones con activos, fueron solo 7 por ciento de los ingresos de los bancos en 1980, pero subieron hasta 44 por ciento en 2007 (Nersisyan y Wray, 2010). Como en el caso de las demás instituciones financieras, quedaron insuficientemente capitalizados y no reportaron gran parte de sus actividades a las autoridades reguladoras, agravando a gran escala los problemas de fragilidad por apalancamiento y falta de transparencia.

Las nuevas instituciones financieras como los fondos de cobertura y los fondos de capital privado son los más apalancados y los más opacos, operando sin requisitos de registro y reporte a las autoridades. Los fondos de cobertura en particular son considerados una gran amenaza a la estabilidad dada las enormes cantidades de dinero que manejan, solamente para clientes de muy alto patrimonio, y la casi total falta de información sobre la naturaleza y la escala de sus actividades y de su apalancamiento e interconexiones con otras entidades (D'Arista, 2009a).

Concentración y centralización: La concentración en todas las áreas del sistema financiero ha crecido en cada década a partir de los 1970 como resultado de la desregulación y la consecuente expansión de los bancos y las demás instituciones a nuevas y diversas actividades. La creciente participación de instituciones domésticas en los mercados financieros globales y la globalización de los mercados de derivados contribuyeron aún más a la concentración del sector. La concentración implicó la dominación de cada área del sector financiero por parte de unas pocas instituciones consideradas de “importancia sistémica” y “demasiado grandes para fallar”, porque el tamaño de las instituciones y su interconectividad significan que una quiebra o crisis de una sola institución podría llevar todo el sistema a una crisis. Las respuestas a las crisis sectoriales del período han sido rescates estatales de las grandes instituciones (quienes se esfuerzan por quedarse demasiado grandes para fallar para tener asegurados futuros rescates) y su adquisición, con la intermediación del estado, de más pequeñas entidades fallidas, reforzando aún más la tendencia a la concentración.

Todos los sectores de las finanzas se volvieron altamente concentrados, con unas pocas instituciones que dominan la mayor parte del sector. El número de bancos comerciales, después de quedar relativamente constante alrededor de 14.000 entre 1934 y 1985, ha bajado a aproximadamente 7.000 (Nersisyan y Wray, 2010). Los 18 bancos más grandes actualmente poseen 60% de los activos del sector, mientras los cuatro más grandes cuentan con el 40%, pese a solo representar el 23% en 1992 (ibid.). Niveles similares de concentración existen en otros sectores como las firmas que transan en las bolsas de valores y los inversores institucionales, y en el control de los diferentes tipos de activos (D’Arista, 2009b). También hay una tremenda centralización entre los diversos sectores con la eliminación de la separación de funciones de la Ley Glass-Steagall y la formación de grandes conglomerados que participan en la banca comercial, la banca de inversión, fondos de cobertura, seguros y otras ramas de las finanzas.

Durante la crisis, la concentración ha seguido en aumento por las quiebras de muchos bancos pequeños, medianos e incluso grandes instituciones, y las políticas oficiales de rescates de algunos de las más grandes y de promover sus adquisiciones de los bancos quebrados o de sus activos.

Apalancamiento: La ausencia de requisitos de capital para respaldar las transacciones de todos los intermediarios financieros, y de muchas de las actividades de los bancos comerciales, estimuló los niveles excesivos e insostenibles de apalancamiento por todo el sistema nacional y en el sistema global. Este apalancamiento impulsó el gran volumen de transacciones y las burbujas de precios de los productos derivados y de la vivienda, mientras el desapalancamiento desde el estallido de la burbuja de la vivienda ha impulsado el desplome de los precios de activos que ahora amenaza al sistema.

El nivel de apalancamiento incrementó notablemente a partir de la decisión de la agencia reguladora de suspender para los bancos de inversión el requisito de mantener su proporción deuda-capital en 15-1 (es decir, tenían que mantener un dólar de capital por cada 15

dólares de activos). Se descubrió en 2008, con el colapso del gigante Bear Stearns, que los grandes bancos de inversión mantenían proporciones de 30 - 1 o más. Los fondos de cobertura mantienen proporciones mucho más altas; aunque no hay información concreta sobre su nivel de apalancamiento ante la falta de requisitos de reporte, se estima que con un dólar pueden "apostar" sobre cien dólares de activos (D`Arista, 2009a).

Los bancos comerciales mantenían proporciones de 10 - 1, pero esto solo se aplicaba a sus posiciones en los balances. Fuera de los balances, han podido participar en transacciones con su propio dinero (*proprietary trading*) sin requisitos de capital, en vez de su tradicional papel de servir como intermediarios con los depósitos de sus clientes y con estrictas regulaciones sobre sus reservas de capital. Esto ha creado algunos conflictos de interés con sus clientes, y también ha facilitado el inmenso volumen de especulación a nivel global basada en diferenciales de tasas de interés y movimientos esperados de tasas de cambio (*carry trade*) (*ibid.*). La rentabilidad de estas transacciones depende del apalancamiento – de sacar préstamos de corto plazo con bajos intereses para invertir en activos de largo plazo y altos retornos.

El apalancamiento creó un nivel de interconexión y de fragilidad que causó numerosas crisis en empresas y en países durante las décadas de los 1990 y los 2000, y que explica en gran parte la inevitabilidad y la magnitud de la gran crisis a partir del 2007. Cuando los precios de los activos, como las viviendas y los derivados de productos hipotecarios que parecían que aumentarían eternamente, empezaron a caer, las firmas que se habían endeudado utilizando el valor de los activos como colateral para los préstamos para la compra de activos tuvieron que aumentar su colateral, provocando una venta de activos que provocó mayores bajadas de los precios y mayores ventas de activos (desapalancamiento). La gran interconexión a través del apalancamiento aseguró la rápida expansión de la crisis por todo el sistema financiero nacional y global y a otros sectores no financieros.

Remuneración e incentivos: La nueva arquitectura financiera que surgió de la desregulación y la innovación dentro del sector fue (y sigue siendo) permeada por formas de remuneración que crean incentivos perversos.

Con la extensión de la titularización, los ingresos por tarifas se dispararon para empresas en todo el sistema financiero: los bancos comerciales y las agencias hipotecarias por la venta de los préstamos, los bancos de inversión y otros intermediarios quienes empaquetaron, vendieron y proporcionaron otros servicios relacionados con los títulos, las agencias de seguros por garantizar los títulos contra pérdidas o por facilitar las apuestas sobre los títulos, y también las agencias calificadores de riesgos y las empresas de contabilidad. En todos estos casos, no tendrían que devolver las grandes tarifas cobradas si posteriormente se produjeran grandes pérdidas, dando fuertes incentivos para la maximización de los flujos de préstamos y títulos sin grandes preocupaciones por su calidad. Para los fondos de cobertura y de capital privado, fue común cobrar a sus clientes 2% del valor de los activos administrados más 20% de las ganancias, sin asumir los costos de pérdidas y sin tener que devolver el pago por ganancias en caso de pérdidas posteriores (Crotty, 2013). El incentivo

fue tomar altos riesgos para realizar altos retornos en el corto plazo, principalmente con activos derivados, a menudo ocultando los riesgos de sus clientes. En el caso de las empresas calificadoras de riesgo y de contabilidad, estos son contratados por los mismos bancos que ellos evalúan, dándoles incentivos para presentar cifras y calificaciones excesivamente favorables para maximizar sus negocios futuros. En algunos casos manipularon sus evaluaciones y resultados contables hasta los límites de lo legalmente permitido, y en muchos casos pasaron los límites produciendo los grandes fraudes y escándalos que caracterizan la época.

Los incentivos perversos también provenían del sistema de remuneración de los ejecutivos y operadores de las instituciones financieras. Estos ganan enormes primas por conseguir altas ganancias de inversiones de alto riesgo. Las primas no se acabaron con la crisis: un operador del sector recibía primas de hasta US\$50 millones en 2006, pero la prima promedio se redujo en solo 4,7% en la segunda mitad de 2007, mientras las ganancias de las empresas inscritas en la bolsa de valores de Nueva York cayeron en un 46% (Crotty, 2013). Los cinco bancos de inversión más grandes del país – Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehmann Brothers y Bear Stearns – pagaron US\$66 mil millones en compensación en 2007, de lo cual US\$40 mil millones representan primas; a pesar de la caída de sus ganancias, esta compensación fue mayor que en 2006 (ibid.).

Para los grandes inversores institucionales como los fondos de pensiones y seguros y los fondos mutuos, los administradores de los fondos también tenían fuertes incentivos para tomar grandes riesgos. Dado que su remuneración depende del tamaño de los activos que controlan, esta se maximiza en las épocas de bonanza con inversiones de alto riesgo con altos retornos. Adicionalmente, no ofrecer las altas ganancias que la competencia estaba realizando les ponía en riesgo de perder sus contratos y sus puestos, mientras que perder dinero cuando todo el mundo estuviera perdiendo no sería tan grave, lo que refuerza el “comportamiento de manada” que alimenta las burbujas y los riesgos sistémicos. De esta manera, los fondos de pensiones y de seguros se volvieron grandes inversores en los activos riesgosos como los MBO, MBS y CDS, y en los altamente especulativos y apalancados fondos de cobertura y de capital privado (Crotty, 2009)

#### **IV. De Bush a Obama: rescates y políticas**

La principal respuesta de la administración de George W. Bush en su último año del mandato (2008), presentada por su Secretario del Tesoro Henry Paulson, fue un programa de rescates llamado TARP (*Troubled Assets Relief Program* o Programa de Alivio para Activos en Problemas). El programa destinó US\$700 mil millones para que el gobierno comprara activos “tóxicos” –es decir, activos respaldados por préstamos con poca probabilidad de pago– de los bancos, a precios muy encima de los precios del mercado. También en 2008 el gobierno se hizo cargo de FannieMae y Freddie Mac, los dos gigantes del sector hipotecario, poniéndolos bajo su tutela (*conservatorship*) por un período indefinido pero con la intención que no sea permanente.

La estrategia de la administración de Barack Obama, quien se posesionó como presidente de los Estados Unidos en enero de 2009, continuó el TARP y agregó dos programas adicionales, conocidos por sus siglas PPIF (*Public-Private Investment Fund* o Fondo Público-Privado de Inversión) y TALF (*Term Asset-Backed Loan Facility* o Facilidad de Préstamos de Valores a Términos Respaldados por Activos). Además, en junio de 2009 la administración presentó una propuesta para la reforma del sistema financiero. Aunque la propuesta no fue muy radical y no implicó grandes cambios estructurales al sistema, la versión aprobada por el congreso en julio de 2010 después de un año de negociaciones es aún menos ambiciosa, abandonando muchas de las modestas medidas de la propuesta original para mayor regulación, supervisión e información.

A continuación consideramos los tres programas de rescate, y posteriormente la reforma financiera propuesta por la administración de Obama y la versión final de la reforma aprobada por el congreso.

**TARP:** Este ha sido el programa más importante, y también el más controvertido, de rescate de las instituciones financieras. La creación de un fondo de US\$700 mil millones para la compra de activos tóxicos por parte del gobierno tuvo el propósito de estabilizar el sector, limpiar los balances y restablecer la liquidez y los flujos de crédito en la economía. Sin embargo, el dinero llegó a las instituciones sin obligaciones sobre su utilización, y aunque logró proporcionar liquidez y salvar los bancos, en vez de estimular préstamos los bancos lo han utilizado para pagar deudas, adquirir otras empresas o invertir, en gran parte en mercados especulativos (McIntire, 2009). También fue impopular ante la información en los medios de su uso para continuar la excesiva remuneración de los ejecutivos, evadiendo fácilmente los límites formales que impone el programa, y porque el gobierno ha creado pocos programas para rescatar a la gran cantidad de deudores que están perdiendo sus viviendas por no poder pagar las cuotas hipotecarias.

**PPIF:** El Fondo Público-Privado de Inversión, iniciado por Obama y su Secretario de Tesoro Timothy Geithner, pretendió incentivar la compra de los activos tóxicos de los bancos por parte de otras instituciones financieras con financiamiento y garantías del gobierno. Bajo este programa, el Departamento del Tesoro contó con hasta US\$100 mil millones para prestar, con bajas tasas de interés, a inversores privados para la compra de los activos a precios mayores que el valor de mercado. El gobierno ofrece un apalancamiento de 6 - 1; es decir, el gobierno pone seis dólares en préstamos y garantías por cada dólar del inversor privado, con un plazo de hasta diez años para el pago del préstamo. En algunos casos el gobierno financia hasta el 100% de la compra. La distribución de las ganancias de la inversión es aproximadamente 50% al inversor privado y 50% al gobierno, pero en caso de pérdidas el gobierno asume la mayor parte. Según un inspector federal de los programas, "aspectos del PPIF lo hace inherentemente vulnerable al fraude, el despilfarro y el abuso, incluyendo cuestiones significativas relacionadas a conflictos de interés enfrentando a los administradores de fondos, connivencia entre participantes y vulnerabilidades al lavado de dinero" (Neil Barofsky, citado en Judicial Watch, 2010; traducción propia). También hubo preocupacio-

nes de que utilizaron los fondos públicos para simplemente intercambiar activos en precios inflados, y que la falta de transparencia y de reglas claras para fijar valores de los activos permitió a los bancos ocultar su insolvencia y burlarse de la supervisión pública (Judicial Watch, 2010).

**TALF:** Fue un programa de la Reserva Federal que destinó un billón de dólares para financiar y garantizar la compra de nuevos activos respaldados por préstamos a consumidores y pequeños negocios. Los términos de los préstamos y las garantías son similares a los del PPIF. El programa se inició en Noviembre de 2008 y terminó en junio de 2010.

Estos programas tuvieron dos principales justificaciones: evitar el colapso de instituciones “demasiado grandes para caer” para evitar un colapso del sistema financiero con graves efectos sobre la economía general, y proporcionar la liquidez necesaria para revivir los flujos de crédito a las empresas y a los consumidores necesarios para reactivar la economía real.

Sobre la primera, muchos observadores han notado que las instituciones “demasiado grandes para caer” deben ser más bien consideradas “demasiado peligrosas para rescatar”. Una lección de la crisis es que en un sistema financiero con alta concentración e interconexión entre sus instituciones, no funcionan los incentivos de mercado porque, además que los perversos incentivos ya mencionados, los grandes actores pueden asumir excesivos riesgos sabiendo que en caso de colapso el gobierno los tiene que rescatar. Los rescates de las administraciones de Bush y Obama refuerzan esta creencia, y las adquisiciones de entidades más pequeñas o de sus activos por parte de los grandes conglomerados acentúan la tendencia a la concentración y al riesgo sistémico en caso de una crisis en una empresa. Ni estos programas ni la reforma recientemente aprobada contemplan la división de las grandes empresas financieras en otras más pequeñas – suficientemente pequeñas para no tener que rescatarlas si hacen malas decisiones – o su nacionalización, aunque las cantidades ya pagadas en rescates hubiera sido más que suficiente para comprar los bancos o sus activos en vez de usar los fondos públicos para salvar a los actores privados. Paradójicamente, las estructuras basadas en la ideología y los modelos económicos que demuestran la superioridad del libre mercado financiero no pueden permitir la operación de la ley del mercado – beneficios privados y *costos* privados – y sus proponentes tampoco admiten cambios estructurales que pueden permitir un mejor funcionamiento del mercado o el reconocimiento que el libre mercado no funciona en sectores rentistas y especulativos como las finanzas, los seguros y la finca raíz.

Con respecto a la recuperación de los flujos de crédito para estimular la reactivación de la actividad económica, los rescates no han dado los resultados esperados y hay fuertes razones para creer que no los dará. Por el lado de la demanda de consumo (alrededor de 70% de la demanda total), los hogares no están buscando nuevos créditos y están bajando los gastos. La tasa de ahorro subió de cerca de cero antes de la crisis a más de 6% ante la incertidumbre sobre futuros empleos y salarios, mientras una parte creciente de los ingresos de los hogares se dedica a pagos de deudas ya existentes. El alto desempleo, la disminución de los salarios y otras fuentes del ingreso y la pérdida de valor de los activos de



las familias (vivienda, acciones, fondos mutuales y pensiones)<sup>9</sup> inciden en la reducción de gastos y la reticencia para seguir financiando los gastos de consumo con créditos.

En el caso de las empresas, estas no quieren endeudarse más para invertir, aún con bajas tasas de interés, dado su sobreendeudamiento y sobrecapacidad productiva y la incertidumbre y pesimismo sobre futuras condiciones del mercado. Por su parte, los bancos están más cautelosos en la hora de prestar ante los aumentados riesgos de impago y la reducida posibilidad de seguir vendiendo las deudas titularizadas a precios inflados. En general, la economía está en una versión de la trampa de liquidez que describió Keynes, donde las bajas tasas de interés no estimulan el endeudamiento, hay una aumentada preferencia por guardar el dinero y es muy difícil estimular mayores gastos privados.

Asimismo, las políticas fiscales tienen un impacto muy modesto. En su primer año, Obama anunció un estímulo fiscal de US\$787 mil millones, dos tercios en gastos gubernamentales y un tercio en reducción de impuestos. A pesar del tamaño gigantesco del estímulo, se queda muy corto en un contexto donde el reducido gasto de los consumidores y de las empresas no produce un efecto multiplicador. El resultado al final del programa un año después fue un leve repunte del crecimiento debido al efecto directo del estímulo y el reabastecimiento de los inventarios agotados. Los efectos fueron modestos y transitorios y sus efectos se agotaron relativamente rápido. En agosto de 2010 se anunció un nuevo estímulo fiscal de \$50 mil millones, principalmente en gastos de infraestructura. Es evidente que los grandes ganadores del nuevo estímulo dirigido a la infraestructura fueron otra vez los intereses rentistas: los bancos que lo financian y los especuladores de finca raíz que compraron los terrenos donde habrían proyectos para aprovechar las rentas de ubicación (Hudson, 2010).

Dada la enorme deuda pública del país, los grandes déficits fiscales y la gran predominancia de la ideología anti-déficit en ambos partidos políticos, no hay efectos significativos y duraderos sobre la economía real ni la continuidad en los estímulos necesarios para que tuvieran mayor impacto. También preocupa que Obama haya indicado su intención de reducir el déficit fiscal en la mitad cuando la economía esté en recuperación. Sería una medida contraccionista parecida a la que hizo el presidente Franklin Delano Roosevelt cuando la economía estadounidense empezó a recuperarse de la Gran Depresión; en ese caso causó una segunda caída fuertísima en 1937 que solo terminó en 1941 cuando el país entró en la segunda guerra mundial. La pelea entre Obama y los Republicanos en el Congreso sobre la deuda pública se trata de la magnitud de los recortes en diferentes áreas, incluyendo la seguridad social en pensiones y salud, y la posibilidad de subir ligeramente impuestos a las empresas y las personas de mayores ingresos. Ninguna de las dos partes del debate contempla el impacto contractivo de la reducción drástica del déficit público en tiempos de recesión o estancamiento.

La política monetaria ha sido el mayor enfoque de los intentos de estímulo de la economía durante la administración de Obama, específicamente la política conocida como *quantita-*

---

9 Hacia 2010, los hogares de Estados Unidos habían perdido aproximadamente US\$6 billones en el valor de sus viviendas y US\$4 billones en sus fondos de pensiones (Whitney, 2010).

*tive easing* (QE – literalmente “relajación cuantitativa”). Ante la ineffectividad de la política monetaria tradicional cuando la economía se encuentre en recesión o en bajo crecimiento y las tasas de interés ya estén cerca de cero, la QE consiste en la compra por parte de la Reserva Federal de activos financieros de los bancos comerciales. El propósito es aumentar la liquidez, mantener las tasas de interés en niveles bajos y facilitar la expansión de los préstamos de los bancos privados a las empresas y a los consumidores, para estimular los gastos de inversión y de consumo. La primera ronda de QE fue entre noviembre de 2008 y junio de 2010, pero en agosto de 2010 se decidió que el crecimiento de la economía era insuficiente e iniciaron una segunda ronda, seguida por una tercera ronda a partir de septiembre de 2012.

La QE no ha logrado su propósito por razones similares a las ya expuestas en torno a las otras políticas y rescates. Las empresas productivas no quieren invertir (o prefieren invertir en otros países con costos laborales más bajos) por las condiciones macroeconómicas de baja demanda agregada y pesimismo e incertidumbre sobre las condiciones futuras de los mercados; el acceso a capital y las tasas de interés no han sido problemas, y por eso tampoco son las soluciones a la baja inversión. Por su parte, los bancos prefieren invertir en la especulación en activos financieros, aprovechando las tasas de interés cerca de cero de la Reserva Federal y las tasas de retorno mucho más altas en acciones, bonos y otros activos, en vez de hacer préstamos riesgosos y menos rentables a la economía real.

Por lo tanto, en vez de estimular la demanda y la producción, los US\$4 billones de dólares en compras de activos de la QE han circulado principalmente a los mercados financieros, alzando los precios de las acciones y los bonos y alimentado las nuevas burbujas financieras. La política ha exacerbado la desigualdad de ingresos y de la riqueza, porque son los más ricos quienes se han beneficiado de las subidas de los precios de los activos que ellos manejan (Hudson, 2015). Sin embargo, cada vez que la Reserva Federal anuncia que tiene intenciones de acabar el programa o bajar progresivamente el nivel de compras, hay una reacción fuerte a la baja en el mercado de valores y la amenaza de una crisis, provocando una retracción. Mientras el fin de la QE y el alza de las tasas de interés podría provocar rápidamente una crisis bursátil, su continuación está provocando grandes burbujas y podría estar profundizando las condiciones para una futura crisis aún peor.

## V. La reforma financiera

La reforma financiera propuesta por la administración de Obama en 2009 y aprobada con modificaciones en 2010<sup>10</sup> tiene, según sus autores, los objetivos principales de reducir la inestabilidad del sector, aumentar la transparencia, reducir la necesidad de rescates de los grandes actores financieros y proteger a los consumidores financieros de las actividades depredadoras y fraudulentas.

---

10 Conocida oficialmente como “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” (H.R. 4173). El texto completo está disponible en <<https://www.govtrack.us/congress/bills/111/hr4173/text>>.

Sin embargo, la reforma no introduce cambios estructurales en el sector financiero. Más bien intenta lograr mayor estabilidad dentro de las mismas estructuras a través de más regulaciones y restricciones sobre las instituciones y los instrumentos existentes y algunos cambios institucionales en los entes reguladores (Malinowitz, 2009; Epstein, 2009). Las dudas que genera son de dos tipos: primero, que los objetivos quedan cortos dado que la falta de cambio estructural deja intactos los principales causas de los problemas económicos y sociales de la época, la inestabilidad y la crisis; y segundo, que las tímidas medidas ni siquiera serán suficiente para lograr los modestos objetivos de la reforma, y menos después de su dilución durante los procesos de negociación en el Congreso. También sufre de mucha vaguedad y ambigüedad; la ley delega mucha responsabilidad a las agencias reguladores y supervisores pero deja mucha discreción en su aplicación y mucho espacio de negociación para los entes financieros. Una mirada a las medidas y sus probables efectos en torno a los grandes problemas del sector identificados anteriormente ilustra estas deficiencias.

Por ejemplo, la reforma no cuestiona el papel de los *derivados* y en general de la *titularización*, sino pretende volver estos mercados más estables con algunas regulaciones, tal como la creación de bolsas organizadas e intermediarios (*clearinghouses*) para aumentar la información tanto al gobierno como a todas las partes de las transacciones. Sin embargo, las nuevas reglas no se aplicarán a todos los productos ni a todas las instituciones, y la ley no deja claro cuales se incluirán. La ley también propone requisitos de reservas de capital para estas transacciones, pero no especifica si se aplicarán a todos los actores o solamente a los bancos o si se siguen eximiendo los “vehículos especiales” de los bancos, su principal y legal forma de evasión. Estas determinaciones serán tomadas durante los próximos cinco a diez años, con alta presencia de los banqueros y otros representantes del sector financiero en las negociaciones.

Entre las medidas más importantes de la reforma se destacan las que están encaminadas hacia una mayor *información y transparencia* en la actividad financiera, pero el documento final deja muchas dudas sobre su alcance y su efectividad. Uno de los aspectos más positivos de la propuesta de Obama a este respecto fue la creación de una Agencia para la Protección del Consumidor Financiero para vigilar los bancos, tarjetas de crédito y demás proveedores de créditos, con respecto a las altas y a menudo ocultas tarifas y aumentos repentinos de tasas de interés. Sin embargo, ni la propuesta ni la versión final especifican los límites, que se están determinando en negociaciones con los mismos bancos. Habrá más información al consumidor sobre los términos de los créditos, pero no se ha determinado todavía que cambios habrán en los términos permitidos. En la propuesta original la agencia reguladora hubiera sido una nueva agencia independiente, pero en la versión final es la Reserva Federal, la misma que siempre ha tenido el poder de regulación y vigilancia que sistemáticamente ha elegido no aplicar, confiando (bajo sus ex-presidentes Alan Greenspan y Ben Bernanke e igualmente bajo su actual presidenta Janet Yellen) en la autorregulación de los mismos bancos y mostrando una y otra vez su compromiso con los intereses de los bancos sobre cualquier otro interés económico o social.

De igual manera, la reforma estableció un nuevo órgano regulador (*Financial Stability Oversight Council*) encargado de vigilar por los excesivos riesgos y potenciales quiebras en el sistema financiero, pero compuesto de las mismas agencias reguladoras ya existentes con pocas y débiles herramientas nuevas y con mucha discreción sobre las reglas y las intervenciones. La complejidad y opacidad del sistema que hicieron imposible la regulación y supervisión adecuadas siguen básicamente intactas, con muy leves mejorías en la información requerida de los bancos sobre una parte de su actividad, pero sin mayor transparencia de los fondos de cobertura y de capital privado y con la supervivencia de los mercados de derivados y de las actividades fuera de las bolsas y fuera de los balances de los bancos con muy pocas modificaciones.

Si los avances en la información y la transparencia son muy pequeños, en cuanto a la *concentración y centralización* del sistema financiero ni siquiera hay avances, sino empeoramiento. Como mencionamos anteriormente, la tendencia a la concentración en los distintos sectores de las finanzas, y a la centralización a través de los grandes conglomerados con entidades en los diferentes sectores se ha acentuado durante la crisis con la quiebra de algunas instituciones y la compra de ellos o sus activos por parte de las grandes instituciones rescatadas. Una justificación por la reforma ha sido eliminar la necesidad de rescates de bancos “demasiado grandes para fallar”, dando al gobierno las facultades para tomar el control de grandes instituciones que estén fallando y para su disolución y resolución. Sin embargo, son poderes que el gobierno ya tenía y que sistemáticamente ha decidido no aplicar. Además, con las mega-instituciones aún más grandes, complejas e interconectadas, es decir, de aún mayor “importancia sistémica”, siguen siendo demasiado grandes para que el gobierno no las vuelva a rescatar cuando fallen. La confianza en tales rescates ha incentivado la continuación de las prácticas riesgosas durante la crisis. El congreso rechazó una propuesta para limitar los pasivos de los bancos a 2% del PIB, y la reforma no hace nada para reducir el tamaño de las instituciones, por ejemplo separar a los gigantes en instituciones más pequeñas y menos complejas que podrían fallar sin generar gran inestabilidad sistémica. Esta aumentada concentración y centralización de las mega-instituciones financieras también refuerza su gran poder económico y político, dificultando futuras políticas y reformas que no estén conformes a sus intereses.

Sobre el *apalancamiento*, la reforma dice muy poco, y lo que dice sobre requisitos de reservas o capital para los bancos representan sugerencias generales para el futuro en vez de reglas claras y concretas. Deja las principales decisiones sobre los requisitos de reservas a la reunión internacional sobre la supervisión bancaria conocido como Basilea III. No fue ninguna sorpresa cuando, dos meses después en septiembre de 2010, los nuevos acuerdos de Basilea III recomendaron subir los requisitos de capital a niveles menores que los que los grandes bancos en Estados Unidos han mantenido en promedio durante las últimas décadas (Johnson, 2010).

La reforma tampoco enfrenta el problema de los *incentivos* en las instituciones financieras. Mientras estas siguen pagando salarios y primas con niveles récord a los ejecutivos, los mega-bancos siguen realizando sus prácticas de alto riesgo y siguen logrando mega-ga-

nancias. Ha habido muy pocos casos de procesos criminales a los actores que han violado las leyes, dando confianza a muchos en el sector que pueden seguir excediendo las todavía muy laxas reglas.

Las propuestas en el Congreso incluían varias provisiones para limitar por lo menos las actividades de los bancos regulados y asegurados por el Estado donde existen incentivos para actividades especulativas y altamente riesgosas en contra de los intereses de sus clientes depositantes y los intereses sociales, pero estas también fueron rechazadas para la versión final de la reforma. Actualmente, las modestas reformas están bajo ataques por parte de algunos republicanos en el Congreso, quienes están introduciendo nuevas legislaciones para eliminar algunas provisiones y nuevamente profundizar la desregulación financiera.

Aunque la crisis es de una magnitud y extensión que señala que una fase del capitalismo norteamericano y mundial y su modo de regulación se acerca a su fin, las medidas tomadas hasta ahora en Estados Unidos señalan que el fin no llega todavía. Las políticas y las reformas no intentan introducir cambios estructurales, y son muy limitadas en torno a cambios dentro de las estructuras actuales. Buscan la recuperación a través de la reinflación de las burbujas en vez de la creación real de riqueza, mantener la financiarización de la economía y asegurar que los sectores de bajos y medianos ingresos que han asumido los costos del neoliberalismo sean los que asumen los mayores costos de la crisis. La administración de Obama se ha mostrado tan comprometida con el sector financiero como las administraciones anteriores, y aunque no tiene un programa sostenible en el largo plazo, queda claro que por ahora, mientras hay más rentas financieras para sacar y no hay una oposición popular fuerte y organizada, la fase del capitalismo neoliberal y financiarizado continúa.

## VI. Conclusiones

Hay dos líneas predominantes que tratan de explicar la financiarización de la economía y las transformaciones en las políticas económicas y las estrategias corporativas que han aumentado el poder y la lógica de las finanzas por toda la economía. Ambos enfoques influyeron en el análisis presentado en este artículo y hay importantes puntos de convergencia entre los dos, aunque las diferencias tienen implicaciones no solamente para entender las causas de la crisis sino para evaluar las implicaciones y posibilidades de las políticas y las propuestas que buscan la recuperación.

Una línea, asociada en gran parte (pero no exclusivamente) con analistas de corte poskeynesiano, considera que la financiarización se debe básicamente al excesivo poder de actores e instituciones financieras. Este enfoque trata la crisis del período actual principalmente como el resultado de políticas equivocadas basadas en demasiada fe en los mercados libres y la desregulación, sobre todo en los mercados financieros que son los más volátiles y especulativos por naturaleza.

Otra línea, más asociada con analistas marxistas y marxista-keynesianos, ubica las raíces de la financiarización y la crisis en factores estructurales, con énfasis en la crisis capitalista de los setenta, especialmente la crisis de la tasa de ganancia en la industria y la consecuen-

te presión para la desregulación y las nuevas prácticas corporativas para buscar salidas rentables en las finanzas y en la “acumulación por desposesión” (Harvey, 2003) asociada con las estrategias neoliberales.

A pesar de sus grandes divergencias sobre las causas profundas de la financiarización y de la crisis, los dos enfoques coinciden en gran parte en su análisis de la trayectoria de la economía a partir de las desregulaciones financieras y el abandono de las políticas keynesianas. La comprensión de esta trayectoria y sus posibles caminos futuros depende tanto de la lógica histórica y estructural que limita y presiona las posibilidades como de las decisiones tomadas dentro de las limitadas (pero reales) alternativas, y del ejercicio de poder en la toma de decisiones.

En este contexto se encuentran varias explicaciones por la continuidad de la administración de Obama con los programas de rescate de la administración Bush y con las estructuras financieras, económicas y sociales de las últimas décadas. Si los factores estructurales detrás de la crisis de los setenta fueron las causas principales detrás de las desregulaciones financieras y la creciente búsqueda de ganancias a través de los canales financieros y la “innovación financiera”, el principal obstáculo a una restructuración que podría representar una solución de la crisis parece residir en el gran poder adquirido por los grandes actores e instituciones financieras, un poder manifestado en la dependencia en el sector por parte de los candidatos a la presidencia o al Congreso de ambos partidos principales en el financiamiento de sus campañas políticas, y en el frecuente movimiento de importantes personajes del mundo financiero entre las empresas financieras y altos puestos del gobierno.<sup>11</sup>

Sin embargo, también hay fuertes obstáculos estructurales a cambios más amplios como un nuevo modelo keynesiano que no solo regula y restringe al sector financiero sino reestructura la economía de manera más integral, de manera parecida al modelo keynesiano de la posguerra pero tomando en cuenta errores de ese período y las especificidades de nuestro período.<sup>12</sup> Entre los obstáculos al funcionamiento de un nuevo keynesianismo que no existieron en la época del New Deal y de las demás políticas keynesianas a partir de la Gran Depresión de los 1930, se encuentran el alto nivel de endeudamiento de los hogares, las empresas y el gobierno, la enorme deuda externa, la desindustrialización y el surgimiento de la competencia industrial internacional y los límites ecológicos y energéticos a la expansión sin límites de la industria.

---

11 Durante la década 1998-2008, el sector (incluyendo bancos, fondos de inversión y cobertura, empresas de finca raíz y de seguros) invirtió más de US\$5 mil millones para la influencia política, de lo cual US\$1,725 mil millones fueron donaciones a las campañas de candidatos a la presidencia y el congreso (aproximadamente 55 por ciento a los Republicanos y 45 por ciento a los Demócratas, pero en 2008 con más de la mitad a los Demócratas) y US\$3,4 mil millones para mantener un ejército de 3.000 personas para hacer lobby para los intereses del sector, de los cuales 142 habían sido oficiales o empleados de alto rango en la rama ejecutiva o legislativa del gobierno (*Wall Street Watch*, 2009).

12 Véase, por ejemplo, las propuestas del centro de pensamiento poskeynesiano Levy Economics Institute of Bard College ([www.levyinstitute.org](http://www.levyinstitute.org)).

Por ahora, queda claro que en Estados Unidos, al igual que en la Unión Europea, no se están contemplando grandes cambios estructurales, sino pequeñas reformas que profundizan el modelo neoliberal, garantizan la continuidad de pagos a los bancos a costa de los ingresos y el bienestar de las mayorías, e intentan reinflar las burbujas y restablecer los flujos de crédito a los niveles de antes de la crisis. Es decir, se recrea las condiciones que crearon la crisis. También parece claro que solamente cuando la crisis se extienda y se profundice en una nueva caída, se va a reconocer que un modelo alternativo con grandes cambios estructurales es necesario.

Sin embargo, no está claro cuál será la alternativa cuando llegue el momento de abandonar el status quo: se podría intentar un nuevo modelo keynesiano o algo más radical, pero también existe la posibilidad de un recrudecimiento del proyecto neoliberal, de sus desigualdades, inequidades y ataques sobre los ingresos y los derechos laborales. Esta posibilidad seguramente sería acompañada con un aumento en la represión y autoritarismo político, hasta algo parecido al fascismo. Hay mucho sentimiento y movimientos como Occupy Wall Street que buscan alternativas progresistas que quiten el poder y los beneficios de los actores financieros, y creen una economía popular, justa y sostenible, aunque muchos de ellos no tienen claridad sobre la alternativa que buscan más allá de los principios generales. Al mismo tiempo, y como siempre pasa en los tiempos difíciles, dentro de las clases populares muchos buscan chivos expiatorios, con lo que aumenta el racismo, la xenofobia y el sentimiento anti-inmigrante, todo alentado por actores poderosos con intereses en desviar la atención del público, de su atribución de la responsabilidad por la crisis y del sufrimiento dentro de los sectores populares. La necesidad de fuertes transformaciones viene de las presiones estructurales, pero la forma que tomarán estas transformaciones dependerá en gran parte de la claridad y la dirección de los movimientos populares además de las acciones de diferentes grupos y actores dentro de la clase dominante.

### Referencias bibliográficas

- Brenner, R. (2006). *The economics of global turbulence*. Londres, Reino Unido: Verso.
- Cornford, A. (2008, 7 julio). An agenda for financial reform. *SUNS, South-North Development Monitor* (6511).
- Crotty, J. (2013). How bonus-driven “rainmaker” financial firms enrich top employees, destroy shareholder value and create systemic financial instability. En B. Z. Cynamon, S. M. Fazzari, & Mark Setterfield (Eds.), *After the Great Recession: Keynesian perspectives on prospects for recovery and growth* (pp. 133-158). Nueva York: Cambridge University Press.
- Crotty, J. (2012). The realism of assumptions does matter: Why Keynes-Minsky theory must replace efficient market theory as the guide to financial regulation policy. En G. Epstein & M. Wolfson (Eds.), *The Oxford handbook of the political economy of financial crises* (pp. 133-158). Nueva York: Oxford University Press.

- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the “new financial architecture”. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580.
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. En G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy* (pp. 77-110). Northampton, Massachusetts, Estados Unidos: Edward Elgar.
- D’Arista, J. (2009a). Rebuilding the framework for financial regulation. Economic Policy Institute, EPI Briefing Paper No. 231. <<http://www.epi.org/publication/bp231>>.
- D’Arista, J. (2009b). Financial concentration. Wall Street Watch Working Paper No. 3. <[http://www.wallstreetwatch.org/working\\_papers/Financial\\_Concentration.pdf](http://www.wallstreetwatch.org/working_papers/Financial_Concentration.pdf)>.
- Dumenil, G. & Lévy, D. (2005). Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis. En G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy* (pp. 17-45). Northampton, Massachusetts, Estados Unidos: Edward Elgar.
- Epstein, G. (2009). Taming high finance: Why the Obama-Geithner plan won’t work. *New Labor Forum*, 18(3):13-22.
- Epstein, G. (ed.) (2005). *Financialization and the world economy*. Northampton, Massachusetts, Estados Unidos: Edward Elgar.
- Foster, J. B. & Magdoff, F. (2009). *The great financial crisis: Causes and consequences*. Nueva York: Monthly Review Press.
- Harvey, D. (2003). *The new imperialism*. Oxford: Oxford University Press.
- Hudson, M. (2015). Quantitative easing for whom? <<http://www.nakedcapitalism.com/2015/03/michael-hudson-quantitative-easing.html>>
- Hudson, M. (2010, 13 septiembre). The \$50 billion infrastructure plan: Obama’s Thatcherite gift to the banks. <<http://www.counterpunch.org/2010/09/13/obama-s-thatcherite-gift-to-the-banks/>>.
- Jenkins, S., Brandolini, A., Micklewright, J., & Nolan, B. (2011, septiembre). *The Great Recession and the distribution of household income*. Informe presentado a la XIII European Conference of the Fondazione Rodolfo De Benedetti, Palermo, Italia. <[http://www.frdb.org/upload/file/report\\_1\\_palermo.pdf](http://www.frdb.org/upload/file/report_1_palermo.pdf)>.
- Johnson, S. (2010, 16 septiembre). Basel III: The fatal flaw. *Baseline Scenario*. <<http://baselinescenario.com/2010/09/16/basel-iii-the-fatal-flaw/>>.
- Judicial Watch. (2010). The Public Private Investment Fund and oversight. <<https://www.judicialwatch.org/foiablog/2010/mar/public-private-investment-fund-and-oversight>>.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan.
- Krippner, G. (2005). The Financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Li, M. (2009). Socialization of risks without socialization of investment: The Minsky paradox and the structural contradiction of big government capitalism. Political Economy Research Institute Working Paper No. 205. <<http://www.peri.umass.edu>>.



- Malinowitz, S. (2010, 30 julio). La reforma financiera en E.U, muy limitada. *Portafolio*. <<http://www.eltiempo.com/archivo/documento-2013/MAM-4075045>>.
- Malinowitz, S. (2009). Financiarización y crisis financiera: Raíces y respuestas. En A. Gallardo, R. Quevedo & M. Perilla (Eds.), *Crisis del modelo neoliberal y desigualdad en Colombia* (pp. 263-282). Bogotá: CESDE y Ediciones Desde Abajo.
- McIntire, M. (2009, 17 enero). Bailout is a windfall to banks, if not to borrowers. *New York Times*. <[http://www.nytimes.com/2009/01/18/business/18bank.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2009/01/18/business/18bank.html?_r=0)>.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- Nersisyan, Y. & Wray, L. (2010). The global financial crisis and the shift to shadow banking. *Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 587. <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_587.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_587.pdf)>.
- Wall Street Watch. (2009). Sold out: How Wall Street and Washington betrayed America. <<http://www.wallstreetwatch.org/soldoutreport.htm>>.
- Whitney, M. (2010). Back in the soup: Party like it's 1929. <<http://www.counterpunch.org>, 12 agosto de 2010>.

